

**Mezzanine-Finanzierung  
von Unternehmensübernahmen  
und Jungunternehmen**

**Mezzanine Financing  
of Company Takeovers  
and New Companies**

**Financement-mezzanine  
dans le cadre d'acquisition  
d'entreprises et de création  
de nouvelles entreprises**

Dr. iur. Beat M. Barthold

**FRORIEP RENGGLI**

Rechtsanwälte  
Attorneys at Law  
Avocats



**Mezzanine-Finanzierung  
von Unternehmensübernahmen  
und Jungunternehmen**

**Mezzanine Financing  
of Company Takeovers  
and New Companies**

**Financement-mezzanine  
dans le cadre d'acquisition  
d'entreprises et de création  
de nouvelles entreprises**

Dr. iur. Beat M. Barthold

**F R O R I E P R E N G G L I**

Rechtsanwälte  
Attorneys at Law  
Avocats



<b>Mezzanine-Finanzierung</b> von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen	<b>3</b>
<b>Mezzanine Financing</b> of Company Takeovers and New Companies	<b>33</b>
<b>Financement-mezzanine</b> dans le cadre d'acquisition d'entreprises et de création de nouvelles entreprises	<b>61</b>
Kontakt/Contact/Contact	<b>90</b>





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b>	7
<b>I. Die Finanzierung mit Mezzanine</b>	8
A. Begriff und Abgrenzungen	8
1. Begriff	8
2. Abgrenzung zu Private Equity	8
3. Abgrenzung zum partiarischen Darlehen	8
4. Abgrenzung zur stillen Gesellschaft	9
B. Formen von Mezzanine	9
1. Mezzanine-Finanzierung in der Form eines Darlehens	9
2. Mezzanine-Finanzierung in der Form des Erwerbs einer Beteiligung	9
C. Anforderungen an das zu finanzierende Unternehmen	10
D. Gründe für eine Mezzanine-Finanzierung	10
E. Steuerliche Aspekte	11
<b>II. Mezzanine-Finanzierung in der Form eines Darlehens</b>	12
A. Nachrangiges Darlehen	12
B. "Equity Kicker"	13
1. Formen	13
2. Qualifikation des Warrant und Convertible Bond und deren rechtliche Behandlung nach schweizerischem Recht	13
3. Ausübung des Options- und Wandelrechts	14
a) Ordentliche und genehmigte Kapitalerhöhung	15
b) Bedingte Kapitalerhöhung	17
c) Vorratsaktien	18
d) Ausübung im Rahmen eines Börsengangs	18
e) Liberierung durch Verrechnung	19
C. Die Unterkapitalisierung und die Umqualifizierung von Mezzanine-Darlehen im Konkursfall	19
1. Die Unterkapitalisierung	19
2. Die Umqualifizierung von Mezzanine-Darlehen im Konkursfall	22



<b>III. Mezzanine-Finanzierung in der Form des Erwerbs einer Beteiligung bei Vergabe der Finanzierung</b>	24
A. Stille Beteiligung	24
B. Die Mezzanine-Beteiligung nach schweizerischem Aktienrecht	25
1. Die Vorzugsaktie nach Art. 654 OR	25
2. Der Partizipationsschein nach Art. 656a ff. OR	26
3. Der Genussschein nach Art. 657 OR	27
4. Die Vorratsaktie	27
5. Die stille Gesellschaft	27
6. Fazit	28
C. Sicherstellung und Realisation der Mezzanine-Beteiligung	28
1. Verstoss gegen Entnahmenormen	28
a) Das Verbot der Einlagerückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR	29
b) Rechtsfolgen einer verbotenen Einlagerückgewähr	30
2. Vereinbarkeit mit dem Gesellschaftszweck	30
<b>IV. Zusammenfassung</b>	31



## Einführung

Die Realisierung neuer und innovativer Ideen und Produkte namentlich von Jungunternehmen verlangt nach einer entsprechenden Finanzierung. Weil die Erfolgsaussichten zu Beginn des Wachstums schwer abzuschätzen und Sicherheiten für Bankkredite kaum oder nicht vorhanden sind, steigt der Bedarf nach *alternativen Finanzierungsmethoden*. Die Banken sind im traditionellen Firmenkreditgeschäft zunehmend zurückhaltend. Eine ähnliche Situation ist auch vermehrt bei Unternehmensübernahmen festzustellen. Die Finanzierung von Jungunternehmen und Unternehmensübernahmen mit *Mezzanine* stellt eine solche alternative Finanzierungsmethode dar, die sich auch in der Schweiz zunehmender Beliebtheit und Verbreitung erfreut.

# I. Die Finanzierung mit Mezzanine

---

## A. Begriff und Abgrenzungen

---

### 1. Begriff

Eine Definition des Begriffs "Mezzanine" besteht weder in der Ökonomie noch in der Rechtswissenschaft. Mezzanine stammt aus der Architektur und bezeichnet das Zwischengeschoß zwischen zwei Hauptstockwerken. Mangels einer rechtstheoretischen Begriffsbeschreibung begnügt sich die englisch- und deutschsprachige Literatur und Praxis mit der Umschreibung des Begriffs Mezzanine mit dessen typischen Merkmalen. Auf die Unternehmensfinanzierung übertragen kann Mezzanine als eine Finanzierungsart verstanden werden, die eine *Stellung zwischen Fremd- und Eigenkapital* einnimmt.

Als eine *hybride Finanzierungsart* weist Mezzanine Elemente sowohl von Fremdkapital, das typischerweise (Bank-)Kredite sind, als auch Eigenkapital auf. Grundsätzlich handelt es sich bei Mezzanine-Kapital um einen *nachrangigen Kredit* ("*subordinated debt*" oder "*junior debt*") mit einer risikobedingt höheren Verzinsung als beim traditionellen Fremdkapital der Banken. Die Finanzierung mit Mezzanine kann nach Risikograden abgestuft werden, was im konkreten Einzelfall auf die Qualifikation von Mezzanine als Fremd- oder Eigenkapital einen Einfluss hat. Die Laufzeit von Mezzanine entspricht dem hybriden Charakter und beträgt grundsätzlich zwischen 5 und 10 Jahre.

---

### 2. Abgrenzung zu Private Equity

Private Equity ist als eine zeitlich befristete Beteiligung eines Investors am Eigenkapital einer nicht kotierten Unternehmung zu verstehen. Als Eigenkapitalfinanzierung stellt Private Equity eine alternative Finanzierungsform zur klassischen Fremdkapitalfinanzierung namentlich von Banken dar. Der Investor bezweckt eine Wertvermehrung seiner Beteiligung am Eigenkapital. Damit ist Private Equity ein Instrument der Kapitalanlage. Eine Private Equity-Finanzierung kann als Ergänzung zur Finanzierung mit Mezzanine eingesetzt werden.

---

### 3. Abgrenzung zum partiarischen Darlehen

Beim partiarischen Darlehen lässt sich der Darleiher vom Borger statt des Zinses oder neben dem Zins einen Anteil am Gewinn zusichern. Ein solches Darlehensgeschäft liegt grundsätzlich auch dann vor, wenn ein Investor Geld in eine Gesellschaft einwirft, ohne selbst Gesellschafter zu werden, sich jedoch einen Teil des Geschäftsergebnisses als Gegenleistung versprechen lässt. Der partiarische Darleiher trägt am Verlust der Gesellschaft

nicht mit. Im Gegensatz zu Mezzanine ist die Darlehensforderung eines partiarischen Darlehens grundsätzlich *nicht nachrangig* gegenüber allen oder einzelnen Gläubigern.

---

#### 4. Abgrenzung zur stillen Gesellschaft

Die stille Gesellschaft ist eine gesellschaftliche Verbindung, bei der sich der stille Gesellschafter an der geschäftlichen Tätigkeit des Hauptgesellschafters mit einer in dessen Vermögen übergehenden Einlage gegen Anteil am Gewinn beteiligt. Nach aussen tritt alleine der Hauptgesellschafter auf und er allein wird aus der Geschäftstätigkeit berechtigt und verpflichtet. Der stille Gesellschafter ist Mitgesellschafter und nicht bloss Gläubiger. Haben die Gesellschafter nichts abweichendes geregelt, haben sie den Gewinn und Verlust grundsätzlich zu gleichen Teilen zu tragen. Die Parteien einer stillen Gesellschaft haben immer das selbe Bedürfnis: die Beteiligung des stillen Gesellschafters nach aussen nicht in Erscheinung treten zu lassen.

Die Finanzierung einer Gesellschaft mit Mezzanine ist regelmässig nach aussen sichtbar. Der Investor tritt nach aussen auf. Er hat kein Interesse an einer Geheimhaltung seiner Investition, die zudem auch nicht gewährleistet werden könnte. Der Mezzanine-Investor bildet mit den anderen Gesellschaftern keine stille Gesellschaft.

---

### B. Formen von Mezzanine

---

#### 1. Mezzanine-Finanzierung in der Form eines Darlehens

*Typischerweise* wird die Finanzierung mit Mezzanine in der Form eines *Darlehens* getätigt. Weil sich der Investor mit der hohen Verzinsung des Kapitals allein regelmässig nicht zufrieden gibt, wird das Darlehen mit einem Recht zu dessen Gunsten verbunden, sich zu einem späteren Zeitpunkt am finanzierten Unternehmen durch Erwerb von Beteiligungsrechten zu beteiligen. Dieses Recht, das einen "Rendite-Motivator" für den Darleiher darstellt, wird als "*equity kicker*" bezeichnet. Damit wird dem Kapitalgeber die Möglichkeit eingeräumt, am *Wertschöpfungspotential* des Unternehmens teilzunehmen.

---

#### 2. Mezzanine-Finanzierung in der Form des Erwerbs einer Beteiligung

Die Finanzierung mit Mezzanine kann auch in der Form einer *Beteiligung* erfolgen. Dem Kapitalgeber wird anstelle eines equity kicker eine Beteiligung am finanzierten Unternehmen eingeräumt. Diese Form der Mezzanine-Finanzierung ist jedoch als *atypisch* zu bezeichnen. Anzutreffen ist sie namentlich in Deutschland, weniger dagegen in den USA. Werden dem so beteiligten Investor besondere Beteiligungspapiere (z.B. Genussrechte oder "*preferred stocks*" im Unterschied zu "*common stocks*") ausgegeben, wird eine solche Beteiligung in den USA dem "*equity capital*" und nicht dem Mezzanine-Kapital zugeordnet.

Weil dem so beteiligten Investor in der Regel *kein Stimmrecht in der Generalversammlung* des finanzierten Unternehmens zusteht, wird diese Art der Mezzanine-Finanzierung in Deutschland auch als *stille Beteiligung* bezeichnet.

---

### C. Anforderungen an das zu finanzierende Unternehmen

Die meisten Mezzanine-Investoren haben einen Anforderungskatalog festgelegt, welchem die potentiellen Kunden entsprechen müssen, um für eine Mezzanine-Investition in Frage zu kommen. Obwohl die Anforderungskataloge der verschiedenen Finanzierungsinstitute auf deren jeweiligen "typischen Kunden" zugeschnitten sind und daher von einander abweichen, lassen sich grundsätzliche Gemeinsamkeiten feststellen. In erster Linie wird nicht nur bei der Finanzierung von Jungunternehmen, sondern auch von Unternehmensübernahmen eine starke Führung des Unternehmens durch ein kompetentes und erfahrenes Management verlangt. Dies wird oft als Garant für die Erreichung des gesteckten Ziels angesehen. In zweiter Linie verlangt wird ein hoher und konstanter cash flow, um die angestrebte Rendite der Mezzanine-Finanzierung von 15% bis 25% erreichen zu können. Im weiteren muss das zu finanzierende Unternehmen auch eine starke Marktposition haben oder in einem günstigen Industriezweig tätig sein. Vereinzelt anzutreffen ist auch die Forderung, dass im Zeitpunkt einer allfälligen Finanzierung mit Mezzanine bereits finanzkräftige Eigenkapitalgeber (z.B. Private Equity-Investoren, vgl. oben A.2) bestehen müssen.

---

### D. Gründe für eine Mezzanine-Finanzierung

Die Gründe für eine Finanzierung von Unternehmensübernahmen oder Jungunternehmen mit Mezzanine sind mannigfaltig und für jeden Einzelfall verschieden. Beispielsweise haben die Banken die jeweiligen Limiten für die Gewährung von Krediten erreicht und können oder wollen daher keine weiteren Bankkredite mehr gewähren. Denkbar ist auch, dass sich je nach dem konkreten Branchenumfeld oder den betroffenen Industriezweig keine Beteiligungsfinanzierung durch Privatinvestoren finden lässt, weil beispielsweise der entsprechende IPO-Markt fehlt oder die dafür notwendigen Voraussetzungen vom betreffenden Unternehmen nicht erfüllt werden. Denkbar ist auch, dass Venture Capitalists das betreffende Unternehmen nicht als ein interessantes Wachstumsobjekt qualifizieren und daher an einer Eigenkapitalfinanzierung nicht interessiert sind. Andererseits können auch die Bedingungen der Eigenkapitalgeber hinsichtlich der erwarteten Rendite und der Kosten des Eigenkapitals nicht den Vorstellungen der Unternehmenseigner bzw. des Management entsprechen. In solchen Fällen ist die Unternehmung nicht gewillt, die aus ihrer Sicht überhöhten Forderungen zu erfüllen.

---

## **E. Steuerliche Aspekte**

Die steuerliche Betrachtung der Finanzierung mit Mezzanine bildet nicht Gegenstand dieser Arbeit. Der Vollständigkeit halber sei lediglich erwähnt, dass Mezzanine-Darlehen steuerlich grundsätzlich als Fremdkapital gelten. Die Zinsen, die dem Mezzanine-Investor zu bezahlen sind, sind grundsätzlich auch dann steuerlich abzugsfähig, wenn die Grenzwerte gemäss dem Kreisschreiben Nr. 6 vom 6. Juni 1997 der Eidgenössischen Steuerverwaltung, welches die Generalklausel von Art. 65 DBG konkretisiert, in der Gesamtfinanzierung überschritten werden. Bei der Finanzierung einer Unternehmung mit Mezzanine, bei welcher dem Investor ein "equity kicker" versprochen wird, besteht die Gefahr von dessen Qualifikation als verdecktes Eigenkapital, womit ein Zinsabzug mindestens in dem Umfang abgelehnt werden könnte, als dieser die Grenzwerte gemäss dem genannten Kreisschreiben überschreitet. Eine vorgängige Verständigung mit den Steuerbehörden ist daher in jedem Fall empfehlenswert.

Gemäss dem auf den 1. Mai 2000 in Kraft getretenen Bundesgesetz über die Risikokapitalgesellschaften sind Risikokapitalgesellschaften namentlich von der eidgenössischen Emissionsabgabe für ihre Investitionen in neue Unternehmen mit innovativen, international ausgerichteten Projekten im Bereich von Produkten und Dienstleistungen befreit. Als solche vom BRKG erfasste Investitionen gelten nach Art. 3 Abs. 2 BRKG unter anderem "nachrangige Darlehen oder andere mit Risikokapital vergleichbare Forderungen". Für nachrangige Darlehen, die natürliche Personen aus ihrem Privatvermögen neuen, unabhängigen Schweizer Unternehmen gewähren (Business Angels), ist nach dem BRKG ebenfalls eine Steuererleichterung vorgesehen. Für solche Darlehen kann ein pauschaler Investitionsabzug von höchstens 50% des Darlehensbetrages, während der Dauer des Gesetzes jedoch insgesamt von höchstens CHF 500'000 geltend gemacht werden.

## II. Mezzanine-Finanzierung in der Form eines Darlehens

### A. Nachrangiges Darlehen

Mezzanine, das in der Form eines Darlehens gewährt wird, ist gegenüber dem Fremdkapital (*“senior debt”*) *nachrangig*. Eine Amortisation des Mezzanine findet folglich in der Regel nur nach vollständiger Rückzahlung des Fremdkapitals statt. Die Forderung des Mezzanine-Investors wird mithin erst dann getilgt, wenn die Gläubiger der vorgehenden Forderungen aus Fremdkapital befriedigt worden sind. Aus diesem Grund wird Mezzanine-Kapital auch als *“senior subordinated debt”* oder *“junior debt”* bezeichnet. Mezzanine-Darleiher sind nicht nur bereit, ihre Interessen in Bezug auf die Befriedigung ihrer Forderungen denjenigen der Fremdkapitalgeber zu unterstellen, sondern verzichten je nach konkreter Fallkonstellation auf die Gewährung von Sicherheiten. Zwar sind die Mezzanine-Investoren regelmässig darauf bedacht, von der borgenden Gesellschaft Sicherheiten in Form von namentlich Grundpfandrechten oder Sicherungsübereignungen zu erhalten, jedoch stellt die Einräumung von Sicherheiten *kein Qualifikationsmerkmal* von Mezzanine dar. Dieses wird sowohl gesichert als auch ungesichert gewährt.

Die fehlende Sicherstellung schlägt sich namentlich auch in der Höhe der Verzinsung nieder, die regelmässig 10% p.a. überschreitet. Demgegenüber ist in der Praxis kontinentaleuropäischer Finanzierungsinstitute festzustellen, dass eine nachrangige Fremdfinanzierung mit Mezzanine oft nur gegen Einräumung üblicher Sicherheiten gewährt wird. Hierin weicht beispielsweise die deutsche und teilweise auch schweizerische Finanzierungspraxis von derjenigen amerikanischer Mezzanine-Investoren ab. In den USA dürfte Mezzanine-Kapital jedoch regelmässig ungesichert gewährt werden. Es ist denn auch in amerikanischen Umschreibungen von Mezzanine regelmässig das Element anzutreffen, Mezzanine stelle *ungesichertes*, nachrangiges Fremdkapital dar (*“unsecured subordinated debt”*). Mangels (genügender) Sicherheiten in Form buchhalterischer Vermögenswerte bilden daher die zu erwartenden, zukünftigen *“Cash Flows”* und damit der *künftige Wert des zu finanzierenden Unternehmens (Goodwill)* den *“Gegenwert”* für den Investor.

Das Mezzanine-Darlehen kann nachrangig gegenüber *einzelnen* oder aber auch *allen vorgehenden Gläubigern* ausgestaltet werden. Im letzteren Falle ist das Darlehen näher dem Eigenkapital zuzuordnen als dem Fremdkapital. Jedenfalls aber ist Mezzanine immer vorrangig gegenüber dem Eigenkapital.



---

## B. "Equity Kicker"

---

### 1. Formen

Grundsätzlich wird der "equity kicker" in zwei Arten ausgestaltet. Entweder gewährt das Unternehmen dem Kapitalgeber eine *Option* ("warrant") oder es räumt ihm ein *Wandelrecht* ("convertible bond" oder "convertible debenture") auf den Erwerb von Aktien des finanzierten Unternehmens ein. Die Option oder das Wandelrecht wird regelmässig auf das Ende der Laufzeit des Mezzanine-Darlehens eingeräumt und vom Kapitalgeber freilich nur dann ausgeübt, wenn die Wertschöpfung beispielsweise im Rahmen einer Erstkotierung des finanzierten Unternehmens an einer Börse der Renditevorstellung des Kapitalgebers entspricht.

Der "warrant" stellt ein vertragliches Recht zu Gunsten des Investors dar, eine bestimmte Anzahl Aktien oder Beteiligungspapiere des finanzierten Unternehmens zu im Zeitpunkt der Ausgabe des "warrant" vereinbarten Konditionen zu erwerben. Der "warrant" kann in einem Wertpapier verbrieft und als solches an einer Börse gehandelt werden.

Die "convertible bond" und "convertible debenture" sind Obligationen, die vom Investor in Aktien oder Beteiligungspapiere der finanzierten Unternehmung, welche die Obligation ausgegeben hat, umgewandelt werden können. Mit deren Umwandlung gehen die Obligationen jeweils unter.

In Deutschland ist zudem die "*back ended fee*" gebräuchlich. Dabei handelt es sich um eine *Einmalzahlung* am Ende der Laufzeit des Mezzanine-Darlehens, die in Geld erfolgt. Der equity kicker kann auch in dieser Form ausgestaltet werden, um eine *Verwässerung* der Rechte der Aktionäre im Einzelfall zu vermeiden. Denn die Ausübung des Options- oder Wandelrechts durch den Investor führt regelmässig zu einer solchen Verwässerung. Diese Einmalzahlung wird als ein *Prozentsatz an der Wertsteigerung des finanzierten Unternehmens* nach Ablauf der Laufzeit für das Mezzanine-Darlehen vereinbart. Sie stellt somit eine Beteiligung lediglich an der Wertsteigerung des finanzierten Unternehmens und nicht am Unternehmen selbst dar.

---

### 2. Qualifikation des Warrant und Convertible Bond und deren rechtliche Behandlung nach schweizerischem Recht

Der "warrant" entspricht nach dem schweizerischen Recht der *Option* auf den Bezug von Aktien oder Partizipationsscheinen und der "convertible bond" dem *Recht*, die Forderung zu bestimmten Bedingungen in eine Beteiligung am Eigenkapital umzutauschen, d.h. zu *wandeln*. Sie sind gebräuchliche Finanzierungsinstrumente zur Beschaffung von Fremdkapital, das mit einem Bezug zum Eigenkapital der Aktiengesellschaft verbunden ist.

Unternehmen bedienen sich zuweilen auch der in der schweizerischen Rechtspraxis entwickelten *Options- und Wandelanleihen*. Als Formen von *Obligationenanleihen mit einem Bezug zum Eigenkapital* berechtigen sie den Gläubiger einer oftmals in einem Wertpapier verbrieften, fest verzinslichen Darlehensforderung zum Bezug von Aktien oder anderen Beteiligungspapieren, z.B. Partizipationsscheinen, der die Obligationenanleihe emittierenden Gesellschaft oder einer ihr nahestehenden (Gruppen-) Gesellschaft. Gemäss Art. 1157 OR sind Anleiheobligationen mit einheitlichen Anleihebedingungen unmittelbar oder mittelbar durch öffentliche Zeichnung ausgegebene Schuldverschreibungen. Im Falle einer öffentlichen Zeichnung ist nach Art. 1156 Abs. 2 OR ein Prospekt gemäss den Bestimmungen über den Prospekt bei der Ausgabe neuer Aktien nach Art. 652a OR zu erstellen. Freilich werden Anleihen auch privat plziert. Diesfalls werden die Anleihen an eine beschränkte und im voraus bestimmte Zahl von Anlegern und Investoren ausgegeben.

Bei der *Option* und der *Optionsanleihe* können während einer bestimmten Frist zu vereinbarten Bedingungen Beteiligungspapiere erworben werden. Neben dem Recht auf Verzinsung und Rückzahlung der Darlehensvaluta erlangt der Investor und Optionsberechtigte das Recht, am Wertzuwachs des Unternehmens durch Erwerb von Aktien oder Partizipationsscheinen teilzuhaben. Er bleibt Gläubiger der finanzierten Unternehmung und wird durch Ausübung der Option Beteiligter (Aktionär) der betreffenden Gesellschaft. Weil die Gläubigerstellung des Investors von der Ausübung der Option oder Optionsanleihe unberührt bleibt, ist diese normalerweise abtretbar und wird daher oft auch in einem selbständigen Optionsschein, der in der Regel auf den Inhaber lautet, verbrieft. Der Optionsschein kann selbständig und unabhängig von der zugrundeliegenden Darlehensforderung gehandelt werden. Der Investor erhält aufgrund seines Optionsrechts oder der Optionsanleihe kein Stimmrecht in der Generalversammlung des emittierenden Unternehmens. Auch steht ihm kein Anspruch auf Ausschüttungen irgendwelcher Art seitens der Gesellschaft zu.

Das *Wandelrecht* kann nur *Gläubigern der Gesellschaft* eingeräumt werden. Macht ein Gläubiger davon Gebrauch, verliert er seine Gläubigerstellung und wird Aktionär oder Partizipant. Damit geht dessen Forderung auf Rückzahlung der Darlehensvaluta durch Verrechnung mit seiner Einlagepflicht unter. Das Wandelrecht einer Wandelanleihe ist fest mit der Anleiheobligation verbunden und kann folglich nicht separat von dieser gehandelt werden.

---

### 3. Ausübung des Options- und Wandelrechts

Das Options- und Wandelrecht setzt als Instrument der Beteiligungsfinanzierung im Unterschied zur gewöhnlichen Eigenkapitalfinanzierung im Wege von Erstemissionen oder Kapitalerhöhungen einen Kapitalzufluss von Fremdkapital an das Unternehmen voraus. Bei der Ausübung des Optionsrechts hat der Investor den zum voraus festgelegten

Ausübungspreis für den Erwerb der Aktien oder des Beteiligungsrechts in bar zu entrichten. Dem Unternehmen fliessen damit Geldmittel zu, ohne dass ihm gleichzeitig neue Verbindlichkeiten entstehen. Demgegenüber tilgt der Inhaber eines Wandelrechts den Wandelpreis zum Erwerb einer Aktie oder eines Beteiligungsrechts durch Verrechnung mit seiner Wandelforderung. Das Fremdkapital der Unternehmung reduziert sich folglich um den Nennbetrag der gewandelten Schuld.

Der Mezzanine-Investor hat die Möglichkeit, bei Ausübung seines Options- oder Wandelrechts die Aktien oder Beteiligungsrechte *derivativ* oder *originär* zu erwerben. Von *derivativem Erwerb* wird gesprochen, wenn die finanzierte Unternehmung oder Dritte dem Investor die Aktien oder Beteiligungsrechte zur Verfügung stellen. Das Unternehmen kann die benötigten Aktien oder Beteiligungsrechte aus seinem Bestand an eigenen Aktien entnehmen, auf dem Markt oder von ihr nahestehenden Personen käuflich erwerben. Der käufliche Erwerb auf dem Markt oder von nahestehenden Personen im Falle der Ausübung von Wandelrechten dürfte wirtschaftlich nicht sinnvoll sein. Für einen solchen Kauf werden erhebliche finanzielle Mittel benötigt, die der Unternehmung nicht zur Verfügung stehen. Der derivative Erwerb von Aktien und Beteiligungsrechten dürfte daher vielmehr bei Optionsrechten eine praktische Rolle spielen, weil die Ausübung des Wandelrechts dem Unternehmen kein Kapital zur Bezahlung der Kaufpreise für die Aktien zuführt.

*Originär* werden die Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschaffen. Zur Sicherstellung von Wandel- und Optionsrechten können auch Vorratsaktien verwendet werden.

---

#### **a) Ordentliche und genehmigte Kapitalerhöhung**

Sofern im konkreten Einzelfall die Anzahl der für die Sicherstellung der Wandel- und Optionsrechte benötigten Aktien feststeht, können diese vor der Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts originär im Wege der *ordentlichen* oder *genehmigten Kapitalerhöhung* geschaffen werden. In beiden Fällen der Kapitalerhöhung hat der Mezzanine-Investor die Aktien zu zeichnen und entweder durch Verrechnung bei der Ausübung seines Wandelrechts oder durch Einbringung von Geld bei der Ausübung der Option zu liberieren.

Die genehmigte Kapitalerhöhung unterliegt jedoch wesentlichen Schranken, die der Unternehmung und ihren Organen in der Praxis nicht selten Schwierigkeiten bereiten können. Eine erste Schranke besteht in zeitlicher Hinsicht. Gemäss Art. 651 Abs. 1 OR kann der Verwaltungsrat gültig nur ermächtigt werden, das Aktienkapital innert einer Frist von längstens zwei Jahren zu erhöhen. Diese Befristung muss im Generalversammlungsbeschluss enthalten sein, um diesen nicht unwirksam zu machen. Im weiteren besteht gemäss Art. 651 Abs. 2 OR in betraglicher Hinsicht insofern eine Schranke, als das genehmigte Kapital die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen darf. Dabei ist jedoch das gesamte Grundkapital der Gesellschaft, also das Aktien- und

Partizipationskapital, massgebend. Keine Berücksichtigung bei dieser Berechnung findet allerdings das bedingte Kapital, dessen Schaffung zwar beschlossen, aber das noch nicht ausgeübt oder noch nicht im Handelsregister eingetragen wurde. Zulässig ist jedoch, *kumulativ* sowohl eine genehmigte als auch eine bedingte Kapitalerhöhung je im Betrag von höchstens der Hälfte des bisherigen Aktienkapitals zu beschliessen. Diese Kumulation kann namentlich für Jungunternehmen dort interessant sein, wo Aktien nicht nur zur Sicherstellung von Wandel- und Optionsrechten zu Gunsten des Mezzanine-Investors, sondern auch für Mitarbeiterbeteiligungen geschaffen werden sollen.

Für Unternehmensübernahmen und Börsengänge eher nachteilig ist, dass den bisherigen Aktionären gemäss Art. 652b Abs. 1 OR ein *Bezugsrecht* auf den Teil der neu ausgegebenen Aktien zusteht, der ihren bisherigen Beteiligungen entspricht. Um von der Flexibilität des genehmigten Kapitals profitieren zu können, ist das Bezugsrecht von der Generalversammlung oder vom Verwaltungsrat, letzterer aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Generalversammlung, *auszuschliessen*. Ein solcher Ausschluss ist von Gesetzes wegen nur aus wichtigen Gründen zulässig. Überdies darf die Aufhebung des Bezugsrechts niemanden in unsachlicher Weise begünstigen oder benachteiligen. Ob die materiellen Voraussetzungen für den Ausschluss des Bezugsrechts erfüllt sind, ist für den konkreten Einzelfall aufgrund der jeweiligen Umstände zu beurteilen. Als wichtige Gründe gelten namentlich die Übernahme von Unternehmen, Unternehmensteilen und Beteiligungen und auch die Finanzierung und Refinanzierung von solchen Übernahmen.

Werden die Aktien oder Beteiligungsrechte im Wege der ordentlichen Kapitalerhöhung geschaffen, beschliesst die Generalversammlung den Ausschluss oder die Einschränkung des Bezugsrechts für die Rückzahlung des Mezzanine-Darlehens. Die für den Einzelfall wichtigen Gründe zum Ausschluss oder der Einschränkung des Bezugsrechts sind von der Generalversammlung im Beschluss nicht zu nennen, da der Entscheid über den Bezugsrechtsausschluss nicht an den Verwaltungsrat delegiert wird. In der Einberufung zur Generalversammlung ist jedoch auf den wichtigen Grund Bezug zu nehmen und es hat der Verwaltungsrat in der Generalversammlung entsprechende Ausführungen dazu zu machen. Dies ist erforderlich und ausreichend. Keinen Eingang finden muss der wichtige Grund (d.h. die Rückzahlung des Mezzanine-Darlehens) folglich in den Kapitalerhöhungsbeschluss und in die öffentliche Urkunde über die Kapitalerhöhung. Dennoch kann es im Einzelfall aus Gründen der Transparenz zweckmässig sein, den wichtigen Grund aufzuführen.

Gleiches gilt, wenn die Aktien zwar im Wege der genehmigten Kapitalerhöhung geschaffen werden, die Beschlussfassung über den Ausschluss oder die Einschränkung des Bezugsrechts aber nicht an den Verwaltungsrat delegiert wird.

Im Falle der Delegation des Beschlusses über den Ausschluss oder die Einschränkung des Bezugsrechts an den Verwaltungsrat müssen die wichtigen Gründe im Ermächtigungs-

beschluss der Generalversammlung enthalten sein. Diesfalls ist die Angabe der wichtigen Gründe (d.h. die Rückzahlung des Mezzanine-Darlehens) Gültigkeitserfordernis für den Generalversammlungsbeschluss. Die Angabe muss bestimmt und abschliessend sein, jedoch dürfte eine abstrakte Umschreibung des wichtigen Grundes genügen. Im Generalversammlungsbeschluss müssen der Zweck und die Leitlinien festgelegt werden, gemäss welchen der Verwaltungsrat befugt ist, das Bezugsrecht auszuschliessen. Es obliegt alsdann dem Verwaltungsrat, alle Einzelheiten innerhalb des von der Generalversammlung gegebenen Rahmens festzulegen.

---

## **b) Bedingte Kapitalerhöhung**

Originär erwirbt der Investor die von ihm verlangten Aktien und Beteiligungsrechte insbesondere auch aufgrund einer beschlossenen *bedingten Kapitalerhöhung*. Gemäss Art. 653 OR kann die Generalversammlung "eine bedingte Kapitalerhöhung beschliessen, indem sie in den Statuten den Gläubigern von neuen Anleihe- oder ähnlichen Obligationen gegenüber der Gesellschaft oder ihren Konzerngesellschaften sowie den Arbeitnehmern Rechte auf den Bezug neuer Aktien (Wandel- oder Optionsrechte) einräumt. Das Aktienkapital erhöht sich ohne weiteres in dem Zeitpunkt und in dem Umfang, als diese Wandel- oder Optionsrechte ausgeübt und die Einlagepflichten durch Verrechnung oder Einzahlung erfüllt werden." Die bedingte Kapitalerhöhung dient dazu, *fortlaufend* und *automatisch* neue Aktien zu begeben. Der Berechtigte bezieht die neuen Aktien fortlaufend gegen Vorweisung des Rechtstitels und gegen Nachweis der Liberierung durch Verrechnung oder Einzahlung. Damit hängt die bedingte Kapitalerhöhung zeitlich und umfangmässig ab von der Geltendmachung der Bezugsrechte seitens der berechtigten Personen. Die Ausübung des Options- oder Wandelrechts führt mithin zur stufenweisen Erhöhung des Aktienkapitals ohne Einhaltung besonderer Formvorschriften durch einseitige Willenserklärung. Wesentlich zu beachten ist, dass die Generalversammlung vor Ausgabe der Options- und Wandelrechte den Beschluss über die Schaffung eines bedingten Kapitals zu fassen hat, der überdies gemäss Art. 653b Abs. 3 OR vor der Einräumung der Options- und Wandelrechte im Handelsregister eingetragen sein muss. Im ebenfalls vorher zu fassenden Beschluss des Verwaltungsrates sind namentlich die für die Wandel- und Optionsrechte zu reservierende Höchstzahl und Art der Aktien bzw. Beteiligungsrechte festzulegen. Vor diesen Beschlüssen der Generalversammlung und des Verwaltungsrates ausgegebene Options- und Wandelrechte sind *nichtig*.

Bei der bedingten Kapitalerhöhung entspricht das *Vorwegzeichnungsrecht* dem Bezugsrecht der Aktionäre bei einer ordentlichen bzw. genehmigten Kapitalerhöhung. Es ist als ein Vorrecht der bisher Beteiligten gegenüber den neuen Kapitalgebern zu qualifizieren. Dieses Vorrecht der Aktionäre kann ebenfalls von der Generalversammlung selbst oder durch Delegation vom Verwaltungsrat ausgeschlossen werden. Gemäss Art. 653c Abs. 3 OR ist für die Einschränkung oder den Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts das Vorliegen

eines wichtigen Grundes verlangt. Diese Vorschrift stimmt mit der entsprechenden Bestimmung über das Bezugsrecht bei der ordentlichen und genehmigten Kapitalerhöhung überein, weshalb die dort geltenden Grundsätze entsprechend angewandt werden können.

Regelmässig wird bei Mezzanine-Finanzierungen das Vorwegzeichnungsrecht der bisherigen Aktionäre gemäss Art. 653c OR bereits durch Beschluss der Generalversammlung ausgeschlossen. Der Ausschluss des Vorwegzeichnungsrecht im Rahmen der Schaffung von Aktien für die Sicherstellung des Wandel- und Optionsrechts zu Gunsten des Mezzanine-Investors ist erforderlich und als nicht übermässig einzustufen, wenn jede Alternative der Gesellschaft und damit den Aktionären grössere Nachteile bringen würde und damit die Begebung einer eigenkapitalbezogenen Finanzierung in Frage gestellt ist. In Anbetracht der oben in I.D genannten Gründe dürfte bei zahlreichen Unternehmen, die mit Mezzanine finanziert werden, ein wichtiger Grund für den Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts gegeben sein. Mit dem Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts zu Gunsten des Mezzanine-Investors ist denn auch keine unsachliche Begünstigung oder Benachteiligung der bisherigen Aktionäre verbunden. Das aktienrechtliche Diskriminierungsverbot dürfte im Falle des Ausschlusses des Vorwegzeichnungsrechts zu Gunsten des Mezzanine-Investors regelmässig nicht verletzt werden.

---

### **c) Vorratsaktien**

Anstelle der Schaffung der benötigten Aktien und Beteiligungsrechte im Wege der bedingten Kapitalerhöhung ist auch unter dem neuen Aktienrecht die Schaffung von "altrechtlichen" *gebundenen Vorratsaktien* zulässig. Die gebundenen Vorratsaktien dienen ebenfalls der Sicherstellung der Wandel- und Optionsrechte und werden namentlich von Banken mittels einer Festübernahme gezeichnet. In Fällen, bei denen auf den Vorteil der fortlaufenden Schaffung der durch die Ausübung der Wandel- und Optionsrechte benötigten Aktien oder Beteiligungsrechte verzichtet werden kann, sind die gebundenen Vorratsaktien von vornherein in der erforderlichen Höchstzahl bereitzustellen. Die Schutzbestimmungen des neuen Aktienrechts zu Gunsten der Aktionäre sind zu beachten.

---

### **d) Ausübung im Rahmen eines Börsengangs**

Der Börsengang stellt eines der Szenarien für ein "exit" des Mezzanine-Investors dar. Dieser ist an einer langfristigen Beteiligung am finanzierten Unternehmen regelmässig nicht interessiert, weshalb er die durch die Ausübung der Wandel- und Optionsrechte erworbenen Aktien oder Beteiligungsrechte am finanzierten Unternehmen nach dem Börsengang dann abtossen wird, wenn er seine Renditevorstellungen aufgrund der Kursentwicklung verwirklicht sieht. Dies ist in der Praxis unproblematisch, da der Investor, welcher der Gesellschaft ein Mezzanine-Darlehen zur Verfügung gestellt hat, *keinem Veräusserungsverbot ("lock up")* unterliegt.

Der Mezzanine-Investor wird sein Wandel- und Optionsrecht nicht ausüben, wenn die Differenz zwischen der Investition und dem Kurswert die anvisierte Rendite nicht erreicht. Dies scheint selbstverständlich zu sein. Dennoch ist dieser Umstand bei der im voraus festzulegenden Wandel- und Optionsfrist, innert welcher das zugrundeliegende Wandel- und Optionsrecht ausgeübt werden kann, zu berücksichtigen. Sollte sich während der festgelegten Frist kein oder nur ein geringer Gewinn erzielen lassen, wird der Mezzanine-Investor das Wandel- und Optionsrecht verfallen lassen und sich aus der Rückzahlung und Verzinsung des von ihm gewährten Darlehens befriedigen.

---

#### **e) Liberierung durch Verrechnung**

Mit Ausübung des Wandelrechts erwirbt der Investor an der finanzierten Gesellschaft Aktien oder andere Beteiligungsrechte. Seine Darlehensforderung geht dabei infolge Verrechnung mit der Einlagepflicht unter. Fremdkapital wird in Eigenkapital umgewandelt. Zur Verrechnungsliberierung bei der Aktienkapitalerhöhung und deren Zulässigkeit wurden im Schrifttum verschiedene, teilweise dezidiert gegenteilige Meinungen vertreten. An dieser Stelle ist darauf nicht näher einzugehen, weil im Rahmen einer Mezzanine-Finanzierung, der namentlich ein Börsengang folgt, eine Sanierungsbedürftigkeit der finanzierten Unternehmung nicht gegeben ist. Die Sanierungsbedürftigkeit stellt jedoch die problematische Voraussetzung bei der Diskussion um die Zulässigkeit der Verrechnungsliberierung bei der Aktienkapitalerhöhungen zum Zweck der Sanierung einer Gesellschaft dar. Wie gezeigt, wird der Investor nur dann sein Wandelrecht ausüben, wenn er einen Gewinn erzielen wird. Ansonsten wird er mit der Wandlung zuwarten und sich vorerst aus der Rückzahlung des Mezzanine-Darlehens und der Zahlung von Zinsen befriedigen.

---

### **C. Die Unterkapitalisierung und die Umqualifizierung von Mezzanine-Darlehen im Konkursfall**

---

#### **1. Die Unterkapitalisierung**

Das Aktienrecht enthält keine Bestimmung über die angemessene Kapitalisierung der Aktiengesellschaft. Art. 621 OR legt lediglich ein Mindestkapital von CHF 100'000 fest, ohne damit eine Antwort auf die Frage zu geben, ob eine Aktiengesellschaft mit einem zum Geschäftsvolumen angemessenen Eigenkapital auszustatten ist. Es ist mithin den Organen überlassen zu entscheiden, wie sie die Gesellschaft finanzieren wollen. Ein Unternehmen gilt nur dann als angemessen kapitalisiert, wenn es mit *genügend Risikokapital* ausgestattet ist. Gemäss den Erwägungen des Bundesgerichts im Swissair-Entscheid (BGE 120 II 331) muss das Risikokapital die realistischerweise zu erwartenden Risiken insoweit auffangen können, als diese nicht versichert sind. Steht für solche

Risiken nicht genügend Eigenkapital zur Verfügung, gilt das Unternehmen grundsätzlich als *unterkapitalisiert*, wofür in erster Linie der Verwaltungsrat verantwortlich gemacht werden kann.

Der Verwaltungsrat ist gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR verantwortlich für die Finanzplanung. Im Rahmen dieser Verantwortlichkeit obliegt ihm die Pflicht, genügend *Risikokapital* für die Gesellschaft bereitzustellen. Er ist folglich verpflichtet, für eine *angemessene Kapitalausstattung* der Gesellschaft zu sorgen. Dieser Pflicht kommt der Verwaltungsrat mit der Schaffung und Bereitstellung von genügendem Eigenkapital oder *nachrangigem Fremdkapital* nach. Weil dem Risikokapital die Funktion der Verhinderung der Konkureröffnung zukommt, ist diesem funktional auch das nachrangige Fremdkapital zuzurechnen, weil es von Gesetzes wegen nach Art. 725 Abs. 2 OR dem Zweck der Verhinderung der Konkureröffnung dient. Um jedoch die Konkureröffnung verhindern zu können, muss ein nachrangiges Darlehen den Anforderungen an eine *Rangrücktrittsvereinbarung* gemäss der genannten Gesetzesvorschrift entsprechen. Mezzanine als nachrangiges Darlehen ist folglich nur dann als Risikokapital zu qualifizieren, wenn es die Voraussetzungen einer Rangrücktrittsvereinbarung erfüllt. Wie unten zu zeigen sein wird, erfüllt Mezzanine diese Voraussetzungen jedoch grundsätzlich nicht:

In erster Linie hat der Gläubiger *bedingungslos und unwiderruflich zu erklären, im Rang hinter alle andern Gläubiger zurückzutreten*. Bei der Mezzanine-Finanzierung wird dies wie oben dargelegt zwar häufig, jedoch nicht ausnahmslos vereinbart. Folglich ist in jedem Einzelfall die jeweilige Risikoabstufung des Mezzanine-Darlehens und dessen Subordination zu prüfen und bei dessen Qualifikation nach Art. 725 OR zu berücksichtigen.

Mit einem Rangrücktritt nach Art. 725 Abs. 2 OR verbunden ist *eine Stundung der Tilgung der Kapitalforderung, der Bezahlung von Zinsen und ein Verzicht auf Verrechnung*. Diese Stundungsvereinbarung muss für den *Fall und die Dauer einer Unterkapitalisierung* abgeschlossen worden sein. In jedem Einzelfall ist zu prüfen, ob eine solche *umfassende Verpflichtung* des Mezzanine-Investors vereinbart wurde. Zu berücksichtigen ist insbesondere, ob die Bezahlung von Zinsen unabhängig von der finanziellen Lage des finanzierten Unternehmens für die ganze Laufzeit des Mezzanine-Darlehens versprochen wurde. Anzutreffen sind jedoch auch Vertragsabreden, wonach sich der Mezzanine-Investor verpflichtet, erlangte Kapital- oder Zinszahlungen den Fremdkapitalgläubigern auf Anrechnung an deren Forderungen zukommen zu lassen. Eine solche Verpflichtung des Mezzanine-Investors zur Übertragung von ihm vereinnahmter Zahlungen ist oft auch im Falle gültig, bei dem die Forderung des Fremdkapitalgebers bestritten ist oder nicht bewiesen werden kann. Dennoch gilt namentlich in den USA und in England eine Verpflichtung des Mezzanine-Investors, die von ihm vereinnahmten Zahlungen *in jedem Fall und ungeachtet der Rechtsgültigkeit der Forderung* dem Fremdkapitalgeber zu übertragen, als unüblich. Eine allgemeine Verpflichtung in Bezug auf die Bezahlung von Zinsen kann



aber in denjenigen Rechtsordnungen Gültigkeit haben, bei denen ein Gläubiger nach Eröffnung des Konkurses über den Schuldner nicht mehr berechtigt ist, die Bezahlung der vereinbarten Zinsen zu verlangen. Gemäss Art. 209 SchKG hört in einem schweizerischen Konkursverfahren der Zinsenlauf gegenüber einem Schuldner mit der Eröffnung des Konkurses auf. Für pfandgesicherte Forderungen läuft der Zins gemäss Art. 209 Abs. 2 SchKG jedoch bis zur Verwertung weiter, soweit der Pfanderlös den Betrag der Forderungen und des bis zur Konkurseröffnung aufgelaufenen Zinses übersteigt.

Um als Risikokapital qualifiziert werden zu können, darf das Mezzanine-Darlehen nicht mit Vermögenswerten der finanzierten Unternehmung gesichert werden. Es würde dem Zweck des Rangrücktritts widersprechen, wenn dadurch den nicht-nachrangigen Gläubigern Haftungssubstrat entzogen würde. Bürgschaften oder Garantieerklärungen zu Gunsten des Mezzanine-Investors, die von Dritten gewährt werden, sind davon jedoch nicht erfasst. Mezzanine ist unter Vorbehalt der Erfüllung der weiteren Voraussetzungen gemäss Art. 725 Abs. 2 OR daher nur in denjenigen Fällen als Risikokapital zu qualifizieren, bei welchen der Investor auf eine Besicherung seiner Darlehensforderung mit Vermögenswerten des Unternehmens gänzlich verzichtet hat.

Das Mezzanine-Darlehen enthält regelmässig eine *ursprüngliche Nachrangigkeitsabrede*, die vom nachträglichen Rangrücktritt zu Sanierungszwecken nach Art. 725 OR, der praktisch nur ein massgeblich beteiligter Aktionär-Gläubiger der notleidenden Unternehmung zur Verfügung stellt, grundlegend verschieden ist. *Mezzanine ist daher nicht als Risikokapital im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR zu qualifizieren.*

Bei der Finanzierung einer Unternehmung mit Mezzanine-Darlehen ist immer auch zu prüfen, ob nicht bloss ein *einfacher Rangrücktritt* vorliegt. Ein solcher ist dort gegeben, wo lediglich eine *blasse Nachrangigkeit* des Mezzanine-Darlehens vereinbart wurde. Dabei erklärt der Mezzanine-Investor, im Konkurs des finanzierten Unternehmens erst befriedigt werden zu wollen, wenn alle anderen nicht-nachrangigen Gläubiger voll befriedigt worden sind. Eine solche Nachrangigkeit enthält *keine Vereinbarung über die Stundung der Tilgung der Kapitalforderung und der Bezahlung von Zinsen*. Daher ist das Mezzanine-Darlehen solange rückforderbar und ist das finanzierte Unternehmen rückzahlungspflichtig, als über die Gesellschaft der Konkurs noch nicht eröffnet wurde. Im Konkursfall bilden die so nachrangigen Mezzanine-Gläubiger mit weiteren derartigen nachrangigen Gläubigern nicht etwa eine vom Gesetz nicht vorgesehene zusätzliche Gläubigerklasse, sondern sind der Dritten Konkursklasse zuzuordnen, deren Forderungen erst nach Befriedigung der Kurrantgläubiger erfüllt werden. *Liegt ein einfacher Rangrücktritt vor, stellt Mezzanine kein Risikokapital im oben dargelegten Sinne dar.*

Die Unterscheidung zwischen einer Rangrücktrittsvereinbarung im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR und der blossen Nachrangigkeit ist in der Praxis insbesondere bei Mezzanine-Darlehen schwierig zu treffen. Aus der Vereinbarung der Subordination des Mezzanine-

Darlehens im Insolvenzfall der finanzierten Unternehmung kann nicht ohne weiteres auf das Vorliegen eines Rangrücktritts nach Art. 725 OR geschlossen werden. Ein solcher dürfte bei einem Mezzanine-Darlehen grundsätzlich nicht vorliegen. Die Qualifikation von Mezzanine-Darlehen im Falle der Unterkapitalisierung der finanzierten Unternehmung *als Risikokapital wird folglich regelmässig abzulehnen sein.*

---

## 2. Die Umqualifizierung von Mezzanine-Darlehen im Konkursfall

Ein Darlehen wird dann als Folge einer bestehenden Unterkapitalisierung der Aktiengesellschaft in Eigenkapital umqualifiziert, wenn es dem Unternehmen von einem (Haupt-) Aktionär gewährt wurde und daher nicht als Fremdkapital, sondern als eigentliche Kapitaleinlage zu betrachten und als Eigenkapital zu behandeln ist. Diesfalls wird das *Aktionärsdarlehen* im Konkurs der Gesellschaft nicht kolloziert.

Die wohl herrschende schweizerische Lehre vertritt die Ansicht, dass kapitalersetzende Darlehen nicht in Eigenkapital, sondern in einen *konkludenten Rangrücktritt* umqualifiziert werden sollen.

Im Schrifttum wird auch die Meinung vertreten, dass als Voraussetzung der Umqualifizierung der Darleiher nicht in jedem Fall ein Aktionär der finanzierten Unternehmung sein müsse, sondern es auch genüge, wenn er in einer besonderen Stellung gegenüber der borgenden Gesellschaft steht. Dies soll namentlich dann der Fall sein, wenn ein grosser Teil des Fremdkapitals der finanzierten Unternehmung von demselben Gläubiger stammt. Bei der Finanzierung von namentlich Unternehmensübernahmen kann gerade der Anteil von Mezzanine einen nicht unmassgeblichen Teil vom gesamten Fremdkapital der finanzierten Unternehmung ausmachen. Diesfalls könnte die entsprechende Voraussetzung für eine Umqualifizierung des Mezzanine-Darlehens in Eigenkapital der finanzierten Unternehmung erfüllt sein. Wie unten zu zeigen sein wird, kann jedoch ein Mezzanine-Darlehen im Falle des Konkurses der finanzierten Unternehmung *nicht in Eigenkapital umqualifiziert* werden.

Einer Finanzierung mit Mezzanine ist typisch, dass die Nachrangigkeit bei Abschluss des Finanzierungsvertrages und damit vor Gewährung des Mezzanine vereinbart wird. Es dürfte sich in vielen Fällen um einen *ursprünglichen Rangrücktritt mit einer blossen Nachrangigkeit der Mezzanine-Forderung* handeln. Die Vereinbarung der Nachrangigkeit erfolgt nicht erst im Zeitpunkt einer allenfalls drohenden Überschuldung der Gesellschaft und nicht zum Zweck der Verhinderung der Konkurseröffnung oder der Sanierung der finanzierten Gesellschaft. Dies ist nicht der Grund für die Subordination des Mezzanine-Darlehens. Die Anwendbarkeit der Umqualifizierung einer Darlehensforderung im Falle der Unterkapitalisierung der Gesellschaft auf ein Mezzanine-Darlehen ist damit *abzulehnen*.

Mezzanine-Darlehen werden regelmässig von Investoren gewährt, die bis zur Ausübung der ihnen zugeteilten Wandel- oder Optionsrechte nicht Aktionäre der finanzierten Unternehmung sind. Nach Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts werden sie zwar Aktionäre oder Beteiligte der Gesellschaft, jedoch nur für einen kurz bemessenen Zeitraum. Der Mezzanine-Investor will die so erworbenen Beteiligungsrechte sehr rasch wieder veräussern und den erwarteten Gewinn realisieren. Seine diesbezüglichen Interessen sind lediglich *monetärer* und nicht gesellschaftlicher Art. Ein Mezzanine-Investor erfüllt die Voraussetzung für die Umqualifizierung der Darlehensforderung in Eigenkapital grundsätzlich nicht, weil er vor Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts nicht Aktionär der unterkapitalisierten Gesellschaft ist. Auch aus diesem Grund kann ein Mezzanine-Darlehen im Falle der Unterkapitalisierung der finanzierten Gesellschaft *nicht in Eigenkapital umqualifiziert werden*. Gleiches muss selbst dann gelten, wenn der Minderheitsmeinung gefolgt wird, wonach bereits eine besondere Stellung des Darleihers zur finanzierten Gesellschaft ausreichend für die Erfüllung der entsprechenden Voraussetzung der Umqualifizierung ist und nicht erst die Rechtsstellung als (Haupt-) Aktionär verlangt wird. Denn massgebend ist, dass die Interessenlage des Mezzanine-Investors in Bezug auf das Überleben der Gesellschaft nicht vergleichbar ist mit derjenigen eines Aktionärs.

Wird mit der herrschenden Lehre die Ansicht vertreten, dass im Falle der Unterkapitalisierung der Gesellschaft das kapitalersetzende Darlehen in *nachrangiges Fremdkapital aufgrund eines konkludenten Rangrücktritts* umqualifiziert wird, so ist diese Rechtsfolge beim Mezzanine-Darlehen *nicht anwendbar*. *Das Mezzanine-Darlehen ist typischerweise nachrangig*. Eine Umqualifizierung des Mezzanine-Darlehens in Eigenkapital, weil es bereits nachrangig ist, entbehrt jeglicher Rechtsgrundlage und würde zu einer Ungleichbehandlung des Mezzanine-Investors mit anderen Gläubigern führen, deren kapitalersetzende Darlehen nur in nachrangiges Fremdkapital umqualifiziert werden. Eine Umqualifizierung des Mezzanine-Darlehens in Eigenkapital ist daher *abzulehnen*.

### III. Mezzanine-Finanzierung in der Form des Erwerbs einer Beteiligung bei Vergabe der Finanzierung

---

#### A. Stille Beteiligung

Die Finanzierung eines Unternehmens mit Mezzanine in der Form des Erwerbs einer Beteiligung wird wie gezeigt namentlich in Deutschland praktiziert. Der Investor erhält bei der Finanzierung der Gesellschaft mit Mezzanine von dieser *Genussrechte* zugeteilt. Grundsätzlich erhält der Berechtigte aufgrund der Genussrechte *vermögensrechtliche Ansprüche* gegenüber der finanzierten Unternehmung. Solche vermögensrechtlichen Ansprüche sind die Beteiligung am Gewinn und am Liquidationsergebnis, was typische Gesellschafterrechte darstellen. Die Genussrechte sind nach deutschem Recht als *Schuldrechte* zu qualifizieren, die dem Berechtigten *keine Mitgliedschaftsrechte* verleihen. Aufgrund des schuld- und nicht gesellschaftsrechtlichen Charakters des Genussrechts wird der Genussberechtigte somit nicht Gesellschafter. Werden die Genussrechte in Urkunden verbrieft, liegt ein *Genussschein* vor, der handelbar ist. Aufgrund des vermögensrechtlichen Charakters der Genussrechte ist der Berechtigte nicht nur am Liquidationserlös, sondern auch am Verlust der finanzierten Gesellschaft beteiligt. Weil der Mezzanine-Investor daran regelmässig nicht interessiert ist, ist die Mezzanine-Finanzierung nach deutschem Recht im Wege der stillen Beteiligung durch Genussrechte, welche dem Investor auch die Pflicht zur Verlusttragung auferlegen, als *atypisch* zu qualifizieren.

*Genussrechte mit Eigenkapitalcharakter*, bei denen das Genusskapital eigenkapitalähnlich ausgestaltet ist, sind nach deutschem Recht zulässig und werden namentlich für die Mezzanine-Finanzierung eingesetzt. Die Unternehmung bezweckt mit der Ausgabe von Genussscheinen, wirtschaftliches Eigenkapital zu beschaffen, ohne im Gegenzug den Investoren Mitgliedschaftsrechte einzuräumen. Die Forderungen der Investoren sind ebenfalls mit einem Rangrücktritt belastet. Das erhöhte Risiko wird auch bei dieser Form der Mezzanine-Beteiligung durch eine stattliche Verzinsung und der Leistung von Dividenden entschädigt. Bei den Genussrechten mit Eigenkapitalcharakter trägt der Genussberechtigte am Verlust der Gesellschaft nicht mit. Sie stellen daher die *typische Form der Mezzanine-Beteiligung* nach deutschem Recht dar.

Namentlich in den USA anzutreffen ist die Finanzierung im Wege von "*preferred stocks*". Inhaber von solchen "*preferred stocks*" sind gegenüber Stammaktionären hinsichtlich der Ausschüttung von Dividenden oder eines allfälligen Liquidationserlöses bevorrechtigt. Ihnen stehen grundsätzlich im voraus festgelegte feste Beträge oder Anteile von Dividenden und Liquidationserlösen zu. Auch die "*preferred stocks*" können in handelbaren

Papieren der Gesellschaft ausgegeben werden. Den Inhabern solcher Vorzugsrechte stehen regelmässig keine Mitgliedschaftsrechte, sondern Vermögensrechte verbunden mit einer Vorzugsberechtigung zu. Im Unterschied zum deutschrechtlichen Genussrecht ist der Inhaber von "preferred stocks" ein Gesellschafter, wenngleich ohne entsprechende Mitgliedschaftsrechte. Obwohl diese Finanzierungsform auch als eine Mezzanine-Beteiligung verstanden werden kann, wird sie in den USA von gewissen Investoren dem Risikokapital ("*venture capital*") zugeordnet und letztlich als Eigenkapital qualifiziert.

---

## **B. Die Mezzanine-Beteiligung nach schweizerischem Aktienrecht**

Weil die Finanzierung mit Mezzanine im Wege des Erwerbs eine Beteiligung die atypische Mezzanine-Finanzierung darstellt, wird unten darauf nicht vertieft eingegangen. Es werden lediglich überblicksmässig die im schweizerischen Aktienrecht für eine Mezzanine-Beteiligung zur Verfügung stehenden Instrumente aufgezeigt.

---

### **1. Die Vorzugsaktie nach Art. 654 OR**

Bei der Vorzugsaktie gemäss Art. 654 OR handelt es sich um eine Aktienkategorie, der in den Statuten bestimmte finanzielle Vorrechte gegenüber einer oder mehreren anderen Aktienkategorien eingeräumt werden. Das Vorrecht bezieht sich entweder auf eine Dividende, den Liquidationsanteil oder auf den Bezug neuer Aktien. Die Aufzählung der Vorrechte einer Vorzugsaktie gemäss Art. 656 Abs. 2 OR ist nicht abschliessend; es ist auch die Einräumung weiterer Vorrechte möglich, sofern und soweit sie sich auf Vermögensrechte und nicht auf Mitwirkungsrechte beziehen. Diese können nie Gegenstand von Vorrechten im Sinne von Art. 654 ff. OR sein. Die mit den Vorzugsaktien verbundenen Vorrechte beziehen sich somit nur auf Vermögensrechte, die den Aktionären ohnehin zustehen, haben jedoch einen Einfluss auf das Ausmass und die Reihenfolge ihrer Bedienung.

Bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen häufig anzutreffen sind Vorzugsaktien, die mit einem Recht auf eine Vorzugsdividende verbunden sind. Sie berechtigen den Investor zum Bezug eines Vielfachen oder eines Prozentsatzes des Nennwertes der Aktie, was die Vorzugsdividende diesbezüglich mit einer Zinsabrede vergleichbar macht. Die so gestaltete Vorzugsdividende wird nicht laufend ausgeschüttet, sondern aufgrund eines entsprechenden Generalversammlungsbeschlusses gesamthaft unter zum vornherein festgelegten Voraussetzungen, namentlich eines Börsengangs, ausbezahlt.

Die Vorzugsaktie nach Art. 654 OR ist in Bezug auf die Vorrechte dem Genussrecht des deutschen Rechts sehr ähnlich. Der *Unterschied* besteht jedoch darin, dass der Genussrechtinhaber nach deutschem Recht *nicht Aktionär* der finanzierten Unternehmung sein muss. Der Berechtigte aus einer Vorzugsaktie nach Art. 654 OR ist demgegenüber in jedem Fall ein Aktionär. Die Vorzugsaktie dürfte jedoch das schweizerrechtliche Instrument für

die Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen im Wege einer Mezzanine-Beteiligung sein.

---

## 2. Der Partizipationsschein nach Art. 656a ff. OR

Gemäss schweizerischem Recht handelt es sich auch bei der Mezzanine-Finanzierung gegen Ausgabe von “preferred stocks” um *Eigenkapital*. Dem “preferred stock” dürfte der Partizipationsschein nach Art. 656a ff. OR entsprechen. Der Partizipationsschein stellt ein flexibles Finanzinstrument dar, der jedoch auf dem schweizerischen Kapitalmarkt in den letzten Jahren an Bedeutung verloren hat. Die Segmentierung des Marktes für die Anteile eines Unternehmens in mehrere Teilmärkte (Aktien und Partizipationsscheine) vermindert die Liquidität und beeinträchtigt das Kapitalschöpfungspotential. Dennoch findet der Partizipationsschein in geschlossenen Gesellschaften und in kleineren Publikumsgesellschaften mit gleichbleibendem Aktionärskreis seine Anwendung.

Gemäss Art. 656a OR können die Statuten ein Partizipationskapital vorsehen, das in Teilsommen (Partizipationsscheine) zerlegt ist. Diese Partizipationsscheine werden gegen Einlage ausgegeben, haben einen Nennwert und gewähren kein Stimmrecht. Der Partizipationsschein wird daher auch als *stimmrechtslose Aktie* bezeichnet. Der Partizipant hat auch kein weiteres, mit dem Stimmrecht zusammenhängendes Recht, namentlich kein Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung und kein Recht auf Auskunft und Einsicht. Dem Partizipanten kann in den Statuten ein Anspruch auf einen Vertreter im Verwaltungsrat eingeräumt werden. Hinsichtlich der Vermögensrechte steht der Partizipant einem Aktionär in Bezug auf die Verteilung des Bilanzgewinns, des Liquidationsergebnisses und auf den Bezug neuer Aktien grundsätzlich gleich. Eine Bevorzugung der Partizipationsscheine gegenüber den Aktien ist möglich. Der Partizipationsschein kann in einem Wertpapier, das auf den Namen oder den Inhaber lautet, verkündet und gehandelt werden.

Der Partizipationsschein gemäss Art. 656a ff. OR dürfte eher dem “preferred stock” entsprechen, nicht jedoch dem Genussrecht mit Eigenkapitalcharakter des deutschen Rechts. Denn die Genussrechte des deutschen Rechts stellen grundsätzlich *Gläubigerrechte schuldrechtlicher Art* dar. Der Partizipationsschein ist jedoch ein *Beteiligungsrecht* an der Gesellschaft, der Partizipant somit “echter Teilhaber der Gesellschaft”.

Weil der Partizipationsschein nach schweizerischem Recht vom Unternehmen gegen *Einlage ins Eigenkapital* ausgegeben wird, steht er als Beteiligungsrecht bei einer Finanzierung im Wege der Mezzanine-Beteiligung dann nicht zur Verfügung, wenn der Investor der Gesellschaft *nachrangiges Fremdkapital* zur Verfügung stellt, das lediglich *wirtschaftlich* als Eigenkapital qualifiziert werden soll und dafür eine Beteiligung am finanzierten Unternehmen erhält. Es fehlt diesfalls an der wesensnotwendigen Einlage des Investors in das Eigenkapital der finanzierten Unternehmung.

---

### 3. Der Genussschein nach Art. 657 OR

Für die Beschaffung von Kapital im Wege der Mezzanine-Beteiligung ist der Genussschein nach Art. 657 OR aus praktischen Überlegungen nicht geeignet.

Nach der genannten Gesetzesvorschrift ist verlangt, dass Genussscheine nur zugunsten von Personen, die mit der Gesellschaft durch eine frühere Kapitalbeteiligung oder als Aktionär, Gläubiger, Arbeitnehmer oder in ähnlicher Weise verbunden sind, geschaffen werden sollen. Damit ist klargelegt, dass der Genussschein ein Kapitalersatz- und nicht ein Kapitalbeschaffungsmittel darstellt. Zur Aufnahme von *frischem Kapital bei neuen Kapitalgebern* kann der Genussschein mithin nicht eingesetzt werden.

Nahezu bei keiner Finanzierung von Unternehmensübernahmen oder Jungunternehmen durch Mezzanine liegt der Fall vor, dass der Investor als bestehender Gläubiger im Sinne von Art. 657 OR für die Gesellschaft besondere Leistungen erbracht oder auf seine Rechte gegenüber der Gesellschaft verzichtet hat, wofür ihm nun Genussscheine verliehen werden sollen. Schon aus diesem Grund ist der Genussschein bei der Finanzierung mittels einer Mezzanine-Beteiligung nicht einsetzbar.

---

### 4. Die Vorratsaktie

Die Vorratsaktie wurde oben in Ziff. II.B.3.c) dargestellt, worauf an dieser Stelle verwiesen wird. Insoweit als Vorratsaktien zur Sicherstellung von Wandel- oder Optionsrechten durch eine bedingte Kapitalerhöhung geschaffen werden, stehen sie für die Hingabe an den Investor im Rahmen der Mezzanine-Beteiligung nicht zur Verfügung. Es handelt sich bei letzterem nicht um die Sicherstellung von Wandel- oder Optionsrechten.

Freie Vorratsaktien können in der Form der genehmigten Kapitalerhöhung bereitgestellt werden. Im Rahmen von Art. 659 OR kann das Unternehmen eigene (Vorrats-) Aktien schaffen; es hat die in BGE 117 II 290 ff. genannten Voraussetzungen und Kriterien für den Bezugsrechtsausschluss zu erfüllen. Freilich können auch Vorratsaktien von Vorzugsaktien im oben in Ziff. III.B.1 dargestellten Sinne geschaffen werden. Die genehmigte Kapitalerhöhung bezieht sich diesfalls auf die besondere Aktienkategorie der Vorzugsaktien im Unterschied zu den daneben bestehenden Stammaktien, die dem Aktionär neben den Vermögens- auch Mitwirkungsrechte verleihen. Insoweit stellt die Vorratsaktie nicht eine Aktienkategorie dar, welche namentlich den Mezzanine-Investoren als Finanzierungsmittel hingegeben wird.

---

### 5. Die stille Gesellschaft

Die stille Gesellschaft ist gesetzlich nicht geregelt. Sie wurde oben dargelegt, worauf hier verwiesen wird. Der stille Gesellschafter ist Mitgesellschafter und nicht bloss Gläubiger. Die Einlage des stillen Gesellschafters geht in das Vermögen des Hauptgesellschafters,

der eine natürliche oder juristische Person sein kann, über. Er ist damit Alleineigentümer der im Vermögen der Gesellschaft zwischen ihm und dem stillen Gesellschafter liegenden Sachen; der stille Gesellschafter hat keine dinglichen Rechte. Die Parteien einer stillen Gesellschaft haben immer das selbe Bedürfnis: die Beteiligung des stillen Gesellschafters nicht nach aussen in Erscheinung treten zu lassen.

Die Mezzanine-Beteiligung hat grundsätzlich nichts mit einer stillen Gesellschaft des schweizerischen Rechts gemeinsam. Im Regelfall besteht weder ein Interesse noch die Notwendigkeit, die finanzielle Beteiligung des Mezzanine-Investors nach aussen geheim zu halten. Eine solche Geheimhaltung kann vor allem aber aus *kapitalmarktrechtlichen Vorschriften und Überlegungen* nicht gewährt werden, wenn die Mezzanine-Beteiligung insbesondere im Rahmen eines Börsengangs der finanzierten Unternehmung realisiert werden soll. Der Grundsatz der Transparenz, wie ihn insbesondere die schweizerische Börsengesetzgebung kennt, lässt eine solche stille Beteiligung eines Investors nicht zu.

---

## 6. Fazit

Im schweizerischen Aktienrecht kann das deutschrechtliche Finanzierungsinstrument des Genussrechts nicht ohne weiteres nachgebildet werden. Es kennt kein solches Instrument, das dem Berechtigten mitgliedschaftsähnliche Vermögensrechte an einer Aktiengesellschaft verleiht, ohne ihm die Mitgliedschaft an der Gesellschaft zu vermitteln. Der *wirtschaftliche Erfolg* eines solchen Genussrechts nach deutschem Recht kann allenfalls mit der Vorzugsaktie erreicht werden. Den "preferred stocks" dürfte der Partizipationschein nach Art. 656a ff. OR entsprechen.

---

## C. Sicherstellung und Realisation der Mezzanine-Beteiligung

Die Eigentümer des Unternehmens und der Investor halten die Modalitäten der Finanzierung, der gegenseitigen Rechte und Pflichten im Hinblick auf die operative Führung der Gesellschaft und insbesondere den Ausstieg aus der Investition in einem Vertrag fest. Regelmässig werden solche Vereinbarungen im Finanzierungsvertrag mit dem Mezzanine-Investor oder allenfalls in einem Aktionärbindungsvertrag getroffen. Namentlich im Hinblick auf eine allenfalls vereinbarte Sicherstellung des Investors für seine Beteiligung am Unternehmen und hinsichtlich des Ausstiegs aus der Investition ("*exit*") stellen sich aktienrechtlich interessante Fragen. Daraus seien unten nur einzelne herausgegriffen.

---

### 1. Verstoss gegen Entnahmenormen

Wo die Mezzanine-Beteiligung in der Form von beispielsweise Vorzugsaktien gemäss Art. 654 OR mit der Hingabe eines gesicherten Darlehens kombiniert wird, sind die Vorschriften über die Erhaltung des Eigenkapitals zu beachten. Namentlich die Gewährung



von Sicherheiten (Verpfändung von Aktiven, Garantien oder Debitorenzession) an den Investor, der Vorzugsaktionär ist, kann ein Verstoss gegen Entnahmenormen des Aktienrechts darstellen. Es ist denkbar, dass eine Entnahme von Aktiven der finanzierten Gesellschaft vorliegt, ohne dass die aktienrechtlichen Voraussetzungen für eine Entnahme, d.h. die Vorschriften über die Kapitalherabsetzung und die Dividendenausschüttung, erfüllt sind.

---

**a) Das Verbot der Einlagerückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR**

Gemäss Art. 680 Abs. 2 OR steht dem Aktionär ein Recht, den eingezahlten Betrag zurückzufordern, nicht zu. Nach einhelliger Lehre und Rechtsprechung wird diese Gesetzesvorschrift zweiseitig verstanden, womit es auch der Aktiengesellschaft verboten ist, aus dem geschützten Gesellschaftsvermögen Beträge an den Aktionär zurückzuerstatten. Von diesem Verbot erfasst sind nicht nur Ausschüttungen aus dem Sperrvermögen der Aktiengesellschaft, sondern grundsätzlich auch andere Finanztransaktionen, die indirekt eine Kapitalrückgewähr herbeiführen können.

Das Kapitalrückzahlungsverbot nach Art. 680 Abs. 2 OR gilt nicht nur für gesellschaftsrechtliche Beschlüsse, sondern *auch für vertragliche Vereinbarungen*, die dem Aktionär einen Anspruch auf Rückerstattung der Einlage einräumen. Davon erfasst sind auch Leistungen an Dritte, die wirtschaftlich als eine Kapitalrückzahlung zu qualifizieren sind. Im Rahmen einer Mezzanine-Finanzierung kann der weite Anwendungsbereich von Art. 680 Abs. 2 OR dort bedeutsam werden, wo dem Investor neben Vorzugsaktien auch vertragliche Vermögensrechte, die inhaltlich typische Gesellschafterrechte und damit ähnlich dem deutschrechtlichen Genussrecht sind, eingeräumt werden. In jedem Einzelfall ist somit zu prüfen, ob das Kapitalrückzahlungsverbot bei der Einräumung von Sicherheiten seitens der Gesellschaft oder bei der Realisation der Mezzanine-Beteiligung verletzt wird.

Eine Sicherheitsleistung an den Investor, der Vorzugsaktionär ist, oder die Realisation der Mezzanine-Beteiligung verstossen nur in dem Umfang gegen das Verbot der Einlagerückgewähr, als sie aus dem gesperrten Eigenkapital der Gesellschaft, das sich aus dem Nominalkapital, dem Partizipationskapital, dem Agio sowie der gesperrten Quote der allgemeinen gesetzlichen Reserven und deren übrigen Arten zusammensetzt, erbracht werden. Die Mezzanine-Beteiligung in der Form von Vorzugsaktien muss von der finanzierten Gesellschaft im Wege der Kapitalherabsetzung nach den Verfahrensvorschriften gemäss Art. 654 Abs. 3 OR zurückbezahlt werden, sofern die Vorzugsaktien nicht in Stammaktien umgewandelt und alsdann veräussert werden sollen.

---

**b) Rechtsfolgen einer verbotenen Einlagerückgewähr**

Gesellschaftsrechtliche Beschlüsse und vertragliche Vereinbarungen mit Aktionären, die das Verbot der Einlagerückgewähr verletzen, sind nichtig. Die Einlagepflicht des Aktionärs lebt sofort wieder auf.

---

**2. Vereinbarkeit mit dem Gesellschaftszweck**

Eine Aktiengesellschaft kann grundsätzlich alle Geschäfte tätigen, die mit dem Gesellschaftszweck in Zusammenhang gebracht werden können und von diesem objektiv nicht ausgeschlossen sind. Selbst wenn der Wortlaut der statutarischen Zweckbestimmung die Gewährung von Sicherheiten im Rahmen von Mezzanine-Finanzierungen zulässt, ist im konkreten Einzelfall zu prüfen, ob der Gesellschaftszweck die beabsichtigte Finanzierungstransaktion im Wege der Mezzanine-Beteiligung mit Gewährung von Sicherheiten zulässt. Eine allgemeine Antwort auf diese Frage ist daher nicht möglich.

## IV. Zusammenfassung

Das Mezzanine-Darlehen ist nachrangiges, zuweilen gesichertes Fremdkapital. Der equity kicker zu Gunsten des Mezzanine-Investors erfolgt in der Form einer Option, eines Wandelrechts oder einer Einmalzahlung zum Ende der Laufzeit des Mezzanine-Darlehens. Die zur Sicherstellung der durch die Ausübung des Wandel- oder Optionsrechts benötigten Aktien oder Beteiligungspapiere können im Wege der Kapitalerhöhung oder mit Vorratsaktien geschaffen werden. Mezzanine enthält regelmässig einen einfachen Rangrücktritt, womit es die Voraussetzungen an eine Rangrücktrittsvereinbarung im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR nicht erfüllt. Im Konkursfall des finanzierten Unternehmens kann das Mezzanine-Darlehen nicht in Eigenkapital umgewandelt werden.

Das deutschrechtliche Genussrecht mit Eigenkapitalcharakter entspricht als eine Mezzanine-Beteiligung wirtschaftlich der Vorzugsaktie nach Art. 654 OR. Den preferred stocks des amerikanischen Rechts dürfte der Partizipationsschein nach Art. 656a ff. OR entsprechen. Die Sicherstellung und Realisation der Mezzanine-Beteiligung sind für jeden Einzelfall auf die Gefahr eines Verstosses gegen das Verbot der Einlagerückgewähr und auf deren Entsprechung mit dem Gesellschaftszweck zu überprüfen.





## Table of contents

<b>Introduction</b>	37
<b>I. Mezzanine finance</b>	38
A. Definition and distinctions	38
1. Definition	38
2. Distinguished from private equity	38
3. Distinguished from profit-participation loan	38
4. Distinguished from undisclosed partnership	39
B. Forms of mezzanine finance	39
1. Mezzanine finance in the form of a loan	39
2. Mezzanine finance in the form of acquisition of a shareholding	39
C. Criteria to be met by the company seeking finance	40
D. Reasons for mezzanine finance	40
E. Tax aspects	40
<b>II. Mezzanine finance in the form of a loan</b>	42
A. Subordinated loan	42
B. Equity kicker	42
1. Forms	42
2. Nature of warrant and convertible bond and their legal treatment in Swiss law	43
3. Exercise of option and conversion rights	44
a) Ordinary and authorised capital increase	45
b) Conditional capital increase	46
c) Disposable shares	47
d) Exercise of rights on stock market flotation	48
e) Payment by set-off	48
C. Undercapitalization and reclassification of mezzanine loans on insolvency	48
1. Undercapitalization	48
2. Reclassification of mezzanine loan on insolvency	51

<b>III. Mezzanine finance in the form of acquisition of a shareholding on provision of the finance</b>	53
A. Undisclosed participation	53
B. Mezzanine participation in Swiss company law	54
1. Preference share under section 654 CO	54
2. Participation certificates under section 656a et seq. CO	54
3. Profit sharing certificates under section 657 CO	55
4. Disposable shares	56
5. Undisclosed partnership	56
6. Résumé	56
C. Security and realisation of mezzanine participation	57
1. Breach of withdrawal rules	57
a) Prohibition under section 680 (2) CO of repayment of capital contributions	57
b) Legal consequences of prohibited capital repayment	58
2. Compatibility with company object	58
<b>IV. Summary</b>	59





## Introduction

The development and exploitation of new and innovative ideas and products, particularly by new companies, calls for appropriate financing. The prospects of success before a new business begins to grow are difficult to evaluate. There is also very little or no security available for bank lending. This gives rise to a need arises for *alternative forms of finance*. Banks are increasingly cautious with regard to traditional business lending and the situation is the same so far as company takeovers are concerned. *Mezzanine finance* is an alternative method of funding new companies and takeovers and it is becoming increasingly popular in Switzerland also.

# I. Mezzanine finance

---

## A. Definition and distinctions

---

### 1. Definition

There is no definition of “mezzanine” in the language of economics or jurisprudence. It is an architectural term meaning an intermediate storey between two floors of a building. As it cannot be defined in terms of legal theory, English and German-language commentators and practitioners are content to define the term by reference to its typical features. When applied to corporate financing, “mezzanine” can be taken to mean a method of funding which has an *intermediate position between loan capital and equity*.

As a *hybrid type of finance*, mezzanine capital has elements of loan capital, typically (bank) lending, and equity capital. In principle, mezzanine capital is *subordinated debt* or *junior debt* with a higher rate of interest than traditional bank loans because of the risk involved. Mezzanine finance can be differentiated according to the degree of risk, which will affect the classification of mezzanine capital as equity or loan capital in any particular case. The term of mezzanine finance accords with its hybrid nature and is between 5 and 10 years in principle.

---

### 2. Distinguished from private equity

Private equity is an investor’s holding, for a fixed period, in the share capital of an unlisted company. As a form of funding share capital, private equity is an alternative to conventional funding by borrowing, particularly from banks. The investor seeks an increase in the value of his holding in the share capital, which means that private equity is an instrument for capital investment. Private equity finance may be used in addition to mezzanine finance.

---

### 3. Distinguished from profit-participation loan

In the case of a profit-participation loan, the borrower undertakes to pay the lender a share of the profit instead of, or in addition to, interest. In principle this type of loan arises also where an investor injects cash into a company without becoming a shareholder himself, but obtains a promise of a share of the operating profit in return. The lender does not share in any loss by the company. Unlike mezzanine capital, the claim under a profit-participation loan is in principle *not subordinated* to all or some of the creditors.

---

#### **4. Distinguished from undisclosed partnership**

An undisclosed partnership is a form of business association where the sleeping partner participates in the principal partner's business activity by means of a capital contribution to the assets of the business in return for a share of the profit. Outwardly the principal partner acts alone and he alone derives rights and enters into obligations arising from the business. The sleeping partner is a co-partner and not a mere creditor. Unless otherwise agreed by the partners, profits and losses are in principle shared equally. The parties to an undisclosed partnership always have the same object: not to reveal to third parties the sleeping partner's involvement in the partnership.

Where a partnership is financed with mezzanine capital, the situation is normally apparent to third parties. The investor appears outwardly as he has no interest in keeping his investment secret. In any case, secrecy could not be guaranteed. The mezzanine investor does not form an undisclosed partnership with the other partners.

---

### **B. Forms of mezzanine finance**

---

#### **1. Mezzanine finance in the form of a loan**

Mezzanine finance *typically* takes the form of a loan. As the investor does not usually pretend to be satisfied with a high rate of interest on the capital, the loan is normally accompanied by the right for the investor to participate in the company at a later date by the acquisition of participation rights. This right, which constitutes a "yield motivator" for the lender, is known as an "*equity kicker*". It enables the lender to share in the *value-added potential* of the business.

---

#### **2. Mezzanine finance in the form of acquisition of a shareholding**

Mezzanine finance can also be provided by way of a *shareholding*. Instead of an equity kicker, the lender is issued with shares in the company. However, this form of mezzanine finance must be described as *atypical*. It occurs in particular in Germany, but less in the USA. If special types of equity papers (e.g. dividend rights or *preferred stocks* in contrast to *common stocks*) are issued to the investor, they will be classified in the USA as *equity capital* and not mezzanine capital. In Germany, on the other hand, an investor holding such shares usually has *no voting rights at general meetings* of the company he is financing. This type of mezzanine finance is also called "*undisclosed participation*".

---

### **C. Criteria to be met by the company seeking finance**

Most mezzanine investors draw up a list of criteria which must be met by potential customers in order to qualify for a mezzanine investment. Although the different investment institutions' lists of criteria are tailored to their "typical customers" and therefore differ from each other, the lists have certain basic requirements in common. First of all, the company in question must have strong management by a competent and experienced management team not only where finance is sought by new businesses, but also in the case of takeovers. This is often regarded as a guarantee that the object will be achieved. The second requirement is a regular high cash flow in order to be able to attain the desired return of 15% to 25% on the mezzanine finance. In addition, the company seeking finance must have a strong market position or be in a sector of industry with favourable prospects. In some cases, providers of mezzanine finance require the company concerned to have a financially strong provider of share capital (e.g. private equity investors, see A.2 above) already.

---

### **D. Reasons for mezzanine finance**

There are many and varied reasons for mezzanine financing of takeovers and new companies, depending on the circumstances of each individual case. For example, the banks may have reached their respective lending limits and may therefore be unable or unwilling to grant any further loans. It is also conceivable, depending on the sectoral environment or the branch of industry in question, that equity finance from private investors cannot be obtained, perhaps because there is no IPO market or the company in question does not meet the necessary criteria. It is also possible that venture capitalists do not consider the company in question as having attractive growth prospects and are therefore not interested in providing equity finance. On the other hand, it may be that the requirements of equity investors regarding the expected return and the costs of equity capital do not conform with the ideas of the company owners or management. In such cases, the company will not be willing to meet the requirements which, from its viewpoint, are excessive.

---

### **E. Tax aspects**

The tax treatment of mezzanine finance is not the subject of this paper. Simply for the sake of completeness, it may be mentioned that in principle mezzanine loans are treated for tax purposes as loan capital. The interest paid to the mezzanine investor is, in principle, deductible for tax purposes even if the limits (as a proportion of the company's total funding) laid down by the Federal Tax Administration Circular no. 6 of 6 June 1997, which

gives effect to the general clause of section 65 of the DBG, are exceeded. Where a company funded with mezzanine capital promises the investor an equity kicker, there is a risk that the mezzanine capital will be regarded as concealed equity capital, with the result that the deduction of interest could be refused at least in so far as the interest exceeds the limits laid down by the above-mentioned Circular. In any case, it would be advisable to reach an agreement beforehand with the tax authorities.

Under the Federal Act on Venture Capital Companies, which came into force on 1 May 2000, venture capital companies are exempted from the federal tax on security issues for their investments in new companies with innovative, internationally orientated projects in the goods and services sector. Under section 3 (2) of the above-mentioned Act, "subordinated loans and other debts comparable with venture capital" are deemed to be investments covered by the Act. Tax relief is also available under the same Act for subordinated loans granted by natural persons from their private assets to new, independent Swiss companies ("business angels"). For loans of this kind, a flat-rate deduction of a maximum of 50% of the amount of the loan, subject to an overall limit of 500,000 Swiss francs, may be claimed while the Act is in force.

## II. Mezzanine finance in the form of a loan

---

### A. Subordinated loan

Mezzanine finance in the form of a loan is *subordinated to loan capital (senior debt)*. Consequently mezzanine capital is normally repaid only after the loan capital has been fully repaid. This means that the mezzanine investor's claim is redeemed only when the creditors with prior claims arising from loan capital have been satisfied. For this reason mezzanine capital is also referred to as "senior subordinated debt" or "junior debt". Mezzanine lenders are not only willing to subordinate their interests in relation to the satisfaction of their claims to those of the lenders of loan capital, but also to waive the provision of security, depending on the particular circumstances. Although mezzanine investors are normally anxious to obtain security from the borrowing company in the form of a land charge or transfer by way of security, the provision of security is not a *characteristic* of mezzanine capital, which is granted both with and without security.

The absence of security is reflected in the rate of interest, which is usually over 10% per annum. In practice, so far as continental European financial institutions are concerned, subordinated debt financing with mezzanine capital is often granted only against provision of the normal securities. In this respect, for example, German and sometimes also Swiss practice differs from that of American mezzanine investors. In the USA, for example, mezzanine capital would probably be granted without security. American commentators on mezzanine lending often point out that it constitutes "unsecured subordinated debt". Consequently, in the absence of (sufficient) securities in the form of assets shown in the accounts, the "consideration" for the investor is represented by the expected future *cash flows*, and therefore *the future value of the company to be financed* (goodwill).

The mezzanine loan may be subordinated to *some* or *all* of the *prior creditors*. In the latter case the loan is closer to equity than to loan capital. In any case, the mezzanine capital is always senior to the equity.

---

### B. Equity kicker

---

#### 1. Forms

In principle there are two forms of equity kicker. The company gives the lender either an *option (warrant)* or a *convertible bond or convertible debenture* for the acquisition of shares in the company. The option or conversion right is normally granted up to the end

of the term of the mezzanine loan and is, of course, exercised by the lender only if the value added, for example, on the basis of first listing on a stock exchange, accords with the return anticipated by the lender.

A warrant is a contractual right in favour of the investor to purchase a certain number of shares or equity papers on the conditions stipulated at the issue date of the warrant, which may be embodied in a security which can be traded as such on the stock exchange.

Convertible bonds and convertible debentures may be converted by the investor into shares or equity papers of the company issuing them. On conversion, the bonds or debentures cease to exist.

In addition, in Germany a “*back-ended fee*” is customary. This is a *once-only cash payment* at the end of the term of the mezzanine loan. The equity kicker may also take this form in order to avoid *dilution* of the shareholders’ rights in a particular case because the exercise of the investor’s option or conversion right normally leads to such dilution. This once-only payment is stipulated to be a *percentage of the company’s value added* after expiry of the term of the mezzanine loan. Therefore it constitutes a share only in the value added of the company which is being financed, and not a share in the company itself.

---

## 2. Nature of warrant and convertible bond and their legal treatment in Swiss law

The warrant corresponds in Swiss law to the *option* to subscribe for shares or participation certificates, and the convertible bond corresponds to the *right to exchange* the debt for a share in the equity on specified conditions, i.e. to *convert* the debt. These are customary financial instruments for obtaining loan capital which is linked with subscription for shares in the company (known as equity-linked issues or equity-linked transactions).

Sometimes companies use the *warrant bonds and convertible bonds* developed in Swiss legal practice. These are forms of *bond loans with subscription for share capital* and they entitle the creditor of a fixed-interest loan (often embodied in a security) to purchase shares or other equity papers, e.g. participation certificates, of the company issuing the bond loan or of an associated (group) company. Under section 1157 of the Code of Obligations (“CO”), debt instruments issued directly or indirectly by public subscription are loan bonds with uniform loan conditions. In the case of public subscription, section 1156 (2) CO requires a prospectus to be drawn up in conformity with the provisions concerning the prospectus for the issue of new shares under section 652a CO. Of course, loans are also placed privately. In this case, they are issued to a predetermined limited number of investors.

In the case of *warrants* and *warrant bonds*, equity papers may be purchased on stipulated conditions during a specified period. In addition to the right to interest and repayment of the loan, investors holding warrants acquire the right to share in the increase in the

company's value by purchasing equity or participation certificates. The investor remains a creditor of the company and, by exercising the subscription right, he becomes a shareholder. Because his status as a creditor is not affected by exercising the right arising from the warrants or warrant bonds, these are normally transferable and are therefore often embodied in an independent warrant certificate which is normally made out to the bearer. The warrant certificate can be traded independently of the underlying claim on the loan. The investor does not obtain, on the basis of his option right or warrant bond, a right to vote at the general meeting of the issuing company, nor is he entitled to distributions of any kind by the company.

*Conversion rights* can be granted only to *creditors of the company*. If a creditor exercises the right, he loses his status as a creditor and becomes a shareholder or participant. This means that he also loses his claim to repayment of the amount of the loan by set-off against his obligation to pay capital contributions. The conversion right arising from a convertible bond is inextricably linked with the loan bond and therefore it cannot be traded separately from the latter.

---

### 3. Exercise of option and conversion rights

Unlike ordinary equity financing by way of first-time issues or capital increases, option and conversion rights as instruments of capital finance presuppose an inflow of loan capital to the company. When the purchase option is exercised, the investor must pay the predetermined option price for the shares or participation rights in cash. In this way the company receives funds without at the same time entering into new obligations. In contrast to this, the holder of conversion rights pays the conversion price of a share or participation rights by set-off against his claim arising from the convertible bond. Consequently the company's loan capital is reduced by the nominal amount of the converted debt.

By exercising his option or conversion rights, the mezzanine investor can acquire shares or participation rights by *derivative acquisition* or *original acquisition*. *Derivative acquisition* refers to the situation where the company or third party which is being financed provides the investor with shares or participation rights which the company can either take from its holding of its own shares or purchase on the market or from persons associated with the company. It would probably not be financially advantageous for the company to purchase shares when conversion rights are exercised as the company would need substantial funds which it does not possess. In the case of option rights, however, the derivative acquisition of shares and participation rights would likely be more practicable because the exercise of conversion rights does not bring the company any capital for payment of the purchase price of the shares.

*Original acquisition* occurs when shares are created in connection with a capital increase. The company may also use its own shares to secure conversion and option rights.



---

### a) Ordinary and authorised capital increase

If, in any particular case, the number of shares required to secure option and conversion rights is known, they can be originally created by way of an *ordinary or authorised capital increase* before the rights in question are exercised. In both cases of a capital increase, the mezzanine investor must subscribe for the shares and pay them up either by set-off when exercising his conversion right or by cash payment when exercising the option.

However, there are substantial obstacles to an authorised capital increase and in practice they often give rise to difficulties for the company and its directors. The first difficulty is in relation to time. Under section 651 (1) CO, the directors can be validly authorized to increase the share capital only within a period of not more than two years. The period must be specified in the shareholders' resolution, as otherwise the resolution will be invalid. In addition, under section 651 (2) CO, there is an obstacle in relation to the amount in so far as the authorized capital must not exceed one half of the existing share capital. However, the relevant amount is the total nominal capital of the company, i.e. the share capital and participation capital. For the purpose of this calculation no account is taken of conditional capital, the creation of which has been resolved upon but not yet put into effect or which has not yet been registered in the companies register. However, it is permissible to resolve upon *both* an authorized and a conditional capital increase, each in the sum of not more than one half of the existing share capital. This arrangement may be advantageous for new companies where shares are to be created not only to secure the conversion and option rights of the mezzanine investor, but also for employee shareholdings.

For company takeovers and stock market flotations it is rather disadvantageous that, under section 652b (1) CO, the existing shareholders have a *subscription right* for a proportion of the newly issued shares which corresponds to their existing holdings. To be able to profit from the flexibility of the authorized capital, the subscription right must be *excluded* by the general meeting of shareholders or by the directors, in which case the latter would act on the basis of the shareholders' authorization resolution. By law there must be justifiable grounds for excluding subscription rights and such a step must not unreasonably favour or prejudice any person. Whether the substantive requirements for excluding subscription rights are met is a question to be determined according to the circumstances of any particular case. Justifiable grounds include the takeover of a company or part of a company or shareholdings, and also the financing and refinancing of such takeovers.

If shares or participation rights are created by way of an ordinary capital increase, the general meeting resolves to exclude or restrict the subscription right for repayment of the mezzanine loan. The justifiable grounds for excluding or restricting subscription rights in any particular case need not be stated in the shareholders' resolution because

the decision to exclude the right is not delegated to the directors. However, the notice convening the general meeting must refer to the grounds in question and the directors must report on them to the general meeting. This is both necessary and sufficient. Consequently the grounds (i.e. repayment of the mezzanine loan) need not appear in the resolution for increasing the capital or in the notarial deed concerning the capital increase. Nevertheless, in certain cases it may be expedient to state the grounds for reasons of transparency.

The same applies where shares are created by way of an authorized capital increase but the resolution excluding or restricting the subscription right is not delegated to the directors.

If the decision concerning the exclusion or restriction of subscription rights is delegated to the directors, the justifiable grounds must be stated in the shareholders' resolution delegating the decision to the directors. In this case the grounds (i.e. repayment of the mezzanine loan) must be stated in order for the shareholders' resolution to be valid. The statement of grounds must be definite and conclusive, but it would probably be sufficient if it were in general terms only. The shareholders' resolution must specify the purpose and the guidelines governing the directors authority to exclude subscription rights. The directors must then decide upon all the details within the framework laid down by the general meeting.

---

### **b) Conditional capital increase**

The investor may obtain by original acquisition the shares and participation rights he requires particularly on the basis of a *conditional capital increase* which has already been resolved upon. Under section 653 CO the general meeting may "resolve upon a conditional capital increase by granting rights to subscribe for new shares (conversion or option rights) to the creditors of new loan or similar bonds as against the company or its group companies and employees. The share capital shall be increased automatically at the date and to the extent to which the said conversion or option rights are exercised and the obligation to make capital contributions has been fulfilled by set-off or payment." A conditional capital increase serves to issue new shares *continuously* and *automatically*. The person entitled receives the new shares continuously on production of his legal title and proof of payment by set-off or in cash. Consequently the date and the amount of a conditional capital increase depend on the persons entitled claiming their subscription rights. This means that the exercise of conversion and option rights leads to a gradual increase in the share capital by unilateral declaration of intent, without having to comply with any formal requirements. It is important to note that the general meeting must pass the resolution to create conditional capital before conversion and option rights are issued and, under section 653b (3) CO, the resolution must also be registered in the

commercial register before the rights are issued. The directors' resolution, which must also be passed beforehand, must specify the maximum number and the type of shares or participation rights to be reserved for the holders of conversion and option rights. Any such rights issued *before* the above-mentioned resolutions are passed by the shareholders and the directors respectively are *void*.

In the case of a conditional capital increase, the *prior subscription right* corresponds to the shareholders' subscription right on an ordinary or authorised capital increase and must be regarded as a preferential right of the existing shareholders as against the new capital providers. This preferential right may likewise be excluded by the general meeting itself or, by delegation, by the directors. Under section 653c (3) CO, justifiable grounds are required for restricting or excluding prior subscription rights. This provision accords with the corresponding provision concerning subscription rights on an ordinary or authorized capital increase, so that the principles governing the latter can also be applied by analogy.

In the case of mezzanine financing, the existing shareholders' prior subscription rights are normally excluded by resolution of the general meeting in accordance with section 653c CO. The exclusion of prior subscription rights in conjunction with the creation of shares to secure conversion and option rights in favour of a mezzanine investor is necessary and is not to be considered unreasonable if any alternative would cause serious disadvantage to the company and thereby the shareholders, thus calling into question the issue of equity-driven financing. In view of the grounds mentioned in section I.D above, there are likely to be justifiable grounds for excluding prior subscription rights in the case of many companies financed with mezzanine capital. Consequently, where those rights are excluded in favour of the mezzanine investor, this does not unreasonably favour or prejudice the existing shareholders. Again, such exclusion is normally unlikely to contravene the non-discrimination rule of company law.

---

### **c) Disposable shares**

Instead of the creation of the necessary shares and participation rights by way of a conditional capital increase, under the new companies legislation, it is possible to create "old law" *restricted disposable shares*. These also serve to secure conversion and option rights and are held in particular by banks by means of firm underwriting. In cases where there is no advantage in the continuous creation of the shares and participation rights needed for the exercise of conversion and option rights, restricted disposable shares must be available from the beginning in the maximum amount required. The shareholder safeguard provisions of the new companies legislation must be taken into account.

---

#### **d) Exercise of rights on stock market flotation**

Stock market flotation is one of the situations where the mezzanine investor makes his exit. He is not normally interested in long-term investment in the company, which is why, after stock market flotation, he will dispose of the shares or participation rights acquired by exercising conversion and option rights if he sees that his anticipated return has materialized on the basis of the stock market price. In practice this does not give rise to problems as an investor who provides the company with a mezzanine loan is not prevented from selling his shares (“lock up”).

A mezzanine investor will not exercise his conversion and option rights if the difference between the investment and the market value does not match the target return. This appears only natural, but it has to be taken into account in relation to the time limit for exercising the underlying conversion and option rights, which must be fixed in advance. If, during that period, no profit or only a small profit can be obtained, the mezzanine investor will allow the conversion and option rights to lapse and will content himself with repayment of the loan together with interest.

---

#### **e) Payment by set-off**

By exercising the conversion right, the investor acquires shares or other participation rights in the company he is financing. As a result, his claim arising from the loan ceases to exist because of set-off against the obligation to make capital contributions. Loan capital is converted into equity. The subject of payment by set-off in relation to a capital increase and whether it is permissible has given rise to a good deal of controversy and, indeed, diametrically opposed views. This is not the place for a detailed discussion of the topic because there is no need for capital reorganisation in connection with mezzanine finance, which usually follows stock market flotation. However, where the share capital is increased for the purpose of capital reorganisation, the need for such reorganisation is the problem with regard to the permissibility of payment by set-off. As shown above, the investor will exercise his conversion rights only if he makes a profit. Otherwise he will defer conversion and be satisfied for the present with repayment of the mezzanine loan and the payment of interest.

---

### **C. Undercapitalization and reclassification of mezzanine loans on insolvency**

---

#### **1. Undercapitalization**

Swiss company law contains no provisions concerning adequate capitalization of public companies. Section 621 CO merely lays down a minimum capital of 100,000 francs, but this begs the question whether a public company should have share capital which is

adequate for its business volume. Consequently, it is left to the directors to decide how they wish to finance the company. A company is regarded as being adequately capitalized if it has *sufficient venture capital*. According to the Federal Court's observations in the *Swissair* judgment (ATF 120 II 331), the venture capital must be able to absorb the risks which are realistically to be expected in so far as they are not insured. If there is insufficient share capital available for such risks, the company must in principle be regarded as *undercapitalized*, for which the directors can primarily be held responsible.

Section 716a (1), no. 3 CO provides that the directors are responsible for financial planning, which entails a duty to provide sufficient *venture capital* for the company, i.e. to ensure that it is *sufficiently capitalized*. The directors fulfil this duty by creating and providing sufficient share capital or *subordinated loan capital*. Since venture capital has the function of preventing insolvency, from the functional viewpoint the subordinated loan capital must also be deemed venture capital because by law, under section 725 (2) CO, it serves the purpose of preventing insolvency. However, in order to prevent insolvency, a subordinated loan must meet the requirements of the above-mentioned section with regard to a *subordination agreement*. Consequently mezzanine finance as a subordinated loan can be regarded as venture capital only if it satisfies the requirements of a subordination agreement. However, as will be shown below, mezzanine finance does not in principle meet these requirements.

First of all, the creditor must *unconditionally and irrevocably declare that he yields priority to all other creditors*. In the case of mezzanine finance this is frequently, but not always, done, as shown above. Therefore in every case it is necessary to consider the risk grading and subordination of the mezzanine loan and how it stands in relation to section 725 CO.

Subordination under section 725 (2) CO entails deferred repayment of the loan and interest payments and a waiver of set-off. This deferment agreement must be concluded *in the event of undercapitalization for as long as it lasts*. In each case it is necessary to establish whether such a *comprehensive obligation* on the part of the mezzanine investor was stipulated. A particularly important factor is whether the payment of interest was promised for the whole term of the mezzanine loan, irrespective of the company's financial situation. However, it is possible to find contractual stipulations whereby the mezzanine investor undertakes to transfer capital or interest payments received by him to the providers of loan capital to count towards their claims. An undertaking of this kind is often valid also in cases where the lender's claim is disputed or cannot be proved. In the USA and England, however, an undertaking by the mezzanine investor to transfer to the lender of loan capital payments received by him *in all cases, irrespective of the validity of the claim*, is regarded as unusual. In legal systems where a creditor is not entitled to demand payment of the agreed interest after the opening of insolvency proceedings in respect of the debtor, a general undertaking with respect to the payment of interest

may be valid. Under section 209 SchKG (Debt Collection and Bankruptcy Act), in Swiss insolvency proceedings interest ceases to be payable by the debtor after the opening of the proceedings. However, under section 209 (2), interest on secured debts continues to run until the security is realized, provided that the realization proceeds exceed the claims and the interest accrued up to the opening of insolvency proceedings.

To qualify as venture capital, a mezzanine loan must not be secured by assets of the company which is being financed. It would be contrary to the purpose of subordination if it were to result in the non-subordinated creditors having no assets against which to claim. However, this does not apply to guarantees given by third parties in favour of the mezzanine investor. Consequently mezzanine finance, subject to fulfilling the other conditions of section 725 (2) CO, is deemed to be venture capital only in cases where the investor waives any security whatsoever for his loan in the form of company assets.

A mezzanine loan generally entails an *original subordination agreement* which differs fundamentally from the subsequent yielding of priority for reconstruction purposes under section 725 CO, which in practice is granted only by a major shareholder creditor to a company in financial difficulty. Consequently *mezzanine finance cannot be deemed to be venture capital for the purpose of section 725 (2) CO.*

Where a company is financed with a mezzanine loan, it is also always necessary to establish whether *ordinary subordination* of the loan is stipulated. This occurs where the loan is stipulated to be merely subordinate and it means that, if the company becomes insolvent, the mezzanine investor is prepared to await satisfaction of his claims until all the other (non-subordinated) creditors have been satisfied in full. Subordination of this kind does *not entail an agreement for the deferred repayment of the principal and the deferred payment of interest.* Therefore repayment of the mezzanine loan may be demanded and the company will have an obligation to repay it as long as the company is not adjudged insolvent. In the event of insolvency, the subordinate mezzanine creditors, together with other creditors subordinated in the same way, do not form an additional class of creditors not provided for by law, but must be assigned to the third class of creditors whose claims are met only after the ordinary creditors have been satisfied. *Where there is ordinary subordination, mezzanine finance is not venture capital for the above-mentioned purposes.*

In practice it is difficult to distinguish between a subordination agreement within the meaning of section 725 (2) CO and ordinary subordination, particularly in relation to mezzanine loans. An agreement for the subordination of the mezzanine loan in the event of insolvency cannot automatically lead to the conclusion that there is subordination under section 725 CO. In principle it is unlikely that the latter would arise in the case of a mezzanine loan. Consequently, where the company in question is undercapitalized, a mezzanine loan *will not normally be deemed to be venture capital.*

---

## 2. Reclassification of mezzanine loan on insolvency

A loan will be reclassified as share capital as a consequence of undercapitalization of the company in question if it is granted to the company by a (principal) shareholder and cannot therefore be regarded as loan capital, but must be treated as a capital contribution by a shareholder and therefore as equity. In this case the *shareholder's loan* will not be included in the creditor classification scheme on the company's insolvency.

Most Swiss commentators take the view that capital-substitution loans should not be reclassified as equity, but should be deemed to be subject to *implied subordination*.

Certain writers also consider that, for a loan to be reclassified, it is not necessary in every case for the lender to be a shareholder of the borrowing company, but it is sufficient if he has a special status in relation to it. This is said to be the case where a large part of the loan capital is provided by one and the same creditor. In the financing of takeovers in particular, mezzanine finance may represent a substantial proportion of the total loan capital of the company which is being financed. In that case the corresponding requirement for reclassification of the mezzanine loan as equity may be fulfilled. As will be shown below, however, a mezzanine loan *cannot be reclassified as equity* in the event of insolvency.

Where a company receives mezzanine finance, an agreement on subordination is usually made when the finance agreement is concluded, i.e. before the mezzanine finance is granted. In many cases this would probably be *original subordination with ordinary subordination of the mezzanine debt*. The subordination agreement is not made at the time of impending indebtedness of the company and not for the purpose of preventing insolvency or for the reconstruction of the borrowing company. These are not the reasons for subordination of the mezzanine loan. Consequently reclassification of a loan in the case of undercapitalization *cannot* arise in relation to a mezzanine loan.

Mezzanine loans are normally granted by investors who do not become shareholders of the borrowing company until they exercise their conversion and option rights. After exercising those rights, they become shareholders or participants of the company, but only for a short period. The mezzanine investor will very soon resell the participation rights acquired in this way and realise the anticipated profit. His interests in this respect are purely *monetary* and not of a corporate nature. A mezzanine investor does not in principle fulfil the requirement for the reclassification of his loan as equity because he is not a shareholder of the undercapitalized company before conversion or option rights are exercised. This is another reason why a mezzanine loan *cannot be reclassified as equity* if the borrowing company is undercapitalized. The same must apply even if the minority opinion is accepted that if the lender has a special status in relation to the company which is being financed, that is sufficient to fulfil the corresponding condition for

reclassification, and he need not be a (principal) shareholder. The decisive factor is that the mezzanine investor's interest in the survival of the company is not comparable to that of a shareholder.

If the prevailing opinion is accepted that, where a company is undercapitalized, a capital-substitute loan is reclassified as *subordinated loan capital on the basis of implied subordination*, this legal conclusion is *not applicable* to a mezzanine loan. *A mezzanine loan is typically subordinated*. There is no legal basis whatsoever for the reclassification of a mezzanine loan as equity merely because it is subordinated. This would lead to unequal treatment of the mezzanine investor as compared with other creditors whose capital-substitute loans are reclassified only as subordinated loan capital. Therefore a mezzanine loan *cannot* be reclassified as equity.



### III. Mezzanine finance in the form of acquisition of a shareholding on provision of the finance

---

#### A. Undisclosed participation

The financing of a company with mezzanine capital in the form of acquisition of a shareholding is practised in Germany in particular, as shown above. On providing mezzanine finance, an investor is allotted *dividend rights* by the company. In principle these confer *property rights* as against the company. These rights consist of sharing in the profit and the liquidation proceeds, which are typical shareholder rights. In German law, dividend rights must be classified as contractual rights which do not confer *membership rights* on the holder. Therefore, as the dividend right is contractual by nature and not a corporate right, the holder of *dividend rights* is not a shareholder. If dividend rights are embodied in documents, these are *dividend-right certificates* which can be traded. As dividend rights are of the nature of property rights, the holder shares not only in the liquidation proceeds, but also in losses of the company in question. As a mezzanine investor does not usually have an interest of this kind, in German law mezzanine finance by way of undisclosed participation by means of dividend rights, which impose an obligation on the investor to bear losses also, must be classified as *atypical*.

*Dividend rights of an equity nature*, where the dividend-right capital is structured in a manner similar to that of the share capital, are permissible under German law and are used for mezzanine financing in particular. By issuing dividend-right certificates, the company seeks to obtain operating equity without in return granting membership rights to the investors. Their claims are also subordinated. In this form of mezzanine participation, the increased risk is rewarded with a high rate of interest and the payment of dividends. Holders of dividend rights of an equity nature do not share in company losses. Consequently these rights are the *typical form of mezzanine participation* in German law.

In the USA finance may be provided by way of *preferred stocks*. Holders of these are preferred, as against ordinary shareholders, with regard to the distribution of dividends and liquidation proceeds. They are entitled in principle to dividends and liquidation proceeds in amounts or proportions fixed in advance. Preferred stocks may also be issued as tradable securities of the company. The holders of such preferential rights do not normally have membership rights, but property rights combined with a preferential entitlement. Unlike the holders of dividend rights under German law, holders of preferred stocks are members of the company although they have no corresponding membership rights. Although this method of financing can also be understood as mezzanine finance, some USA investors regard it as venture capital and, in the final analysis, as equity.

---

## B. Mezzanine participation in Swiss company law

As mezzanine finance by way of the acquisition of a shareholding is an atypical form of such finance it will not be discussed in detail below, but a brief description will be given of the instruments available under Swiss company law for mezzanine participation.

---

### 1. Preference share under section 654 CO

Under section 654 CO, preference shares are a class of shares which, under the articles of association, have certain preferential financial rights as against one or more other classes of shares. The preferential right relates either to the dividend, liquidation proceeds or subscription for new shares. The list of preferential rights of preference shares given in section 656 (2) CO is not exhaustive. Additional preferential rights may be conferred if and so far as they relate to property rights and not participation rights, which can never be preferential in nature within the meaning of section 654 *et seq.* CO. Consequently the preferential rights attaching to preference shares relate only to property rights which shareholders have in any case, but the preferential rights affect the sequence in which the shares are serviced and the amount of the dividend.

Company takeovers are often financed by means of preference shares conferring a right to a preference dividend. They entitle the investor to a certain multiple or percentage of the nominal value of a share, which makes a preference dividend similar to an agreement to pay interest. A preference dividend on this basis is not regularly distributed, but paid on the basis of a resolution of the general meeting of all shareholders under certain pre-determined conditions, particularly stock-market flotation.

The preference shares referred to by section 654 CO are very similar to dividend rights under German law so far as preferential rights are concerned. The *difference* is that holders of dividend rights under German law need not be shareholders of the company in question. In contrast, preference shareholders under section 654 CO are shareholders in every case. However, preference shares may well be the most suitable Swiss-law instruments for financing takeovers and new companies by means of mezzanine finance.

---

### 2. Participation certificates under section 656a *et seq.* CO

Under Swiss law mezzanine finance which is provided in return for the issue of preferred stocks is *share capital*. The participation certificates provided for by section 656a *et seq.* CO correspond most closely to preferred stock. A participation certificate is a flexible financial instrument which, however, has become less important on the Swiss capital market in recent years. The segmentation of the market for company shares into several sub-markets (equities and participation certificates) reduces liquidity and affects capital-creation potential. Nevertheless participation certificates are used in closed companies and small public companies with unchanging shareholders.

Under section 656a CO, the articles of association may provide for participation capital which is subdivided into participation certificates for small amounts. The certificates are issued in return for a capital contribution and have a nominal value, but do not confer voting rights and are consequently known as *non-voting shares*. Holders of participation certificates likewise have none of the rights associated with the right to vote, namely no right to attend the general meeting and no right to information or to inspect company documents. The articles of association may give participation certificate holders the right to appoint a representative to the board of directors. With regard to property rights, participation certificate holders are in principle on the same footing as shareholders in relation to the distribution of profits and liquidation proceeds and subscription for new shares, but certificate holders may be given preference over shareholders. Certificates may take the form of registered or bearer securities which can be traded.

The participation certificates provided for by section 656a *et seq.* CO correspond most closely to preferred stock, but not to German-law dividend rights of an equity nature. The latter are in principle *creditor rights of a contractual nature*, whereas participation certificates represent *membership rights* in the company, so that holders are “true shareholders of the company”.

Under Swiss law participation certificates are issued by the company in return for a *contribution to the share capital*. Membership rights conveyed in participation certificates are not available where mezzanine finance is provided if the investor is providing the company with *subordinated loan capital* which is to be classified as equity only *for practical purposes*. Instead, the investor receives a holding in the company. In this case the investor is not making the requisite contribution to the share capital.

---

### **3. Profit sharing certificates under section 657 CO**

Profit sharing certificates provided for by section 657 CO are, for practical reasons, unsuitable for obtaining capital by way of mezzanine finance.

Under section 657, profit sharing certificates may be created only in favour of persons connected with the company through a former capital holding or as a shareholder, creditor, employee or in some other way. This shows that profit sharing rights are only a form of substitute capital and not a means for obtaining capital, so that they cannot be used for *raising new capital from new investors*.

An investor financing a takeover or a new company with mezzanine capital is virtually never an existing creditor within the meaning of section 657 CO who has performed special services for the company or who has waived certain rights against the company and who is to receive profit sharing rights in return. For this reason alone profit sharing rights cannot be used in connection with financing by means of mezzanine participation.

---

#### 4. Disposable shares

Disposable shares were described in para. III.B.3.c above, to which reference should be made. If disposable shares are created to secure conversion or option rights by means of a conditional capital increase, they are not available for giving to an investor in the framework of mezzanine participation because the purpose would not be to secure conversion or option rights.

Disposable shares which are available may be granted by way of an authorized capital increase. A company may create disposable shares to hold itself, in which case it must comply with the requirements and criteria set out in ATF (Federal Court Judgments) 117 II 290 *et seq.* with regard to the resolution concerning subscription rights. Of course, disposable preference shares may also be created as described in para. IV.B.1 above. In this case the authorized capital increase must refer to the special class of preference shares to distinguish them from the ordinary shares which confer membership rights on the shareholders, in addition to property rights. Consequently disposable shares do not form a class of shares which are given to mezzanine investors as a means of finance.

---

#### 5. Undisclosed partnership

The undisclosed partnership is not regulated by statute. Reference should be made to what was said above. The sleeping partner is a member of the partnership and not merely a creditor. His capital contribution forms part of the assets of the principal partner, who may be a natural or a legal person. The latter is therefore the sole owner of the property forming the assets of the partnership between himself and the sleeping partner, who has no *in rem* rights. The parties to an undisclosed partnership always have the same object: not to reveal to third parties the sleeping partner's involvement in the partnership.

In principle, mezzanine capital has nothing in common with a Swiss-law undisclosed partnership. Normally there is no advantage or need to keep the mezzanine investor's financial involvement secret. Above all, secrecy cannot be maintained because of *capital market regulations and considerations*, particularly where the mezzanine participation is to be realised in connection with the stock-market flotation of the company concerned. The principle of transparency, particularly as it is known in Swiss stock-market legislation, does not permit undisclosed investments of that kind.

---

#### 6. Résumé

The German-law financial instrument of dividend rights cannot readily be used as a model in Swiss company law. In Swiss law there is no device which confers property rights in a company similar to membership rights, without at the same time making the holder of

such rights a member of the company. The *practical effect* of such dividend rights under German law can, if necessary, be achieved with preference shares. The participation certificates referred to by section 656a *et seq.* CO correspond most closely to preferred stock.

---

## **C. Security and realisation of mezzanine participation**

The financial conditions and reciprocal rights and obligations with regard to the operational management of the company, particularly the investor's exit, are laid down in a contract between the company owners and the investor. Such stipulations are normally included in the finance agreement with the mezzanine investor or possibly in a shareholders' agreement. Interesting questions of company law arise in relation to an agreement to provide the investor with security for his participation in the company and to his exit from the investment. A few of these questions will be discussed below.

---

### **1. Breach of withdrawal rules**

Where mezzanine participation in the form of preference shares under section 654 CO, for example, is combined with a secured loan, the rules concerning the maintenance of share capital must be taken into account. The grant of securities (charge on assets, guarantee or assignment of book debts) to the investor, who is a preference shareholder, may be a breach of the withdrawal rules of company law. It may result in the withdrawal of assets from the company which is being financed, in breach of the relevant requirements of company law, i.e. those concerning capital reduction and dividend distributions.

---

#### **a) Prohibition under section 680 (2) CO of repayment of capital contributions**

Under section 680 (2) CO shareholders have no right to demand the return of the amount they have paid. Legal commentators and the courts are unanimous in interpreting this provision in two ways, which means that public companies are also prohibited from making repayments to shareholders from protected company assets. This applies not only to distributions from the company's non-disposable assets, but in principle also to other financial transactions which may indirectly bring about a return of capital.

The ban on the repayment of capital laid down by section 680 (2) CO applies not only to shareholders' resolutions but also to *contractual agreements* giving shareholders a right to repayment of their capital contributions. This covers payments to third parties which must be treated for practical purposes as capital repayments. In connection with mezzanine finance the broad ambit of section 680 (2) may become important where the investor is given, in addition to preference shares, contractual property rights which in substance are typical of shareholders' rights and are therefore similar to the dividend rights of

German law. Consequently it is necessary to consider in each individual case whether the provision of security by the company or the realisation of a mezzanine participation will breach the ban on capital repayments.

If an investor who is a preference shareholder is provided with security or if the mezzanine participation is realised, this will breach the prohibition on repayment of capital contributions only in so far as the security or realisation payment in question originates from the company's non-disposable share capital, which comprises nominal capital, participation capital, the premium reserve and the non-disposable portion of the statutory reserve and other reserves. Mezzanine participation in the form of preference shares must be repaid by the company by way of a capital reduction in accordance with the procedure laid down by section 654 (3) CO, unless the preference shares are to be converted into ordinary shares and then disposed of.

---

#### **b) Legal consequences of prohibited capital repayment**

Company resolutions and contractual agreements with shareholders which contravene the ban on the repayment of capital contributions are void. The shareholder's obligation to make capital contributions will be revived immediately.

---

### **2. Compatibility with company object**

In principle a public company can carry out any transaction connected with the company's object which is not objectively excluded by it. Even if the wording of the company object in the articles of association permits security to be given in connection with mezzanine finance, it will be necessary in every case to ascertain whether the company object permits the proposed financing transaction by way of mezzanine participation with provision of security. Therefore there is no general answer to this question.

## IV. Summary

A mezzanine loan is subordinated loan capital which is sometimes secured. A mezzanine investor is given an equity kicker in the form of an option, conversion right or once-only payment at the end of the mezzanine loan term. The shares or equity papers needed for security as a result of the exercise of conversion or option rights can be created by way of a capital increase or with disposable shares. Mezzanine debt normally entails ordinary subordination, which means that it does not fulfil the conditions for a subordination agreement under section 725 (2) CO. A mezzanine loan cannot be converted into equity if the company becomes insolvent.

The dividend rights of an equity nature provided for in German-law correspond for practical purposes, as a mezzanine participation, to preference shares referred to by section 654 CO. The participation certificates provided for by section 656a *et seq.* CO correspond most closely to American-law preferred stocks. The provision of security for and the realisation of a mezzanine participation must be examined in each individual case to ensure that there is no risk of breaching the prohibition on the repayment of capital contributions and that the provision of security and realisation would be compatible with the company's object.







# Table des matières

<b>Introduction</b>	65
<b>I. Le financement-mezzanine</b>	66
A. Notion et délimitations	66
1. Notion	66
2. Délimitation par rapport au Private Equity	66
3. Délimitation par rapport au prêt partiaire	66
4. Délimitation par rapport à l'association occulte	67
B. Formes de la mezzanine	67
1. Financement-mezzanine en la forme d'un prêt	67
2. Financement-mezzanine en la forme de l'acquisition d'une participation	67
C. Conditions à remplir par l'entreprise cherchant un financement	68
D. Motifs d'un financement-mezzanine	68
E. Aspects fiscaux	69
<b>II. Financement-mezzanine en la forme d'un prêt</b>	70
A. Prêt subordonné	70
B. "Equity kicker"	71
1. Formes	71
2. Qualification et traitement en droit suisse du "warrant" et du bon convertible	71
3. Exercice des droits d'option et des droits liés aux obligations convertibles	72
a) Augmentation ordinaire et autorisée du capital	73
b) Augmentation conditionnelle du capital	75
c) Actions de réserve	76
d) Exercice en cas d'une entrée en bourse	76
e) Libération par compensation	77
C. La sous capitalisation et le changement de qualification du prêt-mezzanine en cas de faillite	77
1. La sous-capitalisation	77
2. Le changement de qualification de prêt-mezzanine en cas de faillite	80

<b>III. Financement-mezzanine en la forme de L'acquisition d'une participation par appel d'offres de financement</b>	82
A. Participation occulte	82
B. La participation-mezzanine selon le droit suisse de la société anonyme	83
1. L'action privilégiée selon l'art. 654 CO.	83
2. Le bon de participation selon les art. 656a et ss CO	84
3. Le bon de jouissance selon l'art. 657 CO	85
4. L'action de réserve	85
5. L'association occulte	86
6. Résumé	86
C. Garantie et réalisation de la participation-mezzanine	86
1. Intangibilité du capital-actions	87
a) L'interdiction de réclamer la restitution des versements selon l'art. 680 al. 2 CO	87
b) Conséquences d'une restitution interdite des versements	88
2. Compatibilité avec le but de la société	88
<b>IV. Récapitulation</b>	89



## Introduction

La réalisation d'idées et de produits nouveaux exige, notamment pour les nouvelles entreprises, un financement adéquat. Dès lors que les chances de succès de l'entreprise sont difficiles à évaluer au début du développement et que la sécurité des crédits bancaires n'est que peu ou pas garantie, le besoin de *méthodes de financement alternatives* se fait croissant. Les banques sont de plus en plus réticentes à accorder des crédits traditionnels aux sociétés, et cette situation se vérifie de la même manière concernant les acquisitions d'entreprises. Le *financement-mezzanine* est une nouvelle méthode alternative pour financer les entreprises naissantes et les acquisitions d'entreprises, qui devient de plus en plus populaire en Suisse.

# I. Le financement-mezzanine

---

## A. Notion et délimitations

---

### 1. Notion

Ni le droit ni l'économie ne donnent une définition de la "mezzanine". Le terme mezzanine trouve son origine en architecture et désigne l'entresol entre deux étages principaux d'un bâtiment. A défaut d'une description théorique de cette notion, la doctrine et la pratique anglaise et allemande se contentent de définir la mezzanine en se référant à ses traits caractéristiques typiques. Transposée au financement des entreprises, la notion de mezzanine peut être comprise comme un mode de financement intermédiaire entre le capital étranger et le capital propre.

En tant que mode de financement hybride, la mezzanine présente aussi bien des éléments du capital étranger, comme les crédits (bancaires), que du capital propre. Dans son principe, et à cause du risque impliqué, le capital-mezzanine est un crédit de rang subordonné ("Subordinated debt" ou "junior debt") à intérêt plus élevé qu'un capital étranger traditionnel fourni par les banques. On peut distinguer le financement-mezzanine selon le degré de risque encouru, ce qui dans les cas particuliers affectera la qualification de mezzanine en tant que capital étranger ou en tant que capital propre. La durée d'une mezzanine correspond à son caractère hybride et s'étale en principe sur 5 à 10 ans.

---

### 2. Délimitation par rapport au Private Equity

Par Private Equity, on entend la participation d'un investisseur limitée dans le temps au capital propre d'une société non cotée en bourse. En tant que moyen de financer du capital propre, le Private Equity offre une forme de financement alternative par rapport au financement classique du capital étranger par des emprunts, notamment aux banques. L'investisseur vise un accroissement de valeur de sa participation au capital propre. Ainsi, le Private Equity est un instrument du placement en capitaux. Un financement par Private Equity peut être utilisé pour compléter un financement-mezzanine.

---

### 3. Délimitation par rapport au prêt partiaire

Par le prêt partiaire, le prêteur s'assure une participation aux gains à la place des intérêts, voir en plus des intérêts. En principe, un tel prêt existe lorsque l'investisseur injecte de l'argent dans une société sans en devenir actionnaire, mais se fait promettre en retour une partie du résultat d'exploitation. Le prêteur partiaire ne participe pas aux pertes de

la société. Au contraire de la mezzanine, la créance résultant d'un prêt partiaire n'est en principe *pas subordonnée* à celle de l'ensemble ou de certains autres créanciers.

---

#### 4. Délimitation par rapport à l'association occulte

Une association occulte est une alliance par laquelle l'associé occulte participe à l'activité de l'associé principal par un apport de fonds dans le patrimoine de la société en échange d'une participation aux gains. Vu de l'extérieur, seul l'associé principal apparaît et lui seul bénéficie et répond des droits et obligations résultant de l'activité de la société. L'associé occulte est co-associé et non simplement créancier. Si les associés n'ont pas prévu autre chose, ils doivent en principe participer aux gains et pertes à parts égales. Les parties à une association occulte ont toujours le même objectif: la participation de l'associé occulte ne doit pas apparaître vis-à-vis des tiers.

En revanche, le financement d'une société par mezzanine est en général perceptible pour les tiers. L'investisseur apparaît. Il n'a aucun intérêt à garder son investissement secret, un tel secret ne pouvant du reste pas être garanti. L'investisseur-mezzanine ne forme donc pas avec ses autres associés une société occulte.

---

### B. Formes de la mezzanine

---

#### 1. Financement-mezzanine en la forme d'un prêt

Le financement-mezzanine prend *typiquement* la forme d'un prêt. Puisque l'investisseur ne se contente en général pas simplement d'un taux d'intérêts élevé sur le capital, le prêt sera accompagné par le droit pour l'investisseur de participer plus tard à l'entreprise financée en acquérant des droits de participation. Ce droit, qui constitue l'espoir d'un retour sur investissement pour le prêteur, est désigné comme "*equity kicker*". Ainsi, on aménage la possibilité pour le bailleur de fonds de participer à la *plus-value potentielle* de l'entreprise.

---

#### 2. Financement-mezzanine en la forme de l'acquisition d'une participation

Le financement-mezzanine peut aussi intervenir en la forme d'une *participation*. A la place d'un "*equity kicker*", on aménage ainsi au bailleur de fonds une participation à la société financée. Cette forme de financement-mezzanine est toutefois *atypique*. On la rencontre notamment en Allemagne, et de temps en temps aux Etats-Unis. Si l'on délivre des titres de participation particuliers (par ex. bons de jouissance ou "*actions privilégiées*" à la différence de "*d'actions normales*") à l'investisseur participant, une telle participation sera considérée aux Etats-Unis comme "*equity capital*" et non comme "*capital-mezzanine*". D'un autre côté, en Allemagne, cette sorte de financement-mezzanine est également

désignée comme une *“participation occulte”* parce que l’investisseur participant ne dispose en général *d’aucun droit de vote à l’assemblée générale* de l’entreprise qu’il finance.

---

### **C. Conditions à remplir par l’entreprise cherchant un financement**

La plupart des investisseurs mezzanine ont établi un catalogue d’exigences que les clients potentiels doivent remplir pour entrer en matière sur la question d’un investissement-mezzanine. Bien que ces catalogues d’exigences des différentes institutions de financement soient conçus pour leurs *“clients typiques”* respectifs et divergent pour cette raison les uns des autres, on constate que certaines exigences de base sont communes. En premier lieu, l’entreprise concernée doit être conduite d’une manière énergique, grâce à une équipe de management compétente et expérimentée. Cela vaut autant pour le financement d’une nouvelle entreprise qu’en cas d’acquisition d’une entreprise. Ce point est souvent considéré comme une garantie que l’objectif sera atteint. En deuxième lieu, un *“cash flow”* haut et constant est exigé pour pouvoir atteindre le taux de rendement espéré du financement-mezzanine de 15% à 25%. De plus, l’entreprise cherchant un financement doit bénéficier d’une position forte sur le marché ou être active dans une branche propice de l’industrie. Parfois, l’existence de bailleurs de fonds propres financièrement puissants (p.ex. investisseurs *“Private Equity”*, voir ci-dessus point A.2) est également exigée au moment de l’éventuel financement-mezzanine.

---

### **D. Motifs d’un financement-mezzanine**

Les raisons pour financer par mezzanine des acquisitions d’entreprises ou des entreprises nouvelles sont variées et différent dans chaque cas particulier. Par exemple, les banques peuvent avoir atteint leurs limites respectives fixées pour l’octroi de crédits et ne peuvent ou ne veulent de ce fait plus accorder d’autres crédits bancaires. On peut aussi imaginer que, selon le domaine d’activité concret de la branche ou du secteur concerné par l’industrie en question, il ne soit pas possible de trouver un financement du capital par des investisseurs privés, par exemple parce qu’il n’y a pas de possibilité de placement initial en bourse (*“IPO”*) ou que l’entreprise concernée ne remplit pas les conditions nécessaires. Il est aussi envisageable que des Capital-risqueurs (*“Venture Capitalists”*) ne considèrent pas que l’entreprise concernée a des perspectives de croissance intéressantes et ne sont de ce fait pas intéressés à en financer le capital propre. D’un autre côté, les conditions du bailleur de fonds propres s’agissant du rendement attendu de même que des coûts du capital propre peuvent ne pas correspondre à l’idée du propriétaire de l’entreprise, respectivement de sa direction. Dans de tels cas, l’entreprise n’est pas disposée à remplir des conditions qui, de son point de vue, sont excessives.



---

## **E. Aspects fiscaux**

L'examen fiscal du financement-mezzanine n'est pas l'objet du présent article. Dans le souci d'être complet, on mentionnera simplement que le prêt-mezzanine est en principe fiscalement considéré comme du capital étranger. Les intérêts qui doivent être payés à l'investisseur-mezzanine sont en principe déductibles fiscalement, même si les limites (la proportion du financement total de la société) fixées par la circulaire n° 6 de l'administration fiscale fédérale du 6 juin 1997, qui concrétise la clause générale de l'art. 65 LIFD, sont dépassées. En cas de financement-mezzanine d'une entreprise, à l'occasion duquel on promet un "equity kicker" à l'investisseur, il existe un risque que le capital-mezzanine soit considéré comme du capital propre dissimulé, avec pour résultat que la déduction des intérêts puisse être refusée, au moins dans la mesure où les intérêts excèdent les limites fixées dans la circulaire susmentionnée. Dans tous les cas, il est recommandé d'obtenir à l'avance un accord avec les autorités fiscales.

Conformément à la Loi fédérale sur les sociétés de capital-risque, entrée en vigueur le 1er mai 2000, les sociétés de capital-risque sont exonérées des droits d'émission fédéraux pour leurs investissements dans des nouvelles entreprises ayant des projets innovateurs avec une orientation internationale dans le domaine de la production et de la prestation de services. Selon l'art. 3 al. 2 de la Loi fédérale sur les sociétés de capital-risque "les prêts de rang subordonné ou d'autres créances assimilables à un capital-risque" valent comme investissements couverts par cette loi. La loi fédérale prévoit également un allègement fiscal pour les prêts subordonnés garantis à des nouvelles entreprises suisses indépendantes par des personnes physiques sur leur patrimoine privé ("business angels"). Pour cette sorte de prêt, une réduction forfaitaire à concurrence de 50% au maximum du montant du prêt, mais limitée à CHF 500'000 au plus, peut être demandée tant que la loi est en force.

## II. Financement-mezzanine en la forme d'un prêt

### A. Prêt subordonné

Un financement-mezzanine accordé en la forme d'un prêt est *subordonné par rapport au capital étranger* ("senior debt"). Par conséquent, un remboursement du capital-mezzanine ne survient normalement qu'après le remboursement complet du capital étranger. Cela signifie que la créance de l'investisseur-mezzanine est ainsi remboursée seulement lorsque les créanciers de prétentions prioritaires issues du capital étranger sont satisfaits. Pour cette raison, le capital-mezzanine est également désigné comme "*senior subordinated debt*" ou "*junior debt*". Les prêteurs mezzanine n'acceptent pas seulement de subordonner leurs prétentions au paiement de leurs créances à celles des fournisseurs de capitaux étrangers, mais ils renoncent aussi, selon les circonstances concrètes, à l'octroi de garanties. Certes, les investisseurs-mezzanine songent en général à obtenir de la société emprunteuse des garanties en la forme notamment de droits de gages immobiliers ou de cessions à titre de sûretés, mais l'aménagement de sûretés n'est *pas une caractéristique* de la mezzanine. Elle est accordée aussi bien avec sûretés que sans sûretés.

L'absence de constitution de sûretés se répercute notamment sur le montant des intérêts, qui dépasse en règle générale les 10% par an. Toutefois, pour ce qui concerne les institutions de financement d'Europe continentale, il faut remarquer qu'un financement étranger subordonné, effectué par la voie de la mezzanine, n'est souvent accordé que contre l'aménagement de garanties appropriées. A cet égard, la pratique allemande par exemple, et parfois aussi la pratique suisse, s'éloigne de celle d'investisseurs-mezzanine américains. Aux Etats-Unis, un capital-mezzanine peut en général être accordé sans garantie. Les auteurs américains se rejoignent souvent pour dire de la mezzanine qu'elle constitue un capital étranger subordonné et *non garanti* ("*unsecured subordinated debt*"). Ainsi, en l'absence de garanties (suffisantes) en la forme d'actifs comptables, la "valeur actuelle" pour l'investisseur est formée par les futurs "*cash flows*" attendus, et ainsi que par la *valeur future de l'entreprise à financer* ("*goodwill*").

Le prêt-mezzanine peut être subordonné par rapport à *des créanciers particuliers* ou par rapport à *tous les créanciers prioritaires*. Dans ce dernier cas, le prêt se rapproche plus du capital propre que du capital étranger. Quoi qu'il en soit, le capital-mezzanine est toujours de rang prioritaire par rapport au capital propre.

---

## B. “Equity kicker”

---

### 1. Formes

En principe, il y a deux catégories de “equity kicker”. Soit la société offre au bailleur de fonds une *option* (“*warrant*”), soit elle lui aménage un *droit lié à une obligation convertible* (“*Convertible Bond*” ou “*Convertible Debenture*”) pour l’acquisition d’actions de l’entreprise financée. L’option ou le droit de conversion n’est en général accordé qu’à la fin de la durée du prêt-mezzanine et n’est évidemment utilisé par le prêteur de fonds que si la plus-value correspond, par exemple lors de la première cotation en bourse de l’entreprise, à la représentation qu’il s’était faite du rendement.

Le “*warrant*” est un droit contractuel en faveur de l’investisseur d’acquérir un certain nombre d’actions ou de titres de participation de la société financée aux conditions convenues au moment de l’émission du “*warrant*”. Le “*warrant*” peut être incorporé par écrit dans un papier-valeur et, en tant que tel, il peut être négocié en bourse.

Le “*convertible bond*” et la “*convertible debenture*” sont des obligations qui peuvent être converties par l’investisseur en actions ou en titres de participation de l’entreprise financée qui les a émis. Les bons de conversion s’éteignent par cette conversion.

De plus, le “*back ended fee*” est courant en Allemagne. Il s’agit d’un *paiement unique en cash* à la fin de la durée du prêt-mezzanine. Le equity kicker peut prendre cette forme de manière à éviter une *dilution* des droits des actionnaires dans un cas particulier, car l’exercice du droit d’option ou du droit de conversion par l’investisseur conduit en règle générale à une telle dilution. Ce paiement unique est convenu comme un *pourcentage de la plus-value de l’entreprise financée* après expiration de la durée du prêt-mezzanine. Il constitue ainsi une participation uniquement à la plus-value de l’entreprise financée et non à l’entreprise elle-même.

---

### 2. Qualification et traitement en droit suisse du “warrant” et du bon convertible

Le “*warrant*” correspond en droit suisse à l’*option* de souscrire des actions ou bons de participation et le “*convertible bond*” correspond au *droit d’échanger* à des conditions précises la créance contre une participation au capital propre, c’est-à-dire de *convertir* la créance. Il s’agit d’instruments de financement courants pour la constitution d’un capital étranger.

Les entreprises se servent aussi parfois d’*emprunts à option* et d’*emprunts par obligations* développés par la pratique juridique suisse. Il s’agit de formes d’emprunts par obligations avec souscription d’actions du capital propre. Ils autorisent le titulaire d’une créance résultant d’un prêt à intérêt fixe (souvent incorporée dans un papier-valeur) à acquérir des actions ou d’autres titres de participation, par exemple des bons de participation

après de la société ayant souscrit l'emprunt par obligations convertibles ou d'une autre société proche (du même groupe). Conformément à l'art. 1157 du Code des obligations ("CO"), les obligations d'un emprunt pour lequel des conditions uniformes ont été adoptées sont émises, directement ou indirectement, à la suite d'une souscription publique. En cas de souscription publique, l'art. 1156 al. 2 CO prévoit qu'un prospectus doit être publié conformément aux dispositions sur le prospectus lors d'émissions d'actions nouvelles selon l'art. 652a CO. Bien sûr, les emprunts seront aussi placés de manière privée. Dans ce cas, les actions seront émises pour un nombre limité et pré-déterminé d'investisseurs.

En cas d'options et d'emprunts à option, des titres de participation peuvent être acquis à des conditions convenues pendant un certain délai. A côté du droit au paiement d'intérêts et au remboursement de la somme d'argent prêtée, l'investisseur et détenteur de l'option obtient le droit de participer à la plus-value de l'entreprise par l'acquisition d'actions et de bons de participation. Il reste créancier de la société financée et devient participant (actionnaire) de la société. Puisque la position de créancier de l'investisseur reste inchangée malgré l'usage du droit découlant de l'option ou de l'emprunt à options, ces derniers sont normalement cessibles et sont souvent incorporés dans un titre à option indépendant, qui est en général libellé au porteur. Le titre à option peut être traité de manière autonome et indépendamment de la créance résultant du prêt. L'investisseur ne reçoit du fait de son droit d'option ou de son prêt à option aucun droit de vote à l'assemblée générale de l'entreprise les émettant. Il n'a non plus droit à aucune distribution de quelque sorte de la part de la société.

*Le droit de conversion* ne peut être accordé qu'à des *créanciers de la société*. Si un créancier utilise ce droit, il perd son statut de créancier et devient actionnaire ou participant. Cela implique que sa prétention au remboursement de la somme d'argent prêtée s'éteint ainsi par compensation avec son obligation d'effectuer un apport. Le droit de conversion découlant d'une obligation convertible est fermement lié à l'obligation découlant du prêt et ne peut pas en être traité séparément.

---

### 3. Exercice des droits d'option et des droits liés aux obligations convertibles

A la différence du financement habituel du capital propre au moyen de premières émissions d'actions ou d'augmentations du capital, les droits d'option et de conversion, en tant qu'instruments de financement, supposent un afflux de fonds dans le capital étranger de l'entreprise. Lors de l'exercice du droit d'option, l'investisseur doit s'acquitter au comptant du prix fixé à l'avance pour l'acquisition des actions ou des droits de participation. L'entreprise acquiert ainsi de nouveaux moyens financiers sans devoir en même temps assurer de nouvelles obligations. En revanche, le détenteur de droits de conversion s'acquitte du prix de conversion pour l'acquisition des actions ou

d'un droit de participation par compensation avec sa créance découlant de l'emprunt par obligations. Le capital étranger de l'entreprise est réduit en conséquence au montant nominal de la dette convertie.

L'investisseur-mezzanine a la possibilité, par l'exercice de ses droits d'option ou de conversion, d'acquérir des actions ou des droits de participation *par acquisition dérivée ou originaire*. Par *acquisition dérivée*, on entend la situation où l'entreprise financée ou des tiers tiennent à la disposition de l'investisseur des actions ou des droits de participation. L'entreprise peut prélever ces actions ou droits de participation nécessaires de sa réserve d'actions propres, les acquérir sur le marché ou les acheter à des personnes qui lui sont liées. L'achat d'actions sur le marché ou auprès de personnes proches lorsque les droits de conversion sont exercés ne sera probablement pas économiquement rationnel. En effet, des moyens financiers considérables sont nécessaires pour un tel achat, et l'entreprise ne les a pas à disposition. Pour ce qui est des droits d'option, en revanche, l'acquisition dérivée d'actions et de droits de participation pourrait jouer un rôle pratique plus important parce que l'exercice des droits de conversion n'amène pas à l'entreprise de capital en paiement du prix de vente pour les actions.

Par *acquisition originaire*, on entend la situation où des actions sont émises dans le cadre d'une augmentation de capital. La société peut également utiliser ses actions de réserve pour garantir les droits de conversion et d'option.

---

#### **a) Augmentation ordinaire et autorisée du capital**

Si, dans un cas particulier, le nombre d'actions nécessaires pour garantir les droits d'option et de conversion est connu, elles peuvent être créées originairement par une *augmentation ordinaire ou autorisée du capital*, avant que les droits en question ne soient exercés. Dans les deux types d'augmentation du capital, l'investisseur-mezzanine doit souscrire les actions et les libérer, soit par compensation lors de l'exercice de son droit de conversion, soit par paiement au comptant lors de l'exercice de l'option.

Toutefois, il y a des obstacles importants à une augmentation autorisée du capital, qui peuvent souvent causer dans la pratique des difficultés à l'entreprise et à ses organes. Il existe une première limite du point de vue temporel. Conformément à l'art. 651 al. 1 CO, le conseil d'administration ne peut être valablement autorisé à augmenter le capital-actions que pendant un délai de deux ans maximum. La fixation de ce délai doit être spécifiée par l'assemblée générale dans sa décision, à défaut de quoi cette décision n'est pas valable. De plus, conformément à l'art. 651 al. 2 CO, il existe aussi une limite du point de vue pécuniaire dans la mesure où le capital autorisé ne doit pas dépasser la moitié du capital-actions existant. Pour cela, c'est l'entier du capital de base de la société qui est déterminant, soit le capital-actions et le capital-participation. Dans ce calcul, on ne tient de toute façon pas compte du capital conditionnel, dont la création a certes été décidée

mais pas encore réalisée ou qui n'a pas encore été inscrit au registre du commerce. Il est toutefois permis de décider *cumulativement* aussi bien une augmentation de capital autorisée qu'une augmentation de capital conditionnelle, chacune pour un montant qui ne dépasse pas la moitié du capital-actions existant. Ce cumul peut être intéressant notamment pour les jeunes entreprises, lorsque les actions sont créées non seulement pour garantir les droits de conversion et d'option de l'investisseur-mezzanine, mais aussi la participation des employés.

Pour les acquisitions d'entreprises et les entrées en bourse, il est de manière générale désavantageux que l'actionnaire existant dispose, selon l'art. 652b al. 1 CO, d'un *droit de souscription* sur une partie des actions nouvellement émises correspondant à sa participation antérieure. Pour pouvoir profiter de la flexibilité du capital autorisé, le droit de souscription devrait être *exclu* par l'assemblée générale ou par le conseil d'administration, ce dernier y étant autorisé par une décision de l'assemblée générale. Légalement, une telle exclusion n'est autorisée que lorsque des motifs importants existent. De plus, l'exclusion du droit de souscription ne doit favoriser ou défavoriser personne de manière partielle. C'est sur la base des circonstances de chaque cas particulier que l'on peut déterminer si les conditions matérielles pour l'exclusion des droits de souscription sont remplies. Valent notamment comme motifs importants l'acquisition d'une entreprise ou d'une partie de l'entreprise et les participations, de même que le financement et le refinancement de telles acquisitions.

Si les actions ou les bons de participation sont créés par la voie d'une augmentation ordinaire du capital, l'assemblée générale décide de la suppression ou de la restriction des droits de souscription pour le remboursement de prêt-mezzanine. Il n'est pas nécessaire que l'assemblée générale désigne dans une décision les motifs importants permettant la suppression ou la restriction des droits de souscription dans chaque cas particulier, puisque la décision sur la suppression du droit de souscription n'est pas déléguée au conseil d'administration. Toutefois, la convocation de l'assemblée générale doit faire référence aux motifs importants en question et le conseil d'administration doit les expliquer lors de l'assemblée générale. Cela est nécessaire et suffisant. Par conséquent, il n'est pas nécessaire que le motif important (c'est-à-dire le remboursement du prêt-mezzanine) apparaisse dans la décision d'augmentation du capital ni dans les documents notariés relatifs à l'augmentation du capital; néanmoins il peut être utile de mentionner ces motifs importants pour des raisons de transparence.

Le même principe s'applique lorsque les actions sont émises certes par la voie d'une augmentation autorisée du capital, mais que la décision sur la suppression ou la restriction du droit de souscription n'est pas déléguée au conseil d'administration.

En cas de délégation au conseil d'administration de la décision sur la suppression ou la restriction du droit de souscription, les motifs importants doivent être contenus dans la

décision de délégation de l'assemblée générale. Dans ce cas, l'énoncé des motifs importants (c'est-à-dire le remboursement du prêt-mezzanine) est une exigence de validité de la décision de l'assemblée générale. Cet énoncé doit être expresse, bien qu'une description générale du motif puisse probablement suffire. La décision de l'assemblée générale doit décrire le but et les lignes directrices selon lesquelles le conseil d'administration est autorisé à supprimer le droit de souscription. Il revient ensuite au conseil d'administration de régler les détails à l'intérieur du cadre donné par l'assemblée générale.

---

### **b) Augmentation conditionnelle du capital**

L'investisseur peut acquérir originairement les actions et bons de participation qu'il demande sur la base d'une augmentation conditionnelle du capital. Conformément à l'art. 653 CO, l'assemblée générale peut "décider une augmentation conditionnelle de son capital en accordant dans ses statuts le droit d'acquérir des actions nouvelles (droit de conversion ou d'option) aux créanciers de nouvelles obligations d'emprunt ou d'obligations semblables contre la société ou les sociétés membres de son groupe ainsi qu'aux travailleurs. Le capital-actions augmente de plein droit au moment et dans la mesure où le droit de conversion ou d'option est exercé et que les obligations d'apport sont remplies par compensation ou en espèces." L'augmentation conditionnelle du capital sert à mettre en circulation de manière continue et automatique des nouvelles actions. Le bénéficiaire reçoit les nouvelles actions continuellement en échange de la production de son titre et de la preuve de la libération par compensation ou en espèces. Ainsi, la date et le montant de l'augmentation conditionnelle du capital dépend du fait que la personne bénéficiaire fasse valoir son droit de souscription. Dès lors, l'exercice du droit de conversion ou d'option conduit à une augmentation progressive du capital-actions par déclaration unilatérale de volonté, sans observer aucune forme particulière. Il est important d'observer que l'assemblée générale doit prendre la décision de créer un capital conditionnel, avant l'émission du droit de conversion ou d'option, et que conformément à l'art. 653b al. 3 CO, la décision doit être inscrite au registre du commerce avant l'émission de ces droits. La décision du conseil d'administration, qui doit aussi être prise à l'avance, doit préciser le nombre maximum et le type d'actions, respectivement de bons de participation, qui doivent être réservés pour les titulaires de droits de conversion et d'option. Toute option et tout droit de conversion créés avant ces décisions de l'assemblée générale et du conseil d'administration sont nuls.

Dans le cas de l'augmentation conditionnelle du capital, le droit de souscription anticipé correspond au droit de souscription de l'actionnaire lors d'une augmentation ordinaire ou autorisée du capital. Il peut être qualifié comme un droit préférentiel de l'actionnaire existant contre les bailleurs du nouveau capital. Ce droit préférentiel peut également être exclu par l'assemblée générale elle-même ou, sur délégation, par le

conseil d'administration. Conformément à l'art. 653c al. 3 CO, l'existence de justes motifs est exigée pour la restriction ou la suppression des droits de souscription anticipés. Cette disposition est analogue à celle correspondante traitant du droit de souscription lors d'une augmentation ordinaire ou autorisée du capital, si bien que les principes valant pour la première situation peuvent être appliqués par analogie à la seconde.

En cas de financement-mezzanine, les droits de souscription privilégiés de l'actionnaire existant sont en règle générale déjà exclus par une décision de l'assemblée générale conformément à l'art. 653c CO. L'exclusion du droit de souscription privilégié dans le cadre d'une émission d'actions pour garantir les droits de conversion et d'option de l'investisseur-mezzanine est nécessaire et ne doit pas être considérée comme démesurée si toute alternative causerait de plus gros désavantages à la société et par la suite aux actionnaires. Eu égard aux raisons mentionnées plus haut aux points I. D., il faut des motifs importants pour exclure les droits de souscription préférentiels dans le cas de nombreuses entreprises financées par mezzanine. Par conséquent, la suppression des droits de souscription préférentiels en faveur de l'investisseur-mezzanine ne favorise ni ne désavantage de manière déraisonnable les actionnaires préexistants. En règle générale, l'exclusion du droit de souscription préférentiel de l'actionnaire en faveur de l'investisseur-mezzanine ne devrait pas violer l'interdiction de discrimination du droit de la société anonyme.

---

### **c) Actions de réserve**

A la place de l'émission des actions et bons de participation nécessaires par le biais d'une augmentation conditionnelle du capital, le nouveau droit de la société anonyme autorise l'émission "d'anciennes" actions de réserve liées. Les actions de réserve liées servent également à garantir les droits de conversion et d'option et sont détenues notamment par des banques sous forme de garanties fermes. Dans les cas où il n'y a pas d'avantage à émettre de manière continue les actions ou les bons de participation nécessaires pour permettre l'exercice des droits de conversion et d'option, les actions de réserve liées doivent dès le départ être disponibles dans le nombre maximum requis. Les dispositions protectrices du nouveau droit de la société anonyme en faveur des actionnaires doivent être observées.

---

### **d) Exercice en cas d'une entrée en bourse**

L'entrée en bourse constitue un des scénarios permettant une "sortie" de l'investisseur-mezzanine. Celui-ci n'est en général pas intéressé à une participation à long terme dans l'entreprise financée; c'est pourquoi, après l'entrée en bourse de la société, il aliénera les actions et bons de participation qu'il a acquis par l'exercice de ses droits de conversion et d'option s'il considère, sur la base de l'évolution des cours, que le rendement



qu'il espérait obtenir est atteint. Dans la pratique, cela ne pose pas de problème, dès lors qu'un investisseur qui met un prêt-mezzanine à disposition de la société n'est soumis à aucune interdiction de vendre ses actions ("lock up").

L'investisseur-mezzanine n'utilisera pas son droit de conversion et d'option lorsque la différence entre l'investissement et le prix du cours n'atteint pas le rendement visé. Cela semble naturel; néanmoins, il faut prendre en considération le délai limité pour exercer les droits de conversion et d'option, qui doivent être fixés à l'avance. Si durant cette période il ne devait résulter qu'un maigre profit, voire aucun profit, l'investisseur-mezzanine laissera périmer les droits de conversion et d'option et se contentera du remboursement du prêt et du paiement des intérêts.

---

#### **e) Libération par compensation**

Par l'exercice du droit de conversion, l'investisseur acquiert des actions ou d'autres droits de participation dans la société qu'il finance. Il en résulte que sa créance fondée sur le prêt s'éteint par compensation avec l'obligation d'effectuer un apport. Le capital étranger est transformé en capital propre. La question de la libération par compensation lors d'une augmentation du capital actions et de son admissibilité a fait l'objet de controverses en doctrine et, en fait, d'avis diamétralement opposés. Il n'y a pas lieu d'approfondir cette question ici, parce que dans le cadre d'un financement-mezzanine qui suit une entrée en bourse, il n'y a pas besoin d'assainissement. Néanmoins, en cas d'augmentation du capital en vue d'assainir la société, le besoin d'un tel assainissement pose problème au regard de l'admissibilité de la libération par compensation. Comme démontré ci-dessus, l'investisseur utilisera ses droits de conversion uniquement s'il en retire un profit. Sinon, il reportera la conversion et se contentera dans un premier temps uniquement du remboursement du prêt-mezzanine et du paiement d'intérêts.

---

### **C. La sous capitalisation et le changement de qualification du prêt-mezzanine en cas de faillite**

---

#### **1. La sous-capitalisation**

Le droit de la société anonyme ne contient aucune disposition décrivant quelle est la capitalisation appropriée des sociétés anonymes. L'art. 621 CO pose uniquement l'exigence d'un capital minimum de CHF 100'000, sans répondre à la question de savoir si une société anonyme doit être pourvue d'un capital propre adapté à son volume d'affaires. On laisse ainsi aux organes la compétence de décider comment ils entendent financer la société. On considère ainsi qu'une entreprise est capitalisée de manière appropriée lorsque elle est pourvue d'un *capital-risque suffisant*. Selon les considérants

du Tribunal fédéral dans l'arrêt *Swissair*, le capital-risque doit pouvoir absorber les risques auxquels on peut s'attendre de manière réaliste, pour autant que ceux-ci ne soient pas assurés. Si le capital propre n'est pas suffisant pour couvrir de tels risques, il faut considérer que l'entreprise est *sous-capitalisée*, situation qui relève en première ligne de la responsabilité du conseil d'administration.

Selon l'art. 716a al. 1 ch. 3 CO, le conseil d'administration est responsable de l'établissement du plan financier. Dans le cadre de cette responsabilité, il a l'obligation de prévoir un *capital-risque* suffisant pour la société, c'est-à-dire de pourvoir à une dotation en capitaux suffisante. Le conseil d'administration remplit cette obligation en créant et en mettant à disposition de la société un capital propre suffisant ou un *capital étranger subordonné*. Puisque le capital-risque prévient l'ouverture de la faillite, il faut du point de vue fonctionnel lui imputer le capital étranger subordonné, qui sert selon l'art. 725 al. 2 CO le but de prévenir la société contre une faillite. Cependant, pour éviter l'ouverture d'une faillite, un prêt subordonné doit répondre aux exigences exposées dans la disposition susmentionnée relatives à un *accord de subordination*. Ainsi, la mezzanine, en tant que prêt subordonné, ne peut être qualifiée de capital-risque que lorsqu'elle remplit la condition d'un accord de subordination. Néanmoins, comme démontré ci-après, le financement-mezzanine ne remplit en principe pas ces conditions:

En premier lieu le créancier doit *déclarer inconditionnellement et irrévocablement qu'il subordonne sa créance à celles de tous les autres créanciers*. Comme démontré ci-après, un tel accord est certes fréquent lors d'un financement-mezzanine, mais ne survient pas toujours. Il faut donc examiner dans chaque cas particulier la gradation du risque et la subordination du prêt-mezzanine et examiner sa qualification selon l'art. 725 CO.

Constituent une postposition selon l'art 725 al. 2 CO le sursis au remboursement du prêt et au paiement des intérêts et la renonciation à la compensation. Cet accord sur le sursis doit être conclu dans le cas d'une sous capitalisation et pour toute sa durée. Il faut examiner dans chaque cas particulier si une telle obligation globale de l'investisseur-mezzanine a été acceptée. Il faut en particulier se demander si le paiement des intérêts a été promis pour toute la durée du prêt-mezzanine, indépendamment de la situation financière de l'entreprise. On peut aussi trouver des dispositions contractuelles par lesquelles l'investisseur-mezzanine s'engage à faire parvenir les paiements en capital ou en intérêt qu'il a reçus aux créanciers du capital étranger en imputation de leurs créances. Une telle obligation de l'investisseur-mezzanine de transférer les paiements qu'il a encaissés est aussi valable lorsque la créance du bailleur de fonds étrangers est contestée ou n'est pas encore prouvée. Néanmoins, aux USA et en Angleterre, cette obligation de l'investisseur-mezzanine de transférer les paiements encaissés aux bailleurs de fonds étrangers dans chaque cas et indépendamment de la validité de la créance est inusuelle. Dans les ordres juridiques dans lesquels un créancier n'est plus

autorisé à exiger le paiement des intérêts convenus après l'ouverture d'une faillite contre le débiteur, une obligation générale liée au paiement des intérêts peut toutefois être valable. Selon l'art. 209 de la Loi sur la poursuite pour dettes et la faillite ("LP"), dans une procédure de faillite suisse, les intérêts cessent de courir au moment de l'ouverture de la faillite. Cependant pour les créances garanties par gage, l'intérêt continue à courir selon l'art. 209 al. 2 LP jusqu'à la réalisation du gage, dans la mesure où le produit du gage dépasse le montant de la créance et des intérêts échus au moment de l'ouverture de la faillite.

Pour pouvoir être qualifié de capital-risque, le prêt-mezzanine ne doit pas être garanti par des valeurs patrimoniales de l'entreprise financée. Cela contredirait le but de la subordination si cela conduisait au résultat que les créanciers non-subordonnés n'ont pas de biens sur lesquels faire valoir leurs droits. Cependant, ne sont pas compris les cautionnements ou déclarations de garantie données par des tiers en faveur de l'investisseur-mezzanine. La mezzanine, qui doit remplir les autres conditions de l'art. 725 al. 2 CO, ne doit être qualifiée de capital-risque que dans les cas où l'investisseur a renoncé à toute garantie, au moyen des valeurs patrimoniales de l'entreprise, de sa créance en remboursement du prêt.

Le prêt-mezzanine contient en général une *convention de subordination originelle*, qui diffère fondamentalement de la subordination postérieure dans un but d'assainissement selon l'art. 725 CO, dont ne dispose en pratique qu'un actionnaire-créancier prépondérant de l'entreprise en difficulté. Ainsi, *la mezzanine ne doit pas être qualifiée de capital-risque au sens de l'art. 725 al. 2 CO.*

Lors du financement d'une entreprise par un prêt-mezzanine, il faut aussi toujours examiner s'il n'existe pas une *subordination simple du prêt*. Tel est le cas lorsqu'une *simple subordination* du prêt-mezzanine a été convenue. Dans ce cas l'investisseur-mezzanine déclare ne vouloir être désintéressé dans la faillite de la société qu'une fois que tous les autres créanciers (non subordonnés) ont été entièrement désintéressés. Une telle subordination ne contient *aucun accord sur le sursis au remboursement de la créance en capital ni sur le sursis au paiement des intérêts*. Ainsi, le prêt-mezzanine reste remboursable et la société financée obligée de rembourser aussi longtemps que la faillite n'est pas encore ouverte contre elle. En cas de faillite, les créanciers-mezzanine ainsi subordonnés ne forment pas, avec d'autres créanciers subordonnés du même genre, une classe supplémentaire de créanciers non prévus par la loi, mais doivent être répertoriés dans la troisième classe de créanciers prévue par le droit de la faillite, dont les prétentions ne sont remplies qu'après désintéressement des créanciers privilégiés. *En cas de subordination simple, la mezzanine ne constitue pas un capital-risque au sens exposé ci-dessus.*

La distinction entre un accord de subordination au sens de l'art. 725 al. 2 CO et la subordination simple est difficile à établir dans la pratique, notamment pour le prêt-

mezzanine. Une convention de subordination du prêt-mezzanine en cas d'insolvabilité de l'entreprise financée ne conduit pas automatiquement à la conclusion qu'il existe une subordination au sens de l'art. 725 CO. Une telle subordination ne devrait en principe pas exister dans le cas d'un prêt-mezzanine. Par conséquent, en cas de sous-capitalisation de l'entreprise financée, le prêt-mezzanine *ne sera normalement pas qualifié de capital-risque*.

---

## 2. Le changement de qualification de prêt-mezzanine en cas de faillite

Un prêt est requalifié de capital propre conséquemment à la sous-capitalisation de la société s'il est garanti à l'entreprise par un actionnaire (principal) et ne peut ainsi pas être considéré comme du capital étranger, mais comme une mise de fonds propres et doit être traité comme du capital propre. Dans ce cas, le *prêt de l'actionnaire* n'est pas colloqué dans la faillite de la société.

La doctrine dominante suisse est d'avis qu'un prêt remplaçant le capital ne doit pas être requalifié de capital propre mais doit faire l'objet d'une subordination tacite.

Certains auteurs considèrent également qu'il n'est pas nécessaire, pour requalifier un prêt, que le prêteur soit systématiquement un actionnaire de l'entreprise financée mais qu'il suffit qu'il soit dans une position particulière par rapport à elle. Cela est notamment le cas lorsqu'une grande partie du capital étranger de l'entreprise financée provient du même créancier. Pour le financement notamment d'acquisitions d'entreprises, la proportion de la mezzanine peut former une part substantielle du capital étranger total de l'entreprise financée. Dans ce cas, la condition pour requalifier le *prêt-mezzanine* comme du capital propre de l'entreprise financée peut être remplie. Cependant, comme il sera démontré plus loin, un *prêt-mezzanine* ne peut *pas être requalifié de capital propre* dans le cas d'une faillite de l'entreprise financée.

Lors d'un financement par mezzanine, il est très fréquent que la subordination soit convenue lors de la conclusion du contrat de financement, et donc avant l'allocation de la mezzanine. Dans de nombreux cas, il pourrait s'agir d'une *subordination originelle avec simple postposition de la créance mezzanine*. La convention de subordination n'est pas faite seulement au moment de la menace d'un surendettement de la société ni uniquement dans le but d'empêcher l'ouverture de la faillite ou d'assainir la société financée. Ce n'est pas le but de la subordination du *prêt-mezzanine*. En conséquence, la requalification d'un prêt en cas de sous capitalisation de la société doit être *déniée en cas de prêt-mezzanine*.

Le *prêt-mezzanine* est en général octroyé par des investisseurs qui ne deviennent pas actionnaires de la société emprunteuse jusqu'à ce qu'ils exercent leurs droits de conversion ou d'option. Après l'exercice de ces droits de conversion ou d'option, ils deviennent

certes actionnaires ou participants de la société, mais seulement pour un court laps de temps. L'investisseur-mezzanine va très rapidement aliéner les droits de participation ainsi acquis et réaliser le gain attendu. Ses intérêts à cet égard sont simplement *pécuniaires* et non sociétaires. Un investisseur-mezzanine ne remplit en principe pas la condition pour la requalification de la créance de prêt en capital propre parce qu'il n'est pas actionnaire de la société sous-capitalisée avant l'exercice de son droit de conversion ou d'option. Il y a aussi une autre raison pour laquelle un *prêt-mezzanine ne peut pas être requalifié de capital propre* en cas de sous-capitalisation de la société financée. Si l'on suit la doctrine minoritaire, le même principe doit s'appliquer si le prêteur occupe une position particulière envers la société financée, de manière suffisante pour remplir la condition correspondante de la requalification, et il n'a pas besoin d'être un actionnaire (principal). Ce qui est déterminant, c'est que l'intérêt de l'investisseur-mezzanine à la survie de la société n'est pas comparable à celui d'un actionnaire.

Si l'on suit l'opinion de la doctrine dominante selon laquelle en cas de sous-capitalisation de la société, le prêt reconstituant le capital est requalifié de *capital étranger subordonné sur la base d'une subordination tacite*, il faut en conclure que cette conséquence légale n'est pas applicable au *prêt-mezzanine*. *Le prêt-mezzanine est subordonné*. Il n'y a pas de base légale pour qualifier un prêt-mezzanine de capital propre simplement parce qu'il est déjà subordonné. Cela conduirait à un traitement différent de l'investisseur-mezzanine par rapport aux autres créanciers dont les prêts compensant le capital ne peuvent être qualifiés que de capital étranger subordonné. Une requalification du prêt-mezzanine comme du capital propre doit donc être *déniée*.

### III. Financement-mezzanine en la forme de l'acquisition d'une participation par appel d'offres de financement

#### A. Participation occulte

Le financement d'une entreprise par mezzanine en la forme de l'acquisition d'une participation est, comme on le verra plus loin, pratiqué en particulier en Allemagne. En finançant la société par mezzanine, l'investisseur reçoit de celle-ci des *droits de jouissance*. En principe, le bénéficiaire reçoit en vertu de ces droits de jouissance des *prétentions patrimoniales* contre l'entreprise financée. Ces droits consistent en une participation aux gains et au résultat de la liquidation, qui sont typiquement des droits sociaux. En droit allemand, les droits de jouissance doivent être qualifiés comme des *droits contractuels*, qui ne confèrent au bénéficiaire *aucun droit de membre*. En vertu du caractère contractuel et non de droit social du droit de jouissance, son bénéficiaire n'est pas sociétaire. Si les droits de jouissance sont incorporés dans des titres, il s'agit alors de *bons de jouissance*, qui sont commercialisables. En vertu du caractère patrimonial des droits de jouissance, les bénéficiaires participent non seulement au produit de la liquidation, mais aussi aux pertes de la société financée. C'est dire que l'investisseur-mezzanine n'y trouve en règle général pas d'intérêt. Le financement-mezzanine pratiqué en droit allemand en vue de la participation occulte par la voie de droits de jouissance, qui imposent à l'investisseur l'obligation de supporter la perte, doit être considéré comme *atypique*.

Les *droits de jouissance à caractère de capital propre*, par lesquels le "capital-jouissance" est formé d'une manière similaire à un capital propre, sont autorisés selon le droit allemand et sont utilisés notamment pour le financement-mezzanine. En émettant des bons de jouissance, l'entreprise vise à créer un capital propre économique sans aménager en contrepartie aux investisseurs des droits de membres. Les créances des investisseurs sont également subordonnées. Pour cette forme de *participation-mezzanine*, le risque accru sera compensé par une rémunération en intérêts considérable et le paiement de dividendes. Le bénéficiaire de droits de jouissance à caractère de capital propre ne participe pas aux pertes de la société. Ainsi, ces droits représentent la *forme typique de participation-mezzanine* en droit allemand.

Aux USA, le financement peut être fourni par la voie de "*preferred stocks*". Les détenteurs de tels "*preferred stocks*" sont privilégiés par rapport aux actionnaires ordinaires en ce qui concerne la distribution de dividendes ou d'un éventuel produit de la liquidation. Ils ont droit à un montant ou à un pourcentage du produit de la liquidation déterminé à l'avance

de manière fixe. Les “preferred stocks” peuvent également être émis sous la forme de titres commercialisables de la société. Les détenteurs de tels droits préférentiels n’ont en règle générale aucun droit de membre, mais des droits patrimoniaux liés à leur situation privilégiée. A la différence du bénéficiaire de droits de jouissance du droit allemand, le détenteur de “preferred stocks” est un sociétaire, même s’il n’a pas les droits de membre correspondants. Bien que cette forme de financement puisse être également comprise comme une participation-mezzanine, certains investisseurs aux USA la considèrent comme du capital-risque (“*Venture Capital*”) et la qualifie finalement de capital propre.

---

## **B. La participation-mezzanine selon le droit suisse de la société anonyme**

Puisque le financement-mezzanine par la voie de l’acquisition d’une participation constitue une forme atypique, nous n’approfondirons pas en détail ce sujet. On exposera seulement, en les survolant, les instruments mis à disposition par le droit suisse de la société anonyme pour une participation-mezzanine.

---

### **1. L’action privilégiée selon l’art. 654 CO.**

Selon l’art. 654 CO, par actions privilégiées, on entend une catégorie d’actions pour laquelle les statuts aménagent des privilèges financiers par rapport à une ou plusieurs autres catégories d’actions. Le privilège se rapporte au dividende, à la part du produit de liquidation ou au droit préférentiel de souscription de nouvelles actions. L’énumération des avantages conférés à une action privilégiée selon l’art. 656 al. 2 CO n’est pas exhaustive; l’aménagement d’autres avantages est possible pour autant qu’ils ne se rapportent pas aux droits patrimoniaux ni aux droits de participation, qui ne peuvent par nature jamais faire l’objet de droits privilégiés au sens des art. 654 et ss CO. Les avantages liés aux actions privilégiées se rapportent donc uniquement aux droits patrimoniaux qui appartiennent dans tous les cas aux actionnaires, mais les droits préférentiels affectent l’ordre de priorité dans lequel les actions sont traitées et l’étendue du dividende.

Les droits privilégiés conférant un droit à un dividende privilégié sont souvent utilisés pour financer l’acquisition d’une entreprise. Ils garantissent à l’investisseur un certain multiple ou un pourcentage de la valeur nominale d’une action, ce qui rend le dividende préférentiel comparable à un accord sur les intérêts. Un tel dividende préférentiel n’est pas distribué régulièrement, mais est payé en vertu d’une décision correspondante de l’assemblée générale des actionnaires à certaines conditions prédéterminées, notamment une entrée en bourse.

L’action privilégiée de l’art. 654 CO est très proche des avantages du droit de jouissance du droit allemand pour ce qui concerne les droits préférentiels. Il existe pourtant une

*différence* dans la mesure où le détenteur du droit de jouissance allemand ne doit *pas être actionnaire* de l'entreprise financée. Au contraire, le bénéficiaire d'une action privilégiée au sens de l'art. 654 CO est dans tous les cas un actionnaire. Toutefois, il se peut que l'action privilégiée soit l'instrument de droit suisse le plus adéquat pour financer l'acquisition d'une entreprise et pour le financement de nouvelles entreprises par la voie d'une participation-mezzanine.

---

## 2. Le bon de participation selon les art. 656a et ss CO

Selon le droit suisse, le financement-mezzanine fourni en échange de l'émission de "preferred stocks" constitue du *capital propre*. Le bon de participation prévu aux art. 656a et ss CO se rapproche étroitement du "preferred stock" américain. Le bon de participation constitue un instrument de financement flexible qui a néanmoins perdu de l'importance sur le marché financier suisse dans les dernières années. La segmentarisation du marché pour les participations dans une entreprise en différents sous-marchés (actions et bons de participation) diminue la liquidité et affecte le potentiel de création de capitaux. Néanmoins, le bon de participation trouve une application auprès des sociétés fermées et des petites sociétés publiques.

Selon l'art 656a CO, les statuts peuvent prévoir un capital-participation qui soit divisé en bons de participation pour de petits montants. Ces bons de participation sont émis contre un apport et ils ont une valeur nominale mais ne confèrent pas de droit de vote. Le bon de participation est ainsi désigné comme une *action sans droit de vote*. Le participant n'a non plus aucun des autres droits liés au droit de vote, notamment aucun droit de participer à l'assemblée générale ni aucun droit à obtenir des renseignements. Les statuts peuvent cependant reconnaître aux participants le droit à un représentant au conseil d'administration. Au regard des droits patrimoniaux, le participant a la même position qu'un actionnaire quant à la répartition du bénéfice, au produit de la liquidation et à la souscription de nouveaux titres. Toutefois, un privilège peut être offert au participant par rapport aux actionnaires. Le bon de participation peut être incorporé dans un papier-valeur émis nominalelement ou au porteur et peut être commercialisé.

Le bon de participation selon les art. 656a et ss CO correspond plutôt au "preferred stock", qu'au droit de jouissance à caractère de capital propre du droit allemand. Les droits de jouissance du droit allemand représentent en principe des *créances de nature contractuelle*, alors que le bon de participation est un *droit de participation* à la société et que le participant est ainsi un "vrai sociétaire de la société".

En droit suisse, le bon de participation est émis par la société en échange d'un *apport au capital-actions*. Il n'y a pas de droits de membre liés aux bons de participation dans le cas d'un financement-mezzanine si l'investisseur fournit à la société un *prêt en capital subordonné*, qui n'est qualifié de capital propre que *pour des raisons pratiques* ou



*économiques*. A la place, les investisseurs reçoivent une participation dans la société. Dans ce cas, l'investisseur ne fait pas l'apport nécessaire au capital propre de l'entreprise financée.

---

### **3. Le bon de jouissance selon l'art. 657 CO**

Le bon de jouissance prévu à l'art. 657 CO n'est pas approprié, pour des raisons pratiques, à l'obtention de capital par la voie de la participation-mezzanine.

D'après cette disposition, des bons de jouissance ne peuvent être attribués qu'à des personnes liées à la société par des mises de fonds antérieures, à des actionnaires, des créanciers, des travailleurs ou à des personnes liées à la société à un titre analogue. Cela montre clairement que le bon de jouissance représente un moyen de remplacer le capital et non de créer du capital. Le bon de jouissance ne permet ainsi pas la création de *capital frais par de nouveaux bailleurs de fonds*.

Un investisseur finançant l'acquisition d'une entreprise ou une nouvelle entreprise par mezzanine n'est virtuellement jamais un créancier préexistant au sens de l'art. 657 CO qui a apporté des prestations particulières à la société ou a renoncé à certains droits contre la société et qui doit recevoir en échange des bons de jouissance. Pour cette raison seulement, le bon de jouissance ne peut pas être utilisé en relation avec un financement en la forme d'une participation-mezzanine.

---

### **4. L'action de réserve**

L'action de réserve a déjà été décrite au point II.B.3.c, auquel on renvoie le lecteur. Si des actions de réserve sont émises au moyen d'une augmentation conditionnelle du capital afin de garantir des droits de conversion ou d'option, elles ne peuvent plus être données à l'investisseur dans le cadre d'une participation-mezzanine parce qu'il ne s'agirait alors pas de garantir des droits de conversion ou d'option.

Les actions de réserve disponibles peuvent être accordées par la voie d'une augmentation autorisée du capital. Dans le cadre de l'art. 659 CO, l'entreprise peut créer ses propres actions (de réserve); pour ce faire, elle doit se conformer aux conditions et aux critères mentionnés dans l'ATF 117 II 290 et ss relatif à l'exclusion du droit préférentiel de souscription. Bien sûr, des actions de réserve privilégiées, au sens décrit sous chiffre III. B. 1. ci-dessus, peuvent également être librement créées. Dans ce cas, l'augmentation autorisée du capital doit se référer à la catégorie spéciale des actions privilégiées à la différence des actions ordinaires existant à côté, celles-là conférant à l'actionnaire des droits de membre en plus des droits patrimoniaux. Par conséquent, les actions de réserve ne créent pas une catégorie d'actions qui sont à disposition des investisseurs-mezzanine comme moyen de financement.

---

## 5. L'association occulte

L'association occulte n'est pas réglée par la loi. On renvoie à ce qui a été dit plus haut. L'associé occulte est co-sociétaire et pas seulement créancier. L'apport de l'associé occulte est transféré dans le patrimoine de l'associé principal, qui peut être une personne physique ou juridique. Ce dernier est ainsi seul propriétaire des biens formant le patrimoine de l'association entre lui et l'associé occulte; l'associé occulte n'a aucun droit *in rem*. Les parties à une association occulte ont toujours le même objectif: ne pas laisser apparaître vis-à-vis des tiers la participation de l'associé occulte dans le partenariat.

En principe, la participation-mezzanine n'a rien en commun avec une association occulte du droit suisse. Dans un cas normal, il n'existe ni un intérêt ni un besoin de garder secrète la participation financière de l'investisseur-mezzanine. Avant tout, un tel secret ne peut pas être maintenu à cause des *règles et mécanismes du marché des capitaux*, notamment lorsque la participation-mezzanine doit être réalisée dans le cadre d'une entrée en bourse de l'entreprise financée. Le principe de transparence, comme le connaît en particulier la législation suisse sur la bourse, n'autorise pas une telle participation occulte d'un investisseur.

---

## 6. Résumé

L'instrument de financement de droit allemand qu'est le droit de jouissance ne peut pas être sans autre reproduit en droit suisse de la société anonyme. En droit suisse, il n'y a pas d'instrument qui accorde au bénéficiaire des droits patrimoniaux envers une société anonyme similaires à ceux d'un membre, sans lui procurer en même temps la qualité de membre de la société. Le *succès pratique* d'un droit de jouissance tel que celui du droit allemand peut tout au plus être atteint grâce à l'action privilégiée. Le bon de participation des art. 656a et ss CO correspond d'avantage aux "preferred stocks".

---

## C. Garantie et réalisation de la participation-mezzanine

Les propriétaires d'une entreprise et l'investisseur fixent dans un contrat les modalités de financement, les droits et obligations réciproques, et en particulier la sortie de l'investisseur au regard de la conduite opérationnelle de la société. En règle générale, on trouve de telles conventions dans le contrat de financement avec l'investisseur-mezzanine ou à la rigueur dans une convention entre actionnaires. Des questions intéressantes du droit de la société anonyme se posent en relation avec une convention garantissant à l'investisseur sa participation à l'entreprise et avec la sortie de cet investissement ("*exit*"). Nous en avons choisi quelques unes qui sont traitées ci-dessous.

---

## 1. Intangibilité du capital-actions

Lorsque la participation-mezzanine, dans la forme par exemple d'actions privilégiées selon l'art. 654 CO, est combinée avec un prêt garanti, les prescriptions sur la conservation du capital propre doivent être observées. Notamment l'octroi d'une garantie (mise en gage d'actifs, garanties ou cession de créances) à l'investisseur, qui est actionnaire privilégié, peut contrevenir aux normes du droit de la société anonyme relatives au prélèvement. Il pourrait en résulter un remboursement d'actifs de la société financée en violation des exigences du droit de la société anonyme, c'est-à-dire les prescriptions sur la réduction du capital et la distribution de dividendes.

---

### a) L'interdiction de réclamer la restitution des versements selon l'art. 680 al. 2 CO

Selon l'art. 680 al. 2 CO, l'actionnaire n'a pas le droit de réclamer la restitution de ses versements. Selon la doctrine unanime et la jurisprudence, cette prescription légale peut être comprise de deux façons, c'est-à-dire qu'il est également interdit à la société anonyme de restituer à l'actionnaire des montants provenant du patrimoine protégé de la société. Sont comprises dans cette interdiction non seulement les distributions du patrimoine bloqué de la société anonyme, mais en principe aussi les autres transactions financières qui peuvent indirectement conduire à une restitution du capital.

L'interdiction de remboursement du capital posée à l'art. 680 al. 2 CO ne vaut pas seulement pour les décisions de la société mais aussi pour les conventions contractuelles qui aménagent en faveur de l'actionnaire une prétention en remboursement de son apport. Cela comprend également les paiements à des tiers qui doivent être qualifiés pour des raisons pratiques comme un remboursement du capital. Dans le cadre d'un financement-mezzanine, le large champ d'application de l'art. 680 al. 2 CO peut devenir important lorsque sont aménagés en faveur de l'investisseur, en plus des actions privilégiées, des droits patrimoniaux contractuels, qui sont par leur contenu typiquement des droits d'actionnaires et qui sont ainsi similaires aux droits de jouissance du droit allemand. Il faut donc examiner dans chaque cas particulier si l'interdiction de remboursement du capital est violée par l'aménagement de garanties de la part de la société ou par la réalisation d'une participation-mezzanine.

Une garantie faite à un investisseur, qui est actionnaire privilégié, ou la réalisation de la participation-mezzanine ne viole l'interdiction de restituer l'apport au capital que dans la mesure où cette garantie ou la réalisation de ce paiement émanent du capital propre non-disponible de la société, c'est-à-dire du capital-actions, du capital-participation, de l'agio ainsi que du pourcentage non-disponible des réserves légales générales et des réserves de toutes sortes. La participation-mezzanine en la forme d'actions préférentielles doit être remboursée par la société financée au moyen d'une diminution du capital en conformité avec les prescriptions de procédure de l'art. 654 al. 3 CO, pour autant que

les actions privilégiées ne doivent pas être transformées en actions ordinaires et ne doivent pas ensuite être aliénées.

---

**b) Conséquences d'une restitution interdite des versements**

Les décisions de la société et les conventions contractuelles avec les actionnaires qui violent l'interdiction de rembourser les apports sont nulles. L'obligation de faire un apport de l'actionnaire renaît aussitôt.

---

**2. Compatibilité avec le but de la société**

Une société anonyme peut en principe conduire toute activité conforme au but de la société et qui n'est pas expressément exclue par celui-ci. Même lorsque la lettre de la disposition statutaire sur le but de la société autorise l'octroi de sûretés dans le cadre du financement-mezzanine, il faut examiner dans le cas concret si le but de la société autorise la transaction financière envisagée par la voie de la participation-mezzanine avec fourniture de sûretés. Une réponse générale à cette question n'est pas possible.

## IV. Récapitulation

Le prêt-mezzanine est un capital étranger subordonné, parfois garanti. Le “equity kicker” est donné en faveur de l’investisseur-mezzanine en la forme d’une option, d’un droit de conversion ou d’un paiement unique à la fin de la durée du prêt-mezzanine. Les actions ou titres de participation nécessaires pour garantir l’exercice du droit d’option ou de conversion peuvent être émises par la voie d’une augmentation du capital ou par la voie des actions de réserve. La mezzanine comporte en règle générale une subordination simple, c’est-à-dire qu’elle ne remplit pas les conditions d’une convention de subordination au sens de l’art. 725 al. 2 CO. En cas de faillite de la société financée, le prêt-mezzanine ne peut pas être transformé en capital propre.

Le droit de jouissance à caractère de capital propre du droit allemand correspond pour des raisons pratiques, en tant que participation-mezzanine, à des actions privilégiées selon l’art 654 CO. Le bon de participation prévu par les art. 656a et ss CO correspond plutôt aux “preferred stocks” du droit américain. La fourniture de sûretés et la réalisation de la participation-mezzanine doivent être examinées dans chaque cas particulier pour s’assurer qu’il n’y a pas de danger d’une violation de l’interdiction du remboursement de l’apport et que la fourniture de sûretés et la réalisation seront compatibles avec le but de la société.

Kontakt/Contact/Contact

---

**Froriep Renggli Zürich**

Bellerivestrasse 201  
CH-8034 Zürich  
Tel.: +41 1 386 60 00  
Fax: +41 1 383 60 50  
zurich@froriep.com

---

**Froriep Renggli Genf**

4, rue Charles-Bonnet  
CH-1211 Genf 12  
Tel.: +41 22 839 63 00  
Fax: +41 22 347 71 59  
geneva@froriep.com

---

**Froriep Renggli Zug**

Baarerstrasse 37  
CH-6304 Zug  
Tel.: +41 41 710 60 00  
Fax: +41 41 710 60 01  
zug@froriep.com

---

**Froriep Renggli London**

1 Knightrider Court  
London EC4V 5JP  
Tel.: +44 20 7236 60 00  
Fax: +44 20 7248 02 09  
london@froriep.com



# FRORIEP RENGGLI

Seit 1966 erbringt Froriep Renggli für Unternehmen und Privatpersonen des In- und Auslandes Dienstleistungen zu einer Vielzahl von Rechtsgebieten. In verschiedener Hinsicht ist unsere Anwaltskanzlei führend tätig.

Das wirtschaftliche und geschäftliche Umfeld verändert sich laufend, so auch der Markt für anwaltliche Dienstleistungen, der mit stetig zunehmenden Regulierungen und Erwartungen der Klienten konfrontiert ist. Wir vertiefen unablässig unsere Fachkenntnisse, verbreitern unser Dienstleistungsangebot und eignen uns auch auf neuen Rechtsgebieten grundlegendes Wissen an.

Wir sind überzeugt, dass Froriep Renggli mit seinem Engagement für die Klienten, dem Teamwork und seiner Kreativität weiterhin die Herausforderungen meistern wird. Mit unseren hervorragenden Mitarbeitern, besten Klienten und einem effizienten Support sind wir sehr optimistisch, als starke und unabhängige Schweizer Anwaltskanzlei mit einem ausgeprägten internationalen Flair auch in der Zukunft erfolgreich für unsere Klienten tätig zu sein.

Since 1966, Froriep Renggli has provided corporations and individuals, domestic and international, with a broad range of legal services. The firm has been a leader in several respects.

The economic and business environment is being impacted by many changes, and so is the legal market, faced with ever growing regulations and clients' expectations. We are expanding the breadth and depth of our expertise, the scope of our delivery, and we are developing skills in many new areas.

We are confident that with our emphasis on commitment to clients, teamwork and creativity, Froriep Renggli will continue to meet the challenges head on. With outstanding people, best clients and efficient supports, we have never been more optimistic about our success as a strong independent Swiss law firm with a distinct international flair.

Depuis 1966, Froriep Renggli a fourni une vaste gamme de services juridiques à des sociétés ainsi qu'à des personnes physiques, tant en Suisse qu'à l'étranger. L'Etude a occupé une position de leader dans plusieurs domaines.

Les changements importants intervenus ces dernières années dans le domaine de l'économie et dans le monde des affaires ont imposé à l'activité juridique de faire face à un nombre grandissant de règles de toutes sortes, ainsi qu'à une clientèle de plus en plus exigeante. Dans un processus continu, nous étendons le champs de nos compétences et la variété de notre gamme de services, et développons ainsi nos connaissances dans de nombreux domaines nouveaux.

Nous sommes certains que son engagement envers les clients, sa créativité et l'esprit d'équipe qui l'anime conduiront Froriep Renggli à remporter les nouveaux challenges la tête haute. Grâce à des collaborateurs hors pair, à des clients de grande valeur et à des moyens efficaces, nous n'avons jamais été plus optimistes au sujet de notre succès en tant qu'Etude d'avocats suisse indépendante à l'accent international bien établi.