

瑞士投资报告

2026 年 9 月



* 瑞士投资报告由瑞士律师事务所文斐律师事务所（“文斐”）提供，该事务所是一家在大中华区提供服务方面积累了丰富的瑞士律所。

瑞士投资报告专为打算将业务扩展到瑞士或欧洲或已经在瑞士开展业务的中国投资者设计。

瑞士投资报告提供了有关瑞士投资相关法律框架的背景信息，以及从外国投资者的角度来看瑞士立法的当前发展情况。

瑞士私募股权投资

- 一 概述
- 二 出售流程
- 三 收购融资
- 四 管理层参与
- 五 退出路径：出售或首次公开发行
- 六 法律框架：收购结构、义务与监管
- 七 总结

瑞士私募股权投资

一、概述

根据瑞士的市场实践，私募股权投资者通常通过收购企业股权进行投资，并持有数年。在投资期间，私募股权投资者往往会推动企业发展、提升企业价值或发挥其战略价值，并最终通过出售所持股权实现投资收益。此类交易的收购价款通常有较大部分通过银行贷款融资。总体而言，瑞士为私募股权投资提供了较为开放且灵活的法律框架。

对于非上市公司的收购，主要适用《瑞士债法典》（Swiss Code of Obligations，简称“CO”）。实践中，大多数交易采取股权收购的形式。相比之下，若收购对象为上市公司，则还须遵守公开收购及证券交易所相关规则。

本文旨在为有意向其瑞士或欧洲子公司引入私募股权投资者、出售或是收购相关公司或以其他形式参与此类交易的中国企业提供实务概览。本文仅涉及瑞士法律。中国投资者或中国私募股权投资机构（Private Equity，简称“PE”）在规划境外投资时，还须同时考虑中华人民共和国相关强制性法律规定。

二、出售流程

1. 上市公司：从上市到私有化

若要将一家上市公司私有化，收购方须根据瑞士公开收购规则向目标公司股东发出公开收购要约。该程序须遵循严格的时间安排：

- 收购方首先发布要约的预先公告，要约价格在该阶段即已确定；
- 收购方须在六周内发布要约说明书；
- 随后进入为期十个交易日的等待期；
- 正式要约期限通常持续 20 至 40 个交易日；

- 若要约成功，股东还享有十个交易日的追加接受期，以决定是否接受要约并出售所持股份。

交易完成后，若投资者持有至少 90%的表决权，可以通过支付相应对价的方式强制收购剩余股东所持股份（即强制挤出）。

审查机构及其职责：要约说明书须披露要约的融资安排，并附有独立审查机构出具的确认文件。在要约正式发布前，该机构须确认该要约已获得充分融资保障，且完成交易所需资金实际可供使用。

该审查机构为受国家监管的审计机构。根据瑞士公开收购规则，其职责还包括审查要约及要约说明书是否符合收购相关监管要求，例如是否遵循股东平等待遇原则和最低价格规则，以及要约说明书所披露的信息是否完整。

融资保障：由于要约价格在预先公告阶段即已确定，收购方须事先落实融资。因此，在正式发起要约前，收购方通常需要合理安排具有约束力的股权融资及债务融资承诺，以确保交割时相关资金已经落实并可供使用。

最低接受比例：收购要约通常附有若干条件，其中最重要的是最低接受比例，即必须有至少达到该比例的股份接受要约，该要约方能成功。瑞士法律并未规定统一的固定比例，而是由收购方根据交易目的在要约中自行设定。例如，该比例可能设定在足以达到退市所需三分之二表决权的水平，或者设定为 90%，以便收购方在交易完成后进一步强制收购剩余股东所持股份。

2. 非上市公司：灵活的交易路径

对于非上市目标公司，交易时间安排通常更为灵活。根据具体情况，整个流程可能持续数周至数月。影响交易进度的主要因素包括参与交易的各方、对目标公司开展的法律及商业尽职调查、交易文件的磋商，以及取得必要的监管批准。此外，交易采用竞标程序还是一对一谈判模式，也会影响整体时间安排。

为确保交易所需资金到位，私募股权基金通常会就股权融资部分出具股权融资承诺函，即由基金作出具有约束力且可执行的承诺，向收购公司提供完成交易所需的资金。债务融资部分则通常通过银行出具具有约束力的融资承诺，或通过过桥融资协议予以落实。

如卖方同时考虑通过证券交易所上市退出，实践中通常会并行推进出售交易与首次公开发行两种路径。但在上市时即实现全部退出通常并不可行，原股东往往需要在上市后逐步出售剩余股份，或通过较大规模的股份交易分批退出。若不考虑上市，常规退出路径包括向战略买方（一般为同行业企业）出售股权，或通过竞标程序完成交易。

此外，还有三个因素可能会影响交易时间安排：

- 瑞士竞争委员会（Competition Commission，简称“COMCO”）审批：第一阶段审查约需 1 个月，第二阶段审查则可能持续数月（详见下文第 6 节）；
- 取得税务预先裁定：即由税务机关就拟交易的税务后果事先作出具有约束力的确认，通常需要数周时间；
- 设立收购公司：通常约需 2 周。

三、收购融资

在瑞士的交易实践中，收购价款通常有相当一部分通过债务融资筹措，即采用债务融资收购的方式。主要融资来源为优先级银行贷款（senior loan），通常由一笔或多笔定期贷款及一项弹性信贷额度构成。在此基础上，还可能搭配次级融资工具，例如夹层资本（mezzanine capital），即介于股权融资与债务融资之间、受偿顺序低于优先级债务的融资形式。

现有债务清偿与既有担保解除： 提供新增优先级贷款的银行通常要求就担保权益取得第一顺位，因此一般会要求目标公司先全额清偿现有债务，或通过再融资方式予以置换，并解除此前为该等债务设立的担保。完成上述安排后，新贷款银行方可就目标公司相关资产取得第一顺位担保权益。

控制权变更条款： 收购方取得目标公司多数股权时，通常会触发目标公司现有合同中的控制权变更条款。此类条款一般约定，在公司控制权发生变化时产生特定法律后果，例如贷款提前到期，或合同相对方取得合同解除权等。

资本弱化规则（隐性股权）： 若融资由股东等关联方提供，则须遵守瑞士税法对关联方债务融资比例的相关限制。若关联方债务比例过高，税务机关可能将超出允许范围的部分重新认定为“隐性股权”。相应部分所支付的利息不得在税前扣除，并适用 35% 的预提税。根据具体情况，该预提税可能全额或部分退还。

瑞士税务机关每年公布集团内部贷款认可的最高或最低利率，即“安全港”利率。如实际利率超出适用的“安全港”标准，则须能够证明其符合独立交易原则，即与可比第三方交易条件相符，方可获得税务认可。相关规则可参见《瑞士联邦直接税法》（*Swiss Federal Act on Direct Federal Taxation*）第 65 条。瑞士联邦税务局通过相关通函进一步明确具体执行规则，并在年度通函中公布当期适用的“安全港”利率。

上游贷款与上游担保： 若瑞士目标公司向其母公司提供“上游贷款”（*upstream loan*），且该贷款不符合正常市场条件，即不符合独立交易原则，则根据瑞士公司法须满足两项要求：一是贷款须符合目标公司的公司目的，二是贷款金额不得超过目标公司可自由分配的股东权益。

返还出资（《瑞士债法典》第 680 条第 2 款）与隐性分配均为法律所禁止；如已实施，应依法予以返还。（《瑞士债法典》第 678 条）。根据瑞士联邦最高法院判例（*BGE 140 III 533*），不符合独立交易原则的集团内部贷款，将在贷款金额范围内占用公司可自由分配的股东权益，相应金额因此不得再用于利润分配。

交易完成后，贷款人通常还会要求建立一揽子担保安排，例如就目标公司的股权、集团内部应收款、银行账户、知识产权、抵押凭证及其他资产设立质押或权利转让担保。若目标公司为其股东或母公司的债务提供此类担保，该担保即构成上游担保，并受到与上游贷款相同的限制，即不得超过目标公司可自由分配的股东权益，且须符合公司的经营目的。实践中，交

易文件通常会将目标公司的担保责任限定在其可自由分配的股东权益范围内（参见《瑞士债法典》第 678 条、第 680 条第 2 款）。

收购债务无法简单下推的原因：“债务下推”（debt push-down）是指将收购过程中产生的债务下推至被收购公司层面的安排，目的是使目标公司承担相应利息成本，在计算利润时对利息费用进行税前抵扣。瑞士税务机关原则上并不认可此类安排。

除此之外，瑞士在企业所得税层面不存在集团合并纳税制度，各公司均独立纳税，因此一家公司的利润原则上不能直接与另一家公司的利息费用相互抵扣。对于收购方而言，这意味着收购债务对应的利息费用通常无法直接用于抵扣目标公司的利润。

最后，为避免普通贷款利息触发 35% 的预提税，相关融资安排不得在税务上被认定为“债券”。因此，交易还须遵循技术性较强的“10/20 非银行规则”，即在相同条件下的非银行贷款人不得超过 10 名，全部非银行贷款人不得超过 20 名。该类结构性要求通常由交易顾问在融资方案设计阶段予以处理。

四、管理层参与

为确保高级管理人员持续投入，管理层通常会以自有资金参与收购架构，其投资条件一般与私募股权投资者相近。管理层往往可以按一定折扣取得股份，同时适用分期归属机制（vesting），即相关权益的取得与持续任职及特定业绩目标的实现相挂钩。此类安排既使管理层能够以较优惠的条件取得股份，也为其提供了较高的潜在收益空间。

从瑞士税务角度而言，此类架构对管理层具有较强吸引力。居住在瑞士的卖方或管理人员若将资金再投资于收购公司，在满足特定条件的情况下，日后转让相关股权取得的私人资本利得可能全部或部分免税。实践中通常强烈建议事先申请税务预先裁定，以明确相关税务后果。

五、退出路径：出售或首次公开发行

私募股权投资者主要通过两种路径实现退出：一是将公司出售给战略买方，即产业投资者；二是推动公司在证券交易所上市。为提高交易确定性并争取更有利的估值，实践中通常会同步筹备两种退出方案。在瑞士市场，向战略买方出售仍是最为常见的退出方式。

1. 向战略买方出售

该路径的主要优势在于可加快实现资金回笼，例如由买方偿还其承接的债务。此外，买方可能愿意支付控制权溢价，并基于业务协同效应给予较高估值。与首次公开发行相比，此类交易成本通常更低、执行速度更快，且可以在相对保密的情况下推进。

该路径的主要不足在于，私募股权投资者通常会一次性出售全部持股并实现完全退出，此后不再分享公司的未来利润及价值增长，后续增值收益将全部归属于买方。此外，卖方还可能因交易文件中作出的陈述与保证承担后续责任，部分收购价款也可能延期支付，例如设置与业绩挂钩的后续付款安排，或将部分价款留存于托管账户。此类安排可能减少卖方在交割时实际取得的价款，并延后部分价款的最终收取。

2. 首次公开发行（Initial Public Offering，简称“IPO”）

为何 IPO 通常无需卖方提供陈述与保证：在首次公开发行中，股份通过资本市场向众多投资者发售。与向单一买方出售不同，投资者通常不会要求出售方就公司状况作出单独的陈述与保证，其投资决策主要以招股说明书为依据。因此，与向战略买方出售相比，私募股权投资者通常无需提供该类保证，也不会以同样方式承担相关责任。

主要优势与局限：IPO 的其他优势包括：投资者可以在上市后逐步实现完全退出，有助于提升私募股权机构的市场声誉，且整体退出路径具有较强的可预见性。其不足则包括：上市后可能受到持股或股份出售限制，并须遵守资本市场法项下的新增义务与限制；此外，上市成本通常较高、准备周期较长，且能否顺利实施在很大程度上取决于当时的市场环境。

瑞士证券交易所（SIX Swiss Exchange）上市条件：公司申请在瑞士证券交易所上市，须满足以下基本要求：

- 具备三年经营记录；
- 最低股东权益不低于 2,500 万瑞士法郎；
- 自由流通股份比例不低于 20%；
- 自由流通股份的市值不低于 2,500 万瑞士法郎。

六、法律框架：收购结构、义务与监管

1. 收购结构设计

非上市公司的收购主要受《瑞士债法典》规制。大多数交易采取股权收购的形式，即私募股权投资者直接收购目标公司的现有股份，或向目标公司投入资金并取得其新发行的股份。资产收购，即收购公司的特定资产，相对较为少见，主要适用于企业重组或危机处置等情形。

2. 上市公司：披露义务与要约义务

针对上市公司，《瑞士金融市场基础设施法》（Financial Market Infrastructure Act，简称“FMIA”）规定了持股披露及报告义务，以及强制要约规则。

当投资者单独或与其他一致行动人共同，所持表决权达到或跨越 3%、5%、10%、15%、20%、25%、33⅓%、50%或 66⅔%等法定阈值时，将触发报告义务。持有表决权超过 33⅓%的，投资者须就全部上市证券发出强制收购要约。

目标公司可以通过公司章程将该触发阈值最高提高至 49%（opting up），也可以通过公司章程完全排除强制要约义务（opting out）。

3. 联合投资的合规要点

多名投资者共同投资时，通常通过股东协议约定各方之间的权利义务。在设计此类投资安排时，需要特别注意两方面的监管风险：一是避免联合投资安排被认定为需要取得牌照的集体投资计划；二是避免联合投资方提供

贷款的安排落入银行法的监管范围。相关规则可参见《瑞士集体投资计划法》及《瑞士银行法》。

4. 外国投资者：“扩展国际转置”规则

中国投资者在瑞士设立收购公司时，需要关注瑞士联邦税务局（Federal Tax Administration，简称“FTA”）关于“扩展国际转置”（extended international transposition）的税务实践，以避免未来利润分配时产生永久且无法退还的35%预提税负担。

根据“国际转置”规则，若某一无法全额申请预提税退还的主体将其持有的瑞士公司转让给其控制的另一家公司，并以贷款或资本出资准备金的形式取得对价，从而使其日后能够免税提取相应价值，瑞士联邦税务局将拒绝适用预提税退还或申报程序。

自2020年起，该规则的适用范围进一步扩展至由瑞士境内公司作为买方的情形，即使该买方不属于卖方集团。若该境内买方通过贷款或资本出资准备金为收购融资，随后又向仅享有部分预提税退还资格的卖方免税返还资本出资准备金，瑞士联邦税务局将在相应范围内拒绝给予税收减免。因此，在设计私募股权架构时，需要事先了解并充分考虑这一税务实践。

5. 瑞士竞争委员会审批：申报门槛、审查标准与法律依据

申报门槛： 私募股权交易若达到竞争法规定的营业额门槛，须接受瑞士竞争委员会的经营者集中审查。

根据《瑞士卡特尔法》（Cartel Act）第9条，申报条件为：

- 参与交易的企业全球合计营业额不低于20亿瑞士法郎，或其瑞士境内营业额合计不低于5亿瑞士法郎，且
- 至少两家参与企业各自在瑞士境内的营业额不低于1亿瑞士法郎。

审查时限： 申报材料齐备的，通常可在1个月内完成第一阶段审查并获得批准。

深入审查的启动标准与依据： 若初步审查显示，该交易可能根据《瑞士卡特法》第 4 条第 2 款形成或强化市场支配地位，竞争委员会将依据该法第 10 条第 1 款，并结合第 32 条、第 33 条启动第二阶段深入审查。

只有在该市场支配地位足以消除有效竞争的情况下，竞争委员会方可依据《瑞士卡特法》第 10 条第 2 款禁止交易或附加限制性条件。第二阶段审查通常可能持续数月。

6. 忠实义务、法律责任与监管规则

私募股权投资者作为股东，本身不对其他股东负有忠实义务，但可通过股东协议约定股东间的权利义务关系。多数股东行使表决权时仍受禁止权利滥用原则的约束（《瑞士民法典》第 2 条第 2 款）。因此，不得在缺乏客观正当理由的情况下通过股东决议剥夺少数股东权利。

投资者委派至目标公司董事会的代表，与其他董事承担相同的法定义务（参见《瑞士债法典》第 717 条），主要包括：

- **注意义务：**董事应以适当谨慎与勤勉履行职责。
- **忠实义务：**董事应将公司的合法利益置于自身利益及委派股东的利益之上。发生利益冲突时，应采取适当措施，包括向董事会披露相关冲突，并根据具体情况回避相关讨论和表决。
- **股东平等待遇义务：**对于处于相同地位的股东，应给予平等待遇。只有在存在符合公司利益的客观正当理由时，方可作出差别安排。

根据《瑞士债法典》第 754 条追究董事责任，需要同时满足四项要件：存在损害、董事违反法定义务、该违反行为与损害之间存在因果关系，以及董事存在过错。

7. 对投资机构的监管要求

私募股权机构可能受到瑞士金融市场监督管理局（Swiss Financial Market Supervisory Authority，简称“FINMA”）的监管。根据《瑞士金融机构法》，集体资产管理人须取得相应牌照并接受持续监管；如涉及集体投资计划，还须遵循《瑞士集体投资计划法》的相关规定。

8. 外国直接投资：即将实施的投资审查机制

截至目前，瑞士尚未建立一般性的外国直接投资（Foreign Direct Investment，简称“FDI”）审查制度，仅存在针对特定行业或投资者的限制，例如针对国有企业的特定限制，以及外国投资者取得银行等受监管机构控制权适用的限制。中国投资者在瑞士进行不动产投资也受到相应限制。

目前，瑞士正在引入投资审查机制，其适用范围为外国国家控制的投资者收购瑞士安全关键领域企业的交易。外国私人投资者的投资明确不在审查范围之内，因此预计受到影响的交易数量有限。

《外国投资审查联邦法》（Investment Screening Act，简称“IPG”）已于2025年12月19日经瑞士联邦议会通过，预计于2027年正式生效。由于该制度的适用范围较窄，仅涉及关键领域中的外国国家控制投资者，实践中预计只有少量交易会受到审查。对于中国投资者而言，可能需要进一步判断中国企业在何种情形下会被认定为国家控制主体。

七、总结

瑞士为私募股权交易提供了较为开放且灵活的法律框架。在交易规划过程中，需要重点考虑三个方面：首先，应根据目标公司为上市公司还是非上市公司选择适当的交易架构；其次，融资安排须符合瑞士公司法及税法的相关要求，尤其需要关注隐性股权、上游贷款及担保限制以及预提税等问题；最后，还应结合交易目的及具体情况选择合适的退出路径。

在交易初期即对相关法律及税务问题进行评估，尤其是通过事先取得税务预先裁定，有助于提高交易安排的确定性，并显著提高交易成功的可能性。与中国相比，瑞士在取得具有约束力的税务预先裁定方面具有更高的可操作性及确定性。

本文仅提供一般信息，不意图提供法律建议。

© 文斐律师事务所，2026年9月。

访问我们的网站 www.wenfei.com 获取所有版本的瑞士投资报告。