

---

# Multi-Seller Transactions

## Share Deals mit einer Vielzahl von Verkäufern

PETER HONEGGER / EDITH KREIS-KOLB\*

### Inhaltsübersicht

I.	Worum geht es?	82
II.	Besonderheiten bei der Transaktionsplanung	84
	A. Sellers' Representatives	84
	B. Initial Sellers	85
	C. Acceding Sellers	86
	D. Vollmachten	87
	E. «Hirtenbriefe»	88
	F. Best Price und Insidergeschäfte	90
	G. Finanzierung	91
III.	Besonderheiten bei der Due Diligence	92
IV.	Das Multi-Seller SPA	92
	A. Vertragsparteien, Aufgliederung der verkauften Aktien	92
	B. Beitrittssystem	93
	C. Dynamischer Kaufpreis pro Aktie	93
	D. Bedingung: Mindestbeteiligung	94
	E. <i>Pro rata</i> Haftung	95
	F. Indirekte Teilliquidation	96
	G. Sellers' Representatives	96
	H. Finanzierung (bis Closing)	97
V.	Post Closing Besonderheiten	98
	A. Escrow	98
	B. Prozessvollmachten	99
	C. Finanzierung (post Closing)	100
VI.	Alternative Transaktionsvarianten	100
	A. Einzelverträge mit Verkäufern	100
	B. Öffentliches Kaufangebot gemäss OR	101
	C. Gründung Holding durch Verkäufer	102
VII.	Epilog	103

---

\* Die Autoren bedanken sich bei Herrn Thomas Graf für wertvolle Hinweise im Bereich des Steuerrechts.

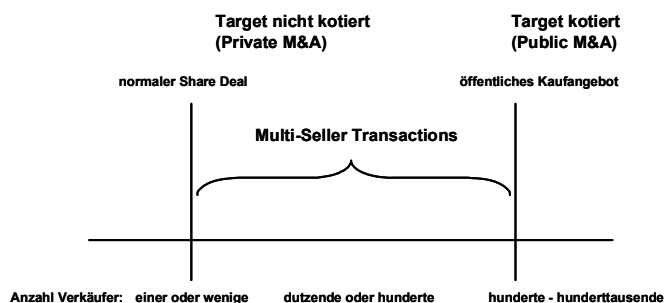
Anhang: Zusätzliche Mustertexte	104
1. Wie verkaufe ich meine Aktien	104
2. Summary SPA	105
3. Deed of Accession	106

«Die aufwendigste aller Recherchen ist die ergebnislose Recherche.»

## I. Worum geht es?

Wird eine nicht kotierte Gesellschaft (sogenannte private Company) mit einer Vielzahl von Verkäufern verkauft, so ergeben sich eine ganze Reihe von Besonderheiten, welche rechtzeitig zu berücksichtigen sind. Diese speziellen Transaktionen sind ein bisher namenloses Kind. Wir nennen sie hier Multi-Seller Transactions<sup>1</sup>.

Typischerweise – aber nicht zwingenderweise – geht es um Familiengesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat, welche an einen Käufer, der im gleichen Markt tätig ist<sup>2</sup>, verkauft werden (sogenannter Trade Sale). Es können dutzende oder gar hunderte von Verkäufern sein. Die Multi-Seller Transaktionen nehmen gemessen an der Anzahl der Verkäufer das Mittelfeld zwischen dem normalen Share Deal (i.d.R. ein oder wenige Verkäufer<sup>3</sup>) und einem öffentlichen Kaufangebot<sup>4</sup> (i.d.R. hunderte bis hunderttausende von Verkäufern<sup>5</sup>) ein:



<sup>1</sup> Möglich wäre auch die Bezeichnung «Multiple Seller Transactions», wir bevorzugen den kürzeren bzw. griffigeren Terminus «Multi-Seller Transactions».

<sup>2</sup> RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 23, Rz. 23.

<sup>3</sup> In BGE 116 II 707 hatte das Bundesgericht den Aktienverkauf von fünf Verkäufern zu beurteilen (dazu hinten Ziff. IV.A. und Ziff. IV.E.).

<sup>4</sup> Der Begriff «öffentliches Kaufangebot» steht nachfolgend, wenn nicht anders vermerkt, für Kaufangebote gemäss Börsengesetz (BEHG).

<sup>5</sup> Zu öffentlichen Kaufangeboten und zur Anzahl der Adressaten: RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich 2010, 10–11, Rz. 21–23.

Ein Blick nach rechts zeigt, dass es zum Thema Multi-Seller Transactions offensichtlich keine Spezialliteratur gibt<sup>6, 7</sup>, im Gegensatz etwa zum Thema Multi-Party Arbitration, wo bereits reichlich Literatur vorhanden ist<sup>8</sup>.

Da die zu verkaufende Gesellschaft (Zielgesellschaft) nicht kotiert ist, gelangen nur vertrags- und gesellschaftsrechtliche, nicht aber börsenrechtliche Bestimmungen zur Anwendung. Die Multi-Seller Transaktion wird nach den Grundsätzen des Share Deals abgewickelt<sup>9</sup>, sie hat jedoch in gewissen Punkten Parallelen zum öffentlichen Kaufangebot. Die Parteien, der Käufer einerseits und die Verkäufer andererseits, haben sich bei dieser Spezialtransaktion frühzeitig mit folgenden (Spezial-)Fragen auseinanderzusetzen:

- 
- <sup>6</sup> Auf den Umstand, dass beim Private M&A oft eine Vielzahl von Verkäufern auftreten, weist soweit ersichtlich nur ein Beitrag von PETER ISLER zur Ausgestaltung des Escrow-Vertrags hin: PETER R. ISLER, Escrow-Vertrag bei Unternehmensübernahmen, in: *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, 185–186. Vereinzelt Autoren erwähnen immerhin im Allgemeinen, dass mehrere Parteien als sog. «Parteiengruppe» mit einem anderen einen Vertrag schliessen können: RAINER SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, Systemtechnik für die Praxis, Zürich 2004, 573–575, N 1454–56; PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Bd. I, 9. Aufl., Zürich 2008, 57, N 300. Kurze Ausführungen zu mehreren Verkäufern bei einem Unternehmenskauf finden sich bei WALTER GÜNTHER, Münchner Vertragshandbuch, Bd. 2, Wirtschaftsrecht I, hrsg. von Rolf A. Schütze/Lutz Weipert, 5. Aufl., München 2004, III. 1, 2, 296–297. Jedoch fehlen Publikationen mit Vorlagen für Multi-Seller Transaktionen in der Schweiz und soweit ersichtlich auch im Ausland. PETER MÜNCH/PETER BÖHRINGER/SABINA KASPER/Franz Probst, Schweizer Vertragshandbuch, Musterverträge für die Praxis, Basel 2007; ULLIN STREIFF/BRUNO PELLEGRINI/ADRIAN VON KAENEL, Vertragsvorlagen, 4. Aufl., Zürich 2008; DENNIS CAMPBELL/REINHARD PROKSCH, *International Business Transactions*, The Hague 1989 (last Supplement 2009); *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*, American Bar Association, Chicago 1995.
- <sup>7</sup> Der Aktienverkauf durch mehrere Personen wird im Steuerrecht bei der indirekten Teilliquidation behandelt. Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG sieht explizit den Fall vor, dass mehrere Beteiligte eine Beteiligung gemeinsam verkaufen. Gemäss Ziff. 4.2 des Kreisschreibens Nr. 14 der ESTV erfordert ein gemeinsamer Verkauf im Sinne des DBG eine gemeinsame Willensbildung – die Annahme eines öffentlichen Übernahmeangebots genügt also nicht. Es wird koordiniertes Handeln der verschiedenen Verkäufer mit einem einheitlichen Ziel verlangt. Es muss also ein einheitlicher Gesamtplan vorliegen, der den einzelnen Verkäufen zugrunde liegt. MARKUS REICH, in: Martin Zweifel/Peter Athanas (Hrsg.), *Kommentar zum Schweizerische Steuerrecht*, Bd. I/2a, 2. Aufl., Basel 2003, Art. 20a DBG N 12.
- <sup>8</sup> MICHAEL KRAMER/GUIDO E. URBACH/RETO M. JENNY, Equal Treatment in Multi-Party Arbitration and the Specific Issue of the Appointment of Arbitrators, in: *Austrian Arbitration Yearbook 2009*, Wien 2009; BERNARD HANOTIAU, Problems Raised by Complex Arbitrations Involving Multiple Contracts – Parties – Issues, An Analysis, in: *Journal of International Arbitration: Volume 18, Issue 3*, Juni 2001, 251–360; FRITZ NICKLISCH, Multi-Party Arbitration and Dispute Resolution in Major International Projects, in: *Journal of International Arbitration: Volume 11, Issue 4*, Dezember 1994, 57–72. Auch Art. 8 der Swiss Rules of International Arbitration setzt sich explizit mit Multi-Party Proceedings auseinander.
- <sup>9</sup> Multi-Seller Transactions in Form eines Asset Deals dürften in der Praxis kaum je vorkommen.

- Können bzw. sollen möglichst viele bzw. alle Verkäufer in ein und denselben Aktienkaufvertrag (Share Purchase Agreement, SPA) eingebunden werden?
- Wer kommt seitens der Zielgesellschaft als Pförtner (sogenannter Gate Keeper), der das breit gestreute Aktionariat kennt und für diese Verhandlungen mit dem Käufer führen kann, in Frage (sogenannter Sellers' Representative)?
- Soll das SPA aus Praktikabilitäts- und Vertraulichkeitsgründen zunächst mit wenigen Grossaktionären abgeschlossen werden (sogenannte Initial Sellers)?

Die Daumenregel, welche ältere Anwälte ihren jüngeren Kollegen mit auf den Weg geben, ist etwa die folgende: «Erstelle ein ‹globales› SPA, bestimme ein oder zwei Sellers' Representatives, und wähle ein zweistufiges Vorgehen, zunächst Vertragsunterzeichnung der Initial Sellers, sodann Vertragsbeitritt der Acceding Sellers».

Der nachfolgende Beitrag begleitet en détail durch die Stationen der Multi-Seller Transaktionen und enthält zahlreiche Mustertexte für den Praktiker.

## II. Besonderheiten bei der Transaktionsplanung

Bei der Multi-Seller Transaktion wäre der Käufer am glücklichsten, wenn er die Spezialtransaktion verhindern könnte, indem er die Verkäufer dazu bringt, ihre Aktien zunächst in eine Holding einzubringen, welche anschliessend die Zielgesellschaft verkauft. Die Verkäufer umgekehrt würden am liebsten ihre Aktien wie bei einem öffentlichen Kaufangebot ohne SPA, ohne Gewährleistungen und ohne Escrow anbieten<sup>10</sup>.

Die erfolgversprechendste Transaktionsvariante ist allerdings der Abschluss eines «globalen» SPA zwischen dem Käufer und möglichst vielen oder allen Verkäufern. In diesem Zusammenhang ergeben sich folgende rechtliche und logistische Hürden:

### A. Sellers' Representatives

Die Exponenten seitens der Verkäufer, welche das Szepter übernehmen, d.h. die Sellers' Representatives, führen einen Zweifrontenkampf: Neben den Verhandlungen mit dem oder den Kaufinteressenten müssen sie ständig sicherstellen, dass sie im besten Interesse der Mehrheit der Verkäufer handeln. Es geht dabei auch um die Kunst der Kommunikation mit den Verkäufern. Erschwerend oder verkomplizierend kommt oft hinzu, dass ein Teil der Aktien beim Management platziert worden sind,

---

<sup>10</sup> Dazu hinten Ziff. VI.

weshalb die Sellers' Representatives schon fast eher in einem Bermudadreieck agieren.

Als Sellers' Representatives eignen sich in der Regel die Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft, empfehlenswert ist eine Besetzung mit zwei oder drei Vertretern.

Den Sellers' Representatives obliegen typischerweise folgende Aufgaben:

- Auswahl des Käufers (allenfalls Auktionierung)
- Organisation der Due Diligence
- Verhandeln des Share Purchase Agreements
- Verhandeln des Escrow Agreements
- Überwachen der Conditions to Closing (insbesondere Wettbewerbsrecht)
- Durchführung von Signing und Closing
- Durchführung einer allfälligen Kaufpreisanpassung
- Überwachung der Escrow Auszahlungen
- Abwehr von Warranty Claims, allenfalls Prozessführung
- Ansprechpartner der Verkäufer

Die Sellers' Representatives haben ein ausserordentlich breites Spektrum von Aufgaben und entsprechender Verantwortung. Sie haben sich frühzeitig umfassend bevollmächtigen zu lassen<sup>11</sup>.

## B. Initial Sellers

Je grösser der Aktionariatskreis bzw. je höher die Anzahl der Verkäufer, desto eher suchen der Käufer einerseits und die Sellers' Representatives andererseits ein zweistufiges Vorgehen betreffend Abschluss des Share Purchase Agreements: es wird ein innerer Kreis (Inner Circle) von möglichst wenigen möglichst grossen Aktionären gesucht (wenn möglich sogenannte Anchor Shareholders<sup>12</sup> mit einer Beteiligung von 10% oder mehr), welche dem Käufer ein bis zwei Drittel des Aktienkapitals andienen können. Diese sogenannten Initial Sellers erfahren naturgemäss vor allen übrigen Aktionären von den Verkaufsplänen. Die Informationsasymmetrie unter den Aktio-

---

<sup>11</sup> Hinten lit. D.

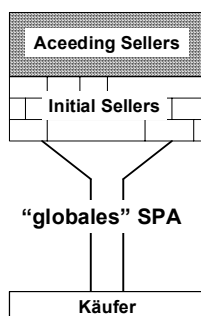
<sup>12</sup> Zum Anchor Shareholder im Public M&A: ROLF WATTER/DIETER DUBS, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Mergers & Acquisitions XII, Zürich/Basel/Genf 2010, 1–36.

nären<sup>13</sup> lässt sich dadurch rechtfertigen, dass die Erfolgchancen der Transaktion, die letztlich im Interesse aller Aktionäre liegen muss, auf diesem Weg stark verbessert werden können. Zu den Initial Sellers gehören typischerweise Familienaktionäre mit grossen Aktienpaketen, Mitglieder des Verwaltungsrats sowie Key Employees.

### C. Acceding Sellers

Später, in einer zweiten Phase, sind alle übrigen Verkäufer zu begrüßen und einzuladen, dem Share Purchase Agreement zwischen dem Käufer und den Initial Sellers beizutreten. Die beitretenden Verkäufer (sogenannte Acceding Sellers) werden über die Grundsätze der Transaktion informiert, insbesondere auch über die Eckpfeiler des Share Purchase Agreements<sup>14</sup> und aufgefordert, eine Beitrittserklärung (sogenannte Accession Deed) zu unterzeichnen.

Durch Unterzeichnung der Accession Deeds werden diese übrigen Verkäufer Vertragspartei des SPA mit allen diesbezüglichen Rechten und Pflichten. Der Abschluss des globalen SPA hat *eo ipso* die Folge, dass alle Verkäufer, Initial Sellers und Acceding Sellers, denselben Preis – den besten Preis – erhalten.<sup>15</sup>



Die Acceding Sellers sind von den Sellers' Representatives aufzufordern, die angebotenen Aktienzertifikate zusammen mit der Accession Deed<sup>16</sup> an die Sellers' Representatives zu senden (sofern die Aktienzertifikate nicht im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrages ohnehin zentral bei der Zielgesellschaft oder einer Treuhandgesellschaft hinterlegt worden sind).

Im Anhang 3 findet sich ein Muster einer Accession Deed.

<sup>13</sup> Zur Vorabinformation von Grossaktionären: PETER BÖCKLI/CHRISTOPH BÜHLER, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 3/2005, 101–112.

<sup>14</sup> Hinten Ziff. II.E.

<sup>15</sup> Hinten Ziff. II.F.

<sup>16</sup> Accession Deed ist dreifach zu unterzeichnen, ein Exemplar für den Käufer, eines für den betreffenden Verkäufer und eines für die Sellers' Representatives.

## D. Vollmachten

Vieles richtig oder umgekehrt vieles falsch gemacht werden kann beim Einholen der Vollmachten. Wie erwähnt sind die Vollmachten der Initial Sellers – und später der Acceding Sellers – umfassend zu formulieren, entsprechend den Aufgaben der Sellers' Representatives<sup>17</sup>.

Soll eine Auktion durchgeführt werden, ist dies in der Vollmacht entsprechend festzuhalten. Ebenfalls festzuhalten ist, ob der Verkäufer «bestens» oder aber «limitiert» verkaufen will. Eine mögliche Formulierung zur Bevollmächtigung zur Auktion zum Höchstpreis lautet:

«Ich habe davon vernommen, dass (Zielgesellschaft) im Rahmen einer Auktion verkauft werden soll. Ich habe mich entschlossen, den Verwaltungsrat der (Zielgesellschaft) bzw. die Herren AAA und BBB zu beauftragen, meine XX Aktien an (Zielgesellschaft) zu den gleichen Konditionen wie diejenigen der anderen Verkäufer zu verkaufen. Herr AAA und/oder Herr BBB sollen sich darum bemühen, einen für alle Verkäufer möglichst vorteilhaften Preis zu erzielen.»

Besteht unter Aktionären ein Aktionärsbindungsvertrag (ABV), so ist dieser zweckmässigerweise in der Vollmachtserteilung aufzuheben. Es versteht sich von selbst, dass alle Mitglieder eines allfälligen Aktionärsbindungsvertrages Initial Sellers sein werden, da die Kündigung des ABV unter den Mitgliedern mitteilungsspflichtig ist. Der Passus in der Vollmacht betreffend Auflösung des ABV sowie ein Textvorschlag, wonach weder «bestens» noch «limitiert», sondern der Preis vorbehalten bleibt, lautet wie folgt:

«Seit Abschluss des Aktionärsbindungsvertrags vom (Datum) haben sich die Verhältnisse kürzlich erheblich geändert, da sich der natürliche Käufer der (Zielgesellschaft) von sich aus als Interessent angeboten hat. Deshalb habe ich mich entschlossen, den Aktionärsbindungsvertrag zu kündigen und beauftrage unter diesen Umständen den Verwaltungsrat der (Zielgesellschaft) bzw. die Herren AAA und BBB mit (Käuferin) Verhandlungen über einen möglichen Verkauf meiner XX Aktien an der (Zielgesellschaft) zu führen und die damit verbundenen Chancen zu wahren. Sobald eine Preisfindung erfolgt ist, sollen Herr AAA und/oder Herr BBB mich orientieren. Ich werde dann über das weitere Vorgehen entscheiden.»

Die Vollmacht ist zweckmässigerweise nicht auf das Signing zu beschränken, sondern soll unbedingt zugleich die Berechtigung enthalten, dass die Sellers' Representatives zur Durchführung des Closings berechtigt sind, etwa mit folgenden Worten:

«Diese Vollmacht berechtigt die Herren AAA und/oder BBB zur Unterzeichnung des Share Purchase Agreements (Signing) und zum Vollzug der Transaktion (Closing) sowie allen weiteren damit zusammenhängenden Rechtshandlungen.»

---

<sup>17</sup> Vorne Ziff. II.A.

Obwohl die Bevollmächtigung zur Durchführung des Signings und Closings an sich auch die Verhandlung und den Abschluss des Escrow Agreement mit beinhalten dürfte, empfiehlt sich eine diesbezügliche explizite Regelung<sup>18</sup>.

Vollmachten haben selbstverständlich auch die üblichen weiteren Klauseln zu enthalten, namentlich das Recht zur Doppelvertretung (bei Multi-Seller Transactions *per se* wichtig), das Recht auf Substitution und eine Vollmacht über den Tod hinaus<sup>19</sup>. Anglo-amerikanische Käufer wünschen oft auch den (unnützen) Vorbehalt der Unwiderruflichkeit der Vollmacht.

Von der internen Vollmacht ist die externe Vollmacht zu unterscheiden: Oft kann es ratsam sein, eine Vollmacht ohne jegliche Preisangaben auszustellen, welche später dem Käufer ausgehändigt werden kann.

Im Falle von sogenannten Warranty Claims bzw. von Warranty Litigation ist eine Prozessvollmacht jedes Verkäufers an die prozessführende Anwaltskanzlei zu erteilen. Da Prozessvollmachten fallspezifisch auszugestalten sind, ist eine Vollmachtserteilung *ex ante* kaum möglich und von Fall zu Fall einzuholen<sup>20</sup>.

## E. «Hirtenbriefe»

Weniger ein rechtliches, sondern vielmehr ein logistisches Problem sind die Orientierungen der Verkäufer durch die Sellers' Representatives. Die Kontakte der Sellers' Representatives mit den Initial Sellers beruhen typischerweise auf persönlichen Beziehungen und Gesprächen. Die nachfolgenden Orientierungen an alle Verkäufer erfolgen durch standardisierte Serienschreiben (sogenannte Hirtenbriefe). Zu orientieren ist insbesondere anlässlich des Signings und anlässlich jedes Cash Flows, d.h. beim Closing, bei einer allfälligen Kaufpreisanpassung sowie bei jeder Escrow Auszahlung.

Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass die Verkäufer oft Laien sind. Die Zustellung eines 50- oder gar 100-seitigen US-style Share Purchase Agreements schafft mehr Verwirrung als Klarheit. Die Sellers' Representatives werden ihre Transaktionsanwälte um eine rechtliche Kurzanalyse des SPA bitten und diese Kurz-

---

<sup>18</sup> Diese kann wie folgt lauten: «Im Hinblick auf den Vollzug des Aktienkaufvertrages mit (Käuferin) vom (Datum), nachfolgend 'Kaufvertrag' genannt, beauftrage und bevollmächtige ich einzeln oder gemeinsam die Herren AAA und BBB in meinem Namen für die im Kaufvertrag vorgesehenen Escrow Accounts ein Escrow Agreement zwischen den Aktionären der (Zielgesellschaft), (Käuferin) und einem Escrow Agent zu unterzeichnen und die im Escrow Agreement vorgesehenen Handlungen als Vertreter der Aktionäre vorzunehmen.»

<sup>19</sup> Zur Vollmacht über den Tod hinaus (T-Vollmacht) DIETER ZOBL, Probleme im Spannungsfeld von Bank-, Erb- und Schuldrecht, AJP/PJA 2001, 1007–1009.

<sup>20</sup> Hinten Ziff. V.B.



analyse, zusammen mit einer Wegleitung «Wie verkaufe ich meine Aktien» an die Verkäufer senden.

Das Muster einer Wegleitung sowie einer SPA-Kurzanalyse finden sich in den Anhängen 1 sowie 2.

### ***Orientierung(sveranstaltung) betreffend Signing und Accession***

Erst nach fortgeschrittenen Verhandlungen zwischen den Käufern und den Sellers' Representatives empfiehlt es sich, sämtliche Aktionäre zu einer Orientierungsveranstaltung einzuladen. Die Einladung zur Orientierungsveranstaltung kann sich in groben Zügen zur geplanten Transaktion äussern und für Einzelheiten auf die Kurzanalyse der Transaktionsanwälte betreffend SPA hinweisen, etwa wie folgt:

«Das Transaktionsvolumen beträgt bis zu CHF XXX Mio. Das Zustandekommen und der definitive Kaufpreis hängen namentlich davon ab, ob genügend Aktionäre dem Vertrag beitreten und ob die Wettbewerbsbehörden in verschiedenen Ländern der Transaktion zustimmen werden. Die vorgenannten Faktoren können zu einer Preisreduktion von bis zu CHF XX Mio. führen. Über Einzelheiten der Preisgestaltung und der Bedingungen für den Vollzug der Transaktion gibt die Kurzanalyse «Rechtliche Ausführungen zum Vertrag mit (Käuferin) vom (Datum)» Auskunft.»

Anlässlich der Orientierungsveranstaltung kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bzw. die Sellers' Representatives über folgende Themata informieren:

- Verlauf der Auktion, allenfalls Gründe für Verzicht auf Auktion
- Gründe, die für den Käufer sprechen
- Angaben zum möglichen Kaufpreis
- Stand der Vertragsverhandlungen
- Erläuterung des Share Purchase Agreements
- Mechanismus des Beitritts zum SPA

Die Orientierungsveranstaltung bietet eine gute Gelegenheit für die Sellers' Representatives, den Puls der Aktionärsbasis zu fühlen («Touch Base»).

### ***Orientierung betreffend Closing***

Der nächste wichtige Hirtenbrief erfolgt anlässlich des Closings. Die Sellers' Representatives orientieren die Verkäufer, ob bzw. wie viele Aktien dem Käufer angedient wurden und wie der künftige Cash Flow aussehen wird. Ein Muster:

«Wir freuen uns, Ihnen mitteilen zu dürfen, dass die Transaktion heute erfolgreich abgeschlossen worden ist. Sämtliche Aktien der (Zielgesellschaft) wurden an (Käuferin) übergeben, welche im Gegenzug den Gesamtkaufpreis von CHF XXX Mio. überwiesen hat. Von diesem Gesamtkaufpreis werden CHF XX Mio. auf einem

Sperrkonto (sogenannter Escrow) für allfällige Gewährleistungs- und Garantiefälle zurückgehalten. An die Aktionäre wurde heute CHF XXX Mio., pro Aktie also CHF XXX überwiesen.

An Sie wurde folgender Betrag überwiesen: CHF XXX (Berechnung: Anzahl Aktien x Preis pro Aktie) und zwar auf folgendes Konto (Bank, Konto).

Der auf dem Escrow Konto zurückbehaltene Betrag wird, falls keine Gewährleistungs- und Garantiefälle auftreten, gemäss folgendem Zeitplan an die Aktionäre ausgeschüttet (Zeitplan).»

### *Orientierung betreffend Kaufpreisanpassung und Escrow Auszahlungen*

Anlässlich der Kaufpreisanpassungen bzw. verschiedener Escrow Auszahlungen orientieren die Sellers' Representatives über den anstehenden und die künftigen Cash Flows. In dieser Phase ist es ausserordentlich wichtig, die Kontoverbindungen eines jeden Aktionärs (nochmals) zu überprüfen und jedem Verkäufer individuell anzuzeigen, welcher Betrag seinem Konto gutgeschrieben wird. Auf diesem Weg stellen die Sellers' Representatives sicher, dass mangels Widerspruch jeder Verkäufer das erhalten hat, was ihm zusteht.

## **F. Best Price und Insidergeschäfte**

Da Multi-Seller Transactions (gemäss hier verwendeter Terminologie) Teil des Private M&A sind, finden die Bestimmungen des Börsengesetzes (BEHG), und damit auch der Gleichbehandlungsgrundsatz gemäss Art. 10 Übernahmeverordnung (UEV-UEK)<sup>21</sup> begriffsgemäss keine Anwendung. Dennoch gewährleistet das «globale» Share Purchase Agreement mit allen Initial Sellers sowie Acceding Sellers, dass alle Verkäufer denselben Kaufpreis pro Aktie erhalten. Die Vollmacht zugunsten der Sellers' Representatives wird unter Umständen bereits einen Passus enthalten, wonach der Verkäufer zu den gleichen Konditionen wie die anderen Verkäufer verkauft<sup>22</sup>, womit der Gleichbehandlungsgrundsatz *ab initio* in Stein gemeisselt ist. Da die Sellers' Representatives in der Regel Mitglied des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft sind, sind die genannten Vertreter gemäss Art. 717 Abs. 2 OR zur Gleichbehandlung der Aktionäre bzw. Verkäufer gehalten.

Ebensowenig wie das Börsengesetz ist die Insiderstrafnorm im Bereich Private M&A anwendbar. Gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB ist die genannte Strafbestimmung nur anwendbar, sofern die Zielgesellschaft-Aktien kotiert sind. Nichtsdestotrotz ist bei der Transaktionsplanung darauf zu achten, dass das «aktienrechtliche Insiderrecht»,

---

<sup>21</sup> Zur Best-Price Rule: TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 5), 341–353, Rz. 682–699; TSCHÄNI (FN 2), 347–350, Rz. 36–43; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 267–281.

<sup>22</sup> Vorne Ziff. II.A.

das aus der Treuepflicht des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 OR Abs. 1 entsteht, beachtet wird<sup>23</sup>. Bei gleichem Informationsstand zwischen Aktionären ist gegen all-fällige Transaktionen im Vorfeld des Share Purchase Agreements selbstverständlich nichts einzuwenden.

## G. Finanzierung

Die Sellers' Representatives und die von ihnen beigezogenen Berater (Anwälte, Steuerberater, allenfalls Investment Bank) werden üblicherweise bis zum Closing durch die Zielgesellschaft bezahlt. Eine *pro rata* Rechnungsstellung, zunächst an die Initial Sellers und anschliessend auch an die Acceding Sellers, ist *de facto* nicht möglich, namentlich da Transaktionsanwälte oft monatlich oder gar alle vierzehn Tage ihre Zwischenrechnungen – auch im Sinne einer effizienten Kostenkontrolle – vorlegen<sup>24</sup>.

Die Kostentragung durch die Zielgesellschaft ist nicht nur die einzig praktikable Finanzierungsmöglichkeit. Ein Blick nach links zeigt, dass bei öffentlichen Kaufangeboten die gesellschaftsinternen und -externen Kosten (Due Diligence, Transaction Agreement, Fairness Opinion u.a.m.) durch die Zielgesellschaft und nicht durch die (Publikums)Aktionäre getragen werden<sup>25</sup>. Es ist zu postulieren, dass diese Kostentragungsprinzipien auch im Private M&A aus steuerlicher Sicht akzeptiert werden, und dass die Kostentragung durch die Zielgesellschaft insbesondere nicht als geldwerte Leistung an die Verkäufer mit den entsprechenden Gewinn-, Verrechnungs- und Einkommenssteuerfolgen betrachtet wird<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Zum aktienrechtlichen Insiderrecht: PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, 1786, Rz. 616–617.

<sup>24</sup> Es empfiehlt sich, dass die Transaktionsanwälte, welche ihre Rechnungen an die Zielgesellschaft senden, die Fakturadetails den Sellers' Representatives senden, damit die Aufzeichnungen über die anwaltliche Beratung nicht später mit der Zielgesellschaft zum Käufer gelangen.

<sup>25</sup> Dieser Umstand ist bei öffentlichen Kaufangeboten derart klar, dass dies nicht explizit, sondern nur implizit erwähnt wird: RUDOLF TSCHÄNI/HANS JAKOB DIEM, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 79–84, 90–100, 107–109; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 5), 76–88, 319 f. Rz. 145–165, 639 f.; SCHENKER (FN 21), 589–595, 686–704.

<sup>26</sup> Die Steuerpraxis ist diesbezüglich allerdings uneinheitlich und unklar und tendiert dazu, mindestens eine teilweise Kostenbeteiligung der Verkäufer zu fordern, zudem ist stets auf die Umstände des Einzelfalles abzustellen.

### III. Besonderheiten bei der Due Diligence

Multiple Seller Transactions zeitigen im Bereich der Due Diligence nicht wesentliche Besonderheiten, abgesehen von Folgendem:

Je grösser die Zahl der Verkäufer, desto mehr wird der Käufer Wert darauf legen, im Datenraum ein aktuelles und vollständiges Aktienregister einzusehen, welches den Aktionärskreis und die Aktienbestände minutiös und lückenlos festhält<sup>27</sup>.

Ebenso wird der Käufer im Datenraum die Originale oder zumindest eine Kopie aller Aktienzertifikate einsehen wollen, alle mit einer lückenlosen Indossamentskette (sogenannter Title).

Nur so kann der Käufer sicherstellen, dass er tatsächlich den richtigen Aktionären bzw. Verkäufern den Kaufpreis zahlt und diese nicht später individuell verfolgen und wegen Rechtsgewähr belangen muss<sup>28</sup>.

Der Umstand, dass im Datenraum Klarheit geschaffen wird, wer wieviel verkauft, ist auch im Interesse der Verkäufer, die eine Solidarhaftung verhindern möchten<sup>29</sup>.

### IV. Das Multi-Seller SPA

Nachfolgend werden jene Vertragsklauseln thematisiert, welche bei Multi-Seller Transactions eingefügt werden müssen, um der spezifischen Transaktionsstruktur Rechnung zu tragen.

#### A. Vertragsparteien, Aufgliederung der verkauften Aktien

Aus dem Share Purchase Agreement muss klar hervorgehen, wer als Verkäufer auftritt und wer wieviel verkauft. Ist dies für den Käufer nicht klar ersichtlich, so riskieren die Verkäufer Solidarhaftung<sup>30</sup>.

Die (zahlreichen) Aktionäre wollen vermutlich in den wenigsten Fällen unter sich offenlegen, wer wie viele Aktien verkauft bzw. wer wieviel vom Kaufpreis erhält. Typischerweise wird deshalb die Aufgliederung der Aktien in einem Anhang zum SPA

---

<sup>27</sup> Zum allgemeinen Bedürfnis des Käufers, das Aktienregister und die Aktienzertifikate im Rahmen der Due Diligence einzusehen: JAKOB HÖHN, Einführung in die rechtliche Due Diligence, Zürich 2003, 73, 78–79.

<sup>28</sup> Hinten Ziff. IV.E.

<sup>29</sup> Hinten Ziff. IV.A. und Ziff. IV.E.

<sup>30</sup> Hinten Ziff. IV.E.

erfolgen, allenfalls ist auch die Multitude der Verkäufer nicht auf der ersten Vertragsseite, sondern in einem Anhang zum SPA aufgelistet.

## B. Beitrittssystem

Im SPA zwischen dem Käufer und den Initial Sellers, die i.d.R. 33.3-66.6% der Aktien der Zielgesellschaft halten<sup>31</sup>, wird festgehalten, dass die Acceding Sellers innerhalb einer eng bemessenen Zeitperiode dem SPA beitreten können und dass die Acceding Sellers den Initial Sellers in jeder Hinsicht gleichgestellt sind. Der diesbezügliche Vertragstext kann wie folgt lauten:

«All of the holders of Shares who are not Initial Sellers shall be given a period ending X calendar days before the Closing Date to accede to this Agreement in the capacity of Sellers by way of execution of a Deed of Accession and for the delivery of such Deed of Accession to the Purchaser and the Sellers' Representative.»

## C. Dynamischer Kaufpreis pro Aktie

Währenddem «normale» Share Purchase Agreements den gesamten Kaufpreis nennen, enthält das SPA bei Multi-Seller Transactions typischerweise den Preis pro Aktie<sup>32</sup>, da nicht feststeht, wie viele Verkäufer schlussendlich dem SPA beitreten. Die diesbezügliche Klausel kann wie folgt lauten:

«The purchase price payable by the Purchaser for all of the Shares on the Closing Date shall be the amount resulting from multiplying the number of Shares by the Share Price.»

Dabei ist Folgendes zu beachten: Bei den Vertragsverhandlungen wird typischerweise über den Gesamtpreis für das ganze Unternehmen verhandelt. Bei der Berechnung des Preises pro Aktie muss darauf geachtet werden, dass der Gesamtpreis nur auf die sich im Umlauf befindlichen Aktien (sogenannte Outstanding Shares) verteilt wird, und nicht auf eigene Aktien (sogenannte Treasury Shares) der Zielgesellschaft. Ein Beispiel:

Gesamtpreis: CHF 300 Mio., Anzahl Aktien gemäss Handelsregister: 10'000; eigene Aktien der Zielgesellschaft: 500

Preis pro Aktie: CHF 31'578.95 (nicht CHF 30'000)

---

<sup>31</sup> Vorne Ziff. II.B.

<sup>32</sup> Die Bezeichnung des Kaufpreises pro Aktie empfiehlt sich auch im Lichte von BGE 116 II 707, um eine Solidarhaftung der Verkäufer zu verhindern. Dazu hinten FN 36.

Um eine möglichst hohe «Zeichnungsquote» zu erzielen, schafft der Käufer in der Regel einen Incentive, indem er den Kaufpreis pro Aktie erhöht, wenn gewisse Schwellenwerte überschritten werden. Der diesbezügliche Vertragstext kann wie folgt lauten:

«The Share Price shall be:

CHF XXX for each Share if the Shares at the Closing represent 90% or more of the Outstanding Shares; or

CHF XXX for each Share if the Shares at the Closing represent more than 80%, but less than 90%, of the Outstanding Shares.»

Typischerweise wird der Verkäufer den gesamten Kaufpreis auf ein von den Sellers' Representatives zu bezeichnendes Bankkonto überweisen und die korrekte Verteilung des Kaufpreises den Verkäufern bzw. den Sellers' Representatives überlassen<sup>33</sup>. Der diesbezügliche Passus im SPA kann wie folgt lauten:

«Purchaser shall only be liable for the payment and delivery of the Purchase Price in accordance with this Agreement, and shall have no liability for the actual allocation of the Purchase Price among Sellers.»

## D. Bedingung: Mindestbeteiligung

Unabhängig vom dynamischen Kaufpreis wird der Käufer unter den Conditions to Closing eine minimale Beteiligung erwerben wollen. Im Falle der Nichterreichung der betreffenden Schwelle bleibt es dem Käufer demzufolge frei, den Vollzug der Transaktion zu verweigern. Die diesbezügliche Condition, welche für einen Share Deal untypisch und für ein öffentliches Kaufangebot typisch ist<sup>34</sup>, lautet etwa wie folgt:

«Holders of Shares shall have acceded to this Agreement in the capacity of Sellers in accordance with Article X to the extent necessary so that the number of Purchase Shares exceeds (66.6-80)% of the Outstanding Shares.»

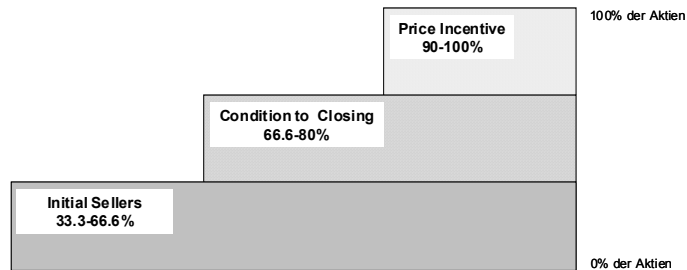
Aus den vorangehenden Vertragsbestimmungen<sup>35</sup> ergibt sich, dass der Verkäufer typischerweise den Verkäufern verschiedene Schwellen vorgibt, um die Transaktion zu einem erfolgreichen Abschluss zu bringen. Ein Beispiel: Im SPA mit den Initial Sellers will er 33.3-66.6% der Aktionäre verpflichten, als Bedingung für den Vollzug setzt er eine Schwelle zwischen 66.6% und 80% an, der Kaufpreis wird im Übrigen erhöht, falls nicht nur 80-90%, sondern sogar 90-100% der Aktionäre verpflichtet werden können.

---

<sup>33</sup> Dahingehend auch GÜNTHER (FN 6), III. 1, 2, 297.

<sup>34</sup> Zur Bedingung einer Mindestbeteiligung bei öffentlichen Kaufangeboten: TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 2), 239–244, Rz. 472–479; SCHENKER (FN 21), 293–294.

<sup>35</sup> Vorne lit. A-C.



### E. *Pro rata* Haftung

Eine Selbstverständlichkeit ist, dass bei Multi-Seller Transactions jeder Verkäufer nur für seinen Anteil, d.h. *pro rata* haften will und dass die Solidarhaftung explizit ausgeschlossen wird. Wie bereits vermerkt, muss das SPA – im Lichte von BGE 116 II 707<sup>36</sup> – Klarheit schaffen, welcher Verkäufer wie viele Aktien verkauft. Zudem muss die Teilschuldnerschaft explizit stipuliert werden:

«Each Seller's liability to Purchaser under this Agreement shall be *pro rata* to the number of Sellers' Shares sold by such Seller («Teilschuldnerschaft») and not joint and several.»

Falls die Zielgesellschaft eigene Aktien hält, berechnet sich die *pro rata* Haftung gemessen am Aktienkapital der Zielgesellschaft, abzüglich eigene Aktien. Ein diesbezüglicher Formulierungsvorschlag lautet:

«The Sellers' liability under this Agreement shall be personal and several (Einzelschuldner) not joint and several (keine Solidarhaftung) and any one Seller shall only be liable to the Purchaser *pro rata* to its Shares to the aggregate of all of the Shares minus the Treasury Shares.»

Die *pro rata* Haftung kann grundsätzlich dadurch umgesetzt werden, dass ein Teil des Kaufpreises als Escrow hinterlegt wird und nur dieser Escrow für allfällige Gewährleistungen und Garantien haftet. Der Escrow ist das Dach (sogenanntes Cap) für sämtliche Gewährleistungsansprüche. Die diesbezügliche Vertragsbestimmung lautet etwa wie folgt:

«Any payments by Sellers with respect to claims under this Agreement shall be limited to the then available Escrow Amount.»

<sup>36</sup> In BGE 116 II 707 hatte das Bundesgericht den Fall eines Aktienverkaufs durch fünf Personen zu beurteilen. Da gegenüber der Käuferin weder eine Aufteilung des Aktienbesitzes auf die verschiedenen Aktionäre noch eine Aufteilung des Kaufpreises gemacht wurden, ging das Bundesgericht von einer einfachen Gesellschaft und damit Solidarhaftung aus; kritisch dazu: CLAUDE HONEGGER, Mitgegangen, mitgehangen: Ein Bundesgerichtsurteil zur Solidarität beim gemeinsamen Verkauf von Aktien, Der Schweizer Treuhänder 1-2/93, 39-43.

Der Käufer hat ein Interesse, auch für allfällige Mängel der Rechtsgewährleistung (sog. Title) vollumfänglich auf den Escrow greifen zu können. Dadurch ergeben sich seitens der Verkäufer komplexe Regressfragen, da eine entsprechende Haftung des Escrow für Rechtsgewährleistung die *pro rata* Haftung durchbricht.

## F. Indirekte Teilliquidation

Bei Multi-Seller Transactions sind typischerweise ein Grossteil der Verkäufer Privatpersonen, welche die Aktien der Zielgesellschaft im Privatvermögen halten. Die Verkäufer verlangen im Sinne eines «*pièce de résistance*», dass der Käufer innerhalb von 5 Jahren nach Closing keine Reorganisationen, Gewinnausschüttungen oder andere Massnahmen durchführt, welche den steuerfreien Kapitalgewinn der Verkäufer gefährden würde, indem das Käuferverhalten zu einer sogenannten indirekten Teilliquidation führt<sup>37</sup>. Die diesbezügliche Vertragsklausel lautet etwa:

«Purchaser will not undertake any measures, transactions, omissions or other actions which could lead to taxable income for (some of) Sellers according to article 20a (1) (a) of the Swiss Direct Federal Tax Law («Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer») and/or according to the respective provisions in the applicable cantonal and communal tax laws (and/or cantonal and communal practice) regarding indirect partial liquidation («Indirekte Teilliquidation»). In particular, during a period of five years after the sale, the Company will not directly or indirectly distribute to Purchaser excess substance, which was already existing and distributable at the point of time of the sale and which was commercially not needed. Purchaser will indemnify Sellers for any tax cost (including but not limited to penalties and late payment interest) arising from indirect partial liquidation and for any advisory fees related thereto.»

## G. Sellers' Representatives

Das SPA enthält typischerweise auch Bestimmungen über die Sellers' Representatives. Oft werden Bevollmächtigungsklauseln in das SPA integriert, welche an sich kaum Sinn machen. Die Bevollmächtigung der Sellers' Representatives muss lange vor dem SPA stattfinden. Im SPA selbst wäre eine Bevollmächtigung nur noch für Handlung-

---

<sup>37</sup> Zur indirekten Teilliquidation: URS SCHENKER, Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen: Günstigere Rahmenbedingungen durch das Bundesgesetz über dringende Anpassungen bei der Unternehmensbesteuerung, in: Mergers & Acquisitions IX, Zürich 2007, 185–207 (zit. Besteuerung von Privatpersonen); vgl. auch Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG und die diesbezüglichen Ausführungen vorne in FN 7; URS SCHENKER, Der steuerfreie private Kapitalgewinn beim Unternehmensverkauf – eine Regel mit Ausnahmen, in: Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 211–241; SCHENKER (FN 21), 710–719; TSCHÄNI (FN 3), 55–59, Rz. 22–29.



gen nach dem Signing sinnvoll. Aber auch diesbezüglich ist eine Bevollmächtigungsklausel fragwürdig, da die Sellers' Representatives das SPA unterzeichnen und nicht die Verkäufer. Nichtsdestotrotz werden nachfolgend einige typische Klauseln betreffend Bevollmächtigung der Sellers' Representatives wiedergegeben:

«The Sellers hereby designate Mr. AAA and/or Mr. BBB, both acting individually, to act as the Sellers' Representative. Mr. AAA and/or Mr. BBB commit to act as Sellers' Representative until the X anniversary of the Closing Date.

The Sellers' Representative shall have the power to represent Sellers in all matters relating to this Agreement, including

- the giving and receipt of any notices to be delivered or received pursuant to this Agreement,
- any settlements regarding the Closing Financial Statements or the Purchase Price Adjustment,
- the representation of such Sellers in connection with the Parties' claims, indemnification proceedings or arbitration hereunder,
- waiving, modifying or amending any of the terms of this Agreement, and taking any and all other actions on such Seller's behalf, including the settlement of any matter in dispute relating to this Agreement.»

## H. Finanzierung (bis Closing)

Wie eingangs erwähnt ist eine Vorfinanzierung der Multi-Seller Transaction nur über die Zielgesellschaft möglich<sup>38</sup>. Im Sinne der Klarheit ist im SPA festzuhalten, dass die Vorfinanzierung durch die Zielgesellschaft bis zum Closing andauert und erst danach die weiteren Transaktionskosten der Verkäufer durch den Kaufpreis finanziert werden können. Eine Vertragsklausel, welche diesbezüglich Klarheit schafft, kann wie folgt lauten:

«Each Party shall pay its own expenses and the expenses of its counsel and advisers in relation to this Agreement. Until Closing, the Company shall pay the expenses of the Sellers and the expenses of their counsel and advisers in relation to this Agreement.»

Wie erwähnt ist es durchaus gerechtfertigt, dass die Aufwendungen der Sellers' Representatives und deren Berater – analog wie bei öffentlichen Kaufangeboten – durch die Gesellschaft und nicht durch die Aktionäre getragen werden. Allerdings können hierbei steuerliche Risiken oder Unsicherheiten entstehen<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Vorne Ziff. II.G.

<sup>39</sup> Vorne Ziff. II.G.

## V. Post Closing Besonderheiten

Je grösser die Anzahl der Verkäufer, desto zeitaufwendiger gestaltet sich die Adressverwaltung der Verkäufer. Neben den Anschriften sind auch die Kontobeziehungen der Verkäufer à jour zu halten, was eine entsprechende Organisation voraussetzt. Insbesondere beim Verkauf von Familiengesellschaften ist bei längerer Escrowdauer damit zu rechnen, dass der eine oder andere Verkäufer ablebt, so dass auch erbrechtliche Fragen bzw. Dispute nicht ausgeschlossen werden können. Besonderheiten ergeben sich in rechtlicher Hinsicht in folgenden Gebieten:

### A. Escrow

Bei der Multi-Seller Transaktion ist die Hinterlegung eines Teils des Kaufpreises als Haftungssubstrat für Gewährleistungs- und Garantieansprüche (sogenanntes Escrow) besonderes sinnvoll: Der Käufer kann die Vielzahl der Verkäufer beim gemeinsamen Haftungssubstrat belangen. Die Verkäufer umgekehrt legen Wert darauf, dass sie nur anteilmässig bzw. nur mit dem beim Escrow Agent hinterlegten Betrag haften.

Sämtliche Verkäufer des Share Purchase Agreements sind typischerweise auch Vertragspartei des Escrow Agreements. Dieses enthält wie das SPA eine Vertragsklausel, wonach die Sellers' Representatives gegenüber dem Escrow Agent für alle Verkäufer auftreten können<sup>40</sup>. Dabei geht es nicht nur um die Geldanlage, sondern vor allem um die Verhandlungen im Falle einer Inanspruchnahme des Escrows durch den Käufer sowie um die Entgegennahme von frei gewordenen Beträgen zuhanden der Verkäufer<sup>41</sup>. Der entsprechende Passus im Escrow Agreement kann wie folgt lauten:

«The Sellers herewith appoint Mr. AAA and/or Mr. BBB as their representatives (the Sellers' Representatives) for the acceptance of notices and deliveries, for the giv-

---

<sup>40</sup> Zur Bevollmächtigung der Sellers' Representatives im Zusammenhang mit dem Escrow vorne Ziff. II.D, insb. FN 18.

<sup>41</sup> Zur Vertragsgestaltung des Escrow Agreements bei einer Vielzahl von Verkäufern: ISLER (FN 6), 185–186, 199–200. ISLER legt in diesem Zusammenhang (S. 186, Fn. 14) einen Lösungsvorschlag vor, welcher das Vorgehen regelt, falls eine Mehrheit der Verkäufer mit einer Auszahlung an den Käufer einverstanden ist und sich eine Minderheit der Verkäufer (u.a. durch Widerruf der Vollmacht) dem widersetzt. Danach ist der Teilbetrag der Mehrheit an den Käufer auszuzahlen und die nicht zustimmenden Verkäufer tragen das Risiko, für einen typischerweise kleinen Betrag einen kostspieligen Prozess gegen den Käufer zu führen. ISLER (S. 199) schlägt folgenden Passus im Escrow-Vertrag vor:

«Weigert sich nur ein Teil der Verkäufer, einer Überweisung [an den Käufer] zuzustimmen, ist der Escrow Agent verpflichtet, denjenigen Betrag der Escrow Summe, der anteilmässig (d.h. Gesamtzahl der von den zustimmenden Verkäufern verkauften Aktien der Gesellschaft dividiert durch XXX) auf die zustimmenden Verkäufer entfällt, gemäss den gemeinsamen Instruktionen durch die Käuferin und die zustimmenden Verkäufer auszubezahlen.»

ing of instructions to the Escrow Agent and for any other acts or performance under this Escrow Agreement. Accordingly, the Escrow Agent may rely at any time on any notices or instructions, if given on behalf of the Sellers by Mr. AAA and/or Mr. BBB. These authorizations will not cease by reason of loss of a Seller's capacity to act nor by his death but will continue to remain in full force.»

Ist im Share Purchase Agreement eine Kaufpreisanpassung (sogenanntes Purchase Price Adjustment) vorgesehen, so hat der Käufer darauf zu achten, dass er im Falle einer Kaufpreisreduktion den entsprechenden Betrag beim Escrow abziehen darf. Ebenso wenig wie bei Gewährleistungsansprüchen kann ihm nicht zugemutet werden, eine Kaufpreisanpassung ohne Haftungssubstrat bei einer grossen Vielzahl von Verkäufern anteilmässig einzufordern. Der Escrow ist mithin kein artreiner Warranty Escrow. Dies ist im Escrow Agreement (sowie im Share Purchase Agreement) festzuhalten.

Eine besondere Mühsal im Zusammenhang mit dem Multi-Seller Escrow ist Folgendes: Der Escrow Agent hat die Vertragsparteien, mithin jeden Verkäufer einzeln zu identifizieren. Es ist deshalb üblich, dass der Escrow Agent von sämtlichen Verkäufern eine Passkopie einholen wird<sup>42</sup>.

Bei der Geldanlage ist zu berücksichtigen, dass die auf dem Escrow liegenden Beträge in Fiduzanlagen oder anderen quellensteuerfreien Anlagen angelegt werden und nicht in Schweizer Festgeldern. Bei letzteren werden Verrechnungssteuern in Abzug gebracht, die Rückforderung hat individuell durch jeden Verkäufer<sup>43</sup> *pro rata* zu erfolgen. Der mit der Rückforderung durch dutzende oder hunderte von Verkäufern verbundene Aufwand ist immens. Die Sellers' Representatives werden nicht darum herumkommen, diesbezüglich mit Weisungen aufzuwarten. Werden die Escrowbeträge in verrechnungssteuerfreien Fiduzanlagen angelegt, so entfällt dieser Aufwand. Zweckmässigerweise ist die Geldanlage bereits im Escrow Agreement derart vorzuprogrammieren.

## B. Prozessvollmachten

Im Falle von Gewährleistungsansprüchen bzw. Warranty Claims haben die Sellers' Representatives eine prozessführende Anwaltskanzlei zu beauftragen. Im Prozess sind nicht (nur) die Sellers' Representatives, sondern alle Verkäufer Vertragspartei. Aus diesem Grund müssen die Prozessanwälte von jedem Verkäufer eine spezifische Vollmacht verlangen, da nur eine solche rechtsgenügend ist<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Zur Thematik Escrow Agent und GwG-Identifikation: ROLF KUHN, Der Anwalt als Escrow Agent – Unterstellung unter das GwG?, Anwaltsrevue 5/2009, 231–236.

<sup>43</sup> Art. 22 VStG.

<sup>44</sup> Der Gegenstand der Prozessvollmacht muss sich in sachlicher und persönlicher Beziehung deutlich aus der Urkunde ergeben (BGE 85 I 45, 109 II 459). Gemäss § 38 ZPO ZH ist eine Pro-

Das Einholen von Prozessvollmachten kann demnach nicht vorsorglich erfolgen. Es ist unvermeidbar, dass in konkretem Fall jeweils von allen Verkäufern eine entsprechende Vollmacht eingeholt wird.

### C. Finanzierung (post Closing)

Die Sellers' Representatives und deren Berater können nach dem Closing aus dem Cash Flow des Kaufpreises und der Escrow Auszahlungen bezahlt werden.

Im Allgemeinen empfiehlt sich, beim Closing einen bestimmten Teil des Kaufpreises für die Post Closing Finanzierung zu reservieren. Es geht dabei nicht nur um das ordentliche Handling von Kaufpreisanpassung und Escrow Auszahlungen, sondern um mögliche prozessuale Auseinandersetzungen im Zusammenhang mit Kaufpreisanpassungen und Warranty Claims. Wegen der Zersplitterung des Aktionariats ist es ratsam, den Betrag nicht kleinlich, sondern grosszügig zu bemessen. Das Einverlangen von Vorschüssen bei dutzenden oder hunderten von Aktionären ist *de facto* nicht möglich. Der entsprechend reservierte Betrag kann mit der letzten Escrow Auszahlung an die Verkäufer freigegeben werden.

## VI. Alternative Transaktionsvarianten

Wie eingangs erwähnt ist ein «globales» Share Purchase Agreement, in welches alle Verkäufer eingebettet werden, nicht der einzig gangbare Weg, um ein Unternehmen mit einer Vielzahl von Aktionären zu verkaufen. Es bestehen insbesondere folgende Alternativen:

### A. Einzelverträge mit Verkäufern

Ist das Aktionariat der Zielgesellschaft stark zersplittert, kann ein gesamthaftes Share Purchase Agreement unpraktikabel sein. Die Verkäufer werden kurze Einzelverträge anstreben, in Annäherung an das öffentliche Kaufangebot gemäss Börsengesetz<sup>45</sup>, bei welchem nicht einmal kurze schriftliche Kaufverträge existieren.

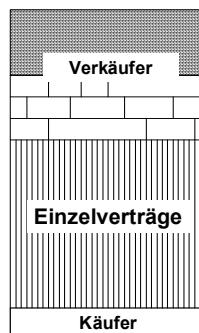
---

zessvollmacht, aus welcher der Gegenstand nicht deutlich zu entnehmen ist, ungenügend und der Mangel zu beheben, vgl. RICHARD FRANK/GEORG STRÄULI/HANS MESSMER, Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3. Aufl., Zürich 1997, § 38 N 4.

<sup>45</sup> Die UEK vertritt die Ansicht, dass die Grenze individuellen Kontraktierens bei 64–87 Adressaten überschritten werde. Empfehlung Berna Biotech AG vom 10. Februar 2006, E. 2.4. Dazu RUDOLF

Selbst wenn Einzelverträge abgeschlossen werden, bleibt dem Käufer nicht erspart, über den Verwaltungsrat bzw. einen Gate Keeper den Weg zu den Aktionären bzw. Verkäufern zu suchen und diese in der geeigneten Weise anzugehen.

Soweit Einzelverträge abgeschlossen werden, wird naturgemäss jeder Verkäufer selbst unterzeichnen, im Gegensatz zum globalen SPA, bei welchem die Sellers' Representatives für sämtliche Verkäufer unterzeichnen. Typischerweise werden bei Einzelverträgen weniger Gewährleistungen und Garantien abgegeben<sup>46</sup>, eine Escrowlösung ist nicht praktikabel, da je Einzelvertrag ein separater Escrow – insgesamt mit hin dutzende oder gar hunderte von Escrows – vorzusehen wären. Die Verkäufer werden jedoch – im Gegensatz zum öffentlichen Kaufangebot – eine Schutzklausel gegen indirekte Teilliquidation vom Käufer verlangen<sup>47</sup>.



## B. Öffentliches Kaufangebot gemäss OR

Hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keine Kontrolle über das stark zersplitterte Aktionariat, namentlich etwa dann, wenn eine Gesellschaft Inhaberaktien ausgegeben hat, ist es sogar denkbar, dass der Käufer ein öffentliches Kaufangebot ausserhalb des Börsengesetzes macht<sup>48</sup>.

Vorausgehen wird auch in dieser Konstellation, dass der Käufer einen Gate Keeper gefunden hat, der ihm die Aktienpakete der Anchor Shareholders sichert. Der Käufer schliesst zunächst mit dem Inner Circle der (Familien-)Aktionäre ein Share Purchase Agreement, um anschliessend ein öffentliches Angebot nach den Regeln des Obliga-

TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar Börsengesetz (BEHG), Basel 2007, Art. 2 lit. e N 9.

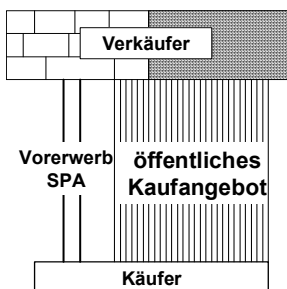
<sup>46</sup> Ein weitgehender Verzicht auf Gewährleistungen und Garantien findet typischerweise statt, wenn Anchor Shareholders ihre Aktien behalten, der Käufer demnach an die Stelle des zersplitterten Aktionärskreises tritt.

<sup>47</sup> Dazu vorne Ziff. IV.F.

<sup>48</sup> Zum öffentlichen Übernahmeangebot ausserhalb des Börsengesetzes: TSCHÄNI (FN 2), 385–387, Rz. 124–130.

tionenrechts zu machen. Aufgrund des Vorerwähnten wird klar, dass ein öffentliches Kaufangebot gemäss OR kaum je «unfriendly» sein dürfte, bei nicht kotierten Gesellschaften führt kein Weg am Verwaltungsrat und den Grossaktionären vorbei.

Die Situation ist ähnlich wie beim sogenannten Vorerwerb im Falle von kotierten Gesellschaften, wobei allerdings die Imponderabilien des Börsengesetzes entfallen<sup>49</sup>. Das öffentliche Kaufangebot gemäss OR hat den Kaufgegenstand, den Kaufpreis sowie die Angebotsfrist zu nennen und kann Bedingungen enthalten, so den Erwerb einer Mindestbeteiligung durch den Käufer. Das Angebot sollte aus praktischen Überlegungen Hinweise enthalten, wie der Kauf abgewickelt wird, insbesondere, wo die Annahmeerklärung und die Aktienzertifikate einzureichen sind, allenfalls über eine bestimmte Bank<sup>50</sup>. Von Vorteil sind Hinweise auf die Steuerfolgen des Verkaufs, namentlich für Verkäufer, welche die Aktien im Privatvermögen halten und einen steuerfreien Kapitalgewinn erzielen können<sup>51</sup>.



### C. Gründung Holding durch Verkäufer

Der Käufer mag sich mit der Idee tragen, die Verkäufer dazu zu bewegen, in einem ersten Schritt ihre Aktien der Zielgesellschaft in eine neu zu gründende Holding einzubringen, damit diese in einem zweiten Schritt die Zielgesellschaft als normalen Share Deal an den Käufer verkaufen kann.

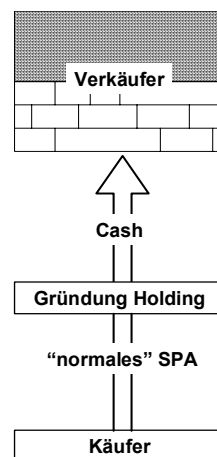
<sup>49</sup> Zum Vorerwerb bei öffentlichen Kaufangeboten gemäss Börsengesetz: HEINZ SCHÄRER/STEFAN WALLER, Vorerwerb und Pflichtangebot, in: Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, 59–95.

<sup>50</sup> Dazu TSCHÄNI (FN 2), 385, Rz. 125–126.

<sup>51</sup> Bei öffentlichen Kaufangeboten innerhalb des Börsengesetzes hat der Angebotsprospekt gemäss Praxis der UEK transparent auf die Steuerfolgen hinzuweisen, so auch auf die Einkommensteuerfolgen für die Verkäufer, welche die Aktien im Privatvermögen halten. Empfehlung Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 3. August 2005 E. 10.2. Auch in jenem Fall stellt sich die Frage, ob der Anbieter auf das Risiko hinweisen soll, dass der vermeintlich steuerfreie Kapitalgewinn unter Umständen in steuerbaren Vermögensertrag umqualifiziert werden könnte. Dazu TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 5), 311–313, Rz. 622.

Das Vorgehen hat zunächst den Nachteil, dass die Geheimhaltung der Transaktion über Initial Sellers ausgeschlossen ist. Die Gründung der Holding und der Aktientausch mit allen Aktionären setzt eine intensive Informationspolitik und Kommunikation mit allen Aktionären voraus.

Viel entscheidender sind jedoch die Steuerfolgen: Wie bereits erwähnt, befinden sich bei Multi-Seller Transactions typischerweise ein Grossteil der Aktien bei Privatpersonen. Beim hier beschriebenen Vorgehen können Verkäufer, welche ihre Aktien im Privatvermögen halten, nur dann einen steuerfreien Kapitalgewinn erzielen, wenn der volle Gegenwert der Aktien der Zielgesellschaft den einbringenden Aktionären in Form von steuerfrei rückzahlbarem Aktienkapital oder Aktionärsdarlehen gutgeschrieben werden kann. Sollten die Grundsätze der Transponierung gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. b DBG zu beachten sein<sup>52</sup>, müsste im Anschluss an den zweiten Schritt (Verkauf der Zielgesellschaft durch die Holding) die Holding eine Superdividende an ihre Aktionäre ausschütten, welche verrechnungssteuer- und für private Personen einkommensteuerpflichtig ist. Die hier beschriebene alternative Transaktionsvariante ist somit unter Umständen mit erheblichen steuerrechtlichen Nachteilen verbunden.



## VII. Epilog

Multi-Seller Transactions sind wie das Anwaltsleben selbst: ein Marathon – und kein Sprint. Oder mit den Worten Ovids: *Longa via est, propera* (Ovid, Tristia 1,1,127).

<sup>52</sup> Zur Transponierung: SCHENKER (FN 37), Die Besteuerung von Privatpersonen, 207–210.

## **Anhang: Zusätzliche Mustertexte**

### **1. Wie verkaufe ich meine Aktien**

Wie verkaufe ich meine Aktien?

- 1. Schritt:** Sog. Accession Deed ausfüllen (3 Exemplare)  
vgl. Muster  
damit werden Sie Partei des Share Purchase Agreements
- 2. Schritt:** Aktienzertifikate blanko indossieren  
unterzeichnen Sie Ihre Aktienzertifikat auf der Rückseite  
vgl. Muster
- 3. Schritt:** Versand an (Sellers' Representatives)  
3 original unterzeichnete Accession Deeds  
Originale Aktienzertifikate mit Blankoindossament
- 4. Schritt:** Sie erhalten gegengezeichneten Accession Deed  
(Käuferin) wird die Accession Deeds gegenzeichnen  
Sie erhalten ein Exemplar, ein Exemplar bleibt bei (Sellers' Representatives) und ein Exemplar bei (Käuferin)
- 5. Schritt:** Sie erhalten den Kaufpreis

Mehr als XX% des Kaufpreises werden beim sogenannten Closing bezahlt, voraussichtlich im (Zeitraum).

Im Übrigen besteht ein Kaufpreistrückbehalt, der im Wesentlichen X Jahre nach dem Closing frei wird

#### **Weitere Auskünfte:**

(Sellers' Representatives)

(Adressen)



---

## **2. Summary SPA**

### **Einführung**

Der ca. XX Seiten starke Originalvertrag ist in englischer Sprache verfasst. Nachstehend finden Sie eine kurze Zusammenfassung, im Einzelnen ist der Vertrag massgeblich.

### **Kaufobjekt**

Verkauft werden die Aktien der (Zielgesellschaft).

### **Kaufpreis / Cash Flow**

Das Transaktionsvolumen beträgt grundsätzlich bis zu CHF XXX Mio. Folgende Faktoren haben Einfluss auf den definitiven Kaufpreis pro Aktie:

- Falls weniger als 90% der Aktionäre dem Verkauf zustimmen, erfolgt ein Abzug von CHF X Mio.
- (Angaben betreffend Kaufpreisrückbehalt bzw. Escrow).
- (Angaben betreffend allfällige Anpassung des Kaufpreises).

Der Verkaufspreis pro Aktie ist für alle Aktionäre identisch.

### **Bedingungen**

Das Closing ist von nachstehenden Bedingungen abhängig:

- Die Transaktion kommt nur zustande, falls mindestens 80% der Aktionäre ihre Aktien an (Käuferin) verkaufen. Derzeit sind XXX Aktien im Umlauf, die restlichen X Aktien befinden sich im Besitz der Gesellschaft.
- (Angaben betreffend Genehmigung durch Wettbewerbsbehörden).

### **Haftungslimiten**

Die Aktionäre haften nicht solidarisch, sondern bloss anteilmässig. Die (Käuferin) kann grundsätzlich nur das Haftungssubstrat auf dem Sperrkonto (Escrow) beanspruchen.

### **Steuern**

Verkäufer mit Wohnsitz in der Schweiz, welche ihre Aktien im Privatvermögen halten und nicht als gewerbmässige Wertschriftenhändler qualifiziert werden, können grundsätzlich davon ausgehen, dass ihr Kapitalgewinn aus dem Verkauf der Aktien der (Zielgesellschaft) steuerfrei ist.

### 3. Deed of Accession

From: (Verkäufer)  
(Adresse)

To: (Sellers' Representatives)  
(Adresse)

\_\_\_\_\_  
Place                      Date

#### **Deed of Accession to Share Purchase Agreement regarding (Zielgesellschaft) dated XXX (the «Share Purchase Agreement»)**

Dear Sir

I refer to Article X of the Share Purchase Agreement and hereby unconditionally and irrevocably agree to accede to the Share Purchase Agreement in the capacity of an Acceding Seller (as defined in the Share Purchase Agreement) in respect of all of the shares in (Zielgesellschaft) owned by me (the «Shares»), i.e. XX Shares. In particular, I hereby confirm that I have no other agreements or obligations regarding any of the Shares and that I undertake to transfer all of the Shares to the Purchaser in accordance with the Share Purchase Agreement.

I hereby declare and confirm that I have read, understood and agreed to the Share Purchase Agreement.

**Enclosed to this Accession Deed you find all my share certificates** (originals, duly endorsed in blank):

Share Certificate No. (Aktien-Zertifikat Nr.)	Number of Shares (Anzahl Aktien)	Shares No. to No. (Aktien Nr. von ... bis und mit ...)	Certificate Date (Datum)

May I kindly ask you to return a copy of this Deed of Accession countersigned by the Purchaser.

With kind regards  
(Verkäufer)

Acknowledged and agreed by the Purchaser:  
(Käuferin)

---

In Triplicate

Enclosures

# M & A

## Recht und Wirtschaft in der Praxis

Liber amicorum für Rudolf Tschäni

Herausgegeben von

Matthias Oertle                      Matthias Wolf  
Stefan Breitenstein                Hans-Jakob Diem

Mit Beiträgen von

Stefan Breitenstein	Patrick Hünerwadel	Heinz Schärer
Christoph B. Bühler	Jacques Iffland	Urs Schenker
Thierry Calame	Peter R. Isler	Patrick Schleiffer
Romeo Cerutti	Edith Kreis-Kolb	Louis Siegrist
Curdin Conrad	Luise Kremer	Jürg Simon
Ingrid D'Incà-Keller	Adrian Künzler	Franco Taisch
Daniel Daeniker	Peter Kurer	Marcel Tranchet
Hans-Jakob Diem	Hans U. Liniger	Rolf Watter
Saskia Eschmann	Ralph Malacrida	Rolf H. Weber
Peter Forstmoser	Dominique Müller	Urs Wickihalder
Harold Frey	Peter Nobel	Charlotte Wieser
Philipp Haas	Andreas von Planta	Matthias Wolf
Lukas Handschin	Urs Rohner	Roger Zäch
Peter Honegger	Andreas Rötheli	



Bibliografische Information der «Deutschen Bibliothek».

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen 2010

ISBN 978-3-03751-265-4

[www.dike.ch](http://www.dike.ch)