
4. Jahreskonferenz: Mergers & Acquisitions

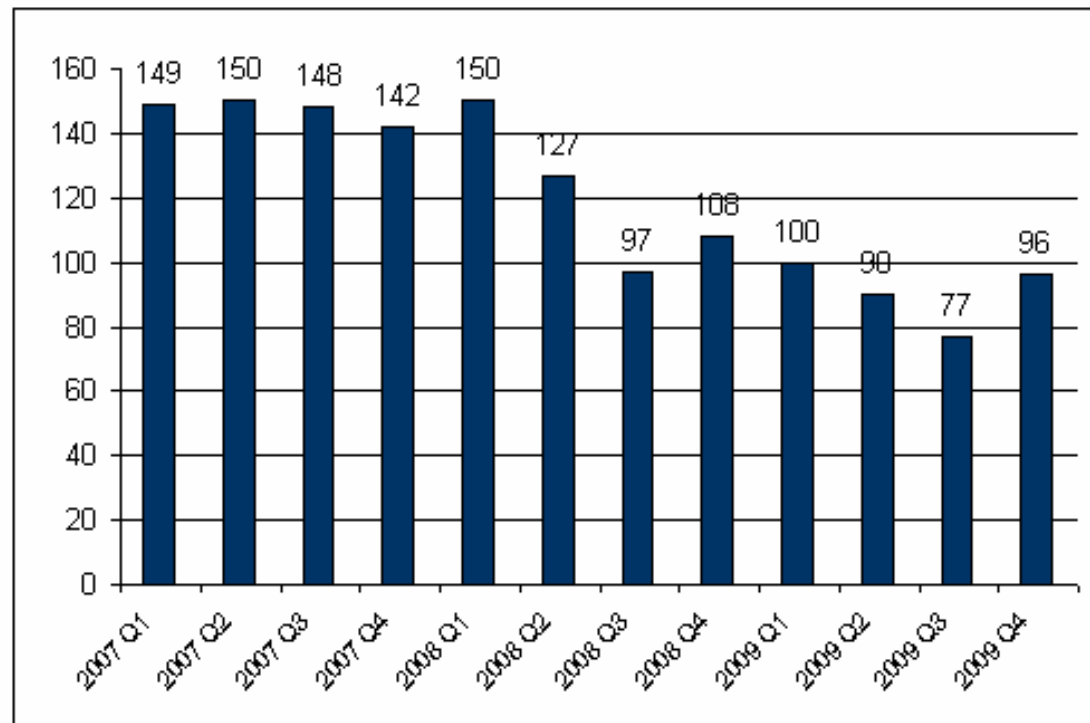
Buyer beware: Tücken und Lösungsansätze beim Unternehmenskauf

11. Mai 2010 | Zürich | Dr. Alexander Vogel

Gegenwärtiges Umfeld

- » tiefere Bewertungen als 2005-2007
- » leicht optimistischere Perspektiven für 2010/2011
- » Fremdfinanzierung nur eingeschränkt erhältlich
- » Instabilität des Umfeldes

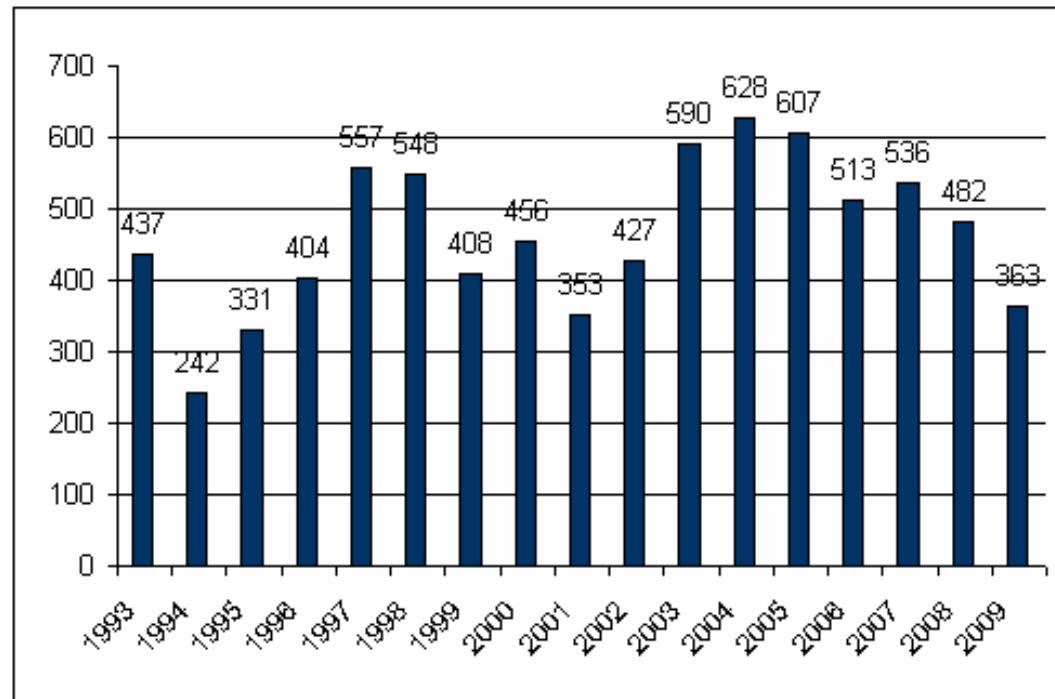
Gegenwärtiges Umfeld (2)



* Q = Quartal

Quelle: Dr. Markus Menz & Hendrik Clüver, Erste Anzeichen für Aufschwung? Der Schweizer M&A-Markt 2009, M&A REVIEW 3/2010, 144 ff.

Gegenwärtiges Umfeld (3)



* Werte in 1999 und 2000 ohne Joint Ventures

Quelle: Dr. Markus Menz & Hendrik Clüver, Erste Anzeichen für Aufschwung? Der Schweizer M&A-Markt 2009, M&A REVIEW 3/2010, 144 ff.

Auswirkungen auf Akteure und Kaufobjekt

- » Differenz bei Preisvorstellungen
 - „historische“ Betrachtung der Verkäufer
 - Vorsicht auf Käuferseite / „Durststrecken-Szenario“
- » mögliche Instabilität der Parteien
- » mögliche Instabilität des Kaufobjektes
- » Motivation für Akquisition / Deinvestition
 - fire sale / Schaffung von Liquidität
 - „Amputieren des kranken Gliedes“
 - Nachfolgeregelung
 - 2. Standbein / Diversifikation / Verstärkung
 - buy and build

Differenz hinsichtlich Kaufpreis

- » Earn-Out Strukturen
- » Teilerwerb (Put/Call-Strukturen)
- » an Milestones geknüpfte Kaufpreistranchen
- » Verkäuferdarlehen mit Bedingungen (Besserungsschein)
- » Berücksichtigung des Liquiditätsbedarfs bei Preisfestsetzung „cash free/debt free“ → Definition des „adequate working capital“
 - Vorsicht bei Abstellen auf historische Durchschnittswerte
 - Bewertungsstandards
 - Saisonalität

Earn-Out Strukturen

- » Vorteil: Risiko der Zukunftsentwicklung wird geteilt
- » anknüpfend an Umsatz, Gewinn, EBITDA oder EBIT
- » zwingend: Berechnung und Korrekturfaktoren genau regeln
- » Nachteil: weniger Flexibilität bei Integration / Umstrukturierung
- » Gefahr: viel Unvorhergesehenes → Streit
 - Möglichkeit einer vorzeitigen Ablösung
 - (einfache) Konfliktlösungsmechanismen

Eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten

- » Verkäuferdarlehen (Vendor Note)
- » Earn-Out
- » Teilerwerb
- » (Teil)zahlung durch Aktien
- » Abspaltung der zu erwerbenden Assets (Betrieb)



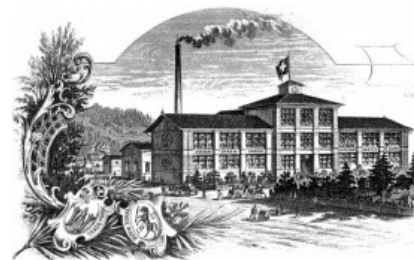
Erfüllungsrisiken



Käufer



Verkäufer



Zielgesellschaft

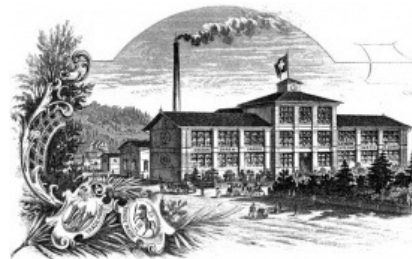
Erfüllungsrisiko: Käufer erfüllt nicht



Käufer



Verkäufer

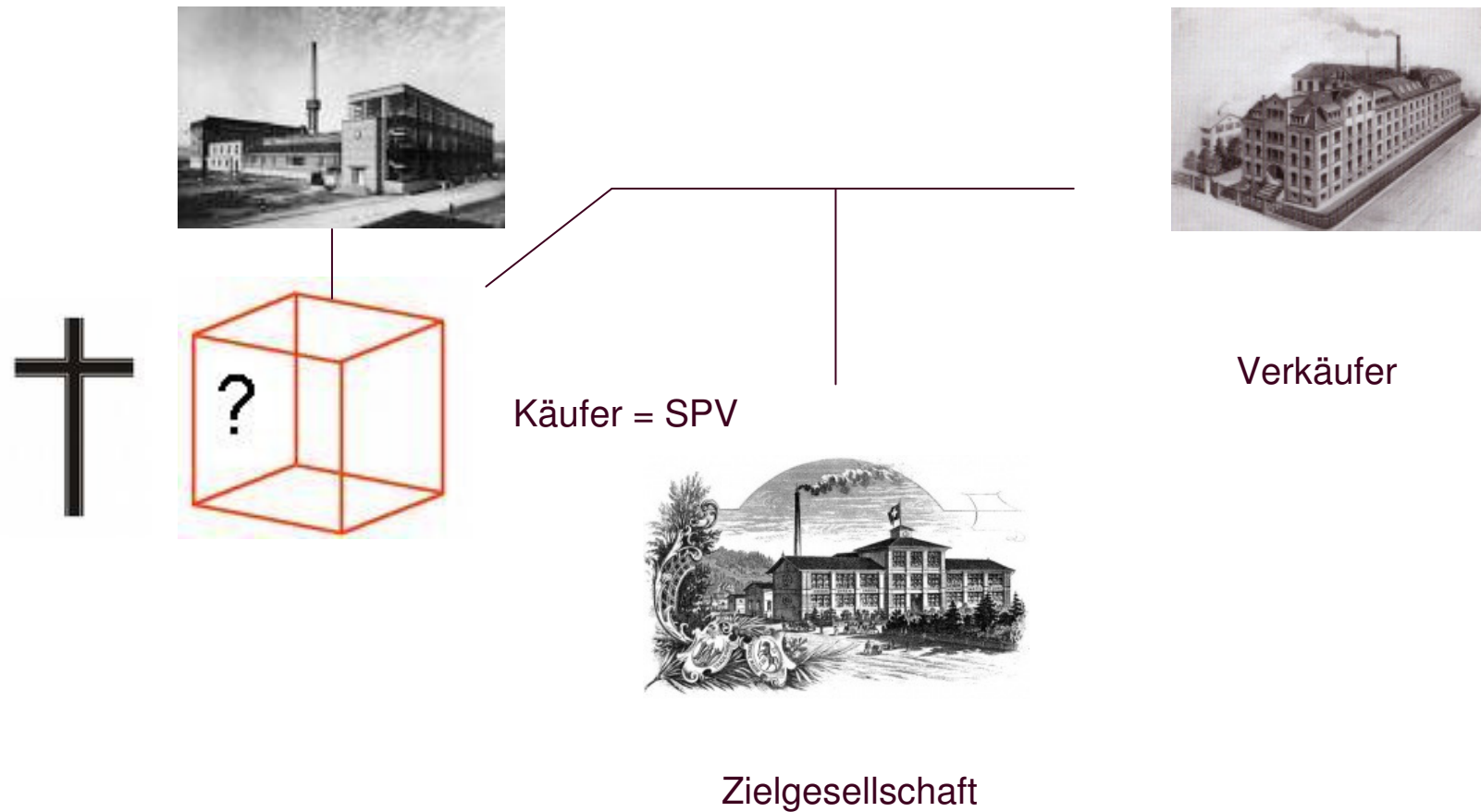


Zielgesellschaft

Erfüllungsrisiko: Käufer erfüllt nicht (2)

- » Simultanes Signing und Closing
- » teilweise oder vollständige Sicherstellung des Kaufpreises bei signing
- » Konventionalstrafe bei Verzug und Rücktrittsrecht des Verkäufers („reverse break fee“ und „walk-away right“)
- » Besicherung der (Rest-)kaufpreisforderung (Earn Out, etc.) durch (Rück-)Verpfändung des Kaufgegenstandes (Aktien, Schuldbriefe)
- » keine „financing-out“ Bestimmung
- » spezielle Gefahr bei SPVs als Käuferin (empty box)
→ Besicherung durch Garantie der Muttergesellschaft

Erfüllungsrisiko: Käufer erfüllt nicht (3)



Beispiel Jelmoli

Jelmoli Holding verkauft Liegenschaften und richtet sich neu aus

Schweizer Liegenschaftenportfolio wird für CHF 3'400 Mio. an Delek Global Real Estate, Delek Belron International Ltd. und Igal Ahouvis Blenheim Properties verkauft.

Die Jelmoli Holding AG hat die Überprüfung ihrer Konzern-Strategie abgeschlossen. Der Verwaltungsrat hat entschieden, das Schweizer Liegenschaftenportfolio des Jelmoli Konzerns zu einem Preis von CHF 3'400 Mio. an Igal Ahouvis Blenheim Properties, Delek Global Real Estate, Delek Belron International Ltd. zu verkaufen. ...

NZZ 31. Juli 2007

Beispiel Jelmoli (2)

Jelmoli muss zurück auf Feld eins

Verkauf der Immobiliensparte an israelisches Konsortium geplatzt



Die Neuausrichtung von Jelmoli steht unter keinem glücklichen Stern. Der geplante Verkauf der Immobilien an ein israelisches Konsortium ist geplatzt. Trotz unterschriebenem Vertrag ziehen sich die Käufer zurück. Damit ist bei Jelmoli wieder alles offen: Weiter wie bisher oder ein Börsengang der Immobiliensparte sind die Möglichkeiten. ...

NZZ 25. Oktober 2007

Beispiel Jelmoli (3)

Rechtliche Schritte werden geprüft

Bis Ende Oktober will der Jelmoli-Konzern entscheiden, ob er sich auf einen Rechtsstreit mit dem Delek-Konsortium einlässt. Jelmoli werde alle zur Durchsetzung möglichen rechtlichen und anderen Massnahmen prüfen, zumal die Käufer den Vollzug des Vertrags einseitig und in Verletzung des Aktienkaufvertrags verweigert hätten, heisst es in der Mitteilung von Jelmoli.

Ob der Vertrag mit dem Konsortium im Falle einer Nichterfüllung auch eine Konventionalstrafe umfasst, wollte Jelmoli-Generalsekretär Daniel Gfeller nicht bestätigen. «Zum Inhalt des Vertrags äussern wir uns nicht», sagte er gegenüber Agenturen.

Beispiel Jelmoli (4)

22 Millionen für Jelmoli nach geplatzttem Immobilienverkauf

Vergleich mit israelischem Konsortium

Der Jelmoli-Konzern hat den Rechtsstreit mit einem israelischen Konsortium wegen des geplatzten Milliarden Deals zum Verkauf der Jelmoli-Immobilien in einem Vergleich beigelegt. Die Gruppe Delek, Blenheim und Empario zahlt demnach 21,5 Millionen Franken an Jelmoli.

...

NZZ 24. Juni 2008

pro memoria: CHF 21,5 Mio. = 0.63% von CHF 3,4 Mia.

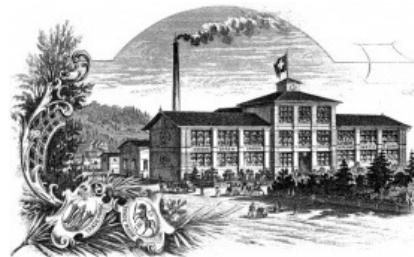
Erfüllungsrisiko: Verkäufer erfüllt nicht



Käufer



Verkäufer



Zielgesellschaft

Erfüllungsrisiko: Verkäufer erfüllt nicht (2)

- » Escrow bei Signing (d.h. Aktien und weitere Vollzugsdokumente werden hinterlegt)
- » bedingte Zession im Kaufvertrag (Übergang ist nur abhängig von Zahlung, d.h. im Einflussbereich des Käufers)
- » Konventionalstrafe bei Verzug und Rücktrittsrecht des Käufers („break fee“ und „walk-away right“)
- » Zahlung nur gegen Übergabe der Aktien („Zug um Zug“)

Erfüllungsrisiko: Verkäufer erfüllt nicht (3)

- » Absicherung der Garantien und Freistellungsansprüche
 - Kaufpreisrückbehalt
 - Escrow-Vereinbarung
 - Bankgarantie
 - (Versicherung)
- » niedriger Kaufpreis als Abgeltung für eingeschränkte Garantien
 - Wenn Verkäufer Liquidität nicht binden will oder kann
 - Anfechtungsrisiko tendenziell höher

Anfechtungsrisiko: Verkäufer ist/wird insolvent

» Paulianische Anfechtung

- Überschuldungsanfechtung (Schuldentilgung durch Hingabe von Aktiven)
- Schenkungsanfechtung (fehlende Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung)
- Absichtsanfechtung (Inkaufnahme der Schädigung oder Begünstigung einzelner Gläubiger des Verkäufers)

Absichtspauliana: Gläubigerschädigung

- » Gläubigerschädigung durch Vermögensverminderung beim Schuldner zum Nachteil der übrigen Gläubiger
- » keine Schädigung beim Austausch gleichwertiger Leistungen
- » Ausnahme: mit dem Erlös werden primär Konzernschulden zurückgeführt

Absichtspauliana: Schädigungsabsicht

- » Schuldner hätte voraussehen können oder müssen, dass die fragliche Rechtshandlung
 - Gläubiger schädigt oder
 - gewisse Gläubiger zum Nachteil anderer begünstigt
- » Eventualvorsatz genügt: „in Kauf nehmen“ genügt

Absichtspauliana: Erkennbarkeit

- » Absicht des Schuldners muss für den Dritten bekannt oder erkennbar sein
- » objektiver Massstab
 - Jede konkrete Situation, welche bei Aufwendung der gebotenen Aufmerksamkeit ohne Fahrlässigkeit erkannt werden konnte
- » keine subjektiven Entschuldigungsgründe
- » trotzdem keine allgemeine Nachforschungspflicht, sondern Obliegenheit bei Vorliegen deutlicher Anzeichen einer Absicht der Gläubigerschädigung

Alarmsignal-Katalog des BGer

- » aktive Informationseinholung zur finanziellen Lage beim Schuldner bei:
 - massiven Verlusten
 - Fehlen von Liquidität
 - rein fremdfinanzierten liquiden Mitteln
 - Eröffnung von Kreditlimiten
 - Verkauf von Konzerngesellschaften oder Unternehmensanteilen
 - durch die Medien publizierte finanzielle Schwierigkeiten

Anfechtungsrisiko

» Paulianische Anfechtung

- Rechtsfolge:
 - » Rückgabe des Kaufgegenstandes (Aktien, etc.)
 - » Kaufpreis muss als ungesicherte Forderung zurückgefordert werden
→ falls Konkurs: normale Konkursdividende
- mögliche Lösungen
 - » Gleichbehandlungspflicht im Vertrag
 - » Erlösverwendung über Treuhänder / Escrow Agent
 - » Wertgutachten eines unabhängigen Experten

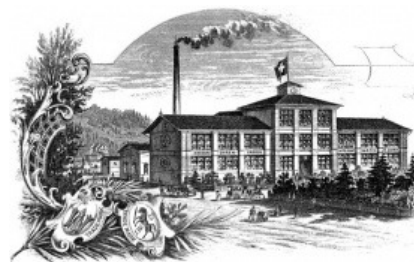
Kriselndes Kaufobjekt



Käufer



Verkäufer

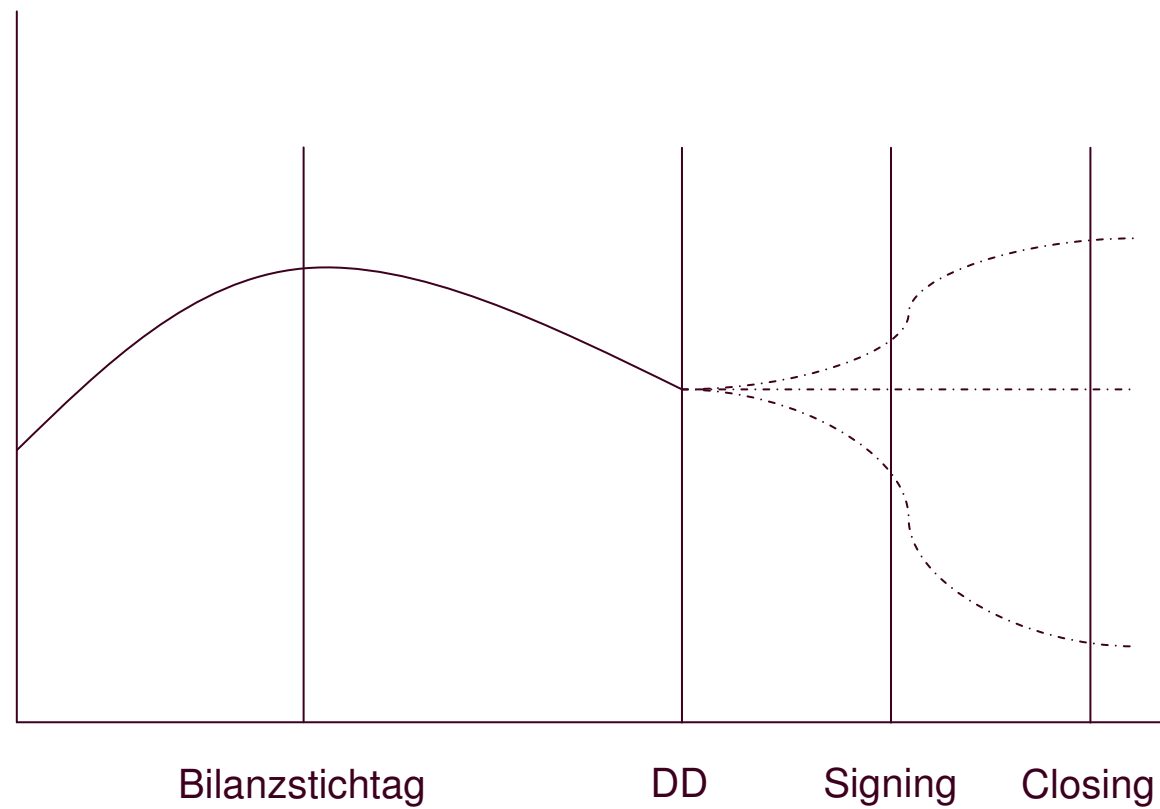


Zielgesellschaft

Kriselndes Kaufobjekt (2)

- » Mitverkauf von Aktionärsdarlehen/Konzerndarlehen (vorzuziehen gegenüber Verzicht des Verkäufers!)
- » parallele Restrukturierung der (Dritt-)Schulden des Kaufobjekts
- » Asset deal v. share deal
- » klare Vollzugsbedingungen
 - keine Verschlechterung der finanziellen Lage seit letztem Bilanzstichtag (namentlich Bruttomarge, etc.)
 - keine Verluste wichtiger Aufträge oder Kunden
 - kein Verzug wichtiger Kunden etc.
- » schriftliche Bestätigung durch Verkäufer, dass CPs erfüllt
- » Umschreibung der Vertragsgrundlage / Preisbestimmung

KrisenIndes Kaufobjekt (3)



Nachführen der Due Diligence / Reporting

- » Nachführen der Due Diligence
 - Reportings, Zwischenabschlüsse
 - Orderbook, NWC, Lager
 - Seasonalität berücksichtigen
- » Einbezug von Bestätigungen ins Closing Memorandum
- » Kein Verlass auf MAC/MAE-Klauseln
- » Festlegung des Closing Zeitpunktes
- » Sicherungsmechanismen bei Closing-Accounts ("Past Practice"-Klauseln, etc.)



Speziell: Kauf von PE-Investoren

- » Warranty Gap: Verkäufer will nur sehr eingeschränkte Garantien abgeben („clean exit“)
 - oft nur unbeschwertes alleiniges Eigentum + Anteile gültig ausgegeben/keine Nachschusspflicht
- » Möglichkeiten der Käuferin:
 - detaillierte Due Diligence
 - Garantien des Managements
 - Vendor Due Diligence Bericht (reliance?)
 - Closing Accounts (Zwischenabschluss per Vollzugstag)
 - Versicherung (in der CH eher selten)
 - Roll-Over/Earn-Out (für Management)

Ausblick

“Uncertainty is the only certainty there is, and knowing how to live with insecurity is the only security.”

John Allen Paulos, Mathematikprofessor und Buchautor

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Fragen?

Dr. Alexander Vogel

a.vogel@meyerlustenberger.ch

meyerlustenberger

Forchstrasse 452

Postfach 1432

8032 Zürich

T +41 44 396 91 91

F +41 44 396 91 92

