
9. Schweizer Private Equity & Corporate Finance Kongress

Due Diligence und Vertragsgestaltung:

Crucial points in a distressed environment

9. Dezember 2009 | Technopark | Technoparkstrasse 1 | 8005 Zürich

» 1. Teil: Due Diligence



Einführende Bemerkungen

- » Due Diligence – wesentlicher Bestandteil eines Akquisitions- bzw. Investitionsprozesses
- » trotz Krise hohes Aktivitätsniveau im Due Diligence Bereich
- » Value Creation: Unterschiede zwischen gesunden und finanziell angeschlagenen Unternehmen
- » Kenntnis des Zielunternehmens (Instruktion durch Auftraggeber, Information Memorandum)

Einführende Bemerkungen (2)

- » Zielunternehmen wird durchleuchtet
 - Kenntnisse der Risiken
 - Erhärtung der Bewertungsannahmen (Value Drivers)
- » direkter Einfluss auf Vertragsgestaltung (u.a. Zusicherungen und Garantien, Freistellungen, Offenlegungskonzept, Escrow, Vollzugsbedingungen, Pre- and Post-Closing Items, etc.)
- » direkter Einfluss auf Transaktionsstruktur (z.B. Asset vs. Share Deal)
- » Governance



Fallbeispiele / Ausgewählte praktische Erfahrungen

1. M&A Transaktion zwischen Konkurrenten
2. Vertikale Integration zur Sicherung des Absatzmarktes
3. Secondary Transaction



M&A Transaktion zwischen Konkurrenten

- » Fokus der Due Diligence
 - Identifikation von Risiken
 - Erhärtung der vermuteten Synergiegewinne bzw. Identifikation etwaiger Einschränkungen der Handlungsfreiheit (Restrukturierungshemmnisse)
 - Erhärtung der Value Drivers



M&A Transaktion zwischen Konkurrenten (2)

- » betriebliche Integration / Erzielung von unternehmerischen Effizienzgewinnen
 - Produktion an drei Standorten, grosse Heterogenität
 - Risiken in Verbindung mit bereits durchgeführten Massenentlassungen
- » Value Driver
 - Unklarheit, ob Key Employee an Unternehmen gebunden werden kann
- » Ersatzteillager
 - langjährige Verpflichtung zur Aufrechterhaltung eines Ersatzteillagers

M&A Transaktion zwischen Konkurrenten (3)

» Vertrieb

- Handelsgesellschaft Thailand: keine gültige Betriebslizenz
- USA: Vertriebspartner war zugleich auch Inhaber der Marke – Kündigung des Vertriebsvertrags hätte den Verlust der Lizenz zum Gebrauch der Marke im US Markt zur Folge gehabt
- Zusammenlegung des Vertriebsnetzes nicht möglich (Problem mit der Marke + Kundschaftsentschädigungen)

» Finanziell

- trotz eines "gesunden" Bilanzbildes nach Art. 725 Abs. 2 OR grosse Liquiditätsprobleme → Banken mit am Verhandlungstisch
- grosser Zeitdruck aufgrund der Befristung des Stillhalteabkommens

Vertikale Integration zur Sicherung des Absatzmarktes

- » Fokus der Due Diligence
 - Restrukturierung (inkl. Personalabbau)
 - Straffung der Produktlinien
 - Marke / Sicherung des Absatzkanals
 - Risiken

Vertikale Integration zur Sicherung des Absatzmarktes (2)

- » Personal
 - Golden parachutes für GL
- » Straffung der Produktlinien
 - langjährige Lieferpflichtungen für nicht kurrante Produkte
- » Marke
 - unzulässiger Gebrauch einer geographischen Herkunftsangabe
 - hängiges Strafverfahren!
- » Umweltrisiken
 - Arbeit mit Chemikalien, früher auch ein Brennofen (pot. Altlast)

Secondary Transaction

- » Fokus der Due Diligence
 - Grundsätzlich umfassende Due Diligence
 - Kaufobjekt (Aktien)
 - Funding Commitments
 - ursprünglicher Investitionsvertrag

Secondary Transaction (2)

- Kaufobjekt
 - » Aktienzertifikate nichtig!
 - » Qualifikationsaktien
- Nachschusspflichten
 - » Funding Commitments bei Erreichen von Meilensteinen
- Übertragungsbeschränkungen
 - » Spiralklausel, welche Co-Investoren Put zum Verkauf ihrer gesamten Beteiligung einräumt
 - » Restrisiko mit Waivern beseitigt

» 2. Teil: Vertragsgestaltung



Gegenwärtiges Umfeld

- » tiefere Bewertungen als 2005-2007
- » unklare Perspektiven für 2010
- » Fremdfinanzierung nur beschränkt erhältlich
- » Instabilität des Umfeldes

Auswirkungen auf Akteure und Kaufobjekt

- » Differenz bei Preisvorstellungen
 - „historische“ Betrachtung des Verkäufers
 - „Durststrecken-Szenario“ beim Käufer
- » Motivation für Akquisition / Deinvestition
 - fire sale/Verkauf des Tafelsilbers
 - Amputieren des kranken Gliedes
 - Nachfolgeregelung
 - 2. Standbein / Diversifikation
 - Verstärkung einer schwächelnden Unternehmung
 - buy and build
- » mögliche Instabilität der Parteien
- » mögliche Instabilität des Kaufobjektes

Differenz hinsichtlich Kaufpreis

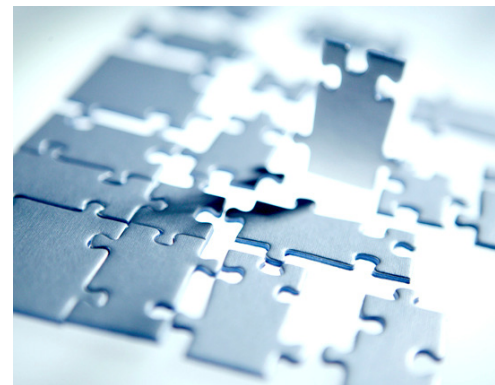
- » Earn-Out Strukturen
- » an Milestones geknüpfte Kaufpreistranchen
- » Teilerwerb (Put/Call-Strukturen)
- » Verkäuferdarlehen mit Bedingungen (Besserungsschein)
- » Berücksichtigung des Liquiditätsbedarfs bei Preisfestsetzung
„cash free/debt free“ → Definition des „adequate working capital“

Earn-Out Strukturen

- » Risiko der Zukunftsentwicklung wird geteilt
- » top line / bottom line orientiert
- » Mischformen (EBITDA, EBIT)
- » notwendig: Bemessung und Korrekturfaktoren genau regeln
- » Nachteile: weniger Flexibilität bei Integration / Umstrukturierung
- » Gefahr: viel Unvorhergesehenes → Streit

Eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten

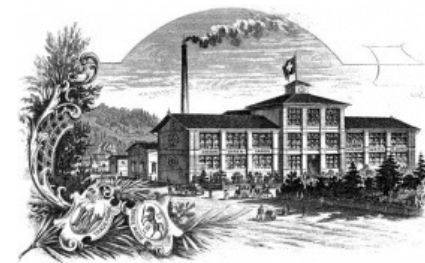
- » Verkäuferdarlehen (Vendor Note)
- » Earn-Out
- » Teilerwerb
- » (Teil)zahlung durch Aktien
- » Abspaltung der zu erwerbenden Assets (Betrieb)



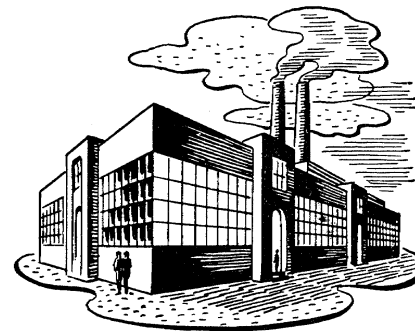
Erfüllungsrisiko: Käufer erfüllt nicht



Käufer



Verkäufer

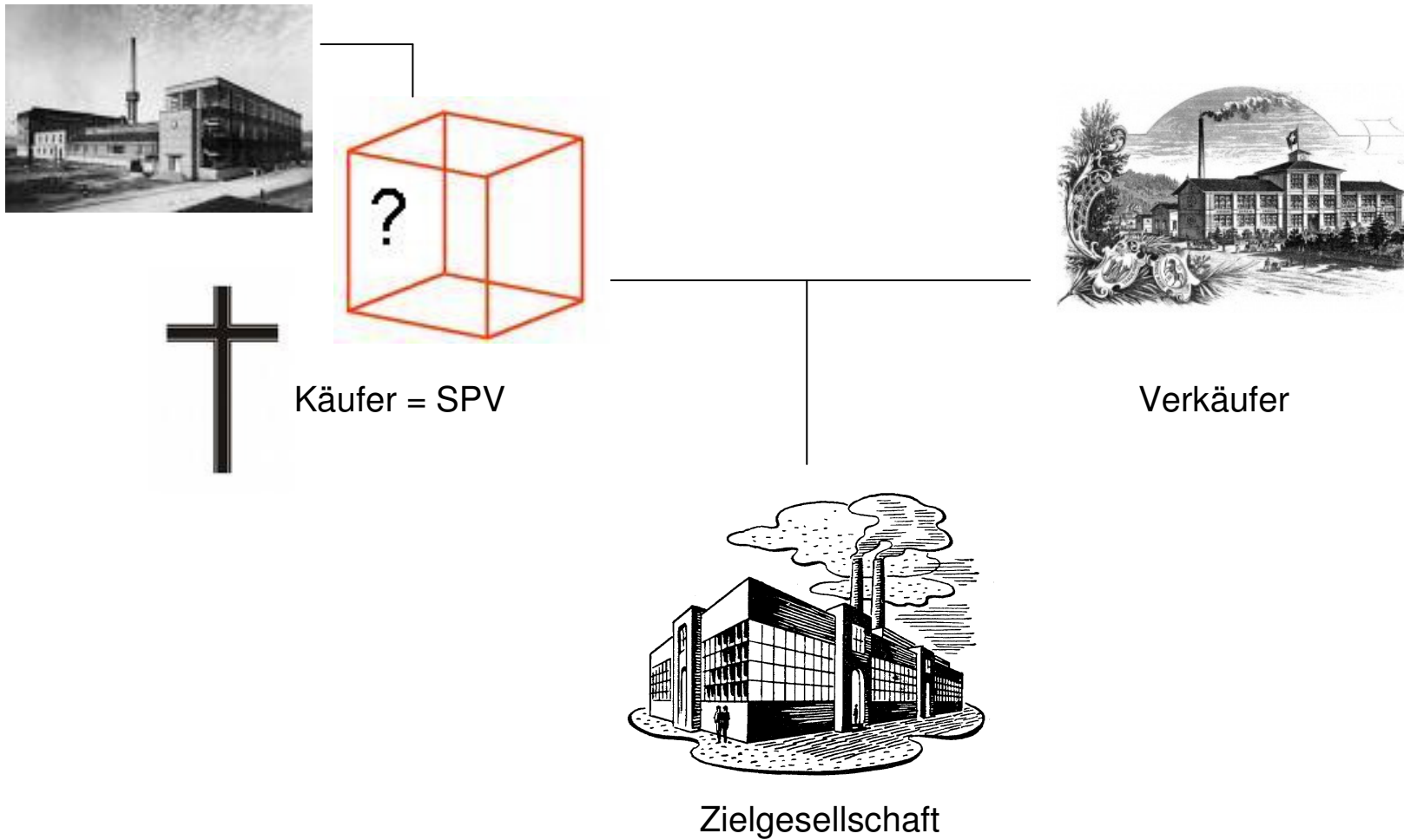


Zielgesellschaft

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

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. ...

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 geplatztem 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. ...

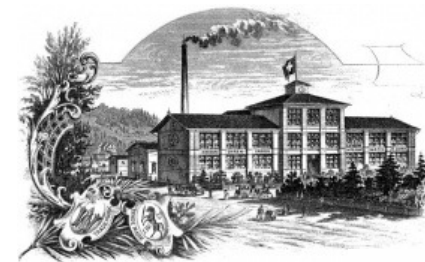
NZZ 24. Juni 2008

p.m.: CHF 21,5 Mio. = 0.63% von CHF 3,4 Mia.

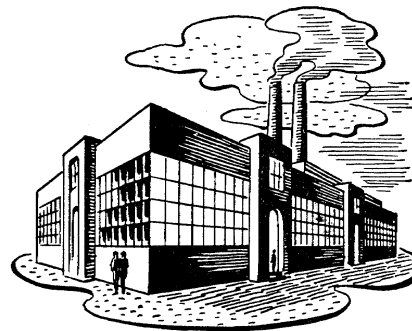
Erfüllungsrisiko: Verkäufer erfüllt nicht



Käufer



Verkäufer



Zielgesellschaft

Erfüllungsrisiko: Verkäufer erfüllt nicht (2)

- » Escrow bei Signing (d.h. Aktien, weitere Übertragungsdokumente, etc. 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)
- Absichtsanfechtung (Inkaufnahme der Schädigung oder Begünstigung einzelner Gläubiger des Verkäufers)
- Schenkungsanfechtung (fehlende Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung)

Anfechtungsrisiko: Verkäufer ist/wird insolvent (2)

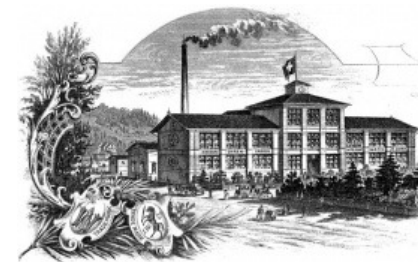
» Paulianische Anfechtung

- Beispiel Absichtspauliana: mit dem Erlös werden primär Konzernschulden zurückgeführt
- Vorsicht bei Erwerb aus privater Verwertung (bspw. Verwertung von verpfändeten Aktien)
- 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

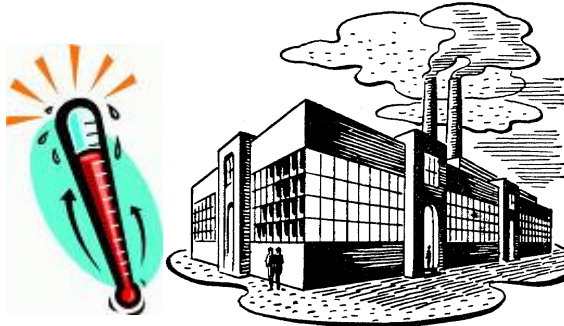
Kriselndes Kaufobjekt



Käufer



Verkäufer

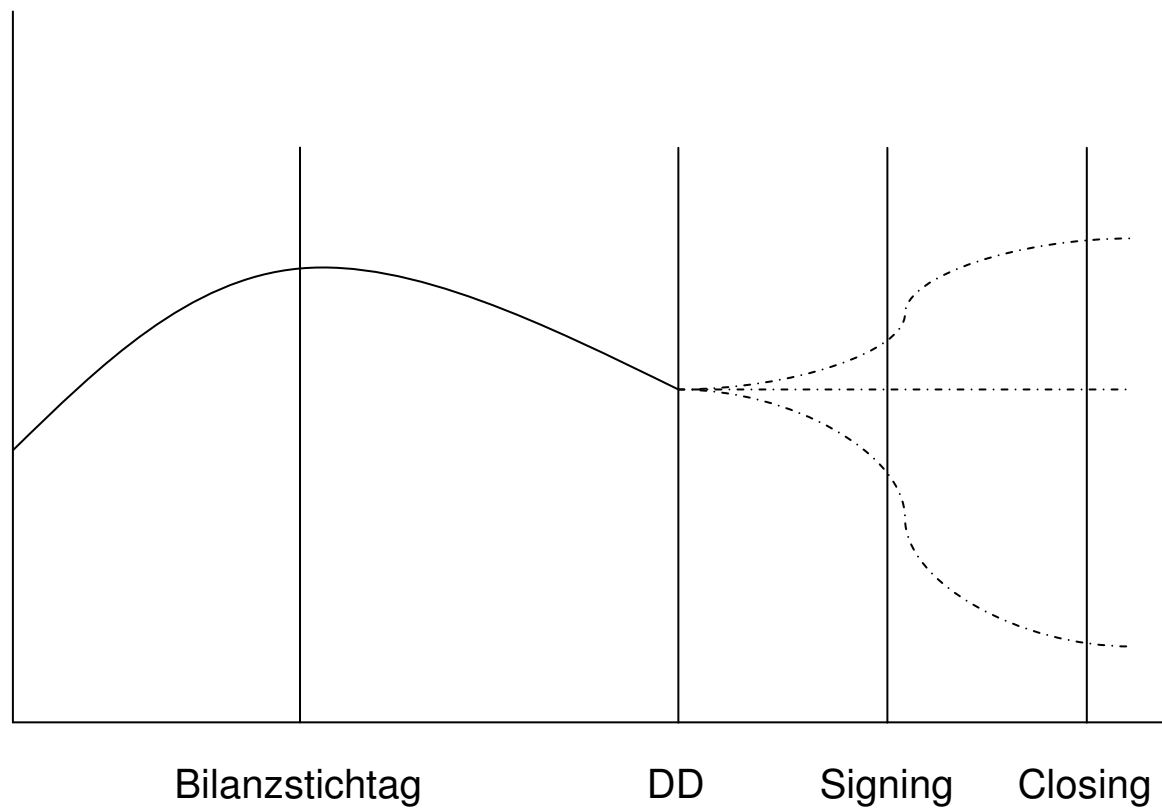


Zielgesellschaft

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 Auftrags- und Kundenverluste
 - 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
 - Saisonalität 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: Secondary Transactions

- » 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

„There is uncertainty out there.
For some, it is an opportunity.“

Vivienne Cox, Chairman of Climate Change Capital
Financial Times, 24. November 2009

Dr. Alexander Vogel, Rechtsanwalt, LL.M.



meyerylustenberger
Forchstrasse 452
Postfach 1432
8032 Zürich

a.vogel@
meyerylustenberger.ch

Tel. +41 44 396 91 91

Spezialgebiete

Gesellschaftsrecht und M&A,
fremdfinanzierte Transaktionen,
Kapitalmarktrecht, Banken- und
Finanzmarktrecht, Immobilienrecht,
Konkursrecht

Stellung

Partner, Leiter Corporate / M&A

Geboren

1964

Ausbildung

Universität St. Gallen, Northwestern
University School of Law (LL.M.)

Als Anwalt zugelassen seit 1992 in Zug
und Zürich, seit 1994 in New York

Als Notar zugelassen seit 1995

Sprachen

Deutsch, Englisch, Französisch

Dr. Harald Maag, Rechtsanwalt



meyerylustenberger
Forchstrasse 452
Postfach 1432
8032 Zürich
h.maag@
meyerylustenberger.ch
Tel. +41 44 396 91 91

Spezialgebiete	Unternehmenskäufe und Private Equity, Allgemeines Gesellschaftsrecht
Stellung	Partner
Geboren	1966
Ausbildung	Universität St. Gallen (lic. rer. publ. / lic. iur.); Universität Basel, Law School (Dr. iur.) Als Anwalt zugelassen seit 1996
Sprachen	Deutsch, Englisch, Norwegisch, Französisch, Italienisch