

EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Hans-Jakob Diem

Mergers & Acquisitions XXI

Schulthess §



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Hans-Jakob Diem

Mergers & Acquisitions XXI

Schulthess § 2019

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

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

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2019
ISBN 978-3-7255-8102-3

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Reverse Takeovers unter Schweizer Recht 7
Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich

Das „Fiduciary Out" bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen 43
Dr. Dieter Gericke, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich

Dual Track Transaktionen 69
Dr. Philippe A. Weber, Rechtsanwalt, Niederer Kraft Frey AG, Zürich, und
Dr. Philipp Candreia, Rechtsanwalt, Niederer Kraft Frey AG, Zürich

Entwicklungen in der Fusionskontrolle 97
Dr. Astrid Waser, Rechtsanwältin, Lenz & Staehelin, Zürich

Unternehmensverkauf mittels Auktion 121
Dr. Urs P. Gnos, Rechtsanwalt, Walder Wyss AG, Zürich

Unternehmensverkauf mittels Auktion

Urs P. Gnos

Inhalt

I. Begriff ... 122

II. Motivation des Verkäufers für eine Auktion ... 123

III. Rechtliche Rahmenbedingungen ... 124
1. Allgemeines ... 124
2. Pflichten und Gebote des Verkäufers ... 126
3. Pflichten und Gebote der Bieter ... 126

IV. Ablauf einer Auktion ... 128
1. Vorbereitungsphase ... 128
a) Allgemeine Vorbereitungsarbeiten ... 128
aa) Zusammenstellen Transaktionsteam ... 128
bb) Erstellung Zeitplan ... 129
cc) Entwurf Kommunikationsstrategie/Leckstrategie ... 129
dd) Einbindung Management der Zielgesellschaft ... 130
b) Verselbständigung der Zielgesellschaft ... 130
c) Erstellung der Dokumentation ... 131
d) Vorbereitung der Due Diligence ... 131
e) Schlussvorbereitungen ... 132
2. Kontaktphase ... 133
a) Allgemeines ... 133
b) Teaser ... 133
c) Geheimhaltungsvereinbarung ... 133
3. Bieterphase I ... 134
a) Prozessbrief I ... 134
b) Information Memorandum ... 135
c) Unverbindliches Kaufangebot ... 136
4. Bieterphase II ... 136
a) Auswertung der unverbindlichen Kaufangebote ... 136
b) Prozessbrief II ... 137
c) Due Diligence ... 137
aa) Allgemeines ... 137
bb) Vendor Due Diligence? ... 138
cc) Management Präsentation, Site Visits und Expert Meetings ... 139
d) Kaufvertrag ... 139
e) „Bindende“ Offerten ... 140
f) Auswertung der „bindenden“ Offerten ... 141
5. Bieterphase III ... 142
a) Schlussauktion ... 142
b) Schlussverhandlung mit einem Bieter ... 143

aa) Allgemeines 143
bb) Gewährung von Exklusivität? 143
c) Signing, Closing 144
V. Fazit 144

I. Begriff

Die Unternehmensauktion kann verstanden werden als

- ein durch einen Verkäufer initiierter und kontrollierter Prozess,
- zwecks Verkaufs eines Unternehmens (oder von Unternehmensteilen),
- bei dem mehrere interessierte Personen als potenzielle Käufer auftreten,
- die der Verkäufer im Rahmen des Prozesses weitgehend gleich behandelt,
- wobei der Verkäufer sich am Ende für die für ihn günstigste Offerte entscheidet.[1]

Dem Begriff „Unternehmensauktion" ist selbstredend zu entnehmen, dass es sich um den Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen handelt.

Wesentlich ist vorab, dass der ganze Verkaufsprozess durch den Verkäufer und seine Berater strukturiert und kontrolliert wird.[2] Es ist der Verkäufer, der den Verkaufsprozess kontrolliert.[3] Er trifft zuerst alle Vorbereitungshandlungen[4] und entscheidet erst dann, wann der Verkaufsprozess gestartet wird, wann wer Zugang zu welchen Informationen erhält und wann wer welche Aktivitäten vorzunehmen hat.

Damit der Verkäufer das Unternehmen im Rahmen der Auktion zu für ihn bestmöglichen Konditionen veräussern kann, ist sodann wichtig, dass unter den Bietern so lange als möglich – ideal bis kurz vor Signing – ein Wettbewerb um die Zielgesellschaft[5] besteht.[6]

---

1 KURER PETER, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 160.

2 KURER (FN 1), 160; TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich, 2013, 38.

3 SCHENKER URS, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Zürich 2016, 472.

4 Vgl. dazu unten, 0.

5 SCHENKER (FN 3), 471.

6 KURER (FN 1), 161.

Der Verkäufer ist daran interessiert, vergleichbare Offerten zu erhalten. Dies gelingt ihm dann am ehesten, wenn die Bieter so weit als möglich gleich behandelt werden[7], d.h. ihnen soweit als möglich dieselbe Information zur Verfügung gestellt wird und sie alle zeitgleich agieren müssen, namentlich alle auf denselben Zeitpunkt eine Offerte abgeben müssen.[8]

Wenn die Unternehmensauktion ein durch den Verkäufer kontrollierter Prozess ist, dann muss es auch dem Verkäufer vorbehalten sein, sich am Ende des Prozesses für die für ihn attraktivste Offerte entscheiden zu können.[9] Preis und Transaktionssicherheit werden da eine wesentliche Rolle spielen. Ab und an lässt sich ein Verkäufer aber auch von anderen, eher individuell gefärbten Punkten, wie die Person des Käufers und dessen Absichten die Zielgesellschaft betreffend leiten.[10]

II. Motivation des Verkäufers für eine Auktion

Bei einem Unternehmensverkauf geht es dem Verkäufer darum, die Zielgesellschaft innert kurzer Zeit zu den für ihn bestmöglichen Bedingungen verkaufen zu können. Bestmöglich bedeutet dabei primär eine Kombination aus höchstem Preis verbunden mit höchster Transaktionssicherheit und geringstem Haftungsrisiko. Hinzu kommen allenfalls individuell wichtige Punkte wie der Fortbestand der Zielgesellschaft, das Schicksal der Mitarbeiter u. dgl.

Diese Ziele lassen sich bei einem Unternehmensverkauf mit nur einem Käufer nicht immer verwirklichen. Der Käufer kann der Transaktion zu wenig Beachtung schenken oder „zu viel" Zeit auf der Due Diligence verwenden und damit den Prozess in die Länge ziehen. Der Käufer kann auf sehr käuferfreundliche Bedingungen pochen oder den Kaufpreis reduzieren wollen, was für den Verkäufer unattraktiv ist.

Eine Unternehmensauktion kann da eine gute Alternative sein. Denn der Verkäufer optimiert dadurch seine Verhandlungsposition.[11] Wie eingangs erwähnt[12], ist es bei der Auktion nämlich gerade der Verkäufer, der die „Spielregeln" aufstellt und den Zeitplan vorgibt.[13] Wer sich nicht daran hält, riskiert, aus dem Verkaufsprozess verabschiedet zu werden. Ebenso bestimmt der Verkäufer den ganzen Informationsfluss. Er alleine bestimmt, wer wann und für wie lange Zugriff auf welche Daten bzw. das Ma-

7 Vgl. dazu unten, IV.4.c)aa).

8 KURER (FN 1), 160.

9 KURER (FN 1), 161.

10 Vgl. dazu unten, IV.5.

11 KURER (FN 1), 164.

12 Vgl. dazu oben, I.

13 KURER (FN 1), 164.

nagement der Zielgesellschaft hat. Bieter, die sich während dieser Zeit zu wenig darum kümmern, riskieren, nicht zum Zuge zu kommen. Sodann sind es die Anwälte des Verkäufers, die den Erstentwurf des Kaufvertrages redigieren.[14] Dieser wird eher verkäuferfreundlich sein und im Zweifel werden die Bieter nicht zu starke Korrekturen anbringen wollen, weil sie im Wettbewerb mit anderen Bietern stehen.[15] Genau dieser Wettbewerb unter den Bietern ist ein wichtiges Argument für den Verkäufer, sich für eine Auktion zu entscheiden.[16] Die Bieter wollen ihre Chancen auf eine für sie erfolgreiche Transkation wahren und werden sich im Zweifel an die „Spielregeln" des Verkäufers halten, den Preis eher hoch halten, Transaktionssicherheit gewähren und das potentielle Haftungsrisiko des Verkäufers nicht strapazieren wollen. Denn sie wissen, machen sie dies nicht, riskieren sie, frühzeitig aus dem Verkaufsprozess verabschiedet zu werden.

Wenn der Verkäufer die „Spielregeln" aufstellen kann und sich die Bieter daran halten, hat dies zur Folge, dass der Verkäufer vergleichbare Angebote erhält. Er hat so eine wirkliche Wahl, die Zielgesellschaft zu den für ihn besten Konditionen an den für ihn genehmsten Käufer verkaufen zu können.[17] Ebenso wird eine Transaktion auf dem Weg einer Auktion in der Regel schneller abgeschlossen und vollzogen als eine Transaktion zwischen einem Verkäufer und nur einem Bieter. Auch das liegt im Interesse des Verkäufers, vor allem, wenn zudem der Preis und die übrigen Verkaufsbedingungen für den Verkäufer stimmen.

III. Rechtliche Rahmenbedingungen

1. Allgemeines

Negativ abgrenzend kann vorab festgehalten werden, dass Unternehmensauktionen weder Zwangsversteigerungen noch freiwillige Versteigerungen i.S.v. Art 229 Abs. 2 OR sind.[18] Bezüglich letzterem fehlt es nicht nur am Element der öffentlichen Auskündigung. Es kann auch nicht jeder mitbieten, sondern nur diejenigen Bieter, die dazu eingeladen werden. Schließlich erfolgt der Verkauf auch nicht mittels Zuschlag, sondern durch Unterzeichnung einer Vertragsdokumentation.[19]

---

14 Vgl. dazu unten, IV.4.d).

15 Vgl. dazu unten, IV.4.d).

16 KURER (FN 1), 164, SCHENKER (FN 3), 474.

17 Vgl. dazu unten, IV.5.

18 KURER (FN 1), 161, 172; SCHÄRER HEINZ/OSER DAVID, Unternehmensauktion – Ausgewählte Fragen, in: Tschäni Rudolf, Mergers & Acquisitions VIII, 131 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 40.

19 KURER (FN 1), 172; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 40.

Vielmehr stellt die Unternehmensauktion im Endeffekt eine spezielle Art eines Unternehmensverkaufs dar.[20] Speziell ist dieser insofern, als dass der Verkäufer sich mit den Bietern austauscht und während des ganzen Verkaufsprozess diverse Kommunikation ausgetauscht werden[21], die implizit ein Geflecht von Bedingungen enthalten, an die sich die Beteiligten halten wollen. So unterzeichnet der Bieter eine Geheimhaltungsvereinbarung[22] und verpflichtet sich zu bestimmten Unterlassungen in der Erwartung, dafür im Hinblick auf die Evaluation transparent bestimmte Unterlagen und Informationen die Zielgesellschaft betreffend erhalten zu können. Weiter werden Prozessbriefe[23] verschickt, die die jeweils nächsten Schritte, Verhaltensregeln und Erwartungen des Verkäufers umschreiben und die Bieter halten sich wiederum daran, wiederum in der Erwartung, damit dem Ziel Unternehmenserwerb einen Schritt näher zu kommen.[24]

Die Unternehmensauktion stellt daher m.E. mehr als nur eine Gefälligkeit dar, sie hat bis zu einem bestimmten Grad schuldrechtlichen Charakter zwischen dem Verkäufer und jedem einzelnen Bieter.[25] Sobald ein Verkäufer mit einem Bieter einen Kaufvertrag abgeschlossen hat, unterliegen deren vertragliche Beziehungen nur noch den Bestimmungen dieses Vertrages. Die vertraglichen Beziehungen der übrigen Bieter zum Verkäufer enden auf diesen Zeitpunkt, i.d.R. ohne klagbare Ansprüche eines Bieters gegenüber dem Verkäufer, weil letztere aus den ausgetauschten Dokumenten wissen, dass sie im Rahmen einer Auktion mitgeboten haben, welche nach den „Spielregeln" des Verkäufers ablief und für sie jederzeit enden kann. Vorbehalten bleiben die Bestimmungen der Geheimhaltungsvereinbarung, welche im Interesse der Zielgesellschaft und des obsiegenden Bieters (oder, bei einem Abbruch der Auktion, des Verkäufers) über das Ende des Auktionsprozesses hinaus nach Maßgabe dieser Geheimhaltungsvereinbarung Wirkung behalten müssen.

Es besteht indessen keine vertragliche Beziehung unter den diversen Bietern.[26] Ebenso wenig besteht eine vertragliche Beziehung der Gesamtheit der Bieter gegenüber dem Verkäufer.[27]

---

20 KURER (FN 1), 172.

21 Vgl. dazu unten, IV.2.b), IV.2.c), IV.3.a), IV.3.b), IV.3.c), IV.4.b) und IV.4.e).

22 Vgl. dazu unten, IV.2.c).

23 Vgl. dazu unten, IV.3.a) und IV.4.b).

24 KURER (FN 1), 173.

25 KURER (FN 1), 173f.; SCHÄRER/OSER (FN 18), 130; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 40.

26 SCHÄRER/OSER (FN 18), 131.

27 KURER (FN 1), 173; SCHÄRER/OSER (FN 18), 131.

2. Pflichten und Gebote des Verkäufers

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welchen Pflichten und Geboten der Verkäufer untersteht bzw., man kann sich andersrum fragen, was erwartet ein Bieter von einem Verkäufer wenn er sich auf eigene Kosten auf einen Auktionsprozess einlässt.

Vom Verkäufer wird primär erwartet, dass er sich an das Transparenzgebot und das Lauterkeitsgebot hält und den Bietern gegenüber einer Aufklärungspflicht[28] unterliegt. So wird vom Verkäufer erwartet, dass die zur Verfügung gestellten Informationen transparent und wahr sind und keine täuschende oder falsche Angabe enthalten. Weiss der Verkäufer um offensichtliche Mängel, so darf er diese nicht verschweigen.[29]

Vom Verkäufer wird sodann erwartet, dass er alle Bieter nach Maßgabe seiner Gleichheit gleich behandelt. Sofern nicht zwingende Gründe dafür sprechen, wird er also allen Bietern zeitgleich dieselben Informationen zur Verfügung stellen müssen.[30] Es handelt sich also nicht um eine absolute Gleichbehandlungspflicht, sondern um eine relative.[31] Sofern Spezialsituationen nach rational überprüfbaren, d.h. nicht rein willkürlichen Kriterien dies rechtfertigen, darf er die Bieter im Einzelfall ungleich behandeln, d.h. z.B. einem Bieter gewisse Informationen (noch) nicht zur Verfügung stellen.[32]

Der Verkäufer wird in seinen Prozessbriefen sich vorbehalten, dass er bezüglich des Verkaufsprozesses völlig frei bleiben werde und er in eigenem Ermessen den Zeitplan ändere, den Verkaufsprozess abbreche oder sich für einen bestimmten Bieter entscheiden werde. Entsprechend unterliegt er keiner Pflicht, das höchste Gebot annehmen zu müssen.[33] Dies ist nur vernünftig, denn der Preis alleine ist nie das Entscheidende. Andere Faktoren wie z.B. der übrigen Vertragsbedingungen können ebenfalls mitentscheidend sein.[34] Aus dem Gesagten ergibt sich sodann auch, dass der Verkäufer keine Entschädigungspflicht gegenüber den nicht obsiegenden Bietern hat.

3. Pflichten und Gebote der Bieter

Wenn der Verkäufer gewissen Pflichten und Geboten unterliegt, dann muss dies umgekehrt auch für den Bieter gelten bzw. man wird sich fragen können, unter welchen

---

28 TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 41.

29 KURER (FN 1), 174 f.

30 Vgl. dazu unten, IV.4.c)aa).

31 SCHÄRER/OSER (FN 18), 146.

32 KURER (FN 1), 174.

33 KURER (FN 1), 175; SCHÄRER/OSER (FN 18), 148; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 41.

34 Vgl. dazu unten, IV.4.f).

Umständen ein Verkäufer oder ein anderer Bieter sich in einen Auktionsprozess einlässt.

Vom Bieter wird primär erwartet, dass er sich an seine Pflichten aus der Geheimhaltungserklärung hält.[35] Die Einhaltung der Geheimhaltungspflicht, allenfalls eines Abwerbeverbots, liegt sowohl im Interesse der Zielgesellschaft und, je nach Ausgang der Auktion, des Verkäufers oder des obsiegenden Bieters.

Sodann wird vom Bieter erwartet, dass er sich lauter verhält. Absprachen unter Bietern wären verpönt und würden wohl zugleich eine Verletzung der Geheimhaltungspflicht darstellen.[36]

Wie der Verkäufer unterliegt auch der Bieter einer Aufklärungspflicht. Ein Bieter muss einen Bieter transparent informieren, wenn er Kenntnis von Tatsachen hat, die sich auf den Abschluss oder Vollzug einer Transaktion auswirken können.[37]

So wie der Verkäufer frei ist, ein ihm beliebiges Angebot annehmen zu können, steht es dem Bieter offen kein Angebot abzugeben oder jederzeit von der Auktion Abstand zu nehmen. Entscheidet er sich für diesen Weg, wird er im Rahmen des Lauterkeitsgebots dies dem Verkäufer aber umgehend anzeigen müssen. Es wäre diesfalls unlauter, im Bieterwettbewerb zu verbleiben oder weitere Dokumente im Rahmen der Due Diligence zu sichten.

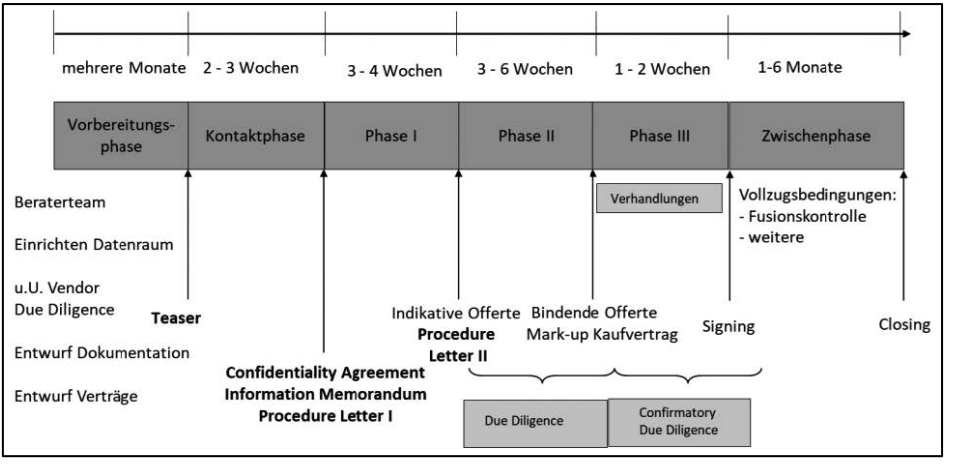
35 KURER, 176.

36 KURER, 176.

37 KURER, 176.

IV. Ablauf einer Auktion

Schematisch gesehen und vereinfacht kann der Auktionsprozess wie folgt dargestellt werden:



1. Vorbereitungsphase

a) Allgemeine Vorbereitungsarbeiten

aa) Zusammenstellen Transaktionsteam

Zu Beginn des Auktionsprozesses wird der Verkäufer sein Projektteam zusammenstellen. Dieses besteht aus:

- Investmentbank/M&A Berater
- Anwälte
- Finanzberater
- Steuerberater

Die Investment Bank oder der M&A Berater nehmen eine Schlüsselrolle ein. Sie sind zuständig für die Gesamtkoordination, die Erarbeitung von Teaser[38], Information Memorandum[39], Ansprache der Bieter und die Begleitung des ganzen Verkaufsprozesses.

[38] Vgl. dazu unten, IV.2.b).

[39] Vgl. dazu unten, IV.3.b).

In den Zuständigkeitsbereich der Anwälte fällt der Entwurf des Kaufvertrages[40] und der Geheimhaltungsvereinbarung[41], die Verhandlung des Verkaufs mit den Gegenanwälten sowie die Vorbereitung und Durchführung von Signing und Closing[42]. Zusammen mit der Investmentbank redigieren die Anwälte weitere Dokumente wie die Prozessbriefe[43] oder die Datenraumregeln und bereiten die Due Diligence[44] vor.

Der Finanzberater wird zu Beginn der Transaktion eine Bewertung der Zielgesellschaft[45] erstellen, so dass der Verkäufer realistische Preisvorstellungen hat. Zudem wird von ihm ein substantieller Input zum Information Memorandum erwartet.

Der Steuerberater schließlich berät den Verkäufer bezgl. steuerlicher Risiken im Zusammenhang mit der Transaktion und schaut zusammen mit den Anwälten, dass diese im Kaufvertrag adressiert sind.

bb) Erstellung Zeitplan

In der Folge werden die Investmentbank bzw. der M&A Berater, allenfalls zusammen mit den Anwälten, einen Zeitplan für die Abwicklung der Transaktion erstellen. Dabei ist wichtig, dass dieser realistisch, nicht zu forsch und nicht zu large ist. Der Zeitplan wird gegenüber den Bietern nicht kommuniziert; es werden nur in den Prozessbriefen zu den einzelnen Schritten die Zieltermine genannt.[46] Wichtig ist indessen, dass der Verkäufer und seine Berater den erarbeiteten Zeitplan selbst einhalten können. Es wäre schlecht, wenn man eine Planung macht, bestimmte Daten kommuniziert und dann merkt, dass z.B. die Auswertung der „verbindlichen" Offerten mitten in eine wichtige Ausstellung fällt, an der der Verkäufer teilnehmen muss.

cc) Entwurf Kommunikationsstrategie/Leckstrategie

Auch wenn sich alle involvierten Personen zur Geheimhaltung verpflichten, kann es vorkommen, dass irgendwo ein Leck entsteht und sich Gerüchte vom beabsichtigten Verkauf verbreiten. Für diesen Fall ist es ratsam, dass der Verkäufer und die Zielgesellschaft mittels einer entsprechenden Kommunikationsstrategie/Leckstrategie vorbereitet sind. Dies gilt erst recht, wenn der Verkäufer oder die Zielgesellschaft eine börsenkotierte Gesellschaft ist.

---

40 Vgl. dazu unten, IV.4.d).

41 Vgl. dazu unten, IV.2.c).

42 Vgl. dazu unten, IV.5.c).

43 Vgl. dazu unten, IV.3.a) und IV.4.b).

44 Vgl. dazu unten, IV.4.c).

45 Vgl. dazu unten, IV.1.e).

46 Vgl. dazu unten, IV.3.a) und IV.4.b).

dd) Einbindung Management der Zielgesellschaft

Niemand kennt die Zielgesellschaft so gut wie das Management der Zielgesellschaft. Diese werden i.d.R. für die Redaktion des Information Memorandums, aber auch der Management Interviews[47] benötigt. Sofern nicht zwingende Gründe dagegen sprechen, ist es wichtig, das Management der Zielgesellschaft frühzeitig einzubinden und diesem eine klare Rolle zuzuteilen.[48] In diesem Zusammenhang wird auch daran zu denken sein, über die Inzentivierung[49] derselben – soweit gesetzlich zulässig[50] – zu sprechen. Wenn indessen das Management der Zielgesellschaft für den erfolgreichen Verkauf inzentiviert wird, wird man dies im Sinne des Transparenzgebots[51] den Bietern gegenüber offenlegen müssen, führt dies doch zu Sozialversicherungsabgaben auf Stufe Zielgesellschaft.

b) Verselbständigung der Zielgesellschaft

Sodann werden sich der Verkäufer und seine Berater darüber unterhalten müssen, ob bzw. inwiefern die Zielgesellschaft selbständig agieren kann, bzw. inwiefern diese auf Unterstützung irgendwelcher Art vom Verkäufer oder nicht zu verkaufenden Gruppengesellschaften abhängig ist.[52] Es stellt sich die Frage, ob die Zielgesellschaft „stand-alone" agieren kann. Falls dem nicht so wäre – was in Konzernen nicht unüblich ist – wird man zuerst den Status Quo aufnehmen und Probleme und Schnittstellen identifizieren müssen. Allenfalls sind Sofortmaßnahmen und der Abschluss von internen Verträgen notwendig. Zu denken ist etwa an die Bereiche IP, IT, HR, Finance, Beschaffungswesen, Logistik und Vertrieb. Aufgrund des Transparenzgebots[53] wird der Verkäufer auch einen „stand-alone" Business- und Finanzplan erstellen und diesen im Information Memorandum abbilden müssen. Die geplanten Maßnahmen müssen dann vor deren Umsetzung aus rechtlicher und steuerlicher Hinsicht kritisch hinterfragt werden. Die Umsetzung dieser Verselbständigung wird mit Zeitaufwand und Kosten verbunden sein. All das sollte in den Zeitplan eingeplant und den Bietern gegenüber ebenfalls transparent offengelegt werden.

47 Vgl. dazu unten, IV.4.c)cc).

48 Vgl. dazu SCHÄRER/OSER (FN 18), 153 ff.

49 Vgl. dazu SCHÄRER/OSER (FN 18), 161 ff.

50 Die Restriktionen aus der VegüV gilt es zu beachten.

51 Vgl. dazu oben, III.2.

52 KURER (FN 1), 166.

53 Vgl. dazu oben, III.2.

c) Erstellung der Dokumentation

Alsdann geht es darum, die für den Auktionsprozess notwendigen Dokumente zu erstellen und verkäuferseitig intern abzustimmen.[54] Es sind dies im Wesentlichen:

- Einladungsschreiben (Teaser)[55],
- Geheimhaltungsvereinbarung[56]
- Prozessbrief I[57],
- Information Memorandum[58],
- Prozessbrief II[59], sowie
- Kaufvertrag/Nebenverträge.[60]

Um Überraschungen zu vermeiden, ist es ratsam, dass all diese Dokumente bereits in abgestimmter Form existieren, bevor man mit den potentiellen Bietern erstmals in Kontakt tritt.

d) Vorbereitung der Due Diligence

Ebenso wird man bereits in dieser Phase den Datenraum die Zielgesellschaft betreffend einrichten.[61] Die Anwälte werden zusammen mit der Investmentbank bzw. dem M&A-Berater die Dokumente zusammenstellen, einen Datenraumindex erstellen, die Dokumente in einen elektronischen Datenraum hochladen und Datenraumregeln erstellen.

Mit dem Verkäufer ist an dieser Stelle auch zu besprechen, ob eine sogenannte Vendor Due Diligence[62] durchgeführt werden soll, deren Resultate früher oder später den Bietern zur Verfügung gestellt werden sollen.[63] Selbst wenn der Verkäufer dazu abgeneigt ist, ist es ratsam, dass die Anwälte, allenfalls zusammen mit den Steuerberatern,

---

54 KURER (FN 1), 167.

55 Vgl. dazu unten, IV.2.b).

56 Vgl. dazu unten, IV.2.c).

57 Vgl. dazu unten, IV.3.a).

58 Vgl. dazu unten, IV.3.b).

59 Vgl. dazu unten, IV.4.b).

60 Vgl. dazu unten, IV.4.d).

61 KURER (FN 1), 167.

62 Vgl. dazu unten, IV.4.c)bb).

63 KURER (FN 1), 167.

den Datenraum auf Vollständigkeit hin überprüfen und allfällige Unstimmigkeiten vorgängig beheben.[64]

e) Schlussvorbereitungen

Bevor man mit potentiellen Bietern konkret in Kontakt tritt, ist es ratsam, alles nochmals kritisch zu hinterfragen, um sicherzustellen, dass eine gute Basis für eine erfolgreiche Transaktion gelegt ist.

So scheint es wichtig, dass der Verkäufer eine realistische Preiserwartung hat.[65] Es wäre frustrierend, wenn der Prozess abgebrochen werden müsste, wenn man erst im Laufe der Transaktion feststellen würde, dass die Preiserwartung des Verkäufers und eine Bewertung der Zielgesellschaft sich nicht decken.

Ebenso ist wichtig, dass man eine klare Vorstellung über mögliche Bieter hat. Idealerweise umfasst diese Long List einen guten Mix aus strategischen Investoren und Finanzinvestoren.[66] Denn eine Auktion kann nur dann für einen Verkäufer erfolgreich sein, wenn möglichst lange ein guter Wettbewerb unter den Bietern besteht.[67] Verabschieden sich zu früh zu viele Bieter kann sich das für den Verkäufer negativ auswirken.

Schließlich sollten Verkäufer und Berater folgende Fragen durchgehen:

- Ist die Zielgesellschaft attraktiv?
- Sind mehrere Bieter vorhanden?
- Gibt es regulatorische Hürden?
- Gibt es Alternativen zur Auktion?
  - Verkauf an nur einen bestimmten Käufer?
  - IPO?
  - Dual Track?

Nur bzw. erst wenn die ersten beiden Fragenkomplexe klar positiv und die zweiten beiden Fragenkomplexe negativ beantwortet werden können, hat man gute Anzeichen für eine erfolgreiche Auktion. Können die ersten beiden Fragenkomplexe nicht positiv beantwortet werden, sollte man von einer Auktion absehen. Müssen die zweiten beiden Fragenkomplexe positiv beantwortet werden, muss man sich damit ernsthaft auseinander setzen, bevor man ernsthaft potentielle Bieter anspricht. Denn die Erfahrung

64 KURER (FN 1), 167; SCHÄRER/OSER (FN 18), 149.

65 KURER (FN 1), 167.

66 SCHENKER (FN 3), 475.

67 KURER (FN 1), 165.

zeigt: eine abgebrochene Auktion hat zur Folge, dass die Zielgesellschaft über mehrere Jahre nicht verkauft werden kann, weil der Anstrich einer unattraktiven Zielgesellschaft zu gross wäre.[68]

2. Kontaktphase

a) Allgemeines

In der sogenannten Kontaktphase werden nun die potentiellen Bieter angesprochen. Dies geschieht in der Praxis i.d.R. durch die Investmentbank bzw. den M&A Berater.[69] Idee ist, dass kein Direktkontakt zwischen potentiellem Bieter und Verkäufer bzw. Zielgesellschaft erfolgt, sondern die Berater diese abschirmen und mit ihrem Know-How und Erfahrungsschatz den Prozess wie geplant steuern.

b) Teaser

Im Rahmen der Ansprache erhalten die potentiellen Bieter vorab eine Kurzinformation über die Zielgesellschaft, den sogenannten Teaser.[70] Der Teaser enthält erste rudimentäre Angaben über den Verkaufsprozess.[71] Der Zeitplan wird nicht im Detail bekannt gegeben. Alle Interessenten wissen aber, dass es sich um eine Auktion handelt und wissen damit, auf was sie sich einlassen. Sodann wird die Zielgesellschaft als interessantes Investitionsobjekt dargestellt.[72] Soweit möglich erfolgt dies in anonymer Form, um unerbetene Direktkontaktaufnahmen mit der Zielgesellschaft bzw. dem Verkäufer zu vermeiden. Zudem möchte man verhindern, dass sich Gerüchte verbreiten, dass eine bestimmte Gesellschaft zum Verkauf stehe; denn die Interessenten sind zu diesem Zeitpunkt noch an keine Geheimhaltungsvereinbarung gebunden. Im Sinne des Transparenzgebots und des Lauterkeitsgebots[73] ist darauf zu achten, dass der Teaser objektiv und nicht marktschreierisch daher kommt.

c) Geheimhaltungsvereinbarung

Sodann wird den Interessenten der Entwurf einer Geheimhaltungsvereinbarung unterbreitet. Interessenten, die nach Studium des Teaser immer noch an der Zielgesellschaft interessiert sind, werden dann durch die Investmentbank bzw. den M&A Berater gebe-

---

68 KURER (FN 1), 165.

69 KURER (FN 1), 168; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

70 KURER (FN 1), 168; SCHENKER (FN 3), 476.

71 SCHENKER (FN 3), 476.

72 SCHENKER (FN 3), 476.

73 Vgl. dazu oben, III.2.

ten, eine Geheimhaltungsvereinbarung zu unterzeichnen.[74] Erst nach Unterzeichnung dieser Geheimhaltungsvereinbarung werden einerseits den Interessenten weitere Informationen zur Verfügung gestellt.[75] Erst mit Unterzeichnung der Geheimhaltungsvereinbarung unterliegen andererseits die relevanten Interessenten der Geheimhaltungspflicht.

Was den Inhalt dieser Geheimhaltungsvereinbarung anbelangt, so enthält diese die für eine M&A Transkation üblichen Vertraulichkeitserklärungen. Trotzdem wird es in der Praxis schon zu diesem Zeitpunkt Diskussionen um das eine oder andere in dieser Geheimhaltungsvereinbarung adressierte Thema geben, wie die Definition der „Vertraulichen Informationen", den Umfang der eigentlichen Geheimhaltungspflicht, den Adressatenkreis der Geheimhaltungspflicht, die Rechtsfolgen der Verletzung der Geheimhaltungspflicht oder das anwendbare Recht und den Gerichtsstand.

3. Bieterphase I

Wenn ein Bieter eine Geheimhaltungsvereinbarung unterzeichnet hat, beginnt für diesen der eigentliche Auktionsprozess.

a) Prozessbrief I

Der Bieter erhält von der Investmentbank bzw. dem M&A Berater einen Prozessbrief, den sogenannten Prozessbrief I oder Procedure Letter I.[76] In diesem Prozessbrief I wird das Auktionsverfahren etwas detaillierter umschrieben.[77] In rechtlicher Hinsicht stellt der Prozessbrief I keine Offerte und auch keine Einladung zur Abgabe einer Offerte dar, sondern lediglich eine Einladung zur Abgabe eines unverbindlichen Kaufangebots, die sogenannte Non-Binding Offer.

Dem Prozessbrief I ist auch zu entnehmen, welche Angaben diese Non-Binding Offer enthalten muss und innert welcher Frist diese wo einzureichen ist.[78]

Der Prozessbrief I enthält schließlich einige, nicht unwesentliche Vorbehalte zu Gunsten des Verkäufers. So wird in diesem Stadium jede Haftung für die Angaben im Information Memorandum ausgeschlossen.[79] Es wird explizit erwähnt, dass der Verkäufer sich ausbedinge, den Verkaufsprozess jederzeit abzurechen oder abzuändern und er

74 KURER (FN 1), 168; SCHENKER (FN 3), 476.

75 TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

76 KURER (FN 1), 168.

77 SCHENKER (FN 3), 477.

78 SCHENKER (FN 3), 478; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

79 SCHENKER (FN 3), 478.

sich die Entscheidungsfreiheit vorbehalte, irgendeine Offerte anzunehmen.[80] Dem Bieter wird damit wiederum klar gemacht, nach wessen Spielregeln der Verkaufsprozess abläuft und dass der Bieter in diesem Stadium keine Rechtsansprüche irgendwelcher Art gegenüber dem Verkäufer habe.

b) Information Memorandum

Im Vergleich zum Teaser ist der Informationsgehalt des Information Memorandum wesentlich höher. Das Information Memorandum hat sowohl Werbe- als auch Informationscharakter.[81] Bezüglich ersterem sei allerdings an das Lauterkeitsgebot[82] erinnert. Die Informationen müssen korrekt, richtig und transparent sein. Eine zu marktschreierische Darstellung der Zielgesellschaft wäre verpönt.

In erster Linie umschreibt das Information Memorandum die Zielgesellschaft und deren Geschäftstätigkeit.[83] Es stellt sodann das Marktumfeld der Zielgesellschaft dar.[84] Weiter wird relativ detailliert auf die historischen Finanzdaten der Zielgesellschaft eingegangen.[85] Schließlich wird auch die nach derzeitigem Wissensstand und Planung künftige Entwicklung der Zielgesellschaft aufgezeigt.[86] Auch hier sei an das Lauterkeits- und Transparenzgebot erinnert. Wenn man Anhaltspunkte auf künftige Ereignisse hat, die eine negative Auswirkung auf die Entwicklung der Zielgesellschaft haben, darf man diese nicht verschweigen und schon gar nicht bei der Darstellung der künftigen Zahlen einfach ausblenden. In diesem Sinne sollte man auch auf Risiken hinweisen, die mit der Zielgesellschaft verbunden sind.

Allenfalls kann das Information Memorandum Hinweise auf die Transaktionsstruktur enthalten,[87] namentlich allfällige Maßnahmen näher umschreiben, die erforderlich sind, um auf den Zeitpunkt des Vollzugs der Transaktion oder möglichst bald danach die Zielgesellschaft zu verselbständigen[88].

Auch das Information Memorandum wird die üblichen Disclaimer enthalten und für dieses Stadium sämtliche Haftung des Verkäufers und seiner Berater ausschließen.[89]

---

80 SCHENKER (FN 3), 478 f.

81 SCHENKER (FN 3), 480.

82 Vgl. dazu oben, III.2.

83 SCHENKER (FN 3), 481; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 38.

84 SCHENKER (FN 3), 481.

85 SCHENKER (FN 3), 482.

86 SCHENKER (FN 3), 482 f.

87 SCHENKER (FN 3), 483 f.

88 Vgl. dazu oben, IV.1.b).

89 SCHENKER (FN 3), 483.

c) Unverbindliches Kaufangebot

Die Interessenten werden nun das Information Memorandum eingehend studieren und weitere öffentlich zugängliche Informationen über die Zielgesellschaft, ihre Geschäftstätigkeit und ihr Marktumfeld beschaffen. Ziel ist es, dass der Bieter zusammen mit seinen Beratern sich ein möglichst gutes Bild über die Zielgesellschaft verschafft, um danach eine kompetitive unverbindliche Offerte abgeben zu können.

Diejenigen Bieter, die nach wie vor ein Interesse an der Zielgesellschaft haben, werden innert der gesetzten Frist ein unverbindliches Kaufangebot einreichen.[90] Bei der Ausarbeitung folgen sie dabei der Struktur des Prozessbriefes I.[91] Neben der Identität des Bieters und den Absichten des Bieters bezüglich der Zielgesellschaft interessiert den Verkäufer natürlich, für welchen Preis oder innerhalb welcher Preisspanne der Bieter basierend auf den zugänglich gemachten Informationen die Zielgesellschaft zu kaufen bereit wäre und wie die Transaktion finanziert würde.[92] Weiter sind Ausführungen dazu geschuldet, welche Anforderungen an die Due Diligence der Bieter hat, welche internen und externen Bewilligungen der Bieter bis zum Vollzug der Transaktion noch erhalten muss und innerhalb welcher Zeit der Bieter die Transaktion abschließen könnte.[93] Mit diesen Informationen möchte der Verkäufer ein Gefühl für die Transaktionssicherheit des einzelnen Bieters erhalten. Auch der Bieter wird in seinem Schreiben klarstellen, dass es sich lediglich um eine unverbindliche Offerte handle und er absolut frei bleiben wolle.

4. Bieterphase II

a) Auswertung der unverbindlichen Kaufangebote

Nachdem die Investmentbank bzw. der M&A Berater des Verkäufers alle unverbindlichen Kaufangebote erhalten hat, geht dieser an die Auswertung derselben. Ziel ist es, zusammen mit dem Verkäufer zu entscheiden, welche drei bis fünf Bieter[94] zur nächsten Runde zugelassen werden sollen.[95] Es sollten dabei nicht weniger als deren drei sein, weil ansonsten die Gefahr bestehen könnte, dass kein echter Wettbewerb mehr besteht. Andererseits ist es sehr schwierig, viel mehr als fünf bis sechs Bieter in der nächsten Phase zu betreuen, da alle weitere Informationsbedürfnisse haben und weiter dokumentiert werden möchten.

---

90 KURER (FN 1), 168.

91 SCHENKER (FN 3), 484.

92 KURER (FN 1), 168; SCHENKER (FN 3), 484 f.

93 KURER (FN 1), 168 f.; SCHENKER (FN 3), 484 f.

94 SCHENKER (FN 3), 488.

95 KURER (FN 1), 169; SCHENKER (FN 3), 485; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

b) Prozessbrief II

Die so auserkorenen Bieter erhalten von der Investmentbank bzw. dem M&A Berater einen weiteren Prozessbrief, den sogenannten Prozessbrief II oder Procedure Letter II.[96] In diesem Prozessbrief II wird die nächste Phase des Auktionsverfahrens umschrieben.[97] In rechtlicher Hinsicht stellt auch der Prozessbrief II keine Offerte dar, sondern eine Einladung zur Abgabe einer Offerte, die sogenannte Binding Offer.

Dem Prozessbrief II ist wiederum zu entnehmen, welche Angaben diese Binding Offer enthalten muss und innert welcher Frist diese wo einzureichen ist.[98] Wesentlicher Bestandteil der Binding Offer bildet der Mark-up des vom Anwalt des Verkäufers entworfenen Kaufvertrages.

Der Prozessbrief enthält sodann detaillierte Angaben über den Due Diligence Prozess, und enthält die üblichen weiteren Vorbehalte zu Gunsten des Verkäufers.[99] So wird auch in diesem Stadium jede Haftung ausgeschlossen. Es wird wiederum explizit erwähnt, dass der Verkäufer sich ausbedinge, den Verkaufsprozess jederzeit abzurechen oder abzuändern und er sich die Entscheidungsfreiheit vorbehalte, irgendeine Offerte anzunehmen. Dem Bieter wird damit einmal mehr klar gemacht, nach wessen Spielregeln der Verkaufsprozess abläuft und dass der Bieter in diesem Stadium keine Rechtsansprüche irgendwelcher Art gegenüber dem Verkäufer habe.

c) Due Diligence

aa) Allgemeines

Wie bei jedem Unternehmenskauf ist auch bei einer Auktion die Due Diligence eine für den Käufer wichtige Phase. Hier erhalten er und seine Berater wichtige Information zur Zielgesellschaft und die Gelegenheit, Fragen dazu zu stellen.[100] Dies dient dann als Basis einerseits für die Bewertung der Zielgesellschaft, andererseits für den Mark-up des Kaufvertrages.

Aus Verkäufersicht ist wichtig, dass auch die Phase der Due Diligence sehr gut vorbereitet ist. Dies verhindert oder vermindert zumindest das Risiko von bösen Überraschungen. Ist der Datenraum nämlich nicht komplett, kommt es zu Verzögerungen. Stimmt die Qualität der offengelegten Informationen nicht, hat diese negative Auswir-

96 KURER (FN 1), 169; SCHENKER (FN 3), 486.

97 SCHENKER (FN 3), 486.

98 KURER (FN 1), 169; SCHENKER (FN 3), 487; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

99 SCHENKER (FN 3), 487 f.

100 KURER (FN 1), 169.

kung auf die Offerten. Ein vollständiger Datenraum reduziert auch das Bedürfnis der Bieter für weitere, sogenannte Confirmatory Due Diligence.

Bei der Vorbereitung zur Due Diligence wird der Anwalt des Verkäufers prüfen müssen, ob alle Dokumente allen Bietern uneingeschränkt zur Verfügung gestellt werden können. Zu denken ist etwa an vertragliche Einschränkungen, datenschutz- oder kartellrechtliche Restriktionen. Sofern anwendbare, wäre dies den Bietern gegenüber im Sinne der Transparenz wiederum offenzulegen.

Aus taktischen Gründen lässt es sich auch überlegen, ob alle Informationen gleich zu Beginn offengelegt werden sollen, oder, ob besonders wichtige Informationen vorerst zurückgehalten und erst zu einem späteren Zeitpunkt zugänglich gemacht werden sollen.[101] Ebenso kann man besonders sensible Informationen an Wettbewerber überhaupt nicht oder nur eingeschränkt weitergeben und Betriebsgeheimnisse stark eingeschränkt oder überhaupt nicht weitergeben. Das ist aus der Sicht der Zielgesellschaft nachvollziehbar und i.d.R. auch ratsam, kann allerdings Auswirkung auf die Offerten haben. Bieter werden dann entsprechende Vorbehalte anbringen und später auf den offerierten Preis oder den Mark-up des Kaufvertrages zurückkommen wollen.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob im Rahmen der Due Diligence alle Bieter gleich zu behandeln sind. Wie bereits erwähnt[102], ist die Gleichbehandlung der Bieter ein wichtiges Element einer Unternehmensauktion. Die Gleichbehandlung ist indessen nur eine relative, keine absolute. Objektive Gründe (z.B. keine sensitiven Daten einem Wettbewerber in einem frühen Stadium zugänglich machen) können es rechtfertigen, dass gewisse Informationen einem Bieter nicht oder erst später zur Verfügung gestellt werden.[103]

bb) Vendor Due Diligence?

Für den Verkäufer stellt sich zudem die Frage, ob seine Berater ebenfalls eine Due Diligence, eine sogenannte Vendor Due Diligence machen sollen und dieser Bericht den Bietern zur Verfügung gestellt werden soll.[104] Es sprechen gute Gründe dafür. Einerseits ist die Durchführung einer Due Diligence mit Kosten für den Käufer und einem gewissen Zeitaufwand verbunden.[105] Andererseits kann bei einer Unternehmensauktion nur ein Bieter obsiegen, d.h. nicht obsiegende Bieter investieren Zeit und Geld in eine Transaktion ohne zu wissen, ob sie erfolgreich sein werden.[106] Wenn nun

---

101 SCHÄRER/OSER (FN 18), 141.

102 Vgl. dazu oben, I.

103 KURER (FN 1), 176; SCHÄRER/OSER (FN 18), 146 f.

104 KURER (FN 1), 167.

105 SCHENKER (FN 3), 489 f., 493 f.

106 SCHENKER (FN 3), 488.

der Verkäufer eine sogenannte Vendor Due Diligence durchführen lässt, kriegen einerseits er und seine Berater ein noch besseres Gefühl für die Zielgesellschaft und erkennen frühzeitig allfällige Risiken, die sich allenfalls gar noch korrigieren lassen. Wenn dieser Bericht dann den Bietern zur Verfügung gestellt wird, reduziert dies andererseits die Kosten der Bieter. Dies hat aber auch einen positiven Effekt auf die Geschwindigkeit des ganzen Verkaufsprozesses, denn der Verkäufer kann nun argumentieren, dass das Zeitfenster für die Due Diligence durch die Bieter verkürzt werden könne, da die Berater der Bieter weniger Zeit mit dem Sichten und Analysieren von Dokumenten verbringen müssen.[107] Zudem kann die Zurverfügungstellung eines Vendor Due Diligence Reports auch als vertrauensbildende Maßnahme aufgefasst werden.

cc) Management Präsentation, Site Visits und Expert Meetings

Sehr früh in der Bieterphase II sollte eine sogenannte Management Präsentation stattfinden, anlässlich der das Management der Zielgesellschaft die Zielgesellschaft, deren Geschäftstätigkeit, Marktumfeld und Zahlen darstellt.[108] Diese Information sollte detaillierter und tiefer sein als die im Information Memorandum enthaltene Information. Im Rahmen dieser Management Präsentation sollten den Bietern auch die Gelegenheit gegeben werden, Fragen zu stellen.[109] Weil der Verkäufer den Prozess kontrollieren will, limitiert er die Zeit, die Teilnehmer und die Anzahl Fragen je Bieter.

In einer späteren Phase können auch Begehungen vor Ort, sogenannte Site Visits stattfinden. Wegen der Vertraulichkeit der Transaktion sollte man den Kreis der Teilnehmer je Bieter – und wohl auch die Anzahl der Bieter – relativ klein halten.

Schließlich finden vielfach auch sogenannte Expert Meetings statt, z.B. für Steuern, Recht, Finanzen, Business etc., wo bestimmte Themen noch vertiefter hinterfragt werden können. Auch hier limitiert der Verkäufer die Zeit, die Teilnehmer und die Anzahl Fragen je Bieter. Letztere müssen vorgängig schriftlich eingereicht werden, damit sich der Verkäufer und seine Berater sowie das Management der Zielgesellschaft darauf vorbereiten können.

d) Kaufvertrag

Das zentrale Element eines Unternehmenskaufs ist der Kaufvertrag. Bei einer Unternehmensauktion wird der Kaufvertrag durch den Anwalt des Verkäufers erstellt. Man spricht vom sogenannten Auction Draft. Der Auction Draft wird normalerweise dann

---

107 SCHÄRER/OSER (FN 18), 149.

108 KURER (FN 1), 169; SCHENKER (FN 3), 489.

109 SCHENKER (FN 3), 492.

den Anwälten der Bieter zur Verfügung gestellt, wenn diese Zugang zum Datenraum haben.[110] Entsprechend sollte auch dieser Auction Draft frühzeitig entworfen und mit dem Verkäufer und den übrigen Beratern durchgesprochen werden, damit der eigene Zeitplan eingehalten werden kann.

Weil der Auction Draft vom Verkäuferanwalt erstellt wird, ist dieser eher verkäuferfreundlich. Da indessen der Verkäufer einen guten Preis erzielen möchte und ein sehr verkäuferfreundlicher Kaufvertrag negative Auswirkung auf den Kaufpreis haben kann, wird dieser nicht allzu einseitig verfasst werden.[111] Wichtig ist jedenfalls, dass die Verkäuferberater beim Entwerfen des Kaufvertrages die Verhandlungsposition des Verkäufers, die Marktverfassung sowie die Attraktivität der Zielgesellschaft richtig einschätzen.

Vom Bieteranwalt wird dann erwartet, dass er einen sogenannten Mark-up des Kaufvertrages erstellt, welcher zusammen mit der „bindenden" Offerte eingereicht wird.[112] Auch hier werden sich der Bieter und seine Berater das Vorgehen gut überlegen müssen, welche Position sie einnehmen wollen, damit die Offerte erfolgreich ist und der Bieter in die nächste Runde kommt. Ein allzu heftiger Mark-up kann die Chancen schwächen, v.a. wenn der offerierte Preis nicht sehr attraktiv ist. Wichtig ist auch hier, dass der Bieter und seine Berater die Verhandlungsposition richtig einschätzen. Diese hängt vom allgemeinen Marktumfeld, von der eigenen Position, den mutmaßlichen Präferenzen des Verkäufers und der Anzahl anderer Bieter ab.

Wenn ein Mark-up des Kaufvertrages geschuldet ist, ist es i.d.R. nicht sehr erfolgsversprechend, nur eine Bullet Point Liste einzureichen. Wenn andererseits aus der Due Diligence wesentliche Punkte noch offen sind, wird man dies und entsprechende Anpassungen vorbehalten müssen.

e) „Bindende" Offerten

Von den Bietern wird sodann erwartet, dass diese am Ende der Bieterphase II eine „bindende" Offerte, die sogenannte Binding Offer, abgeben.[113]

Die Struktur der Binding Offer soll dabei den Vorgaben des Prozessbriefes II entsprechen.[114] Dies auch daher, damit die Berater des Verkäufers die Offerten vergleichen können.[115] Vom Bieter werden daher in dieser Phase ganz konkrete Angaben zum offerierten Preis und dessen Finanzierung erwartet. Oft muss eine Finanzierungsbestä-

110 KURER (FN 1), 169.

111 SCHENKER (FN 3), 486.

112 KURER (FN 1), 170.

113 KURER (FN 1), 170; SCHENKER (FN 3), 495.

114 SCHENKER (FN 3), 495.

115 KURER (FN 1), 164.

tigung der die Transaktion finanzierenden Banken beigelegt werden. Der Verkäufer möchte die konkreten Pläne des Bieters hinsichtlich Strategie, Absichten betreffend die Zielgesellschaft, das Management und das Personal der Zielgesellschaft erfahren. Weiter sind Angaben zu machen, wann konkret eine Unterzeichnung und ein Vollzug des Kaufvertrages erfolgen kann und welche Vollzugsbedingungen dem Vollzug noch im Wege stünden. In diesem Zusammenhang sind allenfalls auch Angaben geschuldet, ob für den Vollzug kartellrechtliche Zustimmungen erforderlich sind und innerhalb welcher Frist mit deren Erhalt gerechnet wird. Es geht dem Verkäufer darum, Transaktionssicherheit zu erlangen, d.h. ein klares Bild zu kriegen, wie sicher eine Unterzeichnung und ein Vollzug der Transaktion mit jedem Bieter ist und wann diese allenfalls erfolgen könnte.

Wesentlicher Bestandteil der Binding Offer ist sodann der Mark-up des Kaufvertrages.[116]

Die Binding Offer wird eine Klausel enthalten, bis wann diese zur Annahme offen stehe.

Der Ausdruck „bindende" Offerte ist allerdings etwas trügerisch. Eine Offerte ist gemäß Art. 3 OR nämlich nur dann bindend, wenn der Empfänger diese nur anzunehmen brauchte. Dies wird bei einem Unternehmensverkauf mittels Auktion höchst selten der Fall sein.[117] Denn die Verträge sind dazu zu komplex. Oft fehlen in diesem Stadium noch wichtige Anhänge oder Nebenverträge. Vielfach wird auch eine weitere Due Diligence durch den Bieter vorbehalten. In rechtlicher Hinsicht ist daher eine Binding Offer keine Offerte, sondern viel mehr „nur" ein Angebot des Bieters, Vertragsverhandlungen aufzunehmen.

f) Auswertung der „bindenden" Offerten

Nachdem die Investmentbank bzw. der M&A Berater des Verkäufers alle Binding Offers erhalten hat, geht dieser zusammen mit dem Verkäuferanwalt an die Auswertung derselben. Ziel ist es, zusammen mit dem Verkäufer zu entscheiden, wer zur finalen Phase zugelassen werden soll.[118]

Maßgeblich dafür ist in erster Line der offerierte Preis.[119] Hier gibt es allerdings schon vielfältige Ausgestaltungsmöglichkeiten, welche den Vergleich der Offerten erschweren können. So können fixe Kaufpreise mit sogenannter Locked Box, Kaufpreise mit diversen Kaufpreisanpassungen, Earn-Outs, Escrows oder Hold-backs angeboten werden. Ebenso könnte ein Bieter verlangen, dass der Verkäufer einen Teil des Kaufprei-

---

116 KURER (FN 1), 170.

117 TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 42.

118 KURER (FN 1), 170; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 39.

119 SCHENKER (FN 3), 496.

ses als verzinstes und allenfalls besichertes Kaufpreisdarlehen stehen lasse oder der Verkäufer einen Teil des Kaufpreises reinvestiere. Und denkbar sind natürlich auch diverse Kombinationen dieser einzelnen Elemente. Es wird die schwierige Aufgabe der Investmentbank bzw. des M&A Beraters sein, allenfalls zusammen mit dem Finanzberater, die aus dieser Warte für den Verkäufer günstigsten Offerten zu eruieren.

Zweites wichtiges Element ist der Mark-up des Kaufvertrages. Hier ist es Aufgabe des Verkäuferanwaltes, alle Mark-ups zu analysieren, und zwar im Hinblick auf allfällige Vollzugsbedingungen, Gewährleistungen und das daraus resultierende Haftungsregime sowie allfällige weiteren Verpflichtungen des Verkäufers.[120] Hinzu kommt der zeitliche Aspekt, d.h. die Frage, wann in etwa mit einer Unterzeichnung und dann einem Vollzug der Transaktion zu rechnen und wie sicher letzterer ist. M.a.W., es geht auch darum, für den Verkäufer die Transaktionssicherheit jeder Offerte zu ermitteln. Der Verkäuferanwalt wird all diese Resultate zusammentragen und aus dieser Warte die für den Verkäufer günstigsten Offerten eruieren.

Schließlich können auch die Präferenzen des Verkäufers eine Rolle spielen, an wen er verkaufen will. Gerade wenn der Verkäufer eine natürliche Person ist, verkauft er allenfalls ein traditionsreiches Familienunternehmen oder sein Lebenswerk. Da mag es eine Rolle spielen, ob der Käufer ein Finanzinvestor oder ein strategischer Investor ist und was die Pläne bezüglich Zielgesellschaft, Management und Personal sind.

5. Bieterphase III

a) Schlussauktion

Nach Auswertung der „bindenden" Offerte muss sich der Verkäufer festlegen, mit wem der in die finale Phase gehen möchte.

Idealerweise kann der Verkäufer mit den beiden besten Bietern eine Schlussauktion durchführen und parallel mit beiden den Preis und den Kaufvertrag zu Ende verhandeln. Das würde dem Verkäufer auch in dieser Phase ermöglichen, den Wettbewerb aufrecht zu erhalten und die für ihn beste Transaktion abzuschließen. Das erfordert aber, dass die Offerten sehr gut vergleichbar sind, man sehr schnell voranschreiten kann und keine langen, komplexen Verhandlungen von Nebenverträgen anstehen.

[120] TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 2), 40.

b) Schlussverhandlung mit einem Bieter

aa) Allgemeines

Als Alternative lässt sich überlegen, ob man nur mit einem Bieter in eine Schlussverhandlung gehen möchte. Dies kann etwa dann angezeigt sein, wenn eine Offerte unter den diversen Gesichtspunkten die klar attraktivste ist. M.a.W., bei kompetitiven Verhältnissen wäre das vielleicht nicht die beste Lösung.

Ein Bieter wird in einer solchen Situation versuchen, Exklusivität zu erhalten. Aus Sicht des Verkäufers ist das nicht attraktiv, weil er dann u.U. die anderen Bieter verliert. Jedenfalls ist es auch bei der Schlussverhandlung mit nur einem Bieter ratsam, die Verhandlungen sehr schnell abzuschließen. Dauern diese zu lange, kann dies zu einem Wertzerfall führen, weil der Bieter auf sein Angebot zurückkommt, allenfalls weitere Informationen erhalten möchte und dann den Preis oder den Inhalt des Kaufvertrages nochmals verhandeln möchte. Aus Sicht des Verkäufers gilt es diese Erosion zu verhindern.

bb) Gewährung von Exklusivität?

Bieter werden im Verlaufe der Auktion immer wieder versuchen, Exklusivität zu kriegen, weil sie ihren Aufwand und den nur allenfalls möglich Ertrag, d.h. den erfolgreichen Abschluss, kontrollieren möchten. Der Verkäufer möchte diesbezüglich so lange als möglich frei bleiben, weil er unter den Bietern einen Wettbewerb aufrechterhalten möchte.

Entsprechend ist es aus der Optik des Verkäufers ratsam, mit der Gewährung von Exklusivität so lange als möglich zuzuwarten. I.d.R., sollte nicht vor Abschluss der Phase II und mithin dem Erhalt und der Auswertung aller „bindenden" Offerten Exklusivität gewährt werden, ansonsten der Verkäufer Gefahr läuft, Interessenten zu früh zu verlieren, was insbesondere dann gefährlich ist, wenn der Bieter, dem Exklusivität gewährt worden ist, dann den Kaufvertrag nicht unterzeichnet.

Aus denselben Überlegungen ist die Dauer der Exklusivität auf ein zeitlich absolutes Minimum einzuschränken. Wenn Exklusivität gewährt wird, muss bei diesem Bieter der Druck vorwärts zu machen, erhalten bleiben.

Idealerweise gewährt der Verkäufer auch diesfalls einem Bieter für eine kurze Dauer bloß Abschlussexklusivität und erhält sich damit die Möglichkeit, im Rahmen der Auktion auch mit anderen Bietern weiter verhandeln zu können. Wenn dann nach Ablauf der Exklusivitätsfrist der fragliche Bieter den Kaufvertrag nicht unterzeichnet, kann der Verkäufer mühelos auf den nächsten Bieter wechseln, ohne dass dieser merkt, dass er während einer bestimmten Zeit etwas weniger willkommen war. Wird Verhandlungsexklusivität gewährt, hätten während der Exklusivitätsfrist sämtliche Kontakte mit den anderen Bietern zu unterbleiben.

Es ist dann Verhandlungssache, ob man in eine Exklusivitätsvereinbarung Konventionalstrafen, Break-up Fees oder Reverse Break-up Fees reinverhandeln kann.

c) Signing, Closing

Wenn die Schlussverhandlungen abgeschlossen sind, kommt es zur Kaufvertragsunterzeichnung.[121] Wie bei jedem Unternehmenskauf kann in einfachen Situationen das Closing unmittelbar nach Unterzeichnung erfolgen. Ist die Situation komplexer, müssen noch kartellrechtliche Zustimmungen oder Freigaben eingeholt werden, oder steht der Vollzug der Transaktion unter aufschiebenden Bedingungen, müssen diese zuerst erfüllt oder, soweit rechtlich zulässig, auf diese verzichtet werden, bevor volllogen werden kann.

V. Fazit

Unternehmensverkäufe mittels Auktionen sind in einem verkäuferfreundlichen Marktumfeld sehr weit verbreitet. Weil diese aus der Optik des Verkäufers allerdings doch mit zeitlichem und finanziellem Aufwand verbunden sind, kommen sie viel häufiger bei sogenannten mid- und large-cap Transaktionen und weniger bei small-cap Transaktionen vor.

Unternehmensauktionen sind indessen nicht immer das geeignete Mittel für einen Unternehmensverkauf. Zusammenfassend kann man festhalten, dass diese Art des Unternehmensverkaufs immer dann attraktiv ist, wenn

- ein verkäuferfreundlicher M&A Markt vorherrscht,
- die Zielgesellschaft attraktiv ist, und
- es mehrere potentielle Bieter gibt, die sich für diese Zielgesellschaft interessieren.

Sind diese Bedingungen erfüllt, kann die Auktion ein gutes Mittel sein, um ein Unternehmen in relativ kurzer Zeit zu attraktiven Bedingungen veräußern zu können.

Weil Bieter bei einem Unternehmenskauf einiges an Zeit und Geld investieren, bei einer Auktion aber lange Ungewissheit haben, ob sie erfolgreich sein werden, ist diese Art des Unternehmenskaufs bei Käufern nicht sehr beliebt.

[121] KURER (FN 1), 170.

Wichtig für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf mittels Auktion dürften aus Verkäufersicht die folgenden Aspekte sein:

- attraktive Zielgesellschaft
- gute Vorbereitung
- klare, realistische Preisvorstellung
- Festlegung und Durchsetzung klarer Prozessregeln
- straffer, aber realistischer Zeitplan
- Sicherstellung der Vertraulichkeit