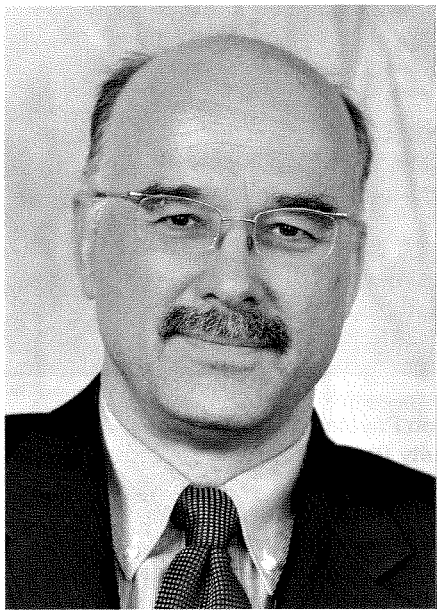
Unternehmensverkauf im Auktionsverfahren

Privat Dozent Dr. Urs Schenker
Baker & McKenzie Zurich
Tel: +41 44 384 12 36
Fax: +41 44 384 12 84
www.bakermckenzie.com



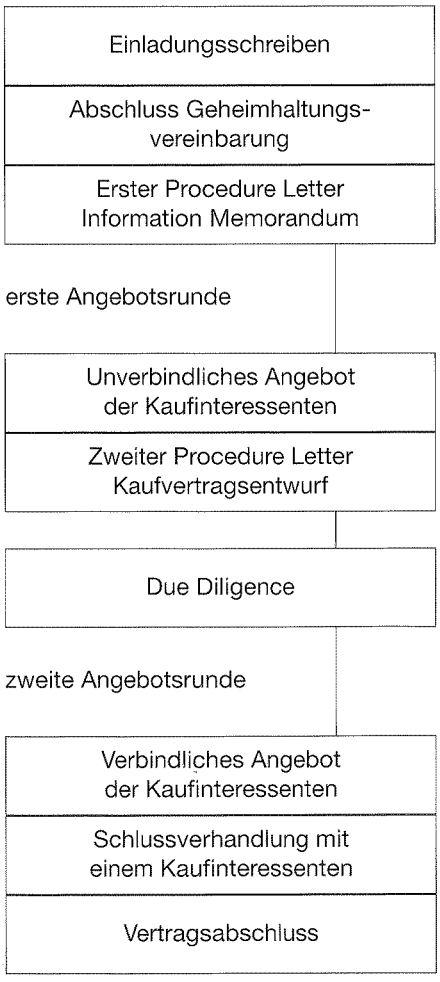
Privat Dozent Dr. Urs Schenker

In den letzten Jahren hat sich der Trend verstärkt, Unternehmen im Auktionsverfahren zu verkaufen. Bei diesem Vorgehen lädt der Verkäufer eine grössere Anzahl von Kaufinteressenten zum Verkaufsprozess ein, den er für alle diese Kaufinteressenten parallel durchführt, um so zwischen den Kaufinteressenten während des ganzen Verkaufsverfahrens, d. h. bis zum Abschluss eines Kaufvertrages, den Wettbewerb aufrecht zu erhalten. Diese Wettbewerbssituation zwischen den Kaufinteressenten hat für den Verkäufer den Vorteil, dass er meist nicht nur einen höheren Preis als bei einem individuell mit einem einzigen Kaufinteressenten ausgehandelten Verkauf erzielt, sondern auch einen Vertrag abschliessen kann, der bezüglich Risiken und Nebenpflichten für ihn günstig ist. Letztlich diszipliniert der Wettbewerbsdruck die Kaufinteressenten – ganz anders als bei individuellen Verhandlungen kann der einzelne Kaufinteressent den Verkäufer nicht unter Druck setzen, da dieser im Rahmen des Verkaufsverfahrens immer auf einen anderen Interessenten umschwenken kann.

Bevor ein Unternehmen im Auktionsverfahren verkauft werden kann, müssen das Unternehmen und die Unterlagen, die für die Auktion notwendig sind, sorgfältig vorbereitet werden. Das Unternehmen muss in einem Zustand präsentiert werden, der auch für finanziell orientierte Kaufinteressenten, d. h. Private Equity Fonds, attraktiv ist, da gerade diese Investoren im Rahmen einer Auktion häufig für Wettbewerb sorgen. Konkret bedeutet dies, dass das Unternehmen über einen gut fundierten Business Plan verfügen muss, der plausibel ist und die finanziellen Prognosen, die den Kaufinteressenten präsentiert werden, überzeugend abstützt, so dass sich eine entsprechend positive Bewertung des Unternehmens ergibt. Das Unternehmen muss aber auch führungsmässig so strukturiert werden, dass es mit dem vorhandenen Management weitergeführt werden kann, da ein finanziell interessierter Käufer normalerweise nicht über eine Führungsorganisation verfügt, in die das Unternehmen integriert werden kann. Überdies muss sichergestellt werden, dass das Unternehmen nicht Probleme aufweist, die Käufer abschrecken, was bedeutet, dass laufende Prozesse, Steuerverfahren und Altlastsanierungspflichten sowie andere Probleme, die einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens haben können, vor Beginn des Verkaufsprozesses gelöst werden oder wenigstens betragsmässig so eingegrenzt werden, dass sie für den Kaufinteressenten kalkulierbar werden. Bereits in der Vorbereitungsphase müssen auch die Unterlagen und Informationen, die im Verlaufe des Verkaufsprozesses den Kaufinteressenten präsentiert werden, so aufbearbeitet werden, dass sie auch für branchenfremde Kaufinteressenten verständlich sind, da sonst der Kreis der potentiellen Käufer zu stark eingeengt wird.

1. Ablauf des Auktionsverfahrens

Damit es zum angestrebten Wettbewerb zwischen den Kaufinteressenten kommt, muss das Auktionsverfahren so strukturiert werden, dass die einzelnen Kaufinteressenten möglichst gleichzeitig durch das Verfahren geführt werden. Typischerweise läuft das Auktionsverfahren dabei in folgenden Phasen ab:



2. Die einzelnen Verfahrensabschnitte des Auktionsverfahrens

2.1 Das Einladungsschreiben (Teaser Letter)

Wenn die Vorbereitung des Unternehmens auf das Auktionsverfahren abgeschlossen ist, beginnt dieses normalerweise damit, dass der Verkäufer oder der Berater, der das Auktionsverfahren organisiert, die potentiellen Kaufinteressenten identifiziert. Auf dieser Basis wird dann eine «long list» von Interessenten erstellt, denen ein erstes Schreiben zugestellt wird, in dem das Verkaufsobjekt kurz präsentiert und gleichzeitig die Abgabe eines Information Memorandum mit weiterführenden Informationen in Aussicht gestellt wird, falls der Adressat des Schreibens eine Geheimhaltungserklärung unterzeichnet.

Die Funktion dieses ersten Schreibens, das auch als «Teaser Letter» bezeichnet wird, ist es, in kurzer Form das Unternehmen als lohnendes Investitionsobjekt darzustellen, um eine möglichst grosse Anzahl von Kaufinteressenten in den Verkaufsprozess einzubeziehen. Zu diesem Zweck muss normalerweise der Name des zu verkaufenden Unternehmens offengelegt werden, was dazu führt, dass die Verkaufsabsicht öffentlich bekannt wird. Dieser Effekt tritt aber auch ein, wenn das Unternehmen in anonymisierter Form vorgestellt wird. Ein Einladungsschreiben ist normalerweise nur dann erfolgreich, wenn es das betreffende Unternehmen sehr genau umschreibt, was aber den Effekt hat, dass dieses trotz der Anonymisierung mindestens von branchenkundigen Interessenten identifiziert werden kann. Der Verkäufer muss sich daher im Auktionsverfahren im Klaren sein, dass er seine Verkaufsabsicht nicht geheim halten kann und seine Kommunikation darauf ausrichten, dass die Verkaufsabsicht in einer breiten Öffentlichkeit bekannt wird.

2.2 Procedure Letter und Information Memorandum

Den Kaufinteressenten, die nach Erhalt des Einladungsschreibens ihr Kaufinteresse bestätigen und auch eine unterzeichnete Geheimhaltungserklärung retournieren, wird in einem nächsten Schritt ein Information Memorandum zugestellt, in dem das Unternehmen detailliert beschrieben wird. Im Begleitschreiben, das als «Procedure Letter» bezeichnet wird, wird das geplante Verkaufsverfahren dargestellt, wobei auch Angaben zum zeitlichen Ablauf der einzelnen Verfahrensschritte gemacht werden. Kernstück dieses Procedure Letter ist die Aufforderung an den Kaufinteressenten, bis zu einem gewissen Termin sein Interesse an einem Kauf zu bestätigen und auf der Grundlage des Information Memorandums seine Preisvorstellung in rechtlich unverbindlicher Weise zu äussern. Häufig wird zusätzlich auch verlangt, dass der Kaufinteressent allfällige Bewilligungserfordernisse darlegt und seine Finanzierungskonzepte mindestens in den Grundzügen schildert. Ein wesentlicher Teil des Procedure Letters sind aber auch die Vorbehalte des Verkäufers in Bezug auf die eigene Position im Verkaufsverfahren:

- *Ausschluss der Haftung für das Information Memorandum*
  Der Verkäufer schliesst im Normalfall eine Haftung für den Inhalt des Information Memorandums aus und hält fest, dass sich Gewährleistungsansprüche des Käufers nur aus ausdrücklichen Zusicherungen in einem Kaufvertrag ergeben können.

- *Freie Entscheidung des Verkäufers*
  Um klarzustellen, dass die Entscheidung zwischen den Interessenten allein im Ermessen des Verkäufers liegt und dass die Kaufinteressenten keinen Anspruch auf eine bestimmte Entscheidung (wie z. B. für das nominal höchste Angebot) haben, wird im Procedure Letter auch meist festgehalten, dass der Verkäufer bezüglich der Auswahl des Käufers vollumfängliche Entscheidungsfreiheit hat und dass er auch die Kriterien, nach denen er entscheidet, selbst bestimmt.

- *Recht zum Abbruch des Verkaufsverfahrens*
  Der Verkäufer behält sich das Recht vor, die Auktion und den gesamten Verkaufsvorgang jederzeit und unter Ausschluss einer Haftung gegenüber den Kaufinteressenten abzubrechen. Mit diesem Vorbehalt soll vermieden werden, dass Kaufinteressenten bei einem Abbruch des Verkaufsvorganges Schadenersatzansprüche aus culpa in contrahendo stellen können.

Zweck des Information Memorandums ist es, das zum Verkauf stehende Unternehmen so detailliert darzustellen, dass es den Kaufinteressenten möglich ist, das im Procedure Letter geforderte unverbindliche Preisangebot abzugeben. Daher müssen im Information Memorandum sämtliche Informationen offengelegt werden, die für eine erste Bewertung des Unternehmens notwendig sind. Das typische Information Memorandum enthält deshalb eine detaillierte Beschreibung der Geschäftstätigkeit und eine Zusammenfassung der wesentlichen Finanzdaten des zum Verkauf stehenden Unternehmens. Dabei wird nicht nur die Vergangenheit beleuchtet, sondern auch die zukünftige Entwicklung des Unternehmens aufgrund des Business Plans dargestellt. Diese Darstellung des Unternehmens selbst wird meist von einer Beschreibung des Marktumfeldes begleitet, so dass die Kaufinteressenten die Chancen des Unternehmens besser abschätzen können.

2.3 Das unverbindliche Angebot

Der Kaufinteressent gibt nach Erhalt des Information Memorandums ein unverbindliches Kaufangebot ab, in dem er seine Vorstellungen über einen möglichen Kaufpreis bekannt gibt und sich zu den anderen im Procedure Letter aufgeführten Punkten äussert. Aufgrund dieses Kaufangebotes entscheidet sich der Verkäufer, welche Kaufinteressenten er für die zweite Runde des Angebotsverfahrens und insbesondere zur Due Diligence einladen will. Typischerweise wird der Kreis der Interessenten für die zweite Runde auf drei, höchstens fünf potentielle Käufer eingeschränkt.

Das nicht bindende Kaufangebot verpflichtet den Kaufinteressenten weder zum Kauf des Unternehmens noch zur Fortsetzung des Verkaufsverfahrens. Selbst wenn er vom Verkäufer für die zweite Runde eingeladen wird, kann er daher durchaus darauf verzichten, nach der Due Diligence ein definitives Angebot zu machen, oder kann sein definitives Angebot wesentlich tiefer ansetzen als sein erstes unverbindliches Angebot.

2.4 Zweiter Procedure Letter und Kaufvertragsentwurf

Der Verkäufer stellt den Interessenten, die er aufgrund ihrer unverbindlichen Angebote zur nächsten Runde einlädt, einen zweiten Procedure Letter zu, in dem er das weitere Vorgehen festlegt. Dieses Schreiben enthält eine Einladung zur Due Diligence, wobei die Dauer der Due Diligence und der zeitliche Ablauf im Einzelnen geregelt werden. Mit diesem Schreiben wird den Kaufinteressenten aber auch der Entwurf eines Kaufvertrages zugestellt.

Kernstück des zweiten Procedure Letters ist die Aufforderung an die Kaufinteressenten, innert einer bestimmte Frist eine verbindliche Offerte abzugeben. Diese Offerte besteht einerseits aus der Angabe eines Preises und anderseits

aus dem vom Kaufinteressenten ergänzten Kaufvertragsentwuf (Markup). Damit der Verkäufer beurteilen kann, ob die Abwicklung sicher ist, verlangt er meist zusätzlich auch noch Angaben über die Finanzierung mit entsprechenden Bestätigungen finanzierender Banken sowie detaillierte Angaben über die behördlichen Bewilligungen, die ein Kaufinteressent vor dem Vollzug allenfalls einholen muss.

2.5 Due Diligence

Den Kaufinteressenten, die zur zweiten Angebotsrunde eingeladen werden, wird Gelegenheit gegeben, eine Due Diligence durchzuführen. Dementsprechend muss im typischen Auktionsverfahren die Due Diligence für zwei bis fünf Kaufinteressenten parallel durchgeführt werden.

Um derartige parallele Due Diligence Reviews durchzuführen, drängt es sich auf, einen elektronischen Datenraum einzurichten. Die den Verkäufern zur Einsicht offengelegten Dokumente werden dabei auf einem Server gespeichert, zu dem die Kaufinteressenten gleichzeitig Zugang haben, so dass jeder Kaufinteressent mit seinen Beratern eine umfassende Due Diligence durchführen kann. Betriebsbesichtigungen und Managementpräsentationen, die normalerweise ebenfalls Teil der Due Diligence sind, müssen dann während der Zeit, in der der Datenraum zur Verfügung steht, rasch nacheinander für die einzelnen Kaufinteressenten durchgeführt werden.

Der Datenraum für die Due Diligence muss die Dokumente enthalten, die ein Kaufinteressent üblicherweise erwartet und ihm erlauben, Zustand sowie Chancen und Risiken des Unternehmens so genau zu beurteilen, dass er eine verbindliche Offerte abgeben kann. Die Erfahrung zeigt, dass Breite und Tiefe der Due Diligence für den Erfolg einer Auktion entscheidend sind, da die Kaufinteressenten nur dann in der Lage sind, ein verbindliches Angebot abzugeben, wenn sie sich ein umfassendes Bild des Unternehmens machen können. Dementsprechend empfiehlt es sich, möglichst viele Informationen über das Unternehmen offezulegen – vitale Geschäftsgeheimnisse können dadurch gewahrt werden, dass die entsprechenden Stellen in den betreffenden Dokumenten abgedeckt werden (z. B. Namen von Kunden in Verträgen, die Geschäftsgeheimnisse darstellen etc.). Da die Zusammenstellung der Due Diligence-Unterlagen aber immer von Informationsbedürfnissen eines «durchschnittlichen» Kaufinteressenten ausgeht, muss der Verkäufer damit rechnen, dass die einzelnen Kaufinteressenten aufgrund ihrer individuellen Informationsbedürfnisse zusätzliche Fragen haben. Da das Vertrauen der Kaufinteressenten durch eine schnelle und kompetente Beantwortung derartiger Fragen stark gefördert werden kann, sollten schon bei der Vorbereitung der Due Diligence organisatorische Massnahmen getroffen werden, um die Beantwortung entsprechender Fragen sicherzustellen.

Um den Kaufinteressenten den Einstieg in die Due Diligence zu erleichtern, kann es sich lohnen, dass der Verkäufer von einem Berater einen Due Diligence-Bericht erstellen lässt, den er den potentiellen Verkäufern vorlegt. Auch wenn bei einer derartigen «Vendor Due Diligence» immer der latente Verdacht besteht, dass der Berater des Verkäufers das Unternehmen eher mit einer positiven Note darstellt, kann ein derartiger Due Diligence-Bericht gerade in finanzieller Hinsicht Kaufinteressenten die Hemmungen nehmen, eine Due Diligence durchzuführen. Dank dem Vendor Due Diligence-Bericht können sie mit minimalen Kosten einen ersten Überblick über das Due Diligence-Material gewinnen und erkennen, ob sich der weitere Aufwand einer Untersuchung lohnt. Ohne diese «Starthilfe» kann es passieren, dass ein Kaufinteressent Abstand nimmt, weil die Kosten, die durch den Beizug von Beratern für die Due Diligence entstehen, zu hoch erscheinen, wenn er einer von fünf Kaufinteressenten ist und damit statistisch gesehen nur eine Chance von 20 % hat, das Unternehmen zu erwerben.

2.6 Die bindende Offerte

Die Kaufinteressenten, welche die Transaktion weiter verfolgen wollen, müssen nach der Durchführung der Due Diligence eine bindende Offerte einreichen, die den Anforderungen des zweiten Procedure Letters entspricht. Diese verbindlichen Offerten sollten vorbehaltlos sein und insbesondere einen Kaufpreis sowie einen Mark-Up des Kaufvertrages und die weiteren im zweiten Procedure Letter verlangten Angaben enthalten. Dies ermöglicht es dem Verkäufer, die einzelnen Angebote sowohl hinsichtlich Preis wie auch vertraglicher Bedingungen zu vergleichen. Aufgrund dieses Entscheidungsprozesses und des Wettbewerbsdruckes zwischen den Kaufinteressenten müssen sich die Kaufinteressenten nicht nur überlegen, welchen Preis sie offerieren wollen, um sich gegenüber ihren Wettbewerbern durchzusetzen, sondern auch beim Markup des Kaufvertrages Zurückhaltung üben; ein Vertrag, der sämtliche Risiken dem Verkäufer überbürdet kann dazu führen, dass ein Angebot trotz eines guten Preises nicht berücksichtigt wird.

2.7 Schlussverhandlungen und Vertragsunterzeichnung

Aufgrund der bindenden Offerten entscheidet sich der Verkäufer für einen der Kaufinteressenten. Dabei kommt es im Normalfall meist nicht zur direkten Annahme des Angebotes eines Kaufinteressenten durch Unterzeichnung des im Markup eingereichten Vertrages. Wenn die Preisangebote der Interessenten sehr nahe beieinander liegen wird der Verkäufer noch einmal mit den Kaufinteressenten die Preise besprechen und versuchen, einen höheren Preis zu erreichen. Häufig wird auch über die Vertragsgestaltung noch eine letzte kurze Verhandlung geführt, um den Vertragstext zu bereinigen.

Diese Schlussverhandlungen, die zu einem definitiven Preis und Vertragstext führen, müssen in sehr kurzer Frist durchgeführt werden, da sich der Verkäufer die Möglichkeit offen halten muss, auf einen anderen Kaufinteressenten zurückzugreifen, wenn die Verhandlungen mit dem Kaufinteressenten, den er für den Vertragsabschluss ausgewählt hat, scheitern.

3. Fazit: Die Auktion ist ein für den Verkäufer sehr attraktives Verfahren

Das Auktionsverfahren ist für den Verkäufer sehr attraktiv, da es ihm erlaubt, während des ganzen Verkaufsvorganges den direkten Wettbewerb zwischen den einzelnen Kaufinteressenten aufrechtzuerhalten. Dies stärkt die Verhandlungspositionen des Verkäufers und diszipliniert die Kaufinteressenten, die in einer derartigen Situation weit weniger Forderungen stellen als bei Verhandlungen, die sich nur auf einen Käufer beschränken.

Es lohnt sich deshalb für Verkäufer eines Unternehmens fast immer ein Auktionsverfahren in Betracht zu ziehen, wenn sie ein Unternehmen verkaufen wollen. Ein derartiger Verkaufsvorgang setzt aber eine gute Vorbereitung des Unternehmens und eine umfassende Planung des Verkaufs voraus. Erfahrungsgemäss lohnt sich dieser Aufwand aber, da sich der Wettbewerb meist in einem erheblich besseren Kaufpreis niederschlägt.