

Rolf Watter*

Wie viele Hüte kann eine Investmentbank gleichzeitig tragen? Lehren aus dem Fall Del Monte Foods

Inhaltsübersicht

1. Was war passiert?
2. Worum ging es im Prozess?
3. Ablauf der Transaktion
 - 3.1 Erste Runde
 - 3.2 Zwischenspiel
 - 3.3 Verhandlungen mit KKR
 - 3.4 Fusionsvertrag und «Go-shop»
4. Rechtliches
5. Lehren für das Schweizer Umfeld

Am 8. März 2011 wurde das Going Private von Del Monte Foods Co. («Del Monte») vollzogen, das von drei Private Equity Firmen («PE-Firmen») unter der Führung von Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. («KKR») arrangiert worden war.¹ Bemerkenswert an dieser Transaktion ist insbesondere, dass die für die Transaktion notwendige Zustimmung der Generalversammlung gerichtlich verschoben wurde, weil das Verhalten der beratenden Investmentbank nach Ansicht des Delaware Court of Chancery² zu einem unsaubereren Verkaufsprozess geführt hatte. In Ausführungen, die an Deutlichkeit wenig offen lassen, stellte der urteilende Richter fest: «*Barclays secretly and selfishly manipulated the sale process to engineer a transaction that would permit Barclays to obtain lucrative buy-side financing fees. On multiple occasions, Barclays protected its own interests by withholding information from the Board that could have led Del Monte to retain a different bank, pursue a different alternative, or deny Barclays a buy-side role. Barclays did not disclose the behind-the-scenes efforts of its Del Monte coverage officer to put Del Monte into play. Barclays did not disclose its explicit goal, harbored from the outset, of providing buy-side financing to the acquirer. Barclays did not disclose that in September 2010, without Del Monte's authorization or approval, Barclays steered Vestar into a club bid with KKR, the potential bidder with whom Bar-*

clays had the strongest relationship, in violation of confidentiality agreements that prohibited Vestar and KKR from discussing a joint bid without written permission from Del Monte.»

1. Was war passiert?

Nach einer ersten Interessensbekundung einer PE-Firma entschied der Verwaltungsrat («VR») von Del Monte, seine strategischen Möglichkeiten zu überprüfen, und beauftragte für diesen Prozess Barclays Capital als Investmentbank. Nachdem in einer ersten Runde kein Käufer zu einem adäquaten Preis gefunden werden konnte und der Prozess beendet wurde (und damit auch das Mandat von Barclays), versuchte Barclays weiterhin, Kaufsinteressenten zu finden, half mit, dass sich drei Bieter aus der ersten Runde zusammaten (obwohl dies vertraglich ausgeschlossen war), verhandelte, nachdem das Mandat erneuert wurde, mit diesem Trio einen Fusionsvertrag³ und sicherte sich schliesslich eine weitere Einnahmequelle, indem sie bei Del Monte um die Erlaubnis nachsuchte, auch an der Finanzierung des Erwerbersyndikates mitwirken zu können (was das gesamte Fee-Volumen für Barclays auf fast USD 50 Mio. verdoppelte). Barclays führte nach Abschluss des Vertrags auch den «Go-shop» Prozess durch, der zu keinem Resultat führte.

2. Worum ging es im Prozess?

Die Kläger versuchten, mit ihrem Vorgehen zweierlei zu erreichen: Einerseits den Aufschub der Generalversammlung und die Aufhebung verschiedener Schutzmechanismen (Non-solicitation⁴, Match-right, Termination fee⁵), welche ein Drittangebot erschwerten, und andererseits eine weitgehende Offenlegung all dessen, was für und gegen die Transaktion sprach. Der zweite Punkt war im Urteilszeitpunkt nicht mehr zu entscheiden, weil Del

* Prof. Dr. iur. Rolf Watter, Rechtsanwalt bei Bär & Karrer, Zürich.

¹ Vgl. Pressemitteilung von Del Monte Foods Co. von diesem Datum. Die anderen PE-Firmen waren Centerview Partners und Vestar Capital Partners.

² Vgl. *In re Del Monte Foods Co. Shareholder Litigation*, C.A. No. 6027-VCL (Del.Ch.Feb. 14, 2011, einsehbar unter courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=150840).

³ Nach Delaware Recht ist es möglich, eine Fusion auch mit einer Barabfindung durchzuführen.

⁴ Art. 6.5.b und c und h des Fusionsvertrages.

⁵ Art. 8.5(b) des Fusionsvertrages sah eine Fee von 60 USD, bzw. 120 Mio. USD vor, je nachdem, ob eine Drittofferte während des «Go-shop» oder erst nachher erfolgte.

Monte am 4. Februar 2011 ein «Proxy supplement» veröffentlichte, das diese Zusatzinformationen vermittelte.⁶

3. Ablauf der Transaktion

3.1 Erste Runde

Unter dem Titel «Moses works behind the scenes to put Del Monte into play»⁷ zeigt das Gericht zunächst die engen Verbindungen, die Barclays mit Del Monte, aber auch mit KKR hatte. Peter Moses, Mandatsführer bei Barclays, traf sich bereits Mitte Dezember 2009 mit KKR (und anderen PE-Firmen), um auf die Investitionsmöglichkeit in Del Monte hinzuweisen; er erläuterte jeweils, dass ein allfälliger Verkaufsprozess am ehesten so ablaufen würde, dass einige interessierte PE-Gruppen (aber kein strategischer Investor) angegangen würden, dies im Rahmen einer sogenannten limitierten Auktion.

Eine der kontaktierten PE-Firmen sandte darauf ein Schreiben an den VR von Del Monte, um ihr Interesse zu signalisieren, worauf dieser durch eine Investmentbank seine Handlungsmöglichkeiten abklären lassen wollte und dabei unter anderem auch Barclays kontaktierte. Moses empfahl sich dem VR mit dem Argument, er habe beste Beziehung zu mehreren potentiellen Käufern. Aus internen Papieren von Barclays (die erst im Prozess ans Tageslicht kamen) ging hervor, dass Barclays nicht nur bei Del Monte Honorare generieren wollte (ca. USD 21–24 Mio.), sondern auch vom Erwerber bei dessen Finanzierung (nochmals ca. USD 23,5 Mio.)⁸. Darüber wurde Del Monte aber nicht informiert.

Barclay erhielt das Mandat und empfahl eine limitierte Auktion unter PE-Firmen, wie Moses es ja vorausgesagt hatte. Damit wurde auch das Nebenziel von Barclays, Honorare aus der Finanzierung zu erzielen, gefördert, da PE-Firmen im Gegensatz zu strategischen Käufern immer auf (häufig beträchtliches) Fremdkapital angewiesen sind.

Nach einigem Hin und Her wurden sechs Kaufinteressenten in den Prozess involviert und alle unterzeichneten eine Geheimhaltungserklärung, die auch eine «no teaming» Klausel enthielt, welche nicht nur die Kundgabe der Durchführung der Auktion (und das eigene Interesse daran) sowie vertraulicher Informationen verbot, sondern auch die Kontaktnahme mit anderen potenziellen Bietern oder finanzierenden Banken. Vereinbart wurde auch eine zweijährige Standstill-period (d.h. ein Verbot, Aktien von Del Monte zu kaufen). Hintergrund dieser (im Rahmen von Auktionen nicht unüblichen) Abmachungen war, dass Del Monte sicherstellen woll-

te, dass wirklich eine Auktion stattfinden würde. Auch diese Vereinbarung war für Barclays interessant, da die PE-Firmen keine Finanzinstitute kontaktieren konnten und Barclays damit aus erster Hand die Finanzierungsbedürfnisse kennenlernte.

Nach üblicher Due Diligence reichten fünf Bieter eine Offerte ein, wobei alle (ausser KKR) auch darum ersuchten, nun Banken kontaktieren zu dürfen. KKR nannte keine finanzierende Bank und wurde damit aus Barclays Sicht der interessanteste Bieter. Die höchste Offerte kam von Vestar, einer im Nahrungsmittelgeschäft spezialisierten PE-Firma, die aber angab, dass sie die Transaktion nicht alleine durchführen könnte, sondern eine Partnerschaft mit einer anderen PE-Firma suchen müsste. Der VR beschloss dann aber am 18. März 2010, dass keine der Offerten hoch genug war und die Aussichten von Del Monte als kotierte Gesellschaft durchaus attraktiv seien. Darauf wurde Barclays instruiert, den Prozess zu beenden und die PE-Anbieter zu informieren, dass Del Monte nicht mehr zum Verkauf stehe.

3.2 Zwischenspiel

In den folgenden Monaten fanden verschiedene Treffen zwischen KKR und Del Monte, aber auch zwischen KKR und Barclays statt. Im September 2010 kontaktierte Moses Vestar und liess diese wissen, dass die Zeit für eine neuerliche Offerte günstig und KKR ein idealer Partner wäre. Allerdings stand die immer noch geltende «no teaming provision» im Weg, denn weder hatte Del Monte die Zustimmung zur Aufhebung dieser Bestimmung gegeben, noch hatte Barclays einen Auftrag von Del Monte, ein Zusammengehen zu fördern.

Im Oktober 2010 machte KKR dem VR von Del Monte eine Offerte für USD 17.50/Aktie; dieses Angebot war nominell höher als die Gebote der ersten Runde, berücksichtigt man aber die allgemeine Marktentwicklung über den Sommer 2010, war es ein schlechteres Gebot. KKR erwähnte Vestar in dieser Offerte nicht. Der VR von Del Monte diskutierte dieses Angebot, wobei sich der VR-Präsident insoweit in einem Konflikt befand, als bekannt war, dass er im Jahre 2012 in Pension gehen und gestützt auf vertragliche Bestimmungen USD 24 Mio. erhalten sollte, falls Del Monte noch vor seiner Pensionierung verkauft würde. Der VR kam zum Schluss, dass eine Offerte eine risikofreie Alternative zum Alleingang war und erachtete die USD 17.50/Aktie als angemessen, nachdem im früheren Prozess keine höhere Offerte resultiert hatte und man das Risiko einer neuerlichen limitierten Auktion, die allenfalls zu keinem Angebot führen würde, vermeiden wollte. Der VR entschied auch, Barclays erneut zu beauftragen, nun um die Transaktion mit KKR auszuhandeln. In der Verhandlung für einen neuen Auftrag wurde Barclays ausdrücklich darauf aufmerksam gemacht, dass Barclays erst für Del Monte agieren dürfe, wenn der Auftrag unterschrieben sei. Barclays

⁶ Vgl. die SEC-Filings von Del Monte auf http://investors.delmonte.com/phoenix.zhtml?c=86259&p=irol-sec&secCat01Enhanced.1_rs=61&secCat01Enhanced.1_rc=10&control_searchbox=&control_selectgroup=0&x=28,117&y=10,11#7349459.

⁷ Urteil, S. 6.

⁸ Urteil, S. 19.

verschwieh dabei, dass Gespräche in Tat und Wahrheit schon stattgefunden hatten.

3.3 Verhandlungen mit KKR

Die Mitteilung des VR an KKR war, dass USD 17.50/Aktie zu wenig sei, man aber bereit wäre, Due Diligence zu gewähren, damit KKR eine höhere Offerte einreichen könnte. Am 8. November 2010 wurden die Verkaufsabsichten von Del Monte durch ein Leck publik, welches vermuten liess, dass KKR USD 18.50/Aktie bieten würde. KKR machte gleichentags eine Offerte an den VR zu diesem Preis unter gleichzeitigem Verlangen von Exklusivität.

In der folgenden Woche wurde der VR von Del Monte von Barclays informiert, dass Barclays «formell» von KKR kontaktiert worden sei, mit der Frage, ob man Vestar mit ins Boot nehmen könnte. Praktisch gleichzeitig ersuchte Barclays Del Monte auch um Erlaubnis, sich verkäuferseitig bei der Finanzierung beteiligen zu dürfen. Die Einigung bestand darin, dass Barclays einen Drittel zur Fremdfinanzierung beisteuern konnte, dies obwohl dafür keine Notwendigkeit bestand, und ebenso wenig eine Aussicht, dass dadurch der Preis erhöht würde. Der Vertrag zwischen Del Monte und Barclays enthielt dabei u.a. folgende Klausel⁹: *«in the event that Barclays Capital is asked to provide acquisition financing to a buyer of the Company, the Company should expect Barclays Capital to seek to protect its interests as a lender, which may be contrary to the interests of the Company»*; im Weiteren empfahl Barclays Del Monte wegen des nunmehr bestehenden Konflikts, eine zweite Fairness Opinion einzuholen, welche Del Monte am Schluss USD 3 Mio. kostete.

3.4 Fusionsvertrag und «Go-shop»

KKR erhöhte dann das Angebot auf USD 19/Aktie. Der VR billigte hierauf den Fusionsvertrag, der neben den eingangs¹⁰ geschilderten Schutzmechanismen auch eine 45-tägige «Go-shop»-Periode im Anschluss an den Vertragsabschluss, (gefolgt von einer «No-shop»-, bzw. «Non-solicitation»-Periode) enthielt. Mittels einer «Go-shop»-Bestimmung wird dem VR der Zielgesellschaft erlaubt, bessere Kaufofferten einzuholen; durch diesen Markttest wird der Nachweis erleichtert, dass in Ausübung der Sorgfalts- und Treuepflicht wirklich das beste Angebot gewählt wurde. Konsequenterweise wurden die PE-Firmen aus der ersten Runde von ihren Stillhaltepflichten befreit und Barclays wurde damit beauftragt, nach Alternativen Ausschau zu halten. Damit wurde der Interessenkonflikt noch offener: Barclays verdiente auf der Del Monte-Seite für die (wie erwähnt wegen des Konflikts unbrauchbar gewordene) Fairness Opinion

USD 2,5 Mio. sowie weitere USD 21 Mio. als Transaction Fee. Auf der KKR-Seite wurden für Barclays weitere USD 21–24 Mio. in Finanzierungsgebühren fällig, die natürlich gefährdet waren, falls ein anderer Bieter zum Zug kommen würde.

Dennoch wählte der VR Barclays für die Durchführung des «Go-shop»-Markttests, obwohl andere Firmen Interesse zeigten, so diejenige, welche die zweite Fairness Opinion erstellte, und Goldman Sachs, die mit Del Monte eine langjährige Beziehung hatte. Als Barclays vom Interesse von Goldman Sachs an der Durchführung des «Go-Shop» erfuhr, teilte sie dies KKR mit, worauf KKR Goldman Sachs eine Beteiligung im Syndizierungsprozess für die Akquisitionsfinanzierung gewährte und diese so dazu brachte, ihre Bemühungen um eine Mandatierung mit der Durchführung des «Go-shop»-Prozesses einzustellen.

Immerhin wurden von Barclays 53 Parteien kontaktiert, ein Interesse an einer Transaktion zu einem höheren Preis zeigte aber niemand.

4. Rechtliches

Der urteilende Richter hatte zu entscheiden, ob die Generalversammlung, welche die Fusion gutheissen sollte, aufzuschieben und die Suche nach einem «besseren» Käufer noch einmal zu eröffnen war. Nach Delaware-Recht hatte er im Rahmen vorsorglicher Massnahmen (vergleichbar mit dem Schweizer Recht, vgl. Art. 261 ff. ZPO) zu entscheiden, ob eine gewisse Wahrscheinlichkeit bestand, dass die Kläger in der Hauptsache obsiegen würden (in unserer Terminologie die Glaubhaftmachung des Anspruches in der Hauptsache), dass sie bei Nichtgewährung einen nicht wiedergutzumachenden Schaden erleiden würden und dass eine Abwägung der Interessen eine Massnahme rechtfertigte.

Für die Hauptsachenprognose¹¹ prüfte der Richter einerseits einen Anspruch aus einer Verletzung der Treuepflicht, weil der VR nach dem anwendbarem Recht darlegen können muss, dass er sich um den besten Preis bemühte, andererseits aber auch Ansprüche gegen KKR wegen «aiding and abetting», weil auch gegen einen Bieter vorgegangen werden kann, der versucht, Konflikte innerhalb des VR auszunutzen. Für das Gericht war für diese Hauptsachenprognose zentral, dass der Verkaufsprozess anders abgelaufen wäre, hätte Barclays den Prozess nicht manipuliert¹² und Vestar und KKR zu einem gemeinsamen Vorgehen veranlasst, da dies die Chance auf einen maximalen Preis verringerte. Zentral waren weiter die Fehler des VR, der zum Schaden von Del Monte Barclays Finanzierungstätigkeit erlaubte (was zu unmittlarem Schaden im Betrag von USD 3 Mio. wegen der notwendigen zweiten Fairness Opinion führte, und

⁹ Urteil, S. 19 f.

¹⁰ Vgl. oben bei FN 4 und 5.

¹¹ Urteil, S. 25–40.

¹² Urteil, S. 33.

dazu, dass Barclays beim Go-shop einen Konflikt hatte). Hinsichtlich der möglichen Klage gegen KKR betonte das Gericht, dass KKR von allem wusste und auch davon profitierte.

Zum nicht wieder gut zu machenden Schaden führte der Richter zunächst aus, dass ohne Massnahme die Aktionäre nie die Chance bekämen, ein besseres Angebot zu erhalten und dass der Anspruch auf Schadenersatz schwierig durchzusetzen sei, da der Nachweis des Schadens, bzw. der Beweis, was den Aktionären bei einem sauberen Prozess angeboten worden wäre, schwierig zu erbringen sei – zu erwarten sei auch, dass die Anwälte von KKR und Barclays mit vielen Argumenten, die den Schaden reduzierten, aufwarten würden.

Im Sinne eines Kompromisses gewährte der Richter schliesslich einen Aufschub der Abstimmungen um 20 Tage, was ihm – obwohl die Kläger mehr forderten – genügend schien, um ein besseres Angebot erhältlich zu machen, nachdem viele der potenziellen Käufer ja schon kontaktiert worden seien. Im Weiteren hob der Richter für diese Periode die eingangs erwähnten Massnahmen auf, die ein Drittangebot erschweren, so insbesondere die «Termination fee» (die dem Richter mit USD 120 Mio. an sich vernünftig schien) und das «Match right». Wichtig war dem Gericht auch, dass KKR gestützt auf die Vertragsbestimmungen nicht zurücktreten und damit die Transaktion nicht einseitig gefährden konnte.

Ebenfalls vergleichbar zum Schweizer Recht mussten die Kläger eine Prozesskaution leisten, die das Gericht mit vergleichsweise bescheidenen USD 1,2 Mio. ansetzte, nämlich 1 % der in dieser Phase anwendbaren Termination fee.

5. Lehren für das Schweizer Umfeld

Anzunehmen ist, dass auch im Schweizer Recht Ansprüche gegen den VR bestehen würden, hiezulande aus Verantwortlichkeitsrecht mit dem Argument, der VR hätte den Verkaufsprozess unsorgfältig gehandhabt bzw. Berater nicht (genügend) überwacht und nicht korrekt instruiert, wobei der Kläger direkten Schaden geltend machen müsste. Ein Kläger in der Schweiz hätte dabei dasselbe Problem wie sein amerikanisches Pendant: er müsste irgendwie aufzeigen, welcher Preis bei einem «sauberen» Prozess herausgekommen wäre, was sehr schwierig, wenn nicht unmöglich ist. An sich erlaubt hiezulande Art. 262 ZPO inhaltlich weitgehende Anordnungen des Richters; ob er aber neben der Verschiebung der Generalversammlung auch direkt in den Vertrag eingegriffen hätte (insb. durch das Aufheben der Termination fee), wie das sein mutiger amerikanischer Kollege (im Ergebnis richtigerweise) machte, ist doch eher unsicher. Anzumerken ist immerhin, dass im Schweizer Recht die Termination fee wohl geringer hätte ausfallen müssen (bei einem Transaktionsvolumen von USD 3.8 Mia. belief sie sich auf etwa 3,1 %). Bei uns wird ja in aller Regel ver-

treten, dass die Höhe einer solchen Fee in einem gewissen Gleichgang zu den (internen und externen) Transaktionskosten stehen müsse;¹³ diese scheinen tatsächlich sehr erheblich gewesen zu sein, wenn man bedenkt, was allein Barclays alles kassieren wollte.

Was im ganzen Urteil durchschimmert, ist das geringe Verständnis des Richters für die Praktiken der Investmentbank, und wenn das auf den fast 60 Seiten auch nicht explizit steht, so hatte er doch klarerweise den Eindruck, gewisse Exponenten dieser Branche hätten aus der Finanzkrise offenbar nichts gelernt. Tatsächlich überspannte Barclays den Bogen erheblich: während wir hiezulande das Zusammenführen der zwei Bieter wohl etwas wohlwollender betrachten würden (vgl. immerhin Art. 230 OR über das gegen die guten Sitten verstossende Einwirken auf eine Versteigerung¹⁴), allein schon deshalb, weil der Schaden alleine aus diesem Umstand nicht offensichtlich scheint, hätten wir wenig Verständnis für die durch Barclays ohne Nutzen für den Auftraggeber verursachte Notwendigkeit einer zweiten Fairness Opinion, und noch weniger für die hohe Fee von der Gegenseite, die diese für Barclays besonders interessant machte. Auch über Barclays Mandatierung mit dem «Go-shop» kann man unter den Umständen wohl nur den Kopf schütteln.

Erkenntnis aus diesem Fall muss für jedes Verwaltungsratsmitglied sein, dass es sich einem rechtlichen Risiko (dass eine Transaktion nicht wie vorgesehen stattfindet und/oder es persönlich haftbar wird) nur entziehen kann, wenn von den Beratern verlangt wird, dass sie allfällige Interessenkonflikte, die bei Mandatsannahme bestehen oder später offenbar werden (oder erst entstehen) sowie auch allfällige Kontakte und Diskussionen mit Kaufinteressenten offenlegen, damit in Kenntnis der Sachlage entschieden werden kann, ob flankierende Massnahmen genügen oder der Berater zu wechseln ist.¹⁵ Erhöhte Vorsicht ist namentlich dann geboten, wenn einem Finanzberater der Gesellschaft oder des Verkäufers erlaubt wird, dem Käufer Akquisitionsfinanzierung zu gewähren.

¹³ Vgl. hierzu etwa TRIEBOLD, Deal Protection bei M&A Transaktionen – ausgewählte Aspekte, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 226 ff., 242 f. mit Verweisen.

¹⁴ Vgl. zu den auf eine limitierte Auktion anwendbaren Regeln (wobei die Anwendung des Auktionsrechts abgelehnt wird) KURER, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 159 ff., 172 f. und SCHÄRER/OSER, Unternehmensauktionen – ausgewählte Fragen, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 125 ff.

¹⁵ Ähnlich erste Reaktionen in den USA, vgl. KATZ/MCINTOSH, Corporate Governance Update: Del Monte and Responsibility in a Sales Process, New York Law Journal, 24. März 2011.