

Vertragsgestaltung bei M&A-Transaktionen

Sorgfältige Strukturierung vermindert Risiken

Von Dr. Wolfgang Kühn und Ulrike Gantenberg, Rechtsanwälte,
Heuking Kühn Lüer Wojtek, Düsseldorf

M&A-Transaktionen sind zunehmend von der wachsenden Professionalität der beteiligten Parteien und ihrer Berater geprägt. Dies gilt in Deutschland nicht nur für pressewirksame Übernahmeschlachten wie etwa um Schering, sondern insbesondere auch für weniger spektakuläre Übernahmen im Mittelstand auf Basis bilateral ausgehandelter Verträge. In Kaufpreisregionen ab 50 Mio. Euro schalten die Verkäufer regelmäßig Investmentbanken ein, die den Markt sondieren und gegebenenfalls im Wege eines Auktionsverfahrens versuchen, den größtmöglichen Preis zu erzielen. Dies führt zu standardisierten Verkaufsprozessen, wie sonst nur bei großen Transaktionen üblich. Auf Käufer- und Verkäuferseite entstehen dabei erhebliche Kosten.

Verkäufer Due Diligence

Der Verkäufer muss sein Unternehmen regelmäßig verkaufsfertig machen. Er wird dazu eine „Verkäufer Due Diligence“ durchführen, einen Datenraum zusammenstellen und nach Festlegung der Verkaufsstruktur ein Verkaufsmemorandum erstellen. Bei Veräußerung von Konzernunternehmen stellt sich regelmäßig das Problem der Herauslösung der Zielgesellschaft aus dem Konzernverbund. Gerade weniger ertragskräftige Konzernteile sind oftmals über Jahre im Windschatten eines Konzern-Cash-Managements statt mit nominellem Eigenkapital durch Kapital ersetzende Gesellschafterdarlehen finanziert worden. Diese können vor dem Verkauf etwa durch Verzicht ausgeglichen werden. Dem Käufer kann die Übernahme auch durch Zahlung eines negativen Kaufpreises schmackhaft gemacht werden. Dabei ist die steuerliche Behandlung einer Sanierung der Zielgesellschaft vor oder nach Durchführung der Transaktion von größter Bedeutung. Die Zuführung mehrheitlich neuen Kapitals durch den neuen Eigentümer kann im Hinblick auf die steuerliche Mantelkaufproblematik bei einer Kapitalgesellschaft zum Wegfall von Verlustvorträgen führen und damit die Investitionsrechnung des Käufers massiv beeinträchtigen.

Käufer Due Diligence

Der Käufer wird bei einem standardisierten Verkaufsprozess regelmäßig erst nach Abgabe eines indikativen Angebots auf Basis des Verkaufsmemorandums des Ver-



Dr. Wolfgang Kühn



Ulrike Gantenberg

käufers zum weiteren Verkaufsprozess zugelassen. Nach Abschluss einer regelmäßig geforderten, auch strafbewehrten Vertraulichkeitserklärung erhält der Käufer die Möglichkeit, eine Due Diligence-Prüfung durchzuführen. Die Anforderungen der Käufer an die vom Verkäufer über das Zielobjekt zur Verfügung zu stellenden Unterlagen variieren in Abhängigkeit vom Transaktionsvolumen, der Art des Investors (Strategie, Finanzinvestor) und dem Rechtskreis, aus dem der Investor stammt. Während Investoren aus dem angloamerikanischen Rechtskreis Umwelt- und Asbestrisiken und Risiken aus der Historie der Gesellschaft verstärkt prüfen, besteht bei europäischen Investoren aus Sorge vor einem Gerichtsverfahren in den USA ein erhöhter Prüfungsbedarf der Liefer- und Leistungsbeziehungen mit den USA.

Fallstrick Vertragssprache

Der Einfluss des angloamerikanischen Rechtskreises auf Unternehmenskaufverträge zeigt sich in der Sprache. Der deutsche Begriff für „Closing“, der Zeitpunkt, an dem der Verkäufer das Unternehmen an den Erwerber überträgt, ist aus der deutschen Rechtssprache nahezu verdrängt. Englische Verträge sind in Bietungsverfahren üblich, um ausländische Investoren nicht auszuschließen. Der Verkäufer legt einen Musterkaufvertrag vor, von dem ein Käufer möglichst wenig abweichen soll. Risiken werden

in den Kaufpreis eingepreist und nicht durch spezielle Gewährleistungsregelungen berücksichtigt. So kann der Verkäufer die Angebote vergleichbar machen und mit bevorzugten Bietern den Vertrag abschließend verhandeln. Auch der weitere Verkaufsprozess wird alsdann regelmäßig selbst bei rein deutschen Vertragsparteien auf Basis der englischsprachigen Verträge zu Ende geführt. Von deutschen Juristen wird vielfach übersehen, dass selbst bei der Wahl deutschen Rechts ausländische, etwa englische Vertragstermini nach der Rechtsprechung des BGH nach dem zugrunde liegenden Rechtsverständnis im Mutterland der verwendeten Sprache auszulegen sind. In solchen Fällen ist dringend anzuraten, (etwa) englische Rechtsbegriffe mit dem beabsichtigten deutschen Terminus zu ergänzen.

Typische Vertragsklauseln

Unternehmenskaufverträge enthalten zunehmend international angepasste Standardgarantien („Reps and Warranties“), die dem angloamerikanischen Rechtskreis entstammen. Mit einer Bilanzgarantie garantiert der Verkäufer dem Erwerber zunächst, dass die der Transaktion zugrunde gelegte Stichtagsbilanz bestimmten Bilanzierungsgrundsätzen entspricht. Dies sind regelmäßig die auf Verkäuferseite angewandten Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung mit der Maßgabe der Bilanzkontinuität. Zusätzlich werden bestimmte Bilanzpositionen, die für die Bewertung der Zielgesellschaft von besonde-

rer Bedeutung sind, wie Eigenkapital und Working Capital, gesondert garantiert. Zusammen bilden die Bilanzgarantie, die Eigenkapitalgarantie und die Working Capitalgarantie auf Basis einer testierten Stichtagsbilanz für den Käufer ein scharfes Schwert zur Sicherung der Werthaltigkeit seines Investments. Die Stichtagsbilanz ist der Überprüfung durch beide Parteien zugänglich. Bei Differenzen erfolgt die verbindliche Entscheidung durch einen Schiedsgutachter. Soweit Abweichungen zwischen der Stichtagsbilanz und den garantierten Bilanzpositionen bestehen, wird der Kaufpreis entsprechend der vertraglichen Regelung angepasst.

Auch sonst weisen die Unternehmenskaufverträge zunehmend angloamerikanischen Einfluss auf. So wird dem Vertrag ein Definitions- und Abkürzungsverzeichnis vorangestellt, oder der Vertrag erhält eine dem deutschen Rechtsverständnis fremde MAC (Material Adverse Change)-Klausel, die ein Rücktrittsrecht gewährt, falls zum Closing bestimmte wesentliche Ereignisse eingetreten sind (Verlust wichtiger Kunden u. ä.).

Post-M&A-Streitigkeiten

Zu den standardmäßig vom Verkäufer geforderten Gewährleistungsbeschränkungen (Haftungsgrenzen, Rüge- und Verjährungsfristen) ist anzumerken, dass die enttäuschten Käufer im Prozess ebenso standardmäßig versuchen, den Haftungsausschluss mit dem Vorwurf der arglistigen Täuschung anzugreifen. Gegen diese Strategie kann sich der Verkäufer durch ein präzise formuliertes Verkaufsmemorandum, eine strikte Kontrolle der dem Käufer zur Verfügung gestellten Informationen und einen vollständigen gut dokumentierten Datenraum verbunden mit einer Kenntnisklausel im Vertrag schützen.

Fazit:

Der Verkäufer kann die Risiken aus einem Unternehmenskauf für beide Seiten durch eine sorgfältige Struktur reduzieren. Ein „quick and dirty deal“, also ein Kauf ohne Due Diligence allein auf Basis von Gewährleistungen, birgt ein unverhältnismäßig großes Risiko für beide Seiten und wird zunehmend abgelehnt.

