

# Die Chance nutzen – Tipps für Verkäufer

Von Dr. Thomas Meyding und Dr. Maximilian Grub



**Bei M&A-Transaktionen kommt es für den Verkäufer in besonderem Maße auf eine interessengerechte Vertragsgestaltung an. Einige Vertragsklauseln sind dabei von ganz erheblicher Bedeutung.**



Dr. Thomas Meyding und Dr. Maximilian Grub sind Partner bei CMS Hasche Sigle.

Für den Verkäufer eines Unternehmens ist es von besonderem Interesse, den im Rahmen der Transaktion vereinbarten Kaufpreis auch tatsächlich zu erhalten. Dies kann insbesondere in Fällen, in denen eine variable Kaufpreisbestellung vereinbart wird, problematisch sein.

Nach der CMS European M&A Study 2011, der eine europaweite Untersuchung von mehr als 1.000 abgeschlossenen Transaktionen zugrunde liegt („M&A Study“), wurde im Jahr 2010 in 35 Prozent der untersuchten Transaktionen ein variabler Kaufpreis vereinbart. Bei variablen Kaufpreisklauseln sieht der Unternehmenskaufvertrag in der Regel vor, dass zunächst ein vorläufiger Kaufpreis bezahlt wird, der nach bestimmten Bewertungsmethoden ermittelt wird. Der endgültige Kaufpreis wird erst bezahlt, wenn eine Kaufpreisanpassungsberechnung auf der Basis eines gemeinsam akzeptierten Zahlenwerks („closing accounts“) vorliegt. Die Übertragung der verkauften Gesellschaftsanteile findet in der Regel bereits statt, wenn der vorläufige Kaufpreis bezahlt wurde.

Der Verkäufer sollte deshalb vereinbaren, dass die bislang in seinem Unternehmen praktizierten Positionen für Barmittel und Verbindlichkeiten sowie die Bewertungs- und Bilanzierungsgrundsätze für die Berech-

nung des endgültigen Kaufpreises maßgeblich sind. Üblicherweise werden dem Unternehmenskaufvertrag interne Bilanzierungsrichtlinien beigelegt.

## Kaufpreis fixieren

Auch wenn die für die endgültige Kaufpreisberechnung zu berücksichtigenden Positionen klar definiert sind, besteht bei variablen Kaufpreisen immer das Risiko unvorhergesehener Entwicklungen des Zielunternehmens. Der endgültig bezahlte Kaufpreis kann dann signifikant von dem beim Signing in Aussicht gestellten Preis abweichen – zum Nachteil des Verkäufers.

Um dieses Risiko zu beseitigen, bietet sich ein sogenannter Locked-Box-Mechanismus an. Dieser bedeutet, dass ein fester Kaufpreis vereinbart wird, der nach Vertragsunterzeichnung nicht mehr angepasst wird. Der Locked-Box-Mechanismus erfreut sich zunehmender Beliebtheit: 2010 wurde er in 29 Prozent der untersuchten Transaktionen der M&A Study, die keine Kaufpreisanpassung vorsahen, verwendet.

Dem Locked-Box-Konzept liegt die Vorstellung zugrunde, dass es sich bei dem zu erwerbenden Unternehmen um eine abgeschlossene Einheit („locked box“) handelt. Ausgehend von dem letzten Jahresabschluss

wird diese Einheit als geschlossenes System bis zur Übergabe an den Käufer vom Verkäufer fortgeführt. Der Käufer kann sich hierbei die Richtigkeit des Jahresabschlusses garantieren lassen. Ferner garantiert der Verkäufer, dass das Unternehmen ab dem vereinbarten Stichtag im ordentlichen Geschäftsgang geführt worden ist und keine ungewöhnlichen oder nicht offengelegten Liquiditätsabflüsse an den Verkäufer erfolgt sind, wie etwa Gewinnentnahmen. Grundlage für die Vereinbarung eines festen Kaufpreises im Locked-Box-System ist in der Regel der letzte Jahresabschluss des Zielunternehmens oder ein Abschluss, der eigens auf einen zeitlich vor dem Signing liegenden Stichtag aufgestellt wird.

## Risiken begrenzen

Ein Verkäufer trägt häufig das Risiko, dass der Kaufpreis gemindert oder ein Teil des Kaufpreises sogar zurückgefordert wird, weil der Erwerber Gewährleistungsansprüche geltend macht. Zur Begrenzung des Haftungsrisikos bieten sich in solchen Fällen Haftungshöchstgrenzen, Mindestschwellen und Baskets an.

Aus Sicht des Verkäufers sollte der Kaufpreis stets die Obergrenze für das Haftungsrisiko sein, das ihn aus der Unternehmensveräußerung treffen kann. Die M&A Study hat ergeben, dass die Höhe der Haftungshöchstgrenze für operative Garantien, das heißt für Garantien, die den Geschäftsbetrieb und die Vermögenssituation eines Unternehmens betreffen (nicht jedoch das Eigentum an den Gesellschaftsanteilen und/oder Steuern), wie beispielsweise Kunden- oder Ertragszahlen, in Europa im Jahr 2010 meist zwischen 10 und 50 Prozent des Kaufpreises lag. Eine Höchstgrenze von weniger als 10 Prozent des Kaufpreises war eher unüblich.

Unter einer Mindestschwelle (de minimis) versteht man die Vereinbarung, dass Schäden nur dann berücksichtigt werden, wenn der einzelne Schaden einen bestimmten Mindestschwellenwert übersteigt. Hierdurch sollen Kleinschäden von vornherein von dem Gewährleistungsregime ausgeschlossen werden. Der am häufigsten anzutreffende Schwellenwert für De-minimis-Ansprüche liegt laut M&A Study bei 0,5 bis 1 Prozent des Kaufpreises.

Eine weitere verkäuferfreundliche Haftungsschwelle ist der sogenannte Basket. Der Erwerber kann einen Anspruch nur dann geltend machen, wenn die Ansprüche, welche die De-minimis-Schwelle überschreiten, auch die Basket-Schwelle überschreiten. Wird diese zweite Schwelle ebenfalls überschritten, hat der Käufer entweder das Recht, seinen gesamten Anspruch durchzusetzen („First Dollar“) oder nur den Teil, der den Basket übersteigt („Excess only“). Laut M&A Study enthielten 53 Prozent der untersuchten Transaktionen im Jahr 2010 eine Basket-Regelung.

## Vollständig informiert

Im Rahmen einer Unternehmenstransaktion wird regelmäßig ein physischer oder virtueller Datenraum errichtet, der sämtliche für die Unternehmenstransaktion relevanten Dokumente enthält. Für den Verkäufer kann eine vollständige, möglichst umfassende Bestückung des Datenraums vorteilhaft sein, wenn es ihm gelingt, dass alle Informationen, die enthalten sind, als bekannt gelten und so Gewährleistungsansprüche ausgeschlossen werden (General-Disclosure-Konzept).

Ob eine solche Klausel durchgesetzt werden kann, hängt sehr stark von der Verhandlungsposition des Verkäufers ab. Nach der M&A Study gelang dies Verkäufern im Jahr

2010 in 25 Prozent der untersuchten Transaktionen in den deutschsprachigen Ländern. In den anderen Fällen erfolgten die entsprechenden Offenlegungen in Form von Anlagen oder eines „Disclosure Letter“ (Specific-Disclosure-Konzept).

Kann das sogenannte „General-Disclosure-Konzept“ durchgesetzt werden, so ist es von besonderer Bedeutung, den Inhalt des Datenraums klar zu dokumentieren. Dies kann beispielsweise durch einen ausführlichen Datenraumindex, der als Anlage zum Unternehmenskaufvertrag hinzugefügt wird, geschehen. Eine andere Möglichkeit ist es, den gesamten Inhalt des Datenraums auf DVD zu brennen und diese DVD von einem unabhängigen Dritten, beispielsweise dem beurkundenden Notar, verwahren zu lassen. Bei späteren Diskussionen besteht dann Klarheit hinsichtlich des Datenrauminhalts.

### **Noch einmal genau hinschauen**

Der Verkäufer ist darüber hinaus daran interessiert, dass der Käufer nach Abschluss der Transaktion keine Rücktrittsrechte ausüben kann, mit denen er sich von dem geschlossenen Vertrag lösen kann. Rücktrittsrechte bestehen insbesondere dann, wenn Closing-Bedingungen, wie beispielsweise die kartellrechtliche Freigabe, nicht eintreten. Nach unserer Wahrnehmung ist die Durchführung einer zufriedenstellenden Confirmatory Due Diligence durch den Käufer nach Vertragsabschluss ein Aspekt, der in jüngster Zeit im-

mer häufiger diskutiert wird. Für den Fall, dass die Confirmatory Due Diligence des Käufers nicht zu seiner Zufriedenheit ausfällt, soll er zum Rücktritt vom Vertrag berechtigt sein.

Aus Sicht des Verkäufers kann ein solches gestuftes Due-Diligence-Verfahren vor und nach Vertragsabschluss sinnvoll sein, da der Verkäufer vor Abschluss der Transaktion nur in geringerem Umfang Informationen zur Verfügung stellen muss, aber bereits frühzeitig eine feste Bindung des Käufers vorliegt. Es ist allerdings nicht zu unterschätzen, dass ein solches Confirmatory-Due-Diligence-Konzept zahlreiche Folgefragen aufwirft.

Aus Sicht des Verkäufers sollten die Voraussetzungen, unter denen der Käufer bei einer Confirmatory Due Diligence vom Kaufvertrag zurücktreten kann, sehr genau definiert sein. Als Rücktrittsgrund könnte beispielsweise die Feststellung des Käufers in Betracht kommen, dass das tatsächliche EBITDA beträchtlich von dem in Aussicht gestellten EBITDA abweicht oder dass während der Confirmatory Due Diligence Informationen gefunden werden, die eine erhebliche Abweichung des EBITDA erwarten lassen.

Abschließend sollte aus Sicht des Verkäufers bereits im Unternehmenskaufvertrag vereinbart werden, welche Gegenstände vom Käufer in der Confirmatory Due Diligence näher beleuchtet werden. Insoweit sollte dem Kaufvertrag eine maßgeschneiderte Confirmatory-Due-Diligence-Liste beigefügt sein.