



TRANSAKTIONSAUSGESTALTUNG

Reihe „Unternehmen verkaufen“ – Teil 4: Bedingungen verhandeln

Lesedauer: 20 Minuten

Welche wesentlichen vertraglichen Aspekte gilt es im Rahmen eines Verkaufsprozesses zu beachten? Was sind die Bedingungen eines typischen Kaufvertrags? Welche Grundsätze gilt es bei der Verhandlung zu beachten? Antworten auf diese und weitere Fragen finden Sie im vierten Teil unserer *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“.

Um die Risiken des/der Alteigentümer/s bei einem Unternehmensverkauf zu minimieren, spielt die rechtliche Ausgestaltung der Transaktion eine wichtige Rolle. Hierzu zählt insbesondere das Aushandeln der Bedingungen des Kaufvertrags. Zuvor werden jedoch oftmals diverse Vereinbarungen im Rahmen des Verkaufsprozesses abgeschlossen.

Als Ausgangspunkt sollte zunächst die Frage nach der optimalen Transaktionsgestaltung geklärt werden. Generell gilt: Ein Auktionsprozess unter Einbindung von potenziellen Bietern mit unterschiedlichen Investitionskriterien (bspw. Family Offices, Private Equity, Strategen) ermöglicht einen größeren Spielraum beim Aushandeln von Vertragsbedingungen. Auf der anderen Seite bieten eine kontrollierte Auktion mit einem limitierten Kreis an Bietern oder gar Exklusivgespräche mit einem einzigen potenziellen Investor den Vorteil der Diskretion und einen eventuell zügigeren Transaktionsabschluss. Das Themenfeld ist äußerst komplex und ein „wasserdichter“ Vertrag stellt die Basis für den Erfolg einer Transaktion dar. Deshalb schenken wir im Folgenden den wichtigsten vertraglichen Aspekten, die es beim Verkaufsprozess zu beachten gilt, besonderes Augenmerk.

Wesentliche Vereinbarungen im Rahmen des Verkaufsprozesses

I) Vertraulichkeitserklärung (Non-Disclosure Agreement bzw. „NDA“)

Das NDA dient der Sicherstellung der Geheimhaltung in Bezug auf den Austausch nicht-öffentlicher Informationen sowie des Verhandlungsstands. Es wird normalerweise vom Verkäufer als Entwurf zu Verfügung gestellt. Wichtige Verhandlungsthemen mit potenziellen Investoren bezüglich des NDAs betreffen unter anderem die Definition des Personenkreises, der vertrauliche Informationen erhalten darf, die Rückgabe von Informationen bei Abbruch von Verhandlungen, Vertragsstrafen für Verstöße gegen die Vereinbarung sowie Abwerbverbote.

Berenberg *aspekte*-Reihe „Unternehmen verkaufen“

- Investorenrolle einnehmen 6
- Unternehmen übergeben 5
- Bedingungen verhandeln 4**
- Verkaufsart wählen 3
- Unternehmen bewerten 2
- Weg und Ziel definieren 1

»Ein Auktionsprozess unter Einbindung von potenziellen Bietern mit unterschiedlichen Investitionskriterien ermöglicht einen größeren Spielraum beim Aushandeln von Vertragsbedingungen.«

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind.
www.berenberg.de/unternehmer



Von Fabian Walisch, Senior Associate M&A Advisory und Amelie Eichblatt, Leiterin Kompetenzzentrum Unternehmer

- **Unternehmer**
- Stiftungen
- Family Offices



II) Incentivierungsvertrag

Falls das Unternehmen beispielsweise durch ein angestelltes Management geführt wird, kann es aus Eigentümersicht sinnvoll sein, sich frühzeitig über einen Incentivierungsvertrag Gedanken zu machen, der für die außerordentlichen Belastungen durch den M&A-Prozess eine separate Vergütung in Aussicht stellt. Dies hat nicht nur den Vorteil, dass das Management im Regelfall den Prozess auf operativer Ebene stärker unterstützt, sondern auch oftmals aufgeschlossener gegenüber diversen Bietergruppen ist.

Management eventuell zusätzlich incentivieren

III) Letter of Intent ("LoI")

Eine üblicherweise unverbindliche Absichtserklärung dokumentiert das Betreiben einer oder beider Parteien, einen Kaufvertrag mit der jeweils anderen Partei in Bezug auf ein Zielunternehmen unter Vorbehalt weiterer Ergebnisse abschließen zu wollen. In der Regel wird der LoI am Ende einer ersten Verhandlungsphase verwendet, soweit zwischen beiden Parteien generelle Einigkeit über die grundsätzlichen Eckpunkte des Verkaufsprozesses besteht, um beim jeweiligen Gegenüber das Vertrauen in die Ernsthaftigkeit der Verhandlungsabsichten zu bekräftigen. Typische Punkte, die im LoI abgedeckt werden, betreffen die bis dato erzielten Verhandlungsergebnisse, die generelle Dokumentation eines ernsthaften Verhandlungsinteresses, ggf. Verhandlungs- oder Abschluss-Exklusivität, Informationsanforderungen, den Grad der rechtlichen Bindungswirkung, Regelungen zur Kostenübernahme und einen Zeitplan. In der Regel wird eine solche Absichtserklärung zunächst einseitig vom Käufer formuliert und unterzeichnet, der diese dann wiederum dem Verkäufer vorlegt. Stimmt der Verkäufer dem Inhalt zu, willigen die Parteien ein, die Verhandlungen fortzuführen.

Ernsthaftigkeit bekräftigen

Der Kaufvertrag

Verlaufen die Verhandlungen erfolgreich, mündet dies im Abschluss eines Kaufvertrages. Dieser bewirkt die Einigung über den Übergang der veräußerten Vermögensgegenstände bzw. der Gesellschaftsanteile. Er beinhaltet aber auch wichtige Regelungen zur Übertragung des Unternehmens. Außerdem wird er nach der Transaktion herangezogen falls Streitfragen zu klären sind. Die Bezeichnung des Vertrages richtet sich nach dem Verkaufsgegenstand:

- Share Purchase Agreement („SPA“): Anteile am Unternehmen werden verkauft oder
- Asset Purchase Agreement („APA“): einzelne Vermögensgegenstände, die exakt definiert sind, werden verkauft.

Üblich ist, dass der Verkäufer den jeweiligen Vertragsentwurf zu Verfügung stellt, auf dessen Basis dann verhandelt wird.

Zwei elementare Mechanismen zur Verteilung von Risiken aus einem Kaufvertrag beziehen sich auf Regelungen zum Kaufpreis und auf die Ausgestaltung des Haftungsregimes.



Regelungen zum Kaufpreis

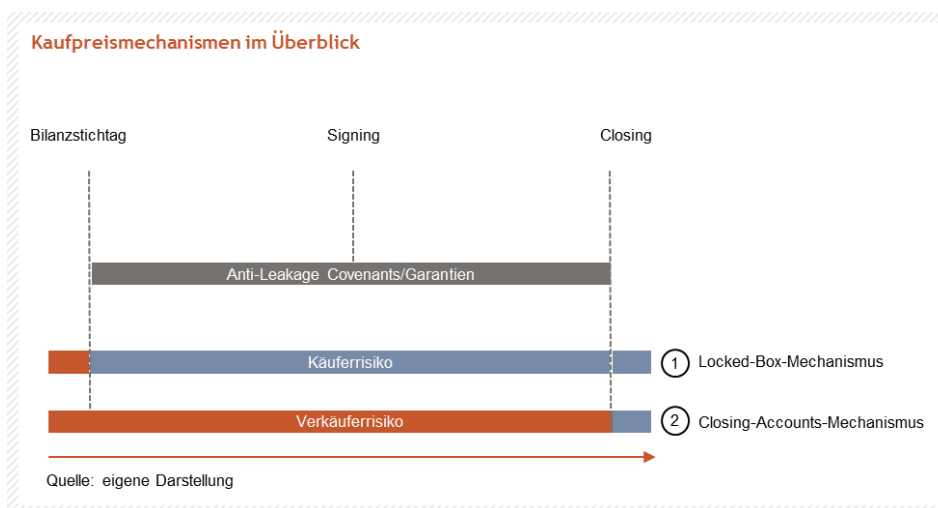
Hier sind die Zahlungsmodalitäten und der Kaufpreismechanismus zu klären. Bei den Modalitäten ist zunächst auf eine eindeutige Fälligkeitsregelung zu achten. Oftmals wird die Fälligkeit an das Closing der Transaktion gekoppelt. Darüber hinaus ist es sinnvoll, den Eintritt des Zahlungsverzugs und einen Strafzins zu definieren. Üblich ist auch die Vereinbarung über eine rückwirkende Verzinsung des Kaufpreises, beispielsweise ab Anfang des Geschäftsjahres. Diese Verzinsung dient als Kompensation, dass der Verkäufer des Unternehmens unterjährig normalerweise keine Gewinnausschüttung vornimmt und damit eine Gegenleistung für die vergangene Anlagemöglichkeit des im Laufe des Jahres bis zum Closing erwirtschafteten Gewinns erwartet. Zudem kann von Investorensseite aus eine Earn-out-Klausel vorgeschlagen werden. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Bieter die optimistischen Erwartungen bezüglich des vom Verkäufer zu Verfügung gestellten Business Plans nicht komplett teilt. In diesem Fall wird ein Teil des Kaufpreises erfolgsabhängig zu einem späteren Zeitpunkt bezahlt. In der Praxis ist jedoch zwingend darauf zu achten, dass im Falle der Vereinbarung eines Earn-outs eine trennscharfe und exakte Erfolgsermittlung möglich ist. Daher sollte aus Verkäufersicht die Anwendung einer solchen Klausel vermieden werden.

Verzinsung des unterjährigen Gewinns als Gegenleistung für die vergangene Anlagemöglichkeit

Ergebnisabhängige Kaufpreisanpassung vermeiden

Die Wahl des Kaufpreismechanismus

Bei Transaktionen sind zwei Mechanismen gebräuchlich:



(1) Locked-Box-Mechanismus:

Der Nettokaufpreis wird auf Basis einer in der Vergangenheit liegenden Bilanz festgelegt. Wichtig sind in diesem Kontext die Zusagen des Verkäufers, die sogenannten „Anti-Leakage Covenants“, die den Zeitraum zwischen letztem Bilanzstichtag bis idealerweise Closing betreffen. Damit wird zum Beispiel festgelegt, dass keine Mittelabflüsse außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsgangs in diesem Zeitraum erfolgen sollten. Andernfalls kommt es zu einer Kaufpreisanpassung.



(2) Closing-Accounts-Mechanismus:

Hier wird festgelegt, wie sich der Kaufpreis auf Basis einzelner Bilanzpositionen errechnet, für die direkt nach Closing eine separate Stichtagsbilanz erstellt wird. Wie beim Locked-Box-Mechanismus wird für die Kaufpreisberechnung gewöhnlich eine Cash and Debt Free-Regelung vereinbart. Vereinfacht formuliert, entspricht dies dem Brutto-Unternehmenswert (Enterprise Value) bzw. dem Wert eines Unternehmens ohne Finanzschulden und liquide Mittel. Die Klausel regelt letztendlich die Finanzausstattung mit der das Unternehmen zum vereinbarten Kaufpreis übergeben wird. Zudem wird oft auch ein Working-Capital-Ausgleich vereinbart. Das bedeutet, im Kaufvertrag wird geregelt, dass der operative Geschäftsbetrieb zum Bewertungsstichtag über einen bestimmten Umfang an Working Capital verfügen muss - ansonsten erfolgt eine Kaufpreisanpassung.

Regelung des Haftungsregimes

Beim Haftungsregime geht es hauptsächlich darum, zu tragende Risiken nach Vertragsschluss für die Verkäuferseite kalkulierbar und eingrenzbar zu machen, während die Käuferseite versucht, Unsicherheiten abzudecken, die trotz sorgfältiger Due Diligence verbleiben. Der Käufer fordert also weitreichende Haftungszusagen, um sich gegen unangenehme Überraschungen nach dem Übergang abzusichern. Hingegen sollte es Ziel des Verkäufers sein, lediglich beschränkt Garantien oder möglichst nur weniger verbindliche Erklärungen „nach bestem Wissen“ abzugeben. Hierbei kommt es oftmals zu Diskrepanzen zwischen Käufer und Verkäufer, die sich nicht selten auch zu „Dealbreakern“ entwickeln oder zumindest einen erheblichen Einfluss auf den Kaufpreis haben können.

Es wird ein individueller Katalog überwiegend selbständiger Garantieverprechen (*Representations & Warranties*) unter weitgehendem Ausschluss des BGB-Gewährleistungsrechts festgelegt. Diese Garantien begründen eine verschuldensunabhängige Einstandspflicht für bestimmte rechtliche, tatsächliche oder wirtschaftliche Umstände aus der Vergangenheit, der Gegenwart oder der Zukunft, die meist der Verkäufer dem Käufer des Unternehmens gegenüber übernimmt. In dem Falle, dass der tatsächliche Zustand des Unternehmens also von den vertraglichen Zusicherungen abweicht, hat dies weitreichende Rechtsfolgen für den Garantiegeber. Garantien sind so ausgestaltet, dass sie sich auf Merkmale des Unternehmens selbst, des Verkäufers bzw. des Käufers oder aber auf Merkmale der Unternehmensanteile beziehen. Im Unterschied zu Freistellungen stellen sie auf die Beschreibung eines unterstellten Ist-Zustandes des Unternehmens ab und regeln somit unbekannte Risiken. Es gibt verschiedene Typen von Garantien. So gibt es beispielsweise Bestandsgarantien, die das Bestehen eines bestimmten rechtlichen oder tatsächlichen Umstands wie die Anzahl der Beschäftigten zu einem Stichtag garantieren. Wird eine Erfolgsgarantie vereinbart, so steht der Garantiegeber für den Eintritt eines zukünftigen, noch ungewissen Umstand oder einen wirtschaftlichen Erfolg ein. Da diese Art von Garantie auf einer Prognose basiert, sollte deren Einsatz aus Verkäufersicht sorgfältig geprüft werden. Daneben gibt es auch eine sogenannte Wissensgarantie. Hierbei handelt es sich um eine eingeschränkte Garantie mit subjektivem Charakter, da der bestehende Umstand nur „nach bestem Wissen“ vorliegt.

*Verbindliche Erklärungen
möglichst vermeiden*

*Garantien von Verkäuferseite
aus sollten so gering wie
möglich gehalten werden*



Alternativ zu den Representations & Warranties sind vertragliche Freistellungen (*Indemnities*) möglich. Sie zielen auf vor dem Vertragsabschluss bekannte Risiken ab, die einen Gewährleistungsfall begründen könnten. Der Käufer wird in diesem Zusammenhang vom Verkäufer verschuldensunabhängig von Ansprüchen freigestellt, die durch die im Zusammenhang mit den vor der Transaktion bekannten Risiken begründet werden und sich später materialisieren könnten. Üblich sind Freistellungen beispielsweise in den Bereichen Steuern, Umwelthaftung, Prozesse und Verwaltungsverfahren. Aus Verkäufersicht haben *Indemnities* den Vorteil, dass der Käufer im Vergleich zu Garantien keinen Erfüllungsanspruch erhält. Es geht dabei lediglich um die finanziellen Folgen eines Risikos. Hierdurch wird der Verkäufer in der Regel nicht so stark belastet. Von Nachteil ist jedoch, dass bei Freistellungen eine Schadensminderungspflicht grundsätzlich nicht uneingeschränkt greift.

In der Praxis werden die gegenläufigen Interessen bei den Haftungsfragen durch den Abschluss einer *Warranty & Indemnity-Versicherung* (W&I-Versicherung) immer häufiger überbrückt. Während eine Verkäuferpolice die mit den gewährten Garantien, Gewährleistungen und Freistellungen verbundenen Risiken absichert, kann die Käuferpolice beispielsweise bei schlechter Verhandlungsposition des potenziellen Investors dazu verwendet werden, um die vom Verkäufer ausgeschlossenen Ansprüche zu versichern. Allerdings können nur Bereiche versichert werden, die in einer Due Diligence analysiert wurden. Sollte der Verkäufer also mit dem Gedanken spielen, eine W&I-Versicherung abzuschließen, ist es folglich ratsam, frühestmöglich im Prozess eine Vendor Due Diligence zu veranlassen. Die Versicherungskosten trägt diejenige Partei, welche die Police abschließt, was wiederum Verhandlungssache ist. Die Prämiensätze variieren, je nachdem, ob es sich bei den versicherten Risiken um unbekannte oder bekannte Risiken handelt. Bei unbekanntem Risiken liegen die Prämiensätze aktuell zwischen 1 bis 3% der Versicherungssumme, bei bekannten Risiken können diese bis zu 6% und mehr betragen.

Verhandlungstaktiken

Es gibt keine allgemein anerkannten Grundsätze für erfolgreiche Verhandlungstaktiken. Auch wenn vor Beginn von Verhandlungen eine Festlegung der Mittel, Ziele und der Rollenverteilung erforderlich ist, wird der tatsächliche Verlauf immer auch stark von unerwarteten Aktionen des Verhandlungspartners beeinflusst, die eine flexible Reaktion erfordern. Die Kunst der Verhandlung basiert damit auf einer Mischung aus Erfahrung und Talent. Dennoch ist es hilfreich, einige Aspekte zu beachten. Im Vorfeld von Verhandlungen empfiehlt es sich, Gedanken über Verhandlungsort, die gewünschte Atmosphäre, die personelle Besetzung sowie den Verhandlungsführer zu machen. In vielen Fällen ist es ratsam, die Verhandlungen nicht durch den eigentlichen Entscheider führen zu lassen, sodass das erzielte Ergebnis noch unter dem Vorbehalt einer finalen Zustimmung steht und damit noch Änderungen erfolgen können. Grundsätzlich ist es wichtig, dass ein Verhandlungsspielraum besteht. Daher sollten die Gespräche nicht mit der Einnahme von unrealistischen Extrempositionen begonnen werden. Die Verwendung einer „Zermürbungstaktik“ durch das Festbeißen in Detailfragen kann insbesondere unter hohem Zeitdruck erfolgreich sein. Allerdings ist hierbei äußerste Vorsicht geboten,

Freistellungen können für den Verkäufer vorteilhaft sein

Sicherheit beim Unternehmensverkauf durch W&I-Versicherung

Professionelle Verhandlungsführung



da man das Interesse des Verhandlungspartners nicht verlieren möchte. Diese Taktik ist insbesondere dann gefährlich, wenn nach Vertragsabschluss nicht sämtliche Brücken abgebrochen sein sollen. Außerdem sollte man sich sicher sein, dass die Gegenseite ein großes Interesse am Abschluss des Vertrags hat. In Verhandlungen mit internationalen Investoren sind darüber hinaus kulturelle Themen und Unterschiede zu beachten und in die Verhandlungstaktik miteinzubeziehen.



Literatur

- Hanslik, G. und Grossmayer, C. (2013). Big Deal: M&A Verträge richtig verhandeln, 1. Auflage.
- Hölters, W. (2015). Handbuch Unternehmenskauf, 8. Auflage.
- Holzapfel, H.-J. und Pöllath, R. (2017). Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 15. Auflage.
- Kann, J. v. (2017). Praxishandbuch Unternehmenskauf - Leitfaden Mergers & Acquisitions, 2. Auflage.
- Müller-Stewens, G., Kunisch, S. und Binder, A. (2016). Mergers & Acquisitions - Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen. 2. Auflage.
- Schalast, C. und Raettig, L. (2018). Grundlagen des M&A-Geschäfts: Strategie - Recht - Steuern, 2. Auflage.
- Schöne, F.-J. und Uhlendorf, J. (2017). Praxisbuch M&A, 1. Auflage.
- Seibt, C. H. (2018). Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions, 3. Auflage.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe des Beitrages ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de