



Dr. Matthias Bruse, LL.M.
RECHTSANWALT UND PARTNER
P+P PÖLLATH + PARTNERS, München

DR. MATTHIAS BRUSE, LL.M. | P+P PÖLLATH + PARTNERS

3

Risikoallokation und Risikoabsicherung beim Unternehmenskauf

Der nachfolgende Beitrag möchte einen Überblick über aktuelle Tendenzen der vertraglichen Vereinbarung von Risikozuordnungen im Verhältnis zwischen Verkäufer und Käufer beim Unternehmenskaufvertrag geben. Die Vereinbarung, welche Methode gewählt wird, hängt insbesondere von den Umständen des Einzelfalls und der Verhandlungsmacht der jeweils Beteiligten ab. Deshalb bestehen eher keine festen Regeln, sondern verschiedene Techniken, die sich in der Praxis entwickelt haben.

Einzelne Risikoallokationen zugunsten des Käufers und zu Lasten des Verkäufers

■ Kaufpreis

Ein Kaufpreisabschlag ist ein nicht selten gebrauchtes Instrument, um ein antizipiertes Risiko wertmindernd zu berücksichtigen. Der Kaufpreisabschlag führt dazu, dass für Verhandlungszwecke der Eintritt des Risikos (gegebenenfalls mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit) antizipiert wird. Der mögliche künftige Schaden, eine Materialisierung des Risikos, führt zu einem Kaufpreisabschlag, der dem Käufer unmittelbar zugutekommt, unabhängig davon, ob ein Schadensfall tatsächlich eintritt. Materialisiert sich künftig das Risiko, sind im Falle des Kaufpreisabschlags weitere Regressmöglichkeiten des Käufers in der Regel ausgeschlossen (Vermeidung eines sogenannten „Double Dips“).

■ Garantien/Gewährleistungen

Garantien bzw. Gewährleistungen sind das „klassische“ Instrument im Unternehmenskaufvertrag, den Käufer vor bestimmten, das Unternehmen oder die

Anteile daran betreffenden Risiken zu schützen. Garantien beschreiben in der Regel einen Sollzustand, der bei Signing bzw. Closing (grundsätzlich nicht danach!) vorliegt. Weicht der Ist-Zustand nachteilig vom Soll-Zustand ab, materialisiert sich das Risiko. In diesem Fall hat der Verkäufer in der Regel Naturalrestitution und/oder Schadensersatz zu leisten.

■ Freistellungen

Freistellungen sind insbesondere üblich im Bereich von Steuern, aber auch Umweltrisiken oder andere im Rahmen der Due Diligence spezifisch identifizierte Risiken. Abweichend von Garantien/Gewährleistungen übernimmt der Verkäufer gegenüber dem Käufer das Risiko von künftigen Belastungen des Unternehmens, z.B. für künftige Steuerzahlungen, die nachträglich für bei Signing bzw. Closing abgelaufene Veranlagungszeiträume entstehen.

Freistellungen oder Anspruchsverzichtes können den Käufer insbesondere auch im Hinblick auf Rechtsbeziehungen zwischen Verkäufer und mit ihm verbundenen Dritten sowie der Zielgesellschaft schützen, denn diese sollen in der Regel mit Vollzug der Transaktion beendet oder gegebenenfalls auf neue vertragliche Grundlagen gestellt werden.

Einzelne Risikoallokationen zugunsten des Verkäufers und zu Lasten des Käufers

■ Ausschluss von Ansprüchen

Die Vertragsparteien vereinbaren in der Regel, dass sich das Haftungsregime autonom aus dem Unternehmenskaufvertrag ergibt. Damit einhergehend werden Haftungen des Verkäufers aufgrund von gesetzlichen Ansprüchen – soweit gesetzlich zulässig – ausgeschlossen. Für gesetzliche Ansprüche ist damit in der Regel nur Raum, wenn vorsätzliches Handeln des Verkäufers, insbesondere im Rahmen der Informationsverschaffung bei der Due Diligence vorliegt.

■ Betragsmäßige Begrenzung der Haftung

Rechtsfolgenklauseln in Unternehmenskaufverträgen sehen für den Fall der Verletzung vertraglicher Garantien/Gewährleistungen vielfach vor, dass eine etwaige

Haftung des Verkäufers beschränkt wird. Haftungen werden z.B. ausgeschlossen, wenn ein einzelner Schadensfall einen bestimmten Mindestbetrag nicht überschreitet („de minimis“). Ferner erfolgt gegebenenfalls ein Ausschluss der Haftung, soweit die Summe der Schäden für mehrere Ansprüche addiert nicht einen bestimmten Mindestbetrag erreicht („Freibetrag“ oder „Freigrenze“). Schließlich ist es üblich, für die Verletzung einzelner Garantien/Gewährleistungen einen Haftungsdeckel vorzusehen. Dieser Deckel ist in der Regel ein Prozentsatz bezogen auf den Enterprise oder Equity Value der Transaktion.

■ Begrenzung des Schadensbegriffs

Öfter wird auch über die Definition des Schadensbegriffs der Regress gegen den Verkäufer im Falle einer Verletzung von Garantien oder gegebenenfalls auch Freistellungen eingeschränkt. Zum Beispiel wird teilweise vereinbart, dass ein Verkäufer nicht für Folgeschäden oder entgangenen Gewinn des Käufers haften muss.

■ Verjährung

Auch vertragliche Verjährungsvorschriften sind geeignet, ein etwaiges Haftungsrisiko des Verkäufers aus Garantien und Freistellungen zu begrenzen. So sind z.B. für operative Garantien Verjährungsfristen von ein bis zwei Jahren ab Closing nicht unüblich. Demgegenüber werden für rechtliche Garantien und Freistellungen in der Regel deutlich längere Verjährungsfristen vereinbart.

■ Rechtsbeziehung Verkäufer/Zielgesellschaft

Der Verkäufer möchte gegebenenfalls von etwaigen Ansprüchen der Zielgesellschaft gegen ihn durch den Käufer freigestellt werden. Anlässlich des Verkaufs sollen in der Regel alle Rechtsbeziehungen beendet oder gegebenenfalls auf neue vertragliche Grundlagen gestellt werden. Darüber hinaus soll es keine weiteren Inanspruchnahmen geben können.

■ Risikoallokation durch Kaufpreisvariabilisierung („Closing Accounts“)

Vereinbaren die Parteien Zwischenabschlüsse zum Closing, dienen diese insbesondere dem Abgleich von Nettofinanzverbindlichkeiten sowie eines angemessenen Working Capitals zum Vollzugsstichtag. Vereinzelt erfolgt auch eine Überprüfung des Net Equities. Solche sogenannten „Closing Accounts“ bezwecke

insbesondere die flexible Anpassung des Kaufpreises an die konkrete Finanzierungssituation im Zeitpunkt der Übernahme des Unternehmens durch den Käufer.

Beim Net Debt-Abgleich werden insbesondere Barbestände und vergleichbare Aktiva mit Finanzverbindlichkeiten, insbesondere mittel- und langfristige Bankverbindlichkeiten, zum Teil aber auch „Quasi-Finanzverbindlichkeiten“, wie Steuern, Pensionen und gegebenenfalls weiteren von den Parteien vereinbarten Abzugspositionen saldiert.

Hinsichtlich des Working Capitals ermitteln die Parteien eine angemessene Working Capital-Ausstattung zur Fortführung des Unternehmens in Fortführung der bisherigen Finanzierungsgrundsätze unmittelbar im Anschluss an den Vollzug des Vertrags durch den Käufer.

Während Nettofinanzverbindlichkeiten üblicherweise eine Abzugsposition bei der Überleitung vom Enterprise Value zum Equity Value (Kaufpreis) sind, wird für das Working Capital vielfach ein von den Parteien als angemessener Korridor vereinbart. Wird dieser über- bzw. unterschritten, erfolgt eine Anpassung des Kaufpreises. Diese Anpassungsmechanismen schützen konzeptionell beide Parteien im Hinblick darauf, dass der Kaufpreis wirtschaftlich stimmig ist und während des Transaktionsverlaufs bleibt, insbesondere nicht durch besondere Vorkommnisse, wie z.B. Fremdfinanzierungsaufnahmen verwässert wird.

Demgegenüber dient eine Net Equity-Verprobung in der Regel ausschließlich dem Schutz des Käufers. Sie hat wirtschaftlich und praktisch die Funktion einer „Catch all“-Garantie zur Absicherung aller möglichen eigenkapitalrelevanten Risiken, die nicht in konkreten Garantien/Gewährleistungen im Rahmen des Vertrages erfasst sind. Aus Sicht des Verkäufers ist eine solche Garantie nicht ohne Weiteres akzeptabel.

■ Risikoallokation durch die sog. Locked Box

Alternativ zum Konzept der „Closing Accounts“ (Seite 39, Risikoallokation durch Kaufpreisvariabilisierung) hat sich in den letzten Jahren auch das sog. Locked Box-Prinzip etabliert. Bei diesem Prinzip geht es konzeptionell nicht um eine Anpassung des Kaufvertrages, sondern darum, dass die Parteien auf einen mög-

lichst zeitnahen Zwischenabschluss Bezug nehmen, der i.d.R. vom Verkäufer garantiert wird. Der Verkäufer garantiert dann zusätzlich dem Käufer, dass seit dem Stichtag der Zwischenbilanz keine direkten oder indirekten Abflüsse (in der Regel Liquiditätsabflüsse, z.B. Dividenden) an den Verkäufer oder diesem nahestehende Dritte erfolgt sind.

Dieser Abgrenzungsmechanismus ist bei wirtschaftlicher Betrachtung weniger präzise als das Konzept der „Closing Accounts“. Umgekehrt hat das Locked Box-Konzept den Vorteil, dass etwaige Verstöße i.d.R. transparent sind und nicht gegebenenfalls umfangreiche wirtschaftsprüferliche Diskussionen oder gar Schiedsgutachten für die Entscheidung streitiger Sachverhalte erfordern.

■ Besicherung des Verkäufers

Der Verkäufer hat das größte Sicherungsinteresse im Hinblick auf die Zahlung des Kaufpreises durch den Käufer. Deshalb verlangt ein Verkäufer unter Umständen vom Käufer bereits per Signing Sicherheiten dafür, dass der Käufer in der Lage ist, den Kaufpreis zu zahlen. Zum Beispiel müssen sich Dritte für die Kaufpreiszahlung verbürgen, Equity Commitments abgeben und/oder nachweisen, dass die Fremdfinanzierung auf der Basis von Term Sheets oder Kreditverträgen gesichert ist.

■ Besicherung des Käufers

Für den Käufer ist insbesondere von Bedeutung, dass etwaige Gewährleistungsansprüche und Freistellungen durch den Verkäufer erfüllbar sind. So vereinbaren die Parteien z.B. einen Kaufpreiseinbehalt oder ein Treuhandkonto bei einem Notar.

Ebenso kann ein Verkäufendarlehen (Vendor Loan), der Sicherung von Ansprüchen des Käufers dienen, die dann im Wege der Aufrechnung mit dem Darlehensrückzahlungsanspruch des Verkäufers erfüllt werden können.

matthias.bruse@pplaw.com