

# Zurück zur Rechtsberatung

## M&A in und nach der Krise

Der Jet-Set des Datenraumtourismus, das Hochgefühl der vermeintlichen Unersetzlichkeit in nächtlichen Verhandlungsmarathons und der Glamour der berühmten *Closing-Dinners* nach Abschluss einer Transaktion, das war es, was das Bild des Anwalts im Bereich *Mergers & Acquisitions* in den Augen oft auch der Bewerber und Berufsanfänger prägte in den Boomjahren des „billigen Geldes“ vor der Finanzkrise im Sommer 2008. Was ist daraus geworden? Wie wirkt sich die Krise auf den Beratungsalltag in einer unter anderem auf die Beratung von Unternehmenstransaktionen fokussierten Kanzlei, wie sie P+P Pöllath + Partners ist, aus?

Man könnte es als „*Back to the Roots*“ bezeichnen oder zumindest als Schwerpunktverlagerung. Handelte es sich bei der Tätigkeit früher um rechtliche Transaktionsberatung, ist jetzt vermehrt wieder umfassendere Rechtsberatung, wenn auch stets im Hinblick auf aktuelle und frühere Transaktionen, gefragt. Die Verzahnung der einzelnen Bereiche rechtlicher Beratung sowie von rechtlicher und steuerlicher Beratung und die Notwendigkeit, die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Vorgänge zu verstehen, hat eher zu- als abgenommen. Entsprechend intensiviert sich auch die Zusammenarbeit mit Kollegen aus benachbarten Fachgebieten oder befreundeten Kanzleien, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und anderen Beratern.

Viele Prämissen, unter denen Transaktionen noch vor zwei Jahren abgewickelt wurden, etwa hinsichtlich der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung und der daraus zu erwartenden Unternehmensumsätze oder hinsichtlich der Fremdfinanzierungszinsen, gelten nicht mehr. Daraus ergibt sich ein erheblicher Anpassungsbedarf im operativen Bereich von Unternehmen, im Hinblick auf ihre Finanzierung und damit einhergehend auf rechtlicher Ebene. Entscheidend ist, dass alle notwendigen Anpassungen rechtzeitig in Angriff genommen werden, solange der entsprechende Gestaltungsspielraum noch besteht. Dazu ist nicht zuletzt erforderlich, dass der Handlungsbedarf frühzeitig erkannt wird.

Unternehmen, an denen so genannte Private Equity- oder Finanzinvestoren beteiligt sind, unterliegen dabei aufgrund der beim Beteiligungserwerb in Kraft gesetzten Satzungen und Gesellschaftervereinbarungen und der umfassenden *Reporting-Pflichten* gegenüber den finanzierenden Banken, die insoweit auch den Gesellschaftern zugutekommen, üblicherweise ohnehin einer vergleichsweise intensiven Kontrolle durch die Gesellschafter. Viele Finanzinvestoren führen die von ihnen gehaltenen Unternehmen aufgrund ihrer eigenen Finanzierungs- und Marktkenntnis auch im Übrigen eher an der „kurzen Leine“. Krisen des Unternehmens werden daher regelmäßig vergleichsweise früh erkannt und angegangen. Die damit einhergehende oft frühzeitige Einbindung von Beratern eröffnet auch rechtliche Gestaltungsspielräume, die andernfalls etwa wegen einer schon bestehenden Insolvenzantragspflicht verlorengegangen wären.

Welche Szenarien können einem also speziell in Krisenzeiten begegnen im Hinblick auf frühere Transaktionen, die man auf Erwerberseite für einen Private Equity-Investor beraten hat? Im Folgenden soll eine Auswahl an typischen Beratungsfeldern aus der jüngeren Praxis dargestellt werden.

### Intensivere Kontrolle durch den Investor

Sofern der Finanzinvestor aufgrund seiner Kontrollmöglichkeiten den Eindruck erhält, das Unternehmen gerate in die Krise, kann dieser Maßnahmen ergreifen, um seine Kontrolle zu intensivieren und aktiv in die Geschäftsführung einzugreifen oder diese ganz auszutauschen. Auch ohne Änderung juristischer Dokumente kann hier Beratungsbedarf entstehen. Grenzen der Eingriffsmöglichkeit ergeben sich bereits aus der Rechtsform des erworbenen Unternehmens beziehungsweise der dazu verwendeten Erwerbs- oder Holdinggesellschaft.

Die Kompetenzverteilung in der AG ist gesetzlich weitgehend zwingend. Gerade ausländische Investoren sind oft überrascht, dass der Aufsichtsrat ohne wichtigen Grund nicht einmal den Vorstand abberufen kann und auch die Hauptversammlung dem Vorstand das Vertrauen nicht aus unsachlichen Gründen entziehen darf. Ob unter diesen Um-

### KANZLEIBEITRAG

#### Die Autoren

Dr. Andreas Junius ist Partner im Frankfurter Büro von P+P Pöllath + Partners im Bereich *Mergers & Acquisitions* mit Schwerpunkt Cross-border-Transaktionen und Finanzierungen, einschließlich Islamic Finance. Thilo Oldiges ist Rechtsanwalt im Frankfurter und Münchener Büro von P+P im Bereich *Mergers & Acquisitions* mit Tätigkeitsschwerpunkten im Bereich Mid-Cap Buy-Out, Managementbeteiligungen und allgemeiner gesellschaftsrechtlicher Beratung.

**P+P Pöllath + Partners** konzentriert sich nur auf die zwei Arbeitsgebiete (nicht: „Rechtsgebiete“), in denen wir den „Stand der Technik“ („Best Practice“) kennen – aus eigener Tätigkeit in Beratung, Unternehmen und Verwaltung. Dies sind Transaktionen (Private Equity, M&A, Venture Capital, Immobilien) und Asset Management (Kapitalanleger, Nachfolge, Family Office). Von Venture Capital-Finanzierungen bis zu Buy-Outs mit einem Volumen von mehreren Milliarden Euro arbeiten wir in flexiblen Teams von zwei bis zwanzig Anwälten an den Standorten München, Berlin und Frankfurt am Main.

ständen eine Abberufung möglich ist, kann sehr einzelfallbezogene rechtliche Fragen aufwerfen.

In der GmbH kann die Gesellschafterversammlung oder gegebenenfalls auch ein Beirat Geschäftsführungsbefugnisse zumindest nach herrschender Auffassung praktisch vollständig an sich ziehen und auch die Geschäftsführer nach Belieben abberufen, sofern keine vertraglichen Vereinbarungen entgegenstehen. Hier ergeben sich die Grenzen aus einer völlig anderen Perspektive: Sofern der Investor im Ausland ansässig ist, möchte er eine inländische (beschränkte) Steuerpflicht vermeiden. Diese droht aber, sofern er eine Betriebsstätte in Deutschland unterhält und gewerblich tätig ist. Zu weitgehende Eingriffsrechte der Gesellschafterversammlung oder des Beirats in die Geschäftsführung können die Gewerblichkeit begründen, und die Entsendung von im Inland ansässigen Managern des Investors kann steuerrechtlich als Betriebsstätte zu bewerten sein. Die Grenzziehung kann hier im Einzelfall zahlreiche steuerrechtliche Fragestellungen aufwerfen, zumal sich die Rechtsprechung der Finanzgerichte in letzter Zeit zunehmend verschärft hat. Als M&A-Anwalt selbst mit Kenntnissen im Steuerrecht ist man hier gut beraten, seine Kollegen aus dem Steuerbereich zu Rate zu ziehen, was aber in Kanzleien mit einem integrierten rechtlichen und steuerlichen Beratungsansatz selbstverständlich ist.

### Größere Rechtssicherheit für Management

Unmittelbar selbst betroffen von einer Krise des Unternehmens ist auch sein Management. Insbesondere die jüngste Reform des GmbH- und Insolvenzrechts hat zu einer erheblichen Haftungsverschärfung für Geschäftsführer geführt. Zudem sind zahlreiche neue Rechtsfragen noch nicht höchstichterlich geklärt wie etwa die Auflösung des Spannungsverhältnisses zwischen der Rechtspflicht zur Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen und der Geschäftsführerhaftung für Zahlungen an die Gesellschafter, die zur späteren Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft führen. Das Management tritt hier oft bereits frühzeitig an seine Anwälte heran, um einerseits rechtliche Leitfäden für sein weiteres Handeln zu erhalten, andererseits aber auch um sich in konkreten Konflikten rechtlich abzusichern. Sofern man – wie es bei P+P häufig der Fall ist – schon bei der Akquisition das Management gesondert beraten hat, ist solcher Rat ohne weiteres möglich. Hat man dagegen – wie es gleichfalls gerade in mittelgroßen Transaktionen vorkommt – primär

den Investor, eher „nebenbei“ aber auch das Management beraten, steht man als Anwalt in einem Interessenkonflikt. Eine Beratung des Managements, die sich in diesen Fällen praktisch zumeist auch gegen den Investor auswirkt, verbietet sich zumeist. Im Zweifel empfiehlt es sich, das Management an einen eigenen Berater zu verweisen, der, Einverständnis aller Beteiligten vorausgesetzt, durchaus auch ein durch so genannte **Chinese Walls** abgeschotteter Anwalt derselben Kanzlei sein kann.

### Interne Restrukturierung

Von Investor und Management gelegentlich gleichermaßen gewünscht sind dagegen Maßnahmen zur Vermeidung des strengen deutschen Insolvenzrechts insgesamt. In diesem Zusammenhang kommt die Verlegung der Gesellschaft in das europäische Ausland in Betracht. Luxemburg beispielsweise ist bekannt für ein eher liberales Insolvenzrecht. Auf welche Weise eine Verlagerung der Geschäftstätigkeit in das Ausland rechtlich erreicht werden kann, also etwa durch transnationale Verschmelzung, Verlegung des Satzungs- oder des Verwaltungssitzes, und ob diese Maßnahmen unter dem gewünschten Aspekt zielführend sind, kann zum Gegenstand umfangreicher rechtlicher Gutachten gemacht werden, einer für Transaktionsanwälte eher seltenen Form der schriftlichen Äußerung. Auch sind hier Rechtsgebiete zu berücksichtigen, die in der sonstigen Transaktionspraxis eher ein Schattendasein fristen, wie etwa das transnationale Umwandlungsrecht, das internationale Insolvenzrecht oder die jüngste Rechtsprechung des EuGH zu grenzüberschreitenden Sitzverlegungen.

Auch wenn ein Unternehmen nicht nur finanziell schlecht dasteht, sondern auch operativ nicht mehr lebensfähig ist, kommen noch verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten in Betracht. Bei Finanzinvestoren als Mehrheitsgesellschaftern nur selten möglich, aber nicht ausgeschlossen, ist etwa eine operative Verschmelzung mit einem an sich unabhängigen anderen Investment desselben Fonds. Diese bringt in der Regel weitreichende Eingriffe in das operative Geschäft mit sich, die sich außerhalb rechtlicher Sphären bewegen. Rechtlicher Beratungsbedarf entsteht dagegen im Hinblick auf die rechtliche Verschmelzung der Unternehmensträger oder sonstige Übertragung von Vermögensgegenständen, auf den Übergang von Arbeitsverhältnissen und anderen Verträgen. Auch die geordnete

### Stichworte

Chinese Walls  
Insolvenzplanverfahren  
Financial Covenants  
Material Adverse Change-Klausel  
Sanierungsgewinne

Insolvenz eines Unternehmens kann eine Option sein, die hinsichtlich der Beratung intensiv in das Feld des Insolvenzrechts führt. Im Wege des **Insolvenzplanverfahrens** oder sogar bei der so genannten übertragenden Sanierung kann es gegebenenfalls gelingen, dem Investor das Unternehmen insgesamt oder zumindest Teile daraus zu erhalten. Mit dem Insolvenzverwalter betritt hier allerdings ein ganz neuer Spieler das Spielfeld. Dabei ist es von erheblichem Vorteil, wenn man in der früheren Transaktionspraxis den Erwerb von Unternehmen aus der Insolvenz bereits beraten hat, da die Interessenlage des Verwalters bei einer Unternehmensveräußerung erheblich von derjenigen eines Verkäufers in einer „normalen“ Transaktion abweicht.

### Fortbestand der Finanzierung

Unternehmenskäufe durch Finanzinvestoren waren bis zur Krise durch Banken in hohem Maße fremdfinanziert. Aufgrund der besonderen Struktur solcher Transaktionen, in denen anders als beispielsweise beim Hauskauf wertstabile Sicherheiten nicht in hinreichendem Maße zur Verfügung stehen, lassen sich Banken die bereits angesprochenen umfassenden Kontrollrechte einräumen. Danach ist die Gesellschaft in der Regel quartalsweise verpflichtet, den Banken ein umfassendes Zahlenwerk über die finanzielle Situation der Gesellschaft zu übermitteln. Auch wenn derartige Kreditverträge oft auf einheitlichen Mustern beruhen wie dem der *Loan Market Association*, unterscheiden sie sich gerade hinsichtlich der Ausgestaltung der so genannten **Financial Covenants**, das heißt der vom Kreditnehmer einzuhaltenden Finanzkennzahlen. Vor allem in den Boomjahren 2006 und 2007 wurden vielfach nur „*Covenants Light*“ vereinbart, die dem Kreditnehmer deutlich größeren Spielraum ließen.

In diesem Zusammenhang stellen sich Rechtsfragen wie diejenige, ob bereits der möglicherweise oder sicher drohende künftige Bruch der Covenants zu einem der folgenden Berichtstermine berichtspflichtig ist und/oder einen Kreditvertragsverstoß darstellt. Dies hängt nicht zuletzt davon ab, ob der Vertrag eine so genannte **Material Adverse Change-Klausel** enthält, also eine Regelung, nach der wesentliche Veränderungen, die die Position des Kreditgebers nachteilig beeinflussen, eine Vertragsverletzung darstellen, und wie diese Klausel formuliert ist. Manche Verträge sehen auch die Möglichkeit der Heilung von Verstößen durch Nachschießen von Eigenkapital durch den Investor vor.

Schließlich kann auch ein endgültiger Verstoß gegen die Auflagen des Kreditvertrags unausweichlich sein; dann empfiehlt es sich oft, frühzeitig Gegenmaßnahmen zu planen und diese dann auch mit den Banken abzustimmen. Stets sind alle Möglichkeiten, die der Kreditvertrag dem Kreditnehmer bietet, auch rechtlich genau zu untersuchen und auf etwaige Risiken insbesondere für das Management abzuklopfen. Sollten umfangreiche Nachverhandlungen der Kredit- und Sicherheitenverträge in dieser Situation notwendig werden, ist oft eine deutlich individuelle Anpassung auch von Standardklauseln an die Gegebenheiten geboten.

Auch aus eher organisatorischer Perspektive kommen vielfältige Aufgaben auf die betreuenden rechtlichen Berater zu. Aus Sicht des Unternehmens und Managements ist es oft überraschend, wenn das bisher einheitlich wahrgenommene Bankenkonsortium sich in dieser Situation wieder in die einzelnen Banken mit unterschiedlichen Interessen aufspaltet. Selbst wenn die verhandlungsführende Konsortialbank bereits Zustimmung signalisiert hat, muss noch mit Störfeuer aus der zweiten Reihe gerechnet werden. Hierauf sollte man als Berater des Investors oder des Unternehmens frühzeitig hinweisen, selbst wenn insoweit primär die Bankenanwälte in der Pflicht sind, eine frühzeitige Abstimmung der Konsortialmitglieder herbeizuführen. Auch in jegliche Kommunikation des Unternehmens beziehungsweise seines Managements mit den Banken wird man als Anwalt involviert, nicht zuletzt um Vorfestlegungen hinsichtlich Vertragsverletzungen zu vermeiden.

Wird schließlich eine umfassende Refinanzierung und die damit oft einhergehende gesellschaftsrechtliche, finanzielle und organisatorische Restrukturierung der Unternehmensgruppe notwendig, drängen sich zahlreiche, in der sonstigen Transaktionspraxis weniger relevante, Rechtsgebiete in den Vordergrund wie das Insolvenzrecht mit seinen Antragspflichten und Haftungsregelungen, das Steuerrecht mit seinen Auswirkungen auf finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen sowie das Arbeitsrecht im Falle von unausweichlichem Arbeitsplatzabbau. Von wesentlicher Bedeutung ist auch die Einbeziehung derjenigen Gemeinden, in denen Betriebsstätten des betroffenen Unternehmens liegen: Im Rahmen derartiger finanzieller Restrukturierungsmaßnahmen fallen oft so genannte **Sanierungsgewinne**, also bloße Buchgewinne wegen des Verzichts von Gläubigern auf wertlose For-

derungen, an. Die Körperschaftsteuer kann das zentrale, für das Unternehmen zuständige Finanzamt stunden. Das Heberecht für die Gewerbesteuer steht dagegen den Betriebsstättengemeinden zu. Soll die Sanierung nicht an der entstehenden Gewerbesteuerlast scheitern, muss sie von allen Gemeinden gestundet werden. Hier hilft oft nur der deutliche Hinweis auf die andernfalls gefährdeten Arbeitsplätze, um den Bürgermeister oder den Gemeinderat zu finanziellen Zugeständnissen zu bewegen. Angesichts des nicht zuletzt vom deutschen Insolvenzrecht aufgebauten hohen Zeitdrucks und der zahlreichen Fronten in solchen Verhandlungen fühlt man sich als Transaktionsanwalt in den nächtlichen Verhandlungsmarathons und Vertragsüberarbeitungen an die Boomzeiten des Dealgeschäfts erinnert.

### Ansprüche gegen den Verkäufer

In der Krise trübt sich häufig das Verhältnis des Investors als Erwerber und des Unternehmens selbst einerseits zum Verkäufer andererseits ein. Beide sind in vielen Transaktionen noch über einen gewissen Zeitraum aneinander gebunden: Beispielsweise kann der Verkäufer einen gewissen Teil des Kaufpreises gestundet haben (*Vendor Loan*), oder die Höhe des Kaufpreises war von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens in den ein bis – im Regelfall – nicht mehr als drei Jahren nach Veräußerung abhängig (*Earn-Out*). Zudem enthält beinahe jeder Unternehmenskaufvertrag finanzielle und operative Gewährleistungen, die sich formal zwar nur auf die Vergangenheit beziehen, bei denen sich praktisch aber die künftige Entwicklung mittelbar, beispielsweise in Bilanzpositionen mit Prognosegehalt, niederschlägt.

Hinzu kommt ein psychologischer Aspekt: Sieht sich der Erwerber eines Unternehmens in seinen Erwartungen an dessen Entwicklung getäuscht, ist er eher geneigt, nach falschen Angaben und Zusicherungen des Verkäufers zu suchen, als wenn die Unternehmensentwicklung seine Erwartungen erfüllt oder übertrifft.

In dieser Situation kommt es gewissermaßen zum Lackmустest für den Unternehmenskaufvertrag. Fand seine Verhandlung weitgehend am juristischen Reißbrett statt, in dem viele Klauseln wie Bilanzgarantien oder Steuerfreistellungen scheinbar nur theoretische Bedeutung hatten, kann jetzt jedes

Wort entscheidend sein für die Frage, ob ein Gewährleistungsfall vorliegt. Und wenn sich vertragliche Ansprüche nicht begründen lassen, helfen möglicherweise Kenntnisse aus der Zweitsemestervorlesung Schuldrecht, denn Ansprüche etwa wegen arglistiger Täuschung oder vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung können vertraglich nicht ausgeschlossen werden.

Größere Wirtschafts- und Transaktionskanzleien wie P+P haben eine eigene Abteilung oder Arbeitsbereiche für gerichtliche und schiedsgerichtliche Prozessführung (*Litigation and Arbitration*), die sich solcher Auseinandersetzungen annehmen, sobald sie in ein förmliches Verfahren münden. Nichtsdestoweniger verbleibt ein Großteil der inhaltlichen Verantwortung für die erforderlichen Schriftsätze bei den die ursprüngliche Transaktion betreuenden Anwälten, weil diese sowohl den rechtlichen Vertragsinhalt als auch die tatsächlichen Umstände am besten kennen, die zur Auseinandersetzung geführt haben.

Haben sich die Vertragsparteien also entschlossen, die Auseinandersetzung (schieds-) gerichtlich auszutragen, heißt es auch und gerade für den Transaktionsanwalt nicht nur, seinen eigenen Vertrag ganz konkret nach Anspruchsgrundlagen und Anspruchsvoraussetzungen zu untersuchen, sondern auch wieder Kommentare zu wälzen und Urteile zum Unternehmenskauf nach verwertbaren Präzedenzentscheidungen zu durchforsten.

### Fazit

Insgesamt ist die Tätigkeit als Rechtsanwalt im Bereich Unternehmenskauf durch die Krise vielseitiger und auch wieder „juristischer“ geworden. Wer Jura (auch) aus Leidenschaft betreibt, wer sein fundiertes Examenswissen ganz konkret anwenden und sein Verständnis für betriebswirtschaftliche oder bilanzielle Erwägungen unter Beweis stellen möchte, wer sowohl verstärkt mit seinen Kanzleikollegen aus dem Steuerrecht als auch mit fremden Beratern zusammenarbeiten möchte, dem bietet die aktuelle Situation zahlreiche Möglichkeiten zur Entfaltung, die zu Zeiten der stärkeren Fokussierung auf das reine Transaktionsgeschäft nur in geringerem Maße gegeben waren. Der klassische Unternehmenskauf mit seinen Facetten gewinnt daneben inzwischen auch wieder an Bedeutung. Insofern können gerade Berufseinsteiger die Krise als Chance begreifen.



Dr. Andreas Junius und  
Thilo Oldiges, Frankfurt/Main

Ansprechpartner:  
Thilo Oldiges  
T 089 / 24 240 420  
thilo.oldiges@pplaw.com  
P+P Pöllath + Partners  
Zeil 127  
60313 Frankfurt am Main

Dr. Christoph Philipp, LL.M.  
T 089 / 24 240 223  
christoph.philipp@pplaw.com  
P+P Pöllath + Partners  
Kardinal-Faulhaber-Str. 10  
80333 München