Der rechtssichere Weg zum Exit: „10 Lehren“ für einen erfolgreichen M&A-Prozess

Rechtsanwalt Dr. Wolfgang Weitnauer, M. C. L., Weitnauer Rechtsanwälte PartG mbB, München

Der Erfolg des Exits, also des Verkaufs des Unternehmens (meist durch Verkauf der Anteile, Share Deal, seltener in Form des Asset Deals) bestimmt sich in der Regel nicht erst zu dem Zeitpunkt, zu dem die Verkaufsentscheidung getroffen wird, sondern bereits in der davorliegenden Phase der Unternehmensentwicklung. Letztlich beginnt der M&A-Prozess bereits bei Gründung des Unternehmens, das stets so aufgestellt sein sollte, dass es jederzeit verkaufsfähig ist, insbesondere dann, wenn sich eine Verkaufsgelegenheit unverhofft einstellt. Schwachstellen, die sich während der Phase der Unternehmensentwicklung eingestellt haben, sind, wenn überhaupt, meist nur schwer oder mit erheblichem Aufwand behebbar, wenn sich erst einmal das Zeitfenster eines Exits öffnet. Auch wenn es kein Patentrezept gibt, so seien im Folgenden doch einige wesentliche Erfahrungen für die Gestaltung eines erfolgreichen Exits gesammelt und geordnet dargestellt.

1. Die Erfolgsfaktoren bei Gründung bleiben auch meist die Erfolgsfaktoren für den Exit

Die maßgeblichen Entscheidungskriterien, die von den Investoren vor einer Finanzierungsentscheidung beachtet werden, sind in der Regel stets auch die, die für einen etwaigen Käufer des Unternehmens von maßgeblicher Bedeutung sind und die er daher auch bei seiner Due Diligence-Prüfung, insb. bei der technologischen und finanziellen Due Diligence, vor Eintritt in Vertragsverhandlungen im Fokus haben wird:

a) Innovation

Die innovative Idee muss nicht unbedingt in einer neuen Technologie, sondern kann auch in einer neuartigen Anwendung oder in der Schaffung neuer Märkte bestehen. Dabei hängt der Grad und die Qualität der Innovation maßgeblich davon ab, ob sie eine echte technische Neuheit darstellt, die einen spürbaren Fortschritt mit sich bringt bzw. ein bereits bestehendes Produkt oder Verfahren spürbar modifiziert, ob sie bedarfsorientiert ist, also zur Lösung eines Problems beiträgt, ob sie einen größeren Kreis von potentiellen Kunden betrifft

und ob sie so weit ausgearbeitet ist, dass sie zeitgerecht auf den Markt gebracht werden kann. Wird ein neuer Markt erschlossen, so ist die Kommunizierbarkeit des Vorteils entscheidend, während in den Fällen, in denen die Innovation herkömmliche Produkte vom Markt verdrängen muss, die Marketing- und Vertriebsmacht des Unternehmens entscheidet. Gerade auch der Patentschutz vermag den Aufbau einer Marktposition gegenüber dem Wettbewerb zu sichern; hierbei gilt es aber auch zu prüfen, wie weit der Patentschutz im Einzelfall reicht und wie er sich ggf. umgehen lässt. Besteht die Möglichkeit eines Patentschutzes nicht, wie in der Regel im Bereich der Informationstechnologie, ist es von umso größerer Bedeutung, als erster im Markt präsent zu sein und diesen Marktvorsprung durch eine bekannte Marke auszubauen und zu sichern („first mover“-Effekt). Die Innovation kann durch ein Patent geschützt werden (Voraussetzung ist nach § 1 PatG das Vorliegen einer neuen, nicht zum Stand der Technik gehörenden technischen Erfindung mit ausreichender Erfindungshöhe), durch ein Gebrauchsmuster, das eine geringere Erfindungshöhe voraussetzt, § 1 I GebrMG, oder auch durch das bereits kraft Gesetzes entstehende Urheberrecht, das vor allem als Schutz für Computerprogramme in Betracht kommt, vgl. § 69 a I UrhG. Technisches und nichttechnisches Wissen (Know-How) kann nicht Gegenstand eines Schutzrechtserteilungsverfahrens sein und gewährt auch kein Ausschließlichkeitsrecht; geschützt wird es durch Geheimhaltung.

b) Marktpotential

Der Erfolg setzt nicht nur Technologiekompetenz und eine Innovation voraus, sondern auch ein entsprechendes Marktpotential. Denn die beste Idee ist nichts oder nur wenig wert, wenn es für sie keinen Markt gibt, weil sie an den Bedürfnissen potenzieller Kunden vorbeigeht oder mit ihr allenfalls Nischenmärkte erschlossen werden können. Essentiell ist daher eine genaue Marktanalyse. Das Produkt muss einen konkreten Kundennutzen bringen. Die Anzahl der potenziellen Kunden und die

Verkaufsperspektive für ein neues Produkt oder eine neue Dienstleistung sind ausschlaggebend für die Erfolgsaussichten.

c) Managementteam

Entscheidend für den Erfolg ist schließlich ein kompetentes und komplementäres Managementteam, das möglichst unternehmerische Berufserfahrung und Branchenkenntnisse vereint. Die Bewertung des „Faktors Mensch“ spielt für Investoren wie für Käufer eine immer wichtigere Rolle. Die Teamqualität zählt oft mehr als die Qualität der Business-Idee, und dies vor allem dann, wenn das Management weiterhin, auch nach dem Gesellschafterwechsel, im Unternehmen arbeitet.

2. Für Klarheit und Transparenz sorgen

Das Unternehmen sollte möglichst rasch einem potentiellen Käufer ein verlässliches Bild seiner Verhältnisse vermitteln können. Dies setzt voraus, dass die Gesellschaft nicht nur eine klare Struktur für die Aufbau- und Abbauorganisation des Managements, sondern auch kontinuierliche Controllingmaßnahmen eingerichtet hat, wie etwa auch Frühwarnsysteme, um einen effizienten Kapitaleinsatz zu gewährleisten oder auch vor Liquiditätsengpässen rechtzeitig zu warnen (so auch die ausdrückliche aktienrechtliche Verpflichtung des Vorstands, ein Überwachungssystem einzurichten, in § 91 II AktG). Vor allem bei der Beteiligung von Finanzinvestoren wird die Geschäftsführung über die monatliche Berichterstattung hinaus, die auch einen Soll-/Ist-Vorjahresvergleich umfassen sollte, auch für eine fortlaufende Quartalsberichterstattung, ggf. in Bilanzform, mit einer Darstellung der Cashflow-Entwicklung mit Soll-/Ist-Vergleich und sodann eine rechtzeitige Jahresplanung zu sorgen haben. Ebenso wichtig wie ein transparentes, aussagekräftiges Berichtswesen ist aber auch eine exakte und laufende Vertragsdokumentation, einschließlich einer sauberen Protokollierung von Gesellschafterversammlungen oder Aufsichtsrats-/Beiratssitzungen. Dies alles ist keine lästige „Schikane“ oder lästiger Formalismus, sondern beschleunigt den späteren Due Diligence-Prozess. Ein unternehmerischer „Blindflug“ ist mit einer ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführung, § 43 I GmbHG, § 93 I 1 AktG nicht vereinbar. Ein so geführtes Unternehmen wird bereits bei einer Due Diligence-Prüfung eines potentiellen Käufers scheitern.

3. Exitziele rechtzeitig gemeinsam festlegen

Wird das Unternehmen durch Finanzinvestoren finanziert, sollte bereits bei deren Einstieg allseitiges Einverständnis über das Exitzeitfenster und ihre Exitziele (Renditeerwartungen) erzielt werden. Der Zeitraum bis zum Exit sollte dem Unternehmen ausreichend Zeit für seinen Reifeprozess lassen und nicht nur durch die Renditeüberlegung der Finanzinvestoren bestimmt sein. Da allerdings die Rendite von Finanzinvestoren von ihrem erfolgreichen Exit abhängt (*no return on investment without exit*), versteht es sich, dass die Regeln, unter welchen Voraussetzungen (ab wann? Mit Zustimmung einer Gesellschaftermehrheit oder alleiniges

„drag“-Recht der Investoren? Zu einer bestimmten Mindestbewertung?) ein Exit herbeigeführt werden kann, von besonderer Bedeutung sind. Um ein einseitiges Ausscheren zu verhindern, werden die Anteile grundsätzlich vinkuliert, d. h. ihre Übertragung von der Zustimmung der Gesellschaft bzw. der Gesellschafter abhängig gemacht (§ 15 V GmbHG, § 68 II AktG für Namensaktien) und zusätzlich zu einer Mitveräußerungspflicht (*drag along*) auch in der Regel ein Vorerwerbs- (*right of first refusal*) und Mitveräußerungsrecht (*tag along*) der Mitgesellschafter vereinbart; nur wenn diese Rechte nicht ausgeübt worden sind oder beachtet werden, ist ein Verkauf möglich und wird dann auch für den Fall ihrer Beachtung eine Pflicht zur Zustimmung zu einer Anteilsverfügung vertraglich geregelt (im Einzelnen: Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 5. Aufl. 2016, Teil F, Rn. 171 ff.). Zu beachten ist allerdings, dass auch eine Mitverkaufspflicht nicht „self-executing“ ist, sondern nur zu einem Mitverkauf verpflichtet. Nur in den seltensten Fällen wird, etwa im Rahmen einer Pool-Vereinbarung von Kleingesellschaftern, einem der Gesellschafter (Poolsprecher) bereits eine umfassende Vollmacht zum Abschluss nicht nur weiterer Finanzierungsabreden, sondern auch zum Anteilsverkauf erteilt werden. Häufig bedingen sich Investoren im Zusammenhang mit einer Mitverkaufspflicht auch aus, für die Durchführung des Verkaufsprozesses einen M&A-Berater ihrer Wahl auf Kosten der Gesellschaft und/oder der Mitgesellschafter beauftragen und das Management dann von seiner Vertraulichkeitsverpflichtung, §§ 93, 404 AktG, §§ 43, 85 GmbHG, für die Zwecke der Durchführung eines Due Diligence-Prozesses durch einen Kaufinteressenten auf Grundlage einer mit ihm abzuschließenden üblichen Geheimhaltungsvereinbarung befreien zu dürfen.

4. Klare Anreize für den Exit setzen

Der Exit, gleich ob Asset oder Share Deal, wird maßgeblich vom Management gesteuert, das bei den Vertragsverhandlungen das Interesse aller Gesellschafter und der Gesellschaft im Auge behalten muss. Daher muss sich der Exit gerade auch für das Management lohnen. Dies gilt aber auch für Frühphaseninvestoren, Business Angels und sonstige nicht (mehr) in der Geschäftsführung aktive Gründungsgesellschafter. Daher sollte ein möglichst erfolgreicher Exit vertraglich incentiviert sein und sollten Liquidationspräferenzrechte zu Gunsten von Investoren, die ihnen im Fall eines Exits einen vorrangigen Anteil aus dem Veräußerungserlös in Höhe ihres geleisteten Investments sichern, ehe sodann der verbleibende Erlös quotal nach den Beteiligungsverhältnissen auf alle Verkäufer verteilt wird (im Einzelnen Weitnauer, a. a. O., F 192 ff.), nicht überspannt werden. Dies kann dadurch erreicht werden, dass es bei der dann meist mit einer rechnerischen Verzinsung ausgestatteten Liquidationspräferenz verbleibt oder sie zumindest bei der pro rata-Verteilung anzurechnen ist (*Non-participating Preference*). Denkbar ist aber auch eine Regelung, wonach die Liquidationspräferenz bei Überschreiten einer bestimmten Erlösschwelle, bei der die Renditeerwartung des Investors bereits durch die

pro rata-Verteilung erfüllt wird, entfällt, oder dass die (geschäftsführenden) Gründungsgesellschafter in bestimmter Höhe nochmals vor der pro rata-Verteilung nach Anteilen zum Zuge kommen (carve-out). Denn zu bedenken ist, dass grundsätzlich die zuletzt hinzutretenden Investoren mit ihren Liquidationspräferenzen vorrangig vor den früheren Investoren, aber auch den Gründungsgesellschaftern bedient werden (last in, first out). Daher sollten die Auswirkungen solcher Vorzugsregelungen bereits im Kontext des Abschlusses einer Beteiligung von Finanzinvestoren bedacht werden, da hierdurch die vermögensmäßige Bedeutung der Anteilsverteilung stark reduziert wird.

5. Bestandssicherung betreiben

Bestes Verkaufsargument ist die Validierung der Geschäftsidee (proof of concept, Pilotkunden, Umsätze etc.). Daher muss sichergestellt sein, dass sie bei einem Exit nicht wegbrechen. Wesentliche Verträge sollten somit auch über einen Gesellschafterwechsel (change of control) hinaus Bestand haben und möglichst weitgehende Wettbewerbsfreiheit lassen. Allerdings sind bei Lizenzverträgen Kündigungsrechte wegen eines change of control meist unvermeidbar; in einem solchen Fall muss dann, wenn der Vertrag für den Kaufinteressenten wesentlich ist, der Verzicht des jeweiligen Lizenzvertragspartners auf dieses Sonderkündigungsrecht eingeholt werden. Wesentlich ist aber auch, dass mit Entwickeln, insbesondere im Bereich der Softwareentwicklung, individualvertragliche Regelungen im Rahmen des Arbeits- oder Dienstverhältnisses getroffen werden, die dem Unternehmen als Arbeitgeber inhaltlich, räumlich und zeitlich unbeschränkte Nutzungsrechte an den jeweiligen Entwicklungsergebnissen einräumen. Ohne eine solche vertragliche Regelung muss der Umfang der Nutzungseinräumung unter Anwendung der Zweckübertragungslehre geklärt werden. Denn nach dem das Urheberrecht bestimmenden Schöpferprinzip erwirbt grundsätzlich der Arbeitnehmer, der im Rahmen seines Arbeits- oder Dienstverhältnisses ein urheberrechtliches Werk schafft, an diesem das originäre Urheberrecht, § 7 UrhG; allerdings regelt § 43 UrhG eine widerlegbare Vermutung einer solchen Nutzungsrechtseinräumung für sog. Pflichtwerke. Ferner findet sich eine Sonderregelung für Computerprogramme in § 69b UrhG; hiernach erhält der Arbeitgeber an einem von einem Arbeitnehmer in Wahrnehmung seiner Aufgaben oder nach Anweisung geschaffenen Computerprogramm hieran die ausschließlichen Nutzungsrechte, sofern nichts anderes vereinbart ist.

Überdies sollten Know-How-Träger möglichst an nachvertragliche Wettbewerbsverbote gebunden werden. Dies ist entweder im Rahmen des Anstellungsvertrags für die Zeit nach Beendigung der Tätigkeit nach Maßgabe der §§ 74 ff. HGB (insb. gegen Karenzentschädigung nach § 74 II HGB) möglich oder auch, im Fall der Beteiligung des Know-How-Trägers als Gesellschafter, im Rahmen einer Gesellschaftervereinbarung oder der Satzung. In den Fällen eines Minderheitsgesellschafters mit maßgeblichem Einfluss auf die Geschäftsführung sind vertragliche bzw. satzungsmäßige Wettbewerbsver-

bote als zulässig zu erachten (vgl. etwa Lutter/Hommelhoff/Bayer, 18. Aufl., § 14 Rn. 26). Im Fall einer übermäßigen Beschränkung des Arbeitnehmers in seiner Berufsausübungsfreiheit gilt allerdings die Sittenwidrigkeitsschranke des § 138 BGB (hierzu Weitnauer/Grob, GWR 2014, 185 ff.). Um eine übermäßige Beschränkung zu vermeiden, sollten daher in räumlicher Hinsicht Wettbewerbsverbote nur auf solche Gebiete erstreckt werden, in denen das jeweilige Unternehmen im relevanten Umfang tätig ist oder tätig zu werden plant; und auch in sachlicher Hinsicht sollte die Reichweite des Wettbewerbsverbots nicht über den tatsächlichen Geschäftsbereich des jeweiligen Unternehmens, einschließlich etwaiger laufender Entwicklungen, hinaus ausgedehnt werden. Im Fall einer solchen Beschränkung erscheint auch ein Wettbewerbsverbot zu Lasten von Know-How-Trägern in einer Gesellschaftervereinbarung wirksam, auch wenn sie keinen Einfluss auf die Geschäftsführung haben, da Gesellschafter im Rahmen ihrer Treupflicht zur loyalen Förderung des Gesellschaftszwecks und zur Unterlassung diesen Zweck behindernder Handlungen verpflichtet sind (BGH NJW 2010, 1206, 1207).

Da das dauerhafte Engagement des Gründer- und Managementteams von ganz maßgeblicher Bedeutung für die erfolgreiche Unternehmensentwicklung ist, wird häufig vorgesehen, dass der vorzeitig seine Tätigkeit aufgebende Gründer seine Beteiligung ganz oder teilweise verliert. Dies dient der Bindung des Management-Gründerteams an das Unternehmen. Üblicherweise wird insoweit aber nach dem Grund der Beendigung (Good/Bad Leaver) differenziert, also danach, ob der betreffende Gesellschafter, sein Ausscheiden aus dem Managementteam zu vertreten hat. Fälle eines Bad Leaver werden in einer eigenen ordentlichen Kündigung oder Amtsniederlegung des aktiven Gründers, der Nichtverlängerung seiner Tätigkeit trotz Angebots gleicher Konditionen oder einer fristlosen Kündigung seitens der Gesellschaft zu sehen sein. Als Good Leaver gilt üblicherweise derjenige, der aus von ihm nicht zu vertretenden Gründen, etwa wegen längerer Erkrankung oder Berufsunfähigkeit, ausscheidet. Diese Unterscheidung spielt sodann bei der Ausgestaltung der Rechtsfolgen (Verbleib eines Teils der Beteiligung beim Good Leaver? Abfindung zum Buch- oder Verkehrswert?) eine entscheidende Rolle. Da die Entscheidung über den Entzug der Gesellschafterstellung nicht im freien Belieben der Mitgesellschafter liegt, scheidet grundsätzlich ein Verstoß gegen § 138 Abs. 1 BGB aus. Dies gilt erst recht bei weiterer Differenzierung: So wird in der Regel vorgesehen, dass dem operativ tätigen Gründungsgesellschafter über einen bestimmten Zeitraum, sei es monatlich oder jährlich, jeweils ein bestimmter Prozentsatz seiner Beteiligung unentziehbar (oder nur gegen eine Abfindung zum Verkehrswert entziehbar) zuwächst (Vesting). Eine schuldrechtliche Regelung, die zu einem Ausschluss zu einer unangemessen niedrigen Abfindung führt, kann aber insgesamt und ohne die Möglichkeit einer Anpassung auf eine Verkehrswertabfindung sittenwidrig und damit gem. § 138 Abs. 1 BGB nichtig sein, dies jedenfalls dann, wenn die

Anteile zuvor entgeltlich erworben worden waren (BGH, Urt. v. 22.1.2013, BeckRS 2013, 02105; LG Freiburg, GWR 2015, 36 [Pattberg]). Daher sollte als Mindestabfindung zumindest das für die Anteile bezahlte Entgelt und überdies eine Auffangregelung für den Fall vorgesehen werden, dass sich die vereinbarte Abfindung als unwirksam darstellen sollte.

6. Lasten rechtzeitig abwerfen

Schwachstellen sollten möglichst frühzeitig bereinigt werden. Je einfacher die Finanzierungs- und Kapitalstruktur des Unternehmens gestaltet ist, desto leichter fällt auch der Exit. Allein schon wegen der hiermit verbundenen Zinslast sollte Mezzanine-Kapital nur im begrenzten Umfang eingesetzt werden. Dabei ist insb. auch zu bedenken, dass der Verzicht auf nicht werthaltige Gesellschafterforderungen auf Seiten der Gesellschaft zu einem ergebniserhöhenden außerordentlichen Ertrag führt (nur der werthaltige Teil ist erfolgsneutral als Teil der Anschaffungskosten der Beteiligung zu behandeln, § 6 I Nr. 5 EStG). Zu Problemen kann dies vor allem im Vorfeld eines zu einem Mehrheitswechsel führenden Exits führen, da dieser nach der Regelung des § 8c I 1 KStG zu einem Fortfall von Verlustvorträgen führt, sofern dem nicht im Inland der Besteuerung unterliegende stille Reserven gegenüberstehen, § 8c I 6 – 8 KStG. Der BFH (Urt. v. 30.11.2011, BStBl. II 2012, 360) hat allerdings bereits zu einer Entschärfung dieser Problematik geführt, da nach seiner Ansicht ein bis zum schädlichen Beteiligungserwerb in dem laufenden Wirtschaftsjahr erzielter Gewinn mit dem bisher noch nicht genutzten Verlust verrechnet werden kann. Nach dem am 14.9.2016 vorgelegten Gesetzentwurf zur Weiterentwicklung der steuerlichen Verlustverrechnung bei Körperschaften soll überdies durch Einführung eines neuen § 8d KStG-E einer Körperschaft, die seit Gründung oder zumindest in den letzten drei Wirtschaftsjahren denselben Geschäftsbetrieb unterhalten hat, trotz qualifiziertem Anteilseignerwechsel der Verlustvortrag auf Antrag erhalten bleiben, wenn eine anderweitige Verlustnutzung ausgeschlossen ist (fortführungsgebundener Verlustvortrag); dieser fortführungsgebundene Verlustvortrag soll jedoch bei Einstellung des Geschäftsbetriebs entfallen, § 8d II KStG-E. Würde diese Regelung so in Kraft treten, würde dies nicht nur ein ständiges Problem für junge innovative Unternehmen beseitigen, die bereits einem Untergang von Verlustvorträgen, die dann nicht mehr mit späteren Gewinnen verrechnet werden können, bei einer Kapitalerhöhung ausgesetzt sind (sie führt ebenfalls zu einem Gesellschafterwechsel im Sinne von § 8c KStG); sondern es würde ihnen hiermit die Nutzung bestehender Verlustvorträge über einen Exit hinaus ermöglicht, vorausgesetzt, dass auch der Käufer den vorherigen Geschäftsbetrieb fortführt, was einen nicht unerheblichen kaufpreiserhöhenden Wert darstellen kann.

7. Die Braut hübsch machen

Häufig sind mögliche Kaufinteressenten strategische Partner, mit denen das Unternehmen vorher bereits zusammen gearbeitet hat. Häufig besteht bereits Kontakt

zu als Kaufinteressenten in Betracht kommenden strategischen Partnern über Lizenz- oder auch Kooperationsverträge. Dort finden sich, insb. im Life Science Bereich, häufig auch Regelungen über den Erwerb von Minderheitsbeteiligungen oder die Einräumung von Optionsrechten auf den Erwerb einer Beteiligung. Das Unternehmen sollte finanziell auch für einen notfalls längeren Verkaufsprozess ausgestattet sein, um auf diese Weise eine Wettbewerbssituation unter den Kaufinteressenten bspw. in einem Auktionsverfahren ausnutzen zu können. Die eigenen Stärken und Schwächen sollten im Vorhinein ebenso geklärt sein, etwa durch eine eigene Due Diligence (Vendor Due Diligence), wie die Interessen potentieller Käufer (Synergieeffekte? Marktzugang und Marktanteil?). Das Instrument einer SWOT-Analyse (Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken) dient dazu, ein klares, internes Bild über das Unternehmenspotential sowie die Eigenschaften eines idealen Käufers zu gewinnen. Den Verkauf darf man nicht dem Zufall überlassen, sondern hierfür bedarf es eines strukturierten Prozesses, für den man ausreichend Zeit einplanen muss. Entscheidend für den Erfolg ist das richtige Timing. Handlungsalternative kann aber auch als Zwischenschritt zunächst der Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen sein, der sich strategisch anbieten kann, um gemeinsam eine stärkere Marktposition aufzubauen und Komplementärfunktionen zu nutzen. So kann dies etwa dann in Betracht kommen, wenn eines der Unternehmen bereits mit ausreichenden Umsätzen in einem Marktsegment verankert ist, ihm aber proprietäre Technologie fehlt, die es sich mit Hilfe des anderen Unternehmens sichert.

8. Verkäufer müssen geschlossen auftreten

Auch wenn die Verkäufer häufig unterschiedliche Interessen verfolgen, so müssen sie sich dennoch als Einheit gegenüber einem Kaufinteressenten präsentieren. In manchen Situationen wird gerade auch für in der Geschäftsführung tätige Gründungsgesellschafter der Exit nur ein Zwischenschritt sein, wenn sie nach dem Verkauf und der Übernahme durch den Erwerber, wenn auch vielleicht in anderer Funktion, an der weiteren Unternehmensentwicklung weiter mitarbeiten. Es empfiehlt sich daher, sich möglichst frühzeitig für den Verkaufsprozess auf ein gemeinsames Verhandlungsteam zu verständigen, das für die interne Abstimmung verantwortlich ist und ggf. divergierende Interessen austarieren kann. Dementsprechend sollten in einem solchen Verhandlungsteam insb. auch Finanzinvestoren eng eingebunden sein. Es empfiehlt sich Geduld beim Verhandeln zu haben und nicht zu früh zu viele Informationen preis zu geben. Vor allem sollten Schwächen des eigenen Unternehmens bereits analysiert und möglichst behoben sein, ehe in den Verhandlungsprozess eingetreten wird. Denn der Verkauf sollte nicht nach längerem Verhandeln an einer eigenen Schwachstelle, sei es im Management oder an widerstrebenden Kräften im Gesellschafterkreis, scheitern, die schon im Vorfeld prophylaktisch hätten behoben werden können, ehe man sich als Zielobjekt für potentielle Käufer zur Schau stellt und in diesem Zusammenhang wettbewerbsrelevante Informationen preis gibt.

Die Darstellung der Stärken des eigenen Unternehmens in einem Informations- bzw. Verkaufsmemorandum muss konsistent und plausibel sein. Hier ist die Hilfe erfahrener Berater von Nutzen. Denn oft ist schon entscheidend, welcher potentielle Interessent wie angesprochen wird. Nichts ist verheerender und für den Ruf und die spätere Wertschätzung des Unternehmens schädlicher als eine planlose Ansprache aller nur möglichen Interessenten, etwa durch breit angelegte Mailing-Aktionen. Daher sollten sich die Verkäufer zumindest auf eine Liste potentieller Interessenten (long list) und dann nach Auswertung der Angebote auf eine short list verständigen. Vorteilhaft ist es in diesem Stadium des Vorführens, den potentiellen Kaufinteressenten das erste Preisangebot machen zu lassen.

9. Wesentliche Verhandlungspunkte fixieren

Hat man sich im Verkaufsprozess für einen Kandidaten entschieden, werden die wesentlichen Konditionen der Transaktion in einem sog. Letter of Intent (LoI) bzw. Term Sheet fixiert. Auch wenn ein LoI grundsätzlich keine rechtliche Bindungswirkung hat und dies so im LoI auch nochmals klargestellt wird, so sind doch die hier abgebildeten Konditionen im weiteren Verhandlungsprozess häufig meist psychologisch bindend und nur dann abweichend zu regeln, wenn die ihnen zugrunde gelegten Annahmen im Rahmen einer nachfolgenden Due Diligence erschüttert worden sind. Daher empfiehlt es sich, bereits vor Unterzeichnung eines Term Sheets anwaltliche Beratungshilfe in Anspruch zu nehmen. Auch wenn der LoI noch nicht zum Abschluss eines Vertrags verpflichtet, so werden sich regelmäßig hierin einige (wenige) verbindliche Regelungen finden, wie etwa die Vereinbarung einer zeitlich befristeten Verhandlungsexklusivität zugunsten des Kaufinteressenten, die Verpflichtung zur Geheimhaltung erlangter Informationen, soweit nicht bereits eine gesonderte Vertraulichkeitsvereinbarung unterzeichnet ist, oder auch der Ersatz entstandener Kosten oder einer pauschalen Aufwandsentschädigung (Break-up-Fee) bei Abbruch der Vertragsverhandlungen. Doch sollte, insbesondere um dem Einwand einer Formunwirksamkeit wegen Zwang zum Abschluss eines (bei einer GmbH) formbedürftigen Kaufgeschäfts zu begegnen, die vorgesehene Aufwandsentschädigung so bemessen sein, dass hiervon nur die tatsächlich angefallenen, üblichen und angemessenen Kosten erfasst werden (vgl. OLG München, GWR 2012, 468 [Bergjan/Velters]).

10. Divergierende Interessen sind auszutarieren

Bei einem Verkauf stellen sich unterschiedliche Interessen nicht nur zwischen Verkäufer- und Käuferseite ein, sondern es können auch die Interessen zwischen einzelnen Verkäufergruppen, insbesondere zwischen operativ tätigen Gründungsgesellschaftern und Finanzinvestoren, divergieren. Diese Interessendivergenz kann sich zum einen daraus ergeben, dass Gründungsgesellschafter eher an Konditionen oder Leistungsanreizen nach dem Gesellschafterwechsel für ihre künftige weitere Tätigkeit interessiert sein können, als an einer Kaufpreismaximierung, zumal ihr Erlösanteil meist noch

durch bestehende Liquidationspräferenzen (siehe oben) geschmälert ist. Überdies werden Finanzinvestoren aber auch grundsätzlich die Abgabe operativer, also die Verhältnisse des Unternehmens betreffender Garantien ablehnen mit der Begründung, dass sie hierfür keine Verantwortung getragen haben und sie sich insoweit ebenfalls auf die Angaben des Managements verlassen müssen. Daher wird meist von den operativ tätigen Gründungsgesellschaftern die Abgabe operativer Garantien gegenüber einem Käufer erwartet. Der auf sie entfallende Erlösanteil wird aber meist nicht genügen, um den Erwartungen des Käufers an eine Garantiehafung gerecht zu werden. Gründungsgesellschafter werden aber keinesfalls bereit sein, über den eigenen Erlösanteil hinaus noch eine weitergehende Garantiehafung abzugeben. Daher wird meist vorgesehen, dass für die Dauer der vereinbarten Garantiezeit ein Teil des Kaufpreises, der auf alle kaufgegenständlichen Anteile entfällt, vom Käufer zunächst einbehalten oder auf ein Treuhandkonto (Escrow) als Absicherung auch für operative Garantien oder sonstige Freistellungsverpflichtungen, etwa von Steuerlasten aus der Vergangenheit, bezahlt wird. Damit wird das Risiko der Garantiehafung wirtschaftlich auf alle Verkäufer verlagert. Häufig wird in einem solchen Fall vom Management die interne Zusicherung gegenüber den Investoren erwartet, dass es alle Risiken der Garantien pflichtgemäß geprüft und offengelegt hat (Reliance Letter).

Ein grundsätzlicher Interessenkonflikt zwischen Verkäufern und Käufer besteht grundsätzlich bereits bei der Bewertung und Kaufpreisbemessung. Solche Bewertungsdifferenzen werden häufig durch ein sog. Earn Out-Modell überbrückt. Hierbei werden Teile des Kaufpreises an den künftigen Unternehmenserfolg gebunden. Werden die Planziele erreicht, erhält der Verkäufer einen den Basiskaufpreis (Initial Purchase Price) übersteigenden Mehrpreis. Dies bietet sich vor allem dann an, wenn die Verkäufer von einem starken künftigen Wachstum bzw. Anstieg der Rentabilität und damit von einem höheren Kaufpreis als dem ausgehen, den der Käufer zunächst zu zahlen bereit ist. Eine Earn Out-Regelung basiert meistens auf einem Geschäftsplan und einer Bemessungsperiode über 2 bis höchstens 4 Jahre, den Käufer und Verkäufer miteinander abstimmen. Hierbei besteht allerdings ein Sicherungsinteresse der Verkäufer, sich gegen eine Beeinflussung der für den variablen Kaufpreisanteil vereinbarten Voraussetzungen durch den Käufer, etwa durch eine Verlagerung von Gewinnen auf die Zeit nach der Earn Out-Periode oder durch das Vorziehen von Entwicklungskosten oder Investitionen zu schützen. Es sind daher in jedem Fall entsprechende Kontroll- und Mitwirkungsrechte der Verkäufer, insb. durch Zustimmungsrechte bei Restrukturierungsmaßnahmen oder einen Verkauf wesentlicher Vermögenswerte während der Earn Out-Phase vorzusehen; hierbei kann als Sanktion für den Verstoß gegen diese Rechte auch ein Fälligwerden des Earn Outs, ggf. verbunden mit einem bestimmten Multiplikator, vereinbart werden.

Hinsichtlich der für die Unternehmensverhältnisse abzugebenden operativen Garantien werden die betreffenden Verkäufer nur die (subjektive) Richtigkeit der An-

gaben nach pflichtgemäßer Prüfung bzw. „nach bestem Wissen und Gewissen“ (best Knowledge-Klausel) oder sogar nur „nach Kenntnis“ abzugeben suchen. Eine solche Einschränkung ist vor allem im Bereich der IP-Rechte, insb. einer auf die „freedom to operate“ bezogenen Garantie durchaus üblich. Regelmäßig Gegenstand der Verhandlung ist es, ob die Geltendmachung von Ansprüchen des Käufers ausgeschlossen sein soll, sofern und soweit er und seine Berater die den Ansprüchen zugrunde liegenden Tatsachen kannten oder sogar fahrlässig nicht kannten. In diesem Zusammenhang kann vereinbart werden, dass dem Käufer etwa in einem Datenraum im Rahmen der Due Diligence-Prüfung offengelegte Unterlagen als bekannt zugerechnet werden. Lässt sich ein Käufer auf eine derartige Einschränkung seiner Garantieansprüche nicht ein, wird die entsprechende Anwendbarkeit des § 442 BGB häufig explizit ausgeschlossen. Eine solche Regelung ist insbesondere bei Management Buy Out-Konstellationen geboten, wenn sich auf der Käuferseite das bisherige Management, dem die Verhältnisse der Gesellschaft bestens bekannt sind, beteiligt (hierzu OLG Düsseldorf, Urt. v. 16.6.2016 [Schwarzfischer] in diesem Heft S. 422). Das Bedürfnis des Käufers an einem umfassenden Garantiekatalog ist bei einem Share Deal, also einem Anteilskauf, höher als bei einem Asset Deal, also dem Erwerb nur bestimmter Vermögenswerte, da im Fall des Share Deals das Unternehmen als Ganzes mit allen Rechten

und Pflichten und (bekannten oder unbekanntem) Risiken übergeht. Ist eine Verständigung über den Umfang der Garantien nicht möglich, kann sich der Abschluss einer Warranty and Indemnity Insurance anbieten. Diese kann entweder vom Käufer selbst abgeschlossen werden, was bedeutet, dass auch unbekanntem Risiken oder auch Schäden aus einer vorsätzlichen oder arglistigen Garantieverletzung der Verkäufer abgedeckt werden können, oder durch die Verkäufer, die hiermit ihr Haftungsrisiko aus einer Garantieverletzung abdecken, weshalb kaufvertragliche Ansprüche vom Käufer gegenüber den Verkäufern zumindest geltend gemacht werden müssen (vgl. Kränzlin/Otte/Fassbach, BB 2013, 2314ff.). Darüber hinaus werden etwaige Garantieansprüche der Höhe nach durch zu vereinbarende „de minimis“-Schwellen bzw. in der Regel im Bereich von 15–30% des Kaufpreises liegende Haftungshöchstgrenzen (Cap) beschränkt.

Fazit

Erfolge fallen nicht vom Himmel, man muss sie sich erarbeiten. Dies setzt eine möglichst präzise realistische und zeitlich terminierte Planung voraus und erfordert eine entsprechende Umsetzungskompetenz der verantwortlichen Unternehmer. Ein Unternehmen sollte ab dem Tag der Gründung so aufgestellt sein, dass es jederzeit verkaufbar ist (et respice finem). ■