

WHITE & CASE

M&A in der Krise

Sonderthemen und
pragmatische Lösungen





Effektive Gestaltung von Material Adverse Change-Klauseln

Beim Unternehmenskauf ist es üblich, dass die Unterzeichnung des Kaufvertrags und der Vollzug des Erwerbs zeitlich getrennt erfolgen. Oft liegt dies daran, dass kartellrechtliche oder andere Freigaben oder Zustimmungen Dritter für den Vollzug der Transaktion erforderlich sind. Da die zeitliche Verzögerung den Käufer dem Risiko einer negativen Entwicklung beim Zielunternehmen nach Unterzeichnung und vor Vollzug der Transaktion aussetzt, ist es gängige Praxis, die Verpflichtung des Käufers zum Vollzug der Transaktion der aufschiebenden Bedingung des Nichtvorliegens einer wesentlichen nachteiligen Änderung (material adverse change - MAC) zu unterwerfen. Diese so genannten MAC-Klauseln sind zwar recht standardisiert und scheinen ein breites Spektrum an möglichen negativen Entwicklungen abzudecken. Dieser Eindruck kann jedoch täuschen, da jüngere Rechtsprechung und Marktentwicklungen in den USA zeigen, dass allgemein formulierte MAC-Klauseln Käufern nur einen sehr begrenzten Schutz bieten. Gerade in turbulenten Wirtschaftszyklen ist es für Käufer extrem wichtig, eine Ausstiegsmöglichkeit aus Transaktionen zu haben. Daher ist für Käufer die effektive Gestaltung von MAC-Klauseln angesichts der gegenwärtigen Konjunkturkrise wichtiger denn je.

Ein wichtiges im September 2008 gefälltes Urteil des Court of Chancery des Bundesstaats Delaware hat bestätigt, dass es für einen Käufer fast unmöglich ist, auf Basis einer klassischen, allgemein formulierten MAC-Klausel ein MAC nachzuweisen und sich dadurch von der Verpflichtung zum Vollzug einer Transaktion im Falle einer negativen Entwicklung bei der Zielgesellschaft zu

befreien. Die Schwierigkeit eines Käufers von einer allgemein formulierten MAC-Klausel effektiv Gebrauch zu machen, wurde in der im März 2009 ergangenen Entscheidung des Chemiekonzerns Dow Chemical verdeutlicht. Dow Chemical wollte nach der Unterzeichnung eines Kaufvertrags zur Übernahme von Rohm und Haas das Vorliegen eines MAC auf Basis der Konjunkturflaute geltend machen, um sich von der Verpflichtung zum Vollzug der Übernahme zu befreien. Dies gelang Dow Chemical jedoch nicht, und der Konzern musste seinen Streit mit den Verkäufern schließlich beilegen und dem Vollzug einer umstrukturierten Übernahme zustimmen.

Das oben erwähnte Gerichtsurteil hat klargestellt, dass eine allgemein formulierte MAC-Klausel keinen ausreichenden Schutz für Erwerber bietet, da sie im Zusammenhang mit den im Kaufvertrag vereinbarten Verkäufer-Garantien ausgelegt wird und wohl lediglich unvorhersehbare Entwicklungen abdeckt. Aus dem Urteil geht Folgendes hervor:

- Es liegt kein MAC vor, wenn die Parteien die Verantwortung des Verkäufers für die relevanten nachteiligen Veränderungen in anderen Klauseln des Vertrages ausgeschlossen haben (zum Beispiel wenn die Prognosen zur Zielunternehmensentwicklung zum Zeitpunkt des Vollzugs viel niedriger sind als beim Kaufvertragsabschluss, aber der Kaufvertrag die Verantwortung des Verkäufers für Prognosen ausschließt).
- Es liegt kein MAC nach einer allgemein formulierten MAC-Klausel vor, wenn der Käufer schon bei Unterzeichnung des Kaufvertrags wusste, dass mit der

entsprechenden nachteiligen Entwicklung zu rechnen ist.

- Bei einer strategischen Akquisition muss auf Basis der nachteiligen Veränderungen mit negativen Auswirkungen über einen Zeitraum von Jahren, statt Monaten, zu rechnen sein. Sonst gelten solche Änderungen nicht als MAC.

Um die Durchsetzbarkeit der MAC-Klausel für den Käufer soweit wie möglich zu gewährleisten, sollte der Kaufvertrag klar definierte Szenarien festlegen, die als MAC zu sehen sind. Diese können sich beispielsweise auf bestimmte operative Kennzahlen oder Finanzkennzahlen beziehen, die zum Zeitpunkt des Vollzugs eingehalten werden müssen. Zusätzlich könnte die Verwirklichung von bestimmten, im Rahmen der Käufer-Due Diligence identifizierten Risiken ausdrücklich als MAC definiert werden.

Trotz der eingeschränkten Nützlichkeit von allgemeinen MAC-Klauseln sollten diese jedoch nicht völlig weggelassen werden. In Ergänzung zu bestimmten Szenarien, die explizit als MAC definiert sind, kann eine allgemeine MAC-Klausel dem Käufer (wie Dow Chemical in dem oben erwähnten Fall) einen Ansatzpunkt geben, um den Verkäufer in unerwarteten Extremfällen zu Nachverhandlungen über den Kaufpreis oder andere wichtige Bedingungen zu zwingen.



Earn-outs zur Überbrückung unterschiedlicher Preisvorstellungen

Für Käufer sind die sich aus der Konjunkturlaute ergebenden verhältnismäßig niedrigen Bewertungen von Zielgesellschaften in vielen Branchen zwar durchaus von Vorteil. Die günstigen Bewertungen führen jedoch in vielen Fällen zu einer begrenzten Bereitschaft von Verkäufern, die entsprechenden Unternehmen unter den gegenwärtigen Marktbedingungen zu veräußern, da die Verkäufer den mittelfristigen Wert ihrer Unternehmen höher einschätzen. Daraus resultieren oft unterschiedliche Preisvorstellungen bei Käufern und Verkäufern, die eine Einigung auf die wirtschaftlichen Bedingungen eines Unternehmenskaufs verhindern können. Alternativ-Strukturen wie so genannte Earn-outs können durchaus nützliche Mittel sein, um die Kluft zwischen abweichenden Preisvorstellungen der Parteien zu überbrücken.

Ein Earn-out ist eine variable Kaufpreiskomponente, die nach dem Closing im Falle der Erfüllung von bestimmten Kriterien zu zahlen ist. Ein Earn-out ist im Regelfall ein zusätzlicher Kaufpreisbestandteil in Ergänzung zum beim Closing zu zahlenden fixen Basis-Kaufpreis. Es gewährt dem Verkäufer ein Recht auf zusätzliche Zahlungen, sollten sich seine Erwartungen für die mittelfristige wirtschaftliche Leistung des Zielgeschäfts erfüllen, gleichzeitig schützt es den Käufer vor dem Risiko eines überhöhten Kaufpreises. Zudem kann ein Earn-out auch im Falle von Liquiditätseinschränkungen, die die Fremdfinanzierung eines Unternehmenskaufs für den Käufer verhindern, die Finanzierung einer kaufmännisch sinnvollen Akquisition erleichtern, da ein Teil des Kaufpreises nach dem Vollzug des Erwerbs aus dem operativen Cash-flow des erworbenen Geschäfts finanziert werden kann.

Obwohl der Begriff Earn-out ein breites Spektrum an Strukturen abdeckt, weist ein typisches Earn-out folgende Merkmale auf:

- Der Käufer verpflichtet sich, dem Verkäufer gewisse Beträge zu bestimmten Zeitpunkten nach dem Closing zu zahlen, wenn bestimmte Kriterien erfüllt sind. Diese Beträge können entweder Fixbeträge oder aber eine prozentuale Beteiligung an den Erlösen des erworbenen Geschäfts darstellen.
- Die Kriterien für die Zahlung der oben erwähnten Beträge beziehen sich typischerweise auf die wirtschaftliche oder operative Leistung des erworbenen Geschäfts, beispielsweise Umsatzerlöse oder Finanzkennzahlen wie EBITDA.
- Der Zeitraum für die Bemessung der Erfüllung der festgelegten Kriterien bzw. für die Zahlung etwaiger Beträge nach dem Earn-out beträgt meistens bis zu drei Geschäftsjahren nach dem Closing.

Ein Earn-out ist bei Transaktionen, bei denen die Verkäufer auch im Management des Zielgeschäfts tätig sind (und nach dem Closing im Management bleiben sollen) besonders gut geeignet, da es die Verkäufer zur erfolgreichen Weiterführung des Geschäfts anreizt und dadurch zur Interessengleichheit der Parteien führen kann. Gleichwohl ist es wichtig, die kurz- und mittelfristigen Leistungsanreize der Geschäftsführung im Rahmen des Earn-outs mit der längerfristigen strategischen Planung des Käufers für das erworbene Geschäft in Einklang zu bringen.

Für Käufer kann ein Earn-out auch negative Folgen mit sich bringen, da die Bedingungen eines typischen Earn-outs die Entscheidungsfreiheit des Käufers während des Earn-out-Zeitraums gewissen Einschränkungen unterwirft, um eine Beeinträchtigung der Interessen des Verkäufers zu vermeiden. Beispielsweise darf der Käufer das erworbene Geschäft während des relevanten Zeitraums nicht vollumfänglich in sein bestehendes Geschäft integrieren, da dies die Bemessung der Leistung des erworbenen Geschäfts intransparent machen könnte. Darüber hinaus muss der Käufer dem Verkäufer im Regelfall recht umfangreiche Informationsrechte einräumen, damit der Verkäufer die (Nicht-)Erfüllung der Kriterien für eine Auszahlung nach dem Earn-out kontrollieren kann. Dies kann unter dem Gesichtspunkt der Vertraulichkeit (insbesondere wenn der Verkäufer ein Konkurrent des Käufers ist) eine unerwünschte Nebenwirkung des Earn-outs darstellen.

Ein Earn-out kann ein nützliches Gestaltungsmittel bei der Strukturierung von Transaktionen in wirtschaftlich schwierigen Zeiten sein und ermöglicht in manchen Fällen den Abschluss von sonst aufgrund unterschiedlicher Preisvorstellungen bzw. Finanzierungsschwierigkeiten schwer abzuschließenden Transaktionen. Dabei ist eine klare und maßgeschneiderte Struktur sehr wichtig, um den erwünschten wirtschaftlichen Effekt für Käufer und Verkäufer zu erreichen, wie auch zur Vermeidung von unnötigen Streitigkeiten nach dem Closing.



Erleichterte Finanzierung durch Verkäuferdarlehen

Für Käufer, die Akquisitionen teilweise fremd finanzieren möchten, stellt die eingeschränkte Verfügbarkeit von Krediten aufgrund der Konjunktur- und Bankenkrise in manchen Fällen ein Hindernis zum Abschluss von wirtschaftlich sinnvollen Transaktionen dar. Eine Alternative bzw. eine Ergänzung zum herkömmlichen Bankkredit ist das so genannte Verkäuferdarlehen. Ein Verkäuferdarlehen ist ein dem Käufer durch den Verkäufer zum Zwecke eines Unternehmenskaufs gewährter Kredit, der, wie ein Earn-out, den Bedarf des Käufers an Bankkrediten und sonstigen Finanzierungsquellen reduziert und somit die Finanzierung einer Transaktion erleichtern kann. Verkäuferdarlehen sind im Vergleich zu Earn-outs zur Überbrückung von unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen weniger geeignet, da sie lediglich eine zeitlich verzögerte Zahlung eines Teils des Kaufpreises (die nicht von der Leistung des Target-Geschäfts abhängt) vorsehen.

Verkäuferdarlehen weisen in vielen Fällen folgende Merkmale auf:

- Sie sind nachrangig und unbesichert.
- Die Zinsen werden meistens kapitalisiert und bei Tilgung am Ende gezahlt.
- Das Darlehensvolumen umfasst meistens einen relativ geringen Teil (bis 10 %) des Kaufpreises.

- Die Zinsen liegen meistens über dem Marktniveau.
- Sie haben oft relativ lange Laufzeiten (bis 10 Jahre).
- Oft sind Dividendenzahlungen bzw. die Rückführung von Gesellschafterdarlehen durch das erworbene Geschäft vor vollumfänglicher Tilgung des Verkäuferdarlehens untersagt.
- Das Darlehen ist im Falle eines Kontrollwechsels beim Käufer sofort fällig.
- Die Dokumentation ist relativ einfach und enthält meistens keine Financial Covenants.
- Anders als beim Earn-out ist die Rückzahlungspflicht nicht von der Erfüllung irgendwelcher Kriterien abhängig.
- Eine vorzeitige Tilgung im Ermessen des Käufers ist in der Regel möglich.

Falls das Verkäuferdarlehen nur einen Teil der Fremdfinanzierung der Transaktion darstellt, sollten die Bedingungen des Verkäuferdarlehens mit den sonstigen Kreditgebern (deren Kredite sehr wahrscheinlich vorrangig im Verhältnis zum Verkäuferdarlehen sind) abgestimmt werden. Wie beim Earn-out werden dem Verkäufer meistens gewisse Informationsrechte während der Laufzeit des Darlehens gewährt.

Beispielsweise sehen diese vor, dass der Verkäufer den testierten Jahresabschluss des erworbenen Geschäfts innerhalb einer gewissen Frist erhalten soll. Diese Informationsrechte sind jedoch oft weniger umfangreich wie die, die bei einem Earn-out vorgesehen sind.



Besondere Haftungsrisiken im Zusammenhang mit dem Erwerb von Vermögenswerten eines notleidenden Unternehmens

Wie an anderer Stelle im Leitfaden zum Unternehmenskauf in den USA aufgeführt, übernimmt der Käufer im Asset Deal im Prinzip nur die Schulden und Verbindlichkeiten des Verkäufers, deren Übernahme er ausdrücklich zustimmt. In der Praxis besteht jedoch nach US-Recht das Risiko, dass der Käufer trotz der Gestaltung einer Transaktion als Asset Deal für Verbindlichkeiten des Verkäufers in Anspruch genommen wird. Dieses Risiko ist besonders ausgeprägt, wenn der Verkäufer zum Zeitpunkt der Transaktion insolvent ist oder zeitnah nach dem Vollzug der Transaktion insolvent wird. Aus diesem Grunde empfiehlt es sich in manchen Fällen, eine gründliche Due Diligence-Prüfung hinsichtlich der Finanzlage des Verkäufers durchzuführen, um das Insolvenzrisiko einschätzen zu können.

Im Falle des geplanten Erwerbs von Vermögenswerten eines insolvenzgefährdeten Unternehmens sollte der Käufer folgende Punkte beachten:

- Prüfung von Nachfolgerhaftungsrisiken: Der Käufer sollte den Umfang nicht nur der zu übernehmenden sondern auch der nicht zu übernehmenden Verbindlichkeiten des Verkäufers prüfen, da der Käufer u.U. auch für bestimmte Verbindlichkeiten des Verkäufers, die nicht explizit nach dem Kaufvertrag übertragen wurden, in Anspruch genommen werden kann. Risiken wie anhängige Rechtsstreitigkeiten, umweltrechtliche Haftungsrisiken, Steuerverbindlichkeiten sowie Verpflichtungen gegenüber Arbeitnehmern und Kreditgebern sind gegebenenfalls gründlich zu prüfen, da der Käufer insbesondere für diese Arten von Verbindlichkeiten des Verkäufers auf Basis des US-rechtlichen Grundsatz der

Nachfolgerhaftung (*successor liability*) haften kann.

- Eingrenzung des Risikos einer betrügerischen Übertragung: Falls der Verkäufer Vermögenswerte zu einem Preis veräußert, der dem angemessenen Wert (*reasonably equivalent value* bzw. *fair consideration*) nicht entspricht und der Verkäufer insolvent ist oder durch die Veräußerung insolvent wird, ist der Käufer dem Risiko von Klagen durch Gläubiger des Verkäufers auf Rückgabe der erworbenen Vermögenswerte (nach dem US-Rechtsprinzip der betrügerischen Übertragung (*fraudulent transfer*)) ausgesetzt. Es ist daher durchaus im Sinne des Käufers, einen fairen Preis zu zahlen, und diesen u.U. sogar durch die Einholung eines unabhängigen Bewertungsgutachten o.ä. bestätigen zu lassen.
- Absicherung des Werts der Garantien und Freistellungen im Kaufvertrag: Im Falle eines jeden Erwerbs ist die Kreditwürdigkeit bzw. das Insolvenzrisiko des Verkäufers für das Risikoprofil der Transaktion aus Käufersicht entscheidend. Sollte der Verkäufer über eine solide Bonität verfügen, darf sich der Käufer im Regelfall auf die Schutzwirkung der Garantien bzw. Freistellungen im Kaufvertrag verlassen. In anderen Fällen ist jedoch grundsätzlich zu prüfen, ob der Käufer zusätzliche Maßnahmen ergreifen sollte, um die Risiken aus der Transaktion soweit wie möglich einzugrenzen. Der Käufer kann beispielsweise eine Bürgschaft durch die Aktionäre des Verkäufers, eine Bankbürgschaft oder durch Einbehalt eines Teils des Kaufpreises durch den Käufer bzw. durch einen Treuhänder

verlangen. Diese und andere Maßnahmen können sicherstellen, dass der Käufer etwaige Ansprüche nach dem Kaufvertrag zumindest bis zu einem gewissen Betrag geltend machen kann. Diese Maßnahmen sind gerade bei Transaktionen mit einem insolvenzgefährdeten Verkäufer praktisch unentbehrlich.

Über die oben erwähnten Risiken im Falle eines Asset-Erwerbs hinaus, bestehen in manchen US-Bundesstaaten so genannte Massenverkauf (*bulk sales*)-Gesetze. Diese ermöglichen es den Gläubigern einer Gesellschaft, die den Großteil ihrer Vermögenswerte veräußern, ihre Ansprüche gegenüber dem Erwerber der Vermögenswerte geltend zu machen, es sei denn, der Erwerber hatte die Gläubiger über den Erwerb innerhalb einer gesetzlichen Frist benachrichtigt. Obwohl die meisten US-Bundesstaaten ihre *bulk-sales*-Gesetze inzwischen abgeschafft haben, gelten derartige Gesetze noch in einigen Bundesstaaten (wie z.B. in Kalifornien). Im Vorfeld eines geplanten Asset-Erwerbs sollte geprüft werden, ob das Zielunternehmen in einem Bundesstaat mit einem noch anwendbaren *bulk-sales*-Gesetz sitzt. Falls ja, sollten die erforderlichen Schritte für die Einhaltung der Bedingungen des *bulk-sales*-Gesetzes eingeleitet werden bzw. die Risiken eines Verstoßes dagegen abgeschätzt werden.

Plant ein Käufer den Erwerb der Vermögenswerte einer US-Gesellschaft, die sich im Insolvenzverfahren nach US-Recht (Chapter 11) befindet, so empfiehlt es sich, US-rechtliche Beratung im Vorfeld einzuholen, um die Besonderheiten solcher Transaktionen (die dem US-Bankruptcy Code unterliegen und der Zustimmung des zuständigen Gerichts bedürfen) einkalkulieren zu können.

Ihre Ansprechpartner



James J. Black

Partner, Frankfurt

Tel.: +49 69 29994 1641
Mobil: +49 151 12627 157
Email: jblack@whitecase.com

Der Schwerpunkt der Beratungstätigkeit von James Black liegt im US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, insbesondere in den Bereichen Equity Capital Markets und Mergers & Acquisitions.

Herr Black berät regelmäßig Emittenten und Investmentbanken bei europäischen Börsengängen und Kapitalerhöhungen mit und ohne Rule 144A- Komponenten sowie bei US Private Placements und Investitionen in den USA durch deutsche und internationale Unternehmen.

Herr Black berät internationale Unternehmen auch bei kapitalmarkt-rechtlichen Fragestellungen unter dem US Securities Act und dem US Securities Exchange Act, insbesondere im Bereich US Corporate Governance und Compliance. Darüber hinaus berät er in gesellschafts-rechtlichen Fragen nach dem Recht der US-Bundesstaaten New York und Delaware.



Andreas Stilcken

Partner, Frankfurt

Tel.: +49 69 29994 1279
Mobil: +49 175 582 1815
Email: astilcken@whitecase.com

Die Tätigkeitsschwerpunkte von Andreas Stilcken sind grenzüberschreitende Mergers & Acquisitions sowie gesellschaftsrechtliche Restrukturierungen. Im Bereich M&A verfügt er über reichhaltige Erfahrung bei der Beratung von Private Equity-Fonds bei finanzierten Management Buy-Out- und Management Buy-In-Transaktionen.

In Zusammenhang mit solchen Transaktionen erstreckt sich die Beratung von Herrn Stilcken auch auf alle Finanzierungsgesichtspunkte unter Einschluss verschiedener Darlehensformen. Er verfügt über umfassende Kenntnisse bei der Vertretung von amerikanischen und britischen Investoren im Zusammenhang mit dem Erwerb von Gesellschaften in Deutschland, sowohl von Konzerngesellschaften als auch von mittelständischen Unternehmen.

Herr Stilcken ist regelmäßig als Berater großer ausländischer Gesellschaften in Deutschland tätig und begleitet hierbei pan-europäische Akquisitionen. Besondere Branchenkenntnisse bestehen im Bereich Automobilzulieferer, Telekommunikation und Finanzdienstleistungen.

White & Case LLP ist eine der führenden internationalen Anwaltskanzleien mit Anwälten an 35 Standorten in 24 Ländern weltweit präsent. In Deutschland hat White & Case LLP seit Jahren eine herausragende Marktstellung und verfügt über ein integriertes und zweisprachiges Team von US-Anwälten mit erheblicher Erfahrung im grenzüberschreitenden M&A-Geschäft. Unser Team von US-Anwälten in Deutschland wird durch unser Netzwerk von führenden US-Anwälten an unseren US-Standorten unterstützt, die alle Bereiche abdecken, insbesondere Gebiete wie Steuerrecht, gewerblicher Rechtsschutz, Umweltrecht, Kartellrecht und Aufsichtsrecht in allen seinen für US-Akquisitionen wichtigen Ausprägungen.

Berlin

Kurfürstendamm 32
10719 Berlin
Phone: +49 30 880 911 0
Fax: +49 30 880 911 297

Hamburg

Jungfernstieg 51
20354 Hamburg
Phone: +49 40 350 05 0
Fax: +49 40 350 05 111

Düsseldorf

Graf-Adolf-Platz 15
40213 Düsseldorf
Phone: +49 211 49195 0
Fax: +49 211 49195 100

München

Maximilianstraße 35
80539 München
Phone: +49 89 206043 500
Fax: +49 89 206043 510

Frankfurt

Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
Phone: +49 69 299 94 0
Fax: +49 69 299 94 1444

ABU DHABI ALMATY ANKARA BERLIN BRATISLAVA BRÜSSEL BUDAPEST BUKAREST DÜSSELDORF FRANKFURT GENF HAMBURG
HELSINKI HONG KONG ISTANBUL JOHANNESBURG LONDON LOS ANGELES MEXIKO STADT MIAMI MOSKAU MÜNCHEN NEW YORK
PALO ALTO PARIS PEKING PRAG RIAD SÃO PAULO SHANGHAI SINGAPUR STOCKHOLM TOKIO WARSCHAU WASHINGTON, DC

Worldwide. For Our Clients.

www.whitecase.de

White & Case LLP ist eine in den USA nach dem Recht des Staates New York gegründete Limited Liability Partnership. Nach dem Recht des Staates New York ist eine persönliche Haftung der einzelnen Partner beschränkt.