

# ANALYSE & BERATUNG: M&A-Deals auf Rekordhoch – Corona-Krise beeinflusst Unternehmenskaufverträge

Corona ist in der dritten Welle angekommen. Trotz dieser Krise gab es im ersten Quartal dieses Jahres mehr Unternehmenstransaktionen als in den letzten Jahren. Risikovorsorge und Chancennutzung haben jedoch erhebliche Auswirkungen auf den Inhalt von Unternehmenskaufverträgen.

*Mark Niggemann, Geschäftsführer, Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen*

## KOMPAKT

- Für den Erwerb von Unternehmen gibt es viele Motive. Primärziel ist die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit. Bei geeigneten Möglichkeiten besteht erkennbar die Bereitschaft, einen aus Verkäufersicht attraktiven „strategischen Kaufpreis“ zu zahlen. Die Identifizierung dieser potenziellen Unternehmenskäufer ist eine der wichtigsten Aufgaben im Rahmen der Unternehmensveräußerung.
- Trotz der Corona-Unsicherheiten besteht die Bereitschaft von Unternehmenskäufern, attraktive Kaufpreise zu zahlen.
- Die Zahl der Krisenunternehmen wird sich im Laufe des Jahres erhöhen. Die Unternehmer sind gut beraten, wenn sie die Chance nutzen, ihre Reputation durch Vermeidung einer Insolvenz zu wahren, indem sie Unternehmen an einen geeigneten Käufer veräußern. Die Praxis zeigt, dass es auch in der Krise Käufer gibt, die nicht nur ein „Schnäppchen“ machen wollen, sondern die bereit sind, einen fairen Kaufpreis zu zahlen. So gelingt es Krisenunternehmen häufig, Käufer zu gewinnen, die einen Kaufpreis vereinbaren, durch welchen eine solide Altersversorgung der Unternehmerfamilie sichergestellt werden kann.

Unternehmenskäufe, -beteiligungen und Fusionen erreichen im ersten Jahresquartal 2021 – trotz Corona-Krise – einen Höchststand: Die weltweiten Unternehmenstransaktionen haben im ersten Quartal 2021 gegenüber der Vergleichsperiode im Vorjahr um 93 % (!) zugelegt. Mit 1,3 Bio. Dollar kletterte das Transaktionsvolumen auf den höchsten Wert seit Beginn der Statistik im Jahr 1980, teilt das Analysehaus Refinitiv mit. Für diese Entwicklung gibt es gute Gründe: Unternehmen möchten Zugang zu neuen Technologien erhalten, ihre Produktpalette erweitern, in neue Märkte eintreten und natürlich Synergien realisieren. Bei den von uns betreuten Unternehmenstransaktionen war das Ziel, funktionale Synergien durch Know-how-Transfer zu erreichen, wesentliche Motivation für die Unternehmenskäufer.

Auch eine erhöhte Auslastung von Produktionskapazitäten, die Nutzung gemeinsamer Vertriebskanäle und die Übertragung von Führungs-Know-how zählen zu den Synergien, die Unternehmenskäufer durch Akquisitionen erreichen wollen. Durch die Nutzung von organisatorischen Synergien soll die wettbewerbliche Schlagkraft von Unternehmen erhöht und die effizientere Organisations-

struktur erweitert werden. Die Erhöhung der Verhandlungsmacht im Einkauf, Kostenreduzierung, Risikoreduzierung – und der Wunsch, Unternehmenswachstum zu erreichen, sind Ziele, die Unternehmenskäufer mit Akquisitionen erreichen wollen. Nach unseren Wahrnehmungen gelingt es Unternehmen sehr häufig, die Wettbewerbsfähigkeit durch Unternehmenskäufe oder -beteiligungen erheblich zu stärken.

Wie sieht es jedoch in Branchen aus, die besonders unter der Corona-Krise zu leiden haben? Automobil-Zulieferer, Messe-, Ausstellungs- und Kongressveranstalter, Einzelhandelsunternehmen in vielen Bereichen, Beherbergungsgewerbe, Reisebranche sowie Sport- und Freizeiteinrichtungen haben in der Zeit der Corona-Krise erhebliche Einbußen nicht verhindern können. Durch die Aufzehrung von Reserven und die Inanspruchnahme öffentlicher Fördermittel konnten viele Unternehmensinsolvenzen verhindert werden. Allerdings wird befürchtet, dass auch diese Hilfe für viele Unternehmen nicht ausreicht, die Existenzfähigkeit nachhaltig zu sichern. Viele Unternehmen werden zeitversetzt Insolvenzen nicht vermeiden können. Aber auch für Unternehmen, die sich in

der Krise befinden, gibt es Käufer – sowohl strategische als auch Investoren, die sich auf Restrukturierungen spezialisiert haben.

Unsere Prognose: Der Markt für Unternehmenskäufe und -verkäufe wird sich weiter beleben. Immer mehr Unternehmen und Investoren werden die Chancen nutzen wollen, sich durch gute Investments zu stärken – viele Unternehmerfamilien werden die Frage der Unternehmensnachfolge familiär nicht lösen können. Gerade bei etwa der Hälfte aller Familienunternehmen stammen die Nachfolger aus der Familie. Die andere Hälfte der Familienunternehmen wird verkauft oder muss gar aufgrund der nicht lösbaren Nachfolgeregelung liquidiert werden. Immerhin sollen nach Schätzungen zwischen 2018 und 2022 etwa 150.000 Unternehmen mit rund 2,4 Mio. Beschäftigten zur Übergabe anstehen. Einige Unternehmerfamilien schaffen es nicht, den bitteren Weg der Liquidation zu vermeiden. Mit der Liquidation ist letztlich die Zerschlagung und der Untergang des Unternehmens verbunden. Unabhängig von dem materiellen Schaden ist dieser Weg für Unternehmerfamilien sehr schmerzlich.

„  
*Immer mehr Unternehmen und Investoren werden die Chancen nutzen wollen sich durch gute Investments zu stärken*  
 “

## 1 VERÄNDERTE VERTRAGSVERHANDLUNGEN

Die aktuelle Situation hat zu Unsicherheiten geführt, die für Kaufinteressenten Veranlassung ist, vorsichtiger zu agieren. So hat sich der Anteil von Transaktionen ermäßigt, bei denen auf eine Kaufpreisanpassung verzichtet wurde. Die einfachste Form der Kaufpreisanpassung ist die sogenannte Cash-free-/Debt-free-Regelung.

Diese Vereinbarung orientiert sich an dem Barmittelbestand und den Verbindlichkeiten zum Closing-Termin. In komplexeren Fällen wird auch das Working Capital oder der Nettoinventarwert zum Stichtag mit einbezogen. Somit wird der Kaufpreis je nach der vorausgegangenen Schätzung der einzelnen Positionen und der letztendlichen Situation am Stichtag nach oben oder nach unten korrigiert.

Die Vereinbarung einer Kaufpreisanpassung bedeutet, dass der endgültige Kaufpreis zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung noch nicht feststeht. Oftmals kann es mehrere Monate dauern, bis die Stichtagsbilanz endgültig vorliegt. Aus diesem Grund ist den Unternehmensverkäufern daran gelegen, eine sogenannte Locked-Box-Klausel in den Kaufvertrag aufzunehmen, um so eine Kaufpreisanpassung nach dem Stichtag zu vermeiden.

Der Verkäufer garantiert die Richtigkeit der vor dem Closing erstellten Bilanz und sichert dem Käufer zu, dass Mittelabflüsse vom Zielunternehmen an den Verkäufer (z.B. in Form von Gewinnausschüttungen oder Managementgebühren) bis zum Closing unterbleiben.

## 2 AUSWIRKUNGEN DER KRISE AUF UNTERNEHMENSKAUFVERTRÄGE

Unternehmenstransaktionen sind in schwierigen Zeiten, wie der derzeitigen Corona-Krise, mit mehr Unsicherheiten behaftet als in „guten Zeiten“. Daher stellen sich regelmäßig Fragen einer angemessenen Kaufpreisfindung und der vertraglichen Ausgestaltung, durch welche den Unsicherheiten Rechnung getragen werden soll.

Diese Kaufpreisanpassungsmechanismen sind regelmäßig Gegenstand zäher Verhandlungen. Diese Klauseln sind optionaler Bestandteil des Kaufvertrages, der beide Parteien zufriedenstellen soll. I. d. R. bieten diese Klauseln nicht ausschließlich Vorteile: zwar vereinfachen sie einige Prozesse, wie z. B. gewisse Garantien, aber sie bergen

auch einige Risiken. Erfolgsabhängige Kaufpreisanpassungen sind ein Zusatzpreis, den der Käufer eines Unternehmens zusätzlich zum festen Basispreis an den Verkäufer zahlt. Die Art des Erfolges und die Berechnung der Anpassung werden innerhalb des Kaufvertrages festgeschrieben. Der Verkäufer erhält in jedem Fall den vereinbarten Basispreis. Der später ausgezahlte Zusatzpreis und die daran geknüpften Konditionen arbeiten Käufer und Verkäufer in zum Teil sehr mühsamen Verhandlungen aus.

Hier liegt die Krux: Unerfahrene oder unbedachte Verhandlungspartner legen möglicherweise Ziele oder Konditionen fest, die einer Seite oder gar beiden Parteien erhebliche Schwierigkeiten bereiten können. Versuche zu missbräuchlichen Gestaltungsformen sind gelegentlich anzutreffen.

## 3 QUALIFIZIERTE BERATUNG GEFRAGT

Die Ziele von Verkäufern und Käufern sind regelmäßig konträr. Der Verkäufer möchte einen möglichst hohen und endgültigen Kaufpreis vereinbaren – der Käufer ist an einem niedrigen Verkaufspreis interessiert und bemüht, einen Teilbetrag vom zukünftigen Erfolg abhängig zu machen. Der Unternehmensverkäufer möchte

möglichst wenige Garantien geben – der Käufer möglichst umfassende Garantien für Vorgänge aus der Vergangenheit. Die Anforderungen an einen geeigneten M&A-Berater sind entsprechend der Problematik hoch.

Dieser Berater sollte belastbare Erfahrungen in rechtlichen und wirtschaftlichen Bereichen haben – er muss Kenntnis in allen relevanten Bereichen des Unternehmenskaufs einbringen. Über rhetorisches Talent und Verhandlungsgeschick lassen sich häufig gerade bei komplexen Verhandlungen – wie die Gestaltung von Earn-out-Klauseln – interessante, für den jeweiligen Mandanten interessewahrende Vereinbarungen erreichen.

## 4 EARN-OUT-KLAUSELN

In der aktuellen Corona-Krise sehen Earn-out-Klauseln Regelungen vor, die an die Entwicklung des Unternehmens anknüpfen – regelmäßig geht es dabei um diesen Mechanismus: Über einen fixen Kaufpreis hinaus sagt der Käufer einen variablen Betrag zu, der sich in Abhängigkeit der künftigen Entwicklung des Unternehmens berechnet, sofern ein vorher festgelegter Referenzstand innerhalb eines bestimmten Zeitraums überschritten wird. Für viele Branchen ist es unsicher, ob sich der Stand vor der Corona-Krise in 2022 oder gar erst in 2023 wieder erreicht lässt. Immer wieder wird auch die Frage gestellt, ob das Niveau 2019 in den nächsten Jahren überhaupt wieder erreicht werden kann. Natürlich gibt es auch deutliche Gewinner in der Corona-Krise. In einigen Branchen sind erhebliche Umsatz- und Ertragssteigerungen krisenbedingt erreicht worden. Natürlich haben die Verkäufer das Ziel, diese aktuellen Ergebnisse als nachhaltig einzuschätzen und dieses Ergebnis als Grundlage für die Kaufpreisfindung zu wählen. Unternehmenskäufer wollen sich jedoch auch über eine Earn-out-Klausel absichern, wenn die Geschäfts- und insbesondere die Ergebnissituation wieder rückläufig sein sollte.

**4.1 Vorteile von Earn-out-Klauseln.** Der Kaufpreis wird in einen festen und variablen Bestandteil aufgeteilt – der variable Kaufpreisteil wird von den Earn-out-Parametern abhängig gemacht. Je nach Situation des Unternehmens können als Referenzgröße beispielsweise gewählt werden: Umsatz, EBIT, EBITDA und/oder Jahresergebnis bzw. Kombination von Kennzahlen aus Ertrag und Umsatz oder aus Marge und Umsatz (ggf. ergänzt mit Mindest- oder Höchstbetrag).

Earn-out-Klauseln werden auch gelegentlich vom Eintritt gewisser Umstände abhängig gemacht. Das kann z. B. die Patentierung einer Entwicklung sein oder auch die Aufrechterhaltung der Lieferbeziehungen zu einzelnen oder mehreren Großkunden.

Mit Earn-out-Klauseln werden diese Ziele verbunden:

- Absicherung der tatsächlichen Angemessenheit des Kaufpreises (mit zusätzlichem Finanzierungseffekt für Unternehmenskäufer)
- Anpassungseffekt an einen später erkannten, zu optimistischen Businessplan der Verkäuferseite
- Aufrechterhaltung eines Teils des unternehmerischen Risikos beim Verkäufer und damit Beteiligung an negativen wie positiven Entwicklungen
- Maximierung der Loyalität der Verkäuferseite für den späteren Transaktionserfolg

Unternehmensverkäufer werden i. d. R. während der Earn-out-Frist aktiv mitarbeiten wollen. Die Unternehmer möchten während dieser Frist die Earn-out-Ziele sicherstellen und damit den zusätzlichen erfolgsabhängigen Kaufpreisteilbetrag vereinnahmen.

Das ist jedoch häufig nicht das einzige Ziel. Viele Unternehmer wollen durch den Unternehmensverkauf Unternehmenswerte realisieren und Firmenwerte in liquides Vermögen wandeln, damit sich Risikodiversifizierung und insbesondere gerechte Vermögensnachfolgen erreichen lassen.

Einige Unternehmer haben an der „neuen“ Tätigkeit jedoch so viel Freude gewonnen, dass die Mitarbeit häufig noch weit über den vertraglich festgelegten Zeitraum fortgesetzt wurde. Die vielfältigen neuen Möglichkeiten durch den neuen Gesellschafter waren für die Unternehmensverkäufer so attraktiv, dass die Zusammenarbeit langfristig fortgesetzt wurde. Zum Teil wurden durch den Verkauf die Unternehmer von „lästigen“ Aufgaben befreit, die früher wenig Freude gemacht haben. Dazu zählen häufig die Bereiche Unternehmensfinanzierung, Steuern und Verwaltung.

**4.2 Nachteile von Earn-out-Klauseln.** Neben den dargestellten Vorteilen bergen Earn-out-Klauseln aber auch Risiken bzw. Nachteile:

- Unternehmenskäufer sind gelegentlich an einer einseitigen Ergebnisverlagerung zu Lasten des Verkäufers interessiert. Vertraglich können diese „Manipulationen“ zwar eingeschränkt, jedoch abschließend nicht ausgeschlossen werden.
- Die Gestaltungsfreiheit über das Unternehmen und ggf. auch sinnvolle Maßnahmen werden eingeschränkt, da die bisherigen Strukturen bis zum Ablauf der vereinbarten Frist aufrechterhalten werden müssen. So können keine Funktionen zusammengelegt werden, da damit zwangsläufig Auswirkungen auf die Ergebnissituation verbunden sind. Auch Verschmelzungen des Unternehmens auf den Käufer oder die Zusammenführung von Tochtergesellschaften sind während der Earn-out-Periode ausgeschlossen.



## Die Corona-Krise führt zu Unsicherheiten, die den Wunsch nach mehr Sicherheiten bei Unternehmenskäufern auslösen



- Im Insolvenzfall einer Partei kann gemäß § 103 InsO der Insolvenzverwalter entscheiden, ob der Kaufvertrag erfüllt oder nicht erfüllt wird. Wählt er Nichterfüllung, kommt es zu einer insolvenzmäßigen Abwicklung der noch nicht erfüllten Vertragsleistungen. Bei drohender Verkäuferinsolvenz muss auch die Möglichkeit eines sogenannten Bargeschäftes i.S.d. § 142 InsO erwogen werden, sodass die beiderseitigen Leistungen sofort und Zug um Zug bei Vertragsunterzeichnung erfüllt werden. Eine Earn-out-Klausel ist bei einer derartigen Gestaltung nicht möglich.

### 5 HAFTUNGSHÖCHSTGRENZEN

Unternehmenskäufer sind bemüht, in Verhandlungen zu erreichen, dass die in dem Kaufvertrag geregelte Haftung hinsichtlich der Garantieansprüche einen vorab vereinbarten Betrag nicht übersteigt. Üblicherweise ist der Kaufpreis die Bemessungsgrundlage. Unternehmensverkäufer möchten selbstverständlich nicht mehr Geld zurückzahlen, als sie vorab für ihr Unternehmen erhalten haben. Haftungshöchstgrenzen sind regelmäßig Gegenstand intensiver Verhandlungen. Nach unseren Wahrnehmungen scheitern mehr Verhandlungen am Haftungshöchstbetrag als am Kaufpreis. Dies gilt allerdings nicht, wenn eine sogenannte W&I-Versicherung (Warranty-and-Indemnity-Versicherung) abgeschlossen ist. Der Haftungshöchstbetrag ist vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten gestiegen. Überwiegend lagen bei den von uns beratenen Transaktionen – abhängig davon, ob wir für Unternehmenskäufer oder -verkäufer tätig waren – zwischen 10 % und etwa 30 % des Kaufpreises – allerdings im Hinblick auf die Krisensituation mit steigender Tendenz. Studien über den Inhalt von Unternehmenskäufen lassen erkennen, dass bei einer Minderheit Haftungshöchstgrenzen von über 50 % nicht vermeidbar waren.

### 6 VERJÄHRUNGSFRISTEN FÜR GARANTIEANSPRÜCHE

Verkäufer und Käufer einigen sich i. d. R. auf eine Verkürzung der gesetzlichen Verjährungsfristen für Garantieansprüche im Kaufvertrag. Dies ist verkäuferfreundlich, da den Käufern weniger Zeit bleibt, um Garantieansprüche geltend zu machen. Vertreten wir Verkäuferinteressen, gelingt es häufig, eine Verjährungsfrist zu vereinbaren, die mit Feststellung des Jahresabschlussberichtes des ersten Geschäftsjahres nach der Übernahme endet.

Das Bemühen, diese Verjährungsfrist zu verlängern, ist unverkennbar. Nach einer CMS-Studie 2020 werden bei 19 % aller Transaktionen Verjährungsfristen von mehr als 24 Monaten vereinbart.

Zunehmende Unsicherheiten führen zum Wunsch nach längeren Verjährungsfristen.

### 7 ABSICHERUNG VON GARANTIEANSPRÜCHEN

Hat ein Unternehmenskäufer Zweifel an der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Verkäufers und Garantiegebers und wird damit befürchtet, dass sich die vertraglich zugesicherten Garantien als wertlos erweisen könnten, wird oft die Absicherung der Garantieansprüche zum Verhandlungsthema. Art und Höhe der Absicherung hängen von vielen Faktoren ab.

Bei unseren Transaktionen während der letzten drei Jahre wurde auf die Absicherung von Garantieansprüchen verzichtet. Allerdings wird der Wunsch stärker, dass Garantieansprüche durch die Hinterlegung von Kaufpreisteilen auf Treuhandkonten oder durch Bankbürgschaft erfolgt. Die Corona-Krise führt zu Unsicherheiten, die den Wunsch nach mehr Sicherheiten bei Unternehmenskäufern auslösen.

### 8 MAC-KLAUSEL

Material-Adverse-Change-Klauseln (MAC-Klauseln) verteilen das Risiko wesentlicher Veränderungen, die zwischen dem Abschluss des Vertrages (Signing) und dem dinglichen Vollzug (Closing) auftreten. MAC-Klauseln berechtigen den Käufer, den Vertrag zu kündigen, falls vor dem dinglichen Vollzug bestimmte Ereignisse eintreten. Derartige Ereignisse werden explizit im Vertrag festgelegt und sind oftmals Gegenstand intensiver und eingehender Verhandlungen. Der Verkäufer versucht i. d. R., bestimmte unvermeidbare Ereignisse von der MAC-Klausel auszuklammern, damit das Risiko einer wesentlichen Änderung vom Käufer getragen wird.

Unternehmenskäufer sind in der aktuellen Situation stark bemüht, die Corona-bedingten Unsicherheiten zumindest für den Zeitpunkt bis zum Closing-Termin auszuschließen. Der Closing-Termin setzt i. d. R. die Erfüllung bestimmter aufschiebender Bedingungen (z.B. Freigabe durch Kartellbehörde) voraus. In dieser Periode können

jedoch auch Umstände eintreten, die zu einer Verschlechterung der künftigen Ertragsaussichten des Unternehmens führen können. Das ist durch die Corona-Krise ohne Zweifel der Fall. Ziel der MAC-Klausel ist aus Käuferseite ein Schutz vor Abwertung des gekauften Unternehmens. Durch die MAC-Klausel können Rücktrittsrechte oder Kaufpreisminderungen vom Unternehmenskäufer erreicht werden. MAC-Klauseln müssen sich nicht auf Umstände des Unternehmens beschränken, sondern können durchaus auch makroökonomische Gegebenheiten oder Ereignisse höherer Gewalt umfassen. Beispiele für mögliche MACs sind Naturkatastrophen, Kursstürze an Börsen oder z. B. auch Vorgänge wie dem Brexit.

MAC-Klauseln sind aus Verkäufersicht höchst unerwünscht – bei fremd finanzierten Unternehmenskäufen jedoch ggf. erforderlich, da Finanzierungsvereinbarungen eine MAC-Klausel enthalten können.

## 9 KARTELLRECHTLICHE ASPEKTE

Die Corona-Krise hat auch auf das Kartellrecht Auswirkungen. Die Fachzeitschrift „M&A Review“ 4/2021 berichtet zusammenfassend: „Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf komplexe Fusionskontrollverfahren haben sich im Jahr 2020 als nicht so erheblich erwiesen, wie von vielen erwartet. Zwar ging die Zahl der bei den Wettbewerbsbehörden im Jahr 2020 angemeldeten Transaktionen in sämtlichen vom *Dechert Antitrust Merger Investigation Timing Tracker* erfassten europäischen Jurisdiktionen zurück. Die Zahl der komplexen Fusionskontrollverfahren blieb jedoch weitgehend stabil, während die durchschnittliche Dauer komplexer Fusionskontrollverfahren eine steigende Tendenz aufwies und in Deutschland und Frankreich neue Höchstwerte zu verzeichnen waren, ergibt sich global betrachtet kein wesentlicher Anstieg im Vergleich zum Vorjahr.“