



# Der neue Size-of-Transaction Test und die M&A-Beratung

Dr. Gerd Sassenrath

**45. FIW-Seminar**  
**Aktuelle Schwerpunkte des Kartellrechts**  
21. Juni 2017

**HENGELER MUELLER**

# Agenda

**I. Überblick über die Neuregelung**

**II. „Wert der Gegenleistung“**

**III. Die M&A Perspektive**

**IV. Fragen in Bezug auf die Gestaltung des M&A-Prozesses**

**V. Sonderproblem: Berücksichtigung von Verbindlichkeiten**

**VI. Verbindlichkeiten in der Unternehmensbewertung**

**VII. Anwendung auf Share Deal und Asset Deal**

**VIII. Thesen zur Behandlung von Verbindlichkeiten**

**IX. Fazit**

# I. Überblick über die Neuregelung (1)

- 9. GWB-Novelle hat einen zusätzlichen, neuartigen Fusionskontroll-Schwellenwert eingeführt
- GWB-Fusionskontrolle anwendbar (§ 35 Abs. 1a GWB), wenn
  1. Summe der Umsatzerlöse aller Beteiligten weltweit > EUR 500 Mio.
  2. a) Inlandsumsatz eines beteiligten Unternehmens > EUR 25 Mio.  
b) kein Inlandsumsatz des Zielunternehmens bzw. eines anderen beteiligten Unternehmens > EUR 5 Mio.
  - 3. (aber) Wert der Gegenleistung für den Zusammenschluss > EUR 400 Mio.**
  4. Zielunternehmen nach Nr. 2 im Inland in erheblichem Umfang tätig

# I. Überblick über die Neuregelung (2)

- Die Gegenleistung umfasst (§ 38 Abs. 4a GWB)
  1. alle Vermögensgegenstände und sonstigen geldwerten Leistungen, die der Veräußerer vom Erwerber im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss erhält (Kaufpreis), zuzüglich
  2. Wert etwaiger vom Erwerber übernommener Verbindlichkeiten
- Unterschied zu HSR: Dort geht es um den Wert dessen, was Erwerber erhält; hier geht es um das, was Veräußerer erhält (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 73)
- Erfasst werden nach Einschätzung des BKartA jährlich nur wenige Fälle, die nicht die Umsatz-Schwellenwerte erreichen
- Auslegungs- und Gestaltungsfragen für die Fusionskontroll- und M&A-Beratung

## II. „Wert der Gegenleistung“ (1)

- Ratio: Mit der „Gegenleistung“ soll der Gesamtbetrag ermittelt werden, „den der Erwerber bereit ist, zugunsten des Veräußerers zu erbringen. Denn in ihm spiegelt sich die wirtschaftliche Bedeutung, die er dem Einfluss auf das Unternehmen, der Verfügungsmöglichkeit über dessen Vermögen, Ressourcen, Geschäftsideen oder -modellen sowie Patenten zumisst, obwohl er seine Fähigkeit, am Markt erfolgreich zu sein, noch nicht durch Umsatzerlöse belegen kann.“

(RegBegr. BT-Drs 18/10207, S. 77)

## II. „Wert der Gegenleistung“ (2)

- Begriff „Vermögensgegenstand“ soll „wie im Handelsrecht weit zu verstehen“ sein und u.a. umfassen:
  - Geldzahlungen
  - Übertragung von Stimmrechten
  - Wertpapieren
  - von Sachanlagen
  - immaterielle Vermögensgegenständen
  - bedingte Gegenleistung wie z.B. earn out Klauseln
  - an Umsatz- oder Gewinnziele geknüpfte Zahlungen
  - Entgelte für Wettbewerbsverzichte

(RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 78)

## II. „Wert der Gegenleistung“ (3)

- Verbindlichkeiten, die vom Erwerber übernommen werden, sind zu berücksichtigen, da es „bei Unternehmenskäufen durchaus üblich [ist], dass die Verbindlichkeiten des Veräußerers (sic!) von dem zunächst höher angesetzten Kaufpreis abgezogen werden. Der Veräußerer erhält dann einen sozusagen reduzierten Kaufpreis“ (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 77)
- Bei der Wertbestimmung der Bestandteile der Gegenleistung ist jede anerkannte Methode der Unternehmensbewertung zur Fortführung zulässig; unzulässig sind Liquidationswerte (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 78)
- Richtigkeitsvermutung für auf der Grundlage einer entsprechenden Wertbestimmung ermittelten und vereinbarten Kaufpreis (keine Notwendigkeit eines WP-Testates) (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 78)

## III. Die M&A Perspektive (1)

1. Parteien wollen früh und schnell Klarheit über Ob und Art der Fusionskontrolle
2. Fusionskontrolle häufig mit entscheidend für
  - die zeitliche Gesamtplanung der Transaktion
  - die Notwendigkeit mehr oder weniger komplexe Regelungen für die Zeit zwischen Signing und Closing vorzusehen
3. Mögliche Quelle von Unklarheiten über „Gegenleistung“:
  - nicht: fixer Barkaufpreis
  - Umgang mit Kaufpreisbestimmung qua Formeln (z.B. bei Kauf zu einem in der Zukunft liegenden Stichtag; cash free / debt free Klauseln, working capital adjustment, trapped cash etc.
  - Frage des Bewertungszeitpunkts (Signing oder Closing)
  - Bewertung von sonstigen „Vermögensgegenständen“, die an den Verkäufer gehen, die typischer Weise nicht von den Parteien gemeinsam bewertet werden (z.T. Frage des „Ob“ und immer Frage des „Wie“):



### III. Die M&A Perspektive (2)

- earn out (Ob geklärt)
  - Erwerbs- oder Veräußerungs-Optionen (Ob wohl geklärt)
  - bedingte Leistungen (Ob geklärt)
  - Lieferverträge (Ob?)
  - Dienstleistungsverträge (Ob?)
  - Lizenzverträge (Ob?)
  - Darlehensverträge (Ob?)
  - Zahlungen für vereinbarte Wettbewerbsverbote sind explizit genannt (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 77).
- Die Frage des „Wie“ klärt sich über die anerkannten Bewertungsgrundsätze, die naturgemäß Unschärfen mit sich bringen (Planungsannahmen, Zinssätze, Beta-Faktoren und Risikoabschläge, Eintrittswahrscheinlichkeiten etc.)

## IV. Fragen in Bezug auf die Gestaltung des M&A-Prozesses

1. Wann müssen Werte für die Einleitung des Fusionskontrollverfahrens vorliegen?
2. Ggf. Festlegung von Werten im Lol ausreichend?
3. Aufnahme einer „GWB-Klausel“ in Unternehmenskaufverträge empfehlenswert?
  - für den Kaufvertrag müsste man dem Verkäufer zuzuwendende sonstige Vermögensgegenstände – eigentlich – nicht bewerten
  - „Wert nach § 38 Abs. 4a Nr. 1 und 2 GWB = [1,1 Mrd. EUR]“
4. Ist Klausel möglich, dass
  - (i) die detaillierten Kaufpreisbemessungsregeln der GWB-Klausel vorgehen;
  - (ii) die GWB-Klausel auch nicht zur Auslegung derselben herangezogen werden kann?
5. Aufteilung von Unternehmenswert und Verbindlichkeiten notwendig?
6. WP-Bescheinigung von Käufer und Verkäufer doch ratsam, da Kaufpreis – auch wenn vereinbart – auf Grundlage einer entsprechenden Wertbestimmung ermittelt sein muss?

## V. Sonderproblem: Berücksichtigung von Verbindlichkeiten

1. Welche Verbindlichkeiten müssen abgezogen werden: die der Erwerber vom Veräußerer übernimmt (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 77) (oder vom Erwerber übernommen wurde - § 38 Abs. 4a Nr. 2 GWB) oder die Verbindlichkeiten im Target oder beide?
2. Welche Art von Verbindlichkeiten werden abgezogen? Nur zinstragende Verbindlichkeiten? Eventualverbindlichkeiten/ rückstellungspflichtige Risiken? Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung? Steuerverbindlichkeiten? Pensionsverbindlichkeiten? Sonstige?
3. Wie (und wer) bewertet unbestimmte Verbindlichkeiten (z.B. Übernahme von Altlastenrisiken)
  - Risiken, die auf Assets lasten
  - Risiken, die auf den Betrieb qua gesetzlicher Regelung übergehen
  - Risiken, die qua Vertrag auf Käufer abgewälzt werden?
4. Unterschied bei Share Deal oder Asset Deal?

## VI. Verbindlichkeiten in der Unternehmensbewertung (1)

1. Ausgangspunkt ist Unternehmensbewertung zu Fortführungswerten nach anerkannten Bewertungsregeln
2. Unternehmensbewertung führt i.d.R. zum Enterprise Value
3. Enterprise Value enthält schon die nicht „zinstragenden“ Verbindlichkeiten (z.B. Verbindlichkeiten aus LuL)
4. Abgrenzungsprobleme bei der Feststellung „zinstragender“ Verbindlichkeiten; sonstige „cash outs“ sind in der Regel bereits im Enterprise Value mit dem Erwartungswert berücksichtigt
5. Unternehmenswert kann dargestellt werden als
  - (i) Enterprise Value (Wert des Unternehmens = cash-frei und frei von zinstragenden Verbindlichkeiten) oder
  - (ii) Equity Value (Wert des Eigenkapitals = Enterprise Value plus cash minus zinstragende Verbindlichkeiten)

## VI. Verbindlichkeiten in der Unternehmensbewertung (2)

6. Überleitung vom Enterprise auf den Equity Value => plus cash minus zinstragende Verbindlichkeiten
7. Kennzeichnet der Equity Value oder Enterprise Value oder ein Tertium die Gegenleistung (§ 38 Abs. 4a GWB), die „der Käufer zugunsten des Veräußerers zu erbringen“ bereit ist (RegBegr. BT-Drs. 18/10207, S. 77)?
8. Klar ist: Übernimmt Käufer zusätzlich Verbindlichkeiten oder Risiken des Verkäufers (z.B. neben Anteilen wird Darlehensverbindlichkeit des Verkäufers gegenüber dem Target oder eine Verbindlichkeit des Veräußerers gegenüber einem Dritten übernommen), die nicht Teil des übernommenen Geschäftsbetriebs sind, führt das zu einem Aufschlag wegen übernommener Verbindlichkeit

## VII. Anwendung auf Share Deal und Asset Deal (1)

### 1. Share Deal

- Target hat Aktiva-Wert 500 Mio. (kein Cash)
  - Passiva: 400 Mio. Bankverbindlichkeiten („zinstragend“)
  - 100 Mio. Verbindlichkeiten LuL
- Enterprise Value: 500 Mio.
- Equity Value: 100 (500-400)
- gezahlter Kaufpreis: 100
- vom Verkäufer selbst durch Erwerber übernommene Verbindlichkeit: 0
- Gesamtwert/Gegenleistung: 100 (?)

### **versus**

- gezahlter Kaufpreis: 100
- Zinstragende Verbindlichkeiten im Target: 400 [plus LuL: 100]
- Gesamtwert/Gegenleistung: 500 (?) [oder 600 (?)]

## VII. Anwendung auf Share Deal und Asset Deal (2)

### 2. Asset Deal

- Achtung – übernommene Verbindlichkeiten sind hier per definitionem Verbindlichkeiten des Veräußerers!
- Werte wie bei Ziffer 1
- Berechnung Gesamtwert/Gegenleistung:
  - gezahlter Kaufpreis: 100
  - vom Veräußerer übernommene Verbindlichkeit: 500 Mio. (400+100) (?)
  - Gesamtwert: 600 Mio. (?)
- Ökonomisch liegt trotz unterschiedlicher Deal-Struktur eigentlich kein Unterschied vor

## VIII. Thesen zur Behandlung von Verbindlichkeiten

1. Share Deal und Asset Deal müssen unter Wettbewerbsaspekten ökonomisch gleich behandelt werden
2. Ausgangspunkt sollte der Enterprise Value sein
3. In der Berechnung des Enterprise Value bereits berücksichtigte Verbindlichkeiten müssen bei der Gegenleistungsbemessung nicht noch einmal – werterhöhend – berücksichtigt werden
4. LuL bleiben als Teil des Working Capitals außer Ansatz
5. Zinstragende Verbindlichkeiten erhöhen die Gegenleistung
6. „zinstragend“ ist das, was die Parteien als kaufpreismindernde Verbindlichkeit („Debt“) berücksichtigen.



## IX. Fazit

1. Viel Lärm um (fast) nichts
2. Die Behandlung der Verbindlichkeiten könnte ein Fall für die Leitlinien des BKartA sein