Der Weg ist oft steinig und schwer

Rechtliche Hürden bei der Vorbereitung und Umsetzung von Trade Sale-Exits

Von Rainer Kreifels, Partner, WilmerHale

Rainer Kreifels

Obwohl sich in den letzten Jahren Trade Sales als die häufigste Exitvariante für VC-finanzierte Portfolio-Unternehmen erwiesen haben und regelmäßig eine Vielzahl rechtlicher Berater intensiv an der Vorbereitung und Umsetzung von Trade Sale-Exits arbeitet, gibt es wohl kaum einen Fall, der nicht mit erheblichen rechtlichen Schwierigkeiten verbunden ist. Der folgende Beitrag beleuchtet einige der immer wiederkehrenden Fallstricke und gibt Hinweise zu einer besseren Vorbereitung und Umsetzung von Trade Sale-Exits.

Häufig unterschätzte Schwierigkeiten

Bei der Vorbereitung von Trade Sale Exits stellt sich häufig heraus, daß die Suche und Verhandlung mit dem möglichen Erwerber oder den möglichen Erwerbern nur eine Seite des an Komplexität nicht zu unterschätzenden Verkaufsprozesses darstellt. Unerwartete und häufig unterschätzte Schwierigkeiten beim Verkaufsprozeß tauchen oft genug im Bereich der eigenen Sphäre des zu verkaufenden VC-Portfolio-Unternehmens auf. Dazu vor allem folgende Fallgruppen:

1. Pooling Agreements und Gesellschaftervereinbarungen

Zur Vereinheitlichung ihrer Interessen schließen sich die Gesellschafter von VC-finanzierten Portfoliounternehmen häufig in Pooling Agreements oder Gesellschaftervereinbarungen zusammen. Dies geschieht in der Regel auf Wunsch der VC-Geber. Die einschlägigen Fassungen solcher Vereinbarungen enthalten daher auch regelmäßig (i) Mitverkaufspflichten der übrigen Gesellschafter für den Fall, daß die VC-Geber ihre Beteiligung veräußern wollen (Drag Along), und (ii) Bestimmungen zur bevorzugten Verteilung des Erlöses an die VC-Geber beim Unternehmensverkauf (Liquidation Preference). Derartige Pooling Agreements werden jedoch leider häufig abgeschlossen, ohne daß grundlegende rechtliche Gesichtspunkte berücksichtigt werden. Fragen nach dem wirksamen Abschluß der Vereinbarung durch Unterzeichnung aller Gesellschafter, der Formwirksamkeit der Vereinbarung, der kartellrechtlichen Genehmigungsbedürftigkeit oder -fähigkeit und der Auslegung einzelner unklar gefaßter Formulierungen werden häufig von Anfang an stiefmütterlich behandelt oder sind nach einigen Jahren nur noch mit erhöhtem Aufwand oder gar nicht mehr zuverlässig zu beantworten. Fest steht jedoch: Im Exit-Fall, wenn die VC-Geber den Verkaufsprozeß auf der Grundlage der Bestimmungen des Pooling Agreements unter den Gesellschaftern abwickeln möchten, kommt es nicht selten zu Meinungsverschiedenheiten

unter den Gesellschaftern über die Preisfindung oder die Erlösverteilung. In dieser Situation kann sich die Unwirksamkeit, Unklarheit oder Undurchsetzbarkeit eines Pooling Agreements verheerend auf Dauer und Ergebnis des Verkaufsprozesses auswirken.

2. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

VC-Portfoliounternehmen unterhalten zur Bindung ihrer Mitarbeiter gewöhnlich immer noch Options- oder vergleichbare Mitarbeiterbeteiligungsprogramme. Die Errichtung und Pflege solcher Mitarbeiterbeteiligungsprogramme bringt eine Reihe von rechtlichen und tatsächlichen Schwierigkeiten mit sich. Diese erreichen regelmäßig im Rahmen der Vorbereitung und Umsetzung von Trade Sale-Exits ihren Höhepunkt, wenn sich etwa herausstellt, daß (i) nicht mehr oder kaum noch feststellbar ist, welchen Mitarbeitern überhaupt Optionen oder andere Beteiligungsrechte eingeräumt wurden, (ii) Mitarbeiter, die Inhaber von Beteiligungsrechten sind, das Unternehmen zwischenzeitlich verlassen haben und kaum noch oder gar nicht mehr auffindbar sind, (iii) die Rechte und Pflichten der Mitarbeiter, die sich im Zusammenhang mit Beteiligungsrechten im Falle eines Trade Sale-Exits ergeben, nur völlig lückenhaft oder kaum nachvollziehbar geregelt oder vereinbart worden sind. Die Lösung solcher Unsicherheiten lassen sich entweder betroffene „clevere“ Mitarbeiter im Wege von Abfindungszahlungen und/oder der Erwerber in Form von Garantiezusagen oder Abschlägen auf den Kaufpreis bezahlen.

3. Öffentliche Finanzierer

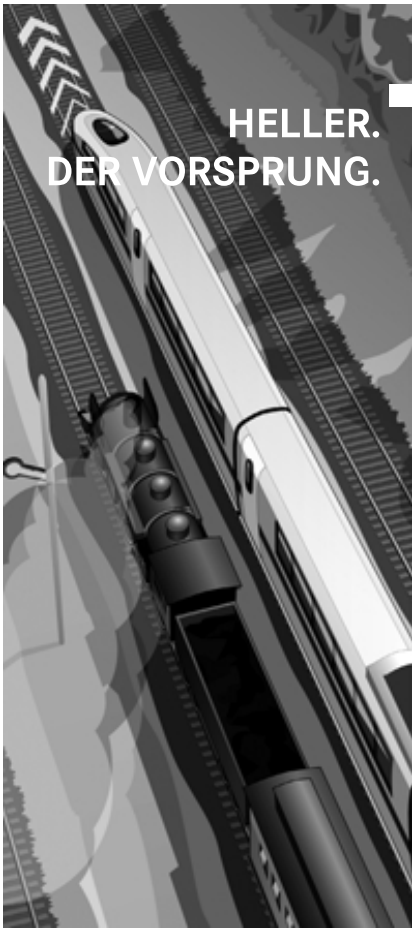
Junge Technologie-Unternehmen versuchen in der Start-up-Phase häufig, Förderprogramme öffentlicher Finanzierer in Anspruch zu nehmen. Die damit verbundenen vertraglichen Grundlagen werden leider regelmäßig nicht sorgfältig und interessengerecht verhandelt, sondern von Seiten der öffentlichen Finanzierer mehr oder weniger einseitig gestellt. Die öffentlichen Finanzierer haben daher im Falle eines Trade Sale-Exits gewöhnlich starke Mitwirkungs- oder gar Zustimmungsrechte. Diese Rechte, verbunden mit einer gewissen Langatmigkeit der internen Abläufe der öffentlichen Finanzierer, stehen regelmäßig in einem Spannungsverhältnis zu den zeitkritischen Bedürfnissen im Rahmen der Vorbereitung und Umsetzung eines Trade Sale-Exits auf Seite der Verkäufer. Insoweit ist dringend anzuraten, (i) die zugrundeliegenden vertraglichen Vereinbarungen bereits anfänglich entsprechend zu verhandeln und (ii) die öffentlichen Finanzierer frühzeitig in einen beginnenden Verkaufsprozeß einzubinden.

4. Change-of-Control-Klausel

Häufig aus Kostengründen unterlassen es junge Technologie-Unternehmen, die von ihnen abgeschlossenen Lizenzvereinbarungen mit rechtlichem Beistand zu verhandeln und abzuschließen. Die von ihnen sodann akzeptierten Vertragsbedingungen ihrer Geschäftspartner sehen in vielen Fällen einen Zustimmungsvorbehalt des Vertragspartners im Falle eines Unternehmensverkaufs vor. Die so eingeräumten Zustimmungsvorbehalte verschlechtern die Verhandlungsposition der Verkäufer in der Vorbereitung und Umsetzung von Trade Sale-Exits leider erheblich. Mögliche Erwerber suchen solche Klauseln zielgerecht in der Due Diligence und nutzen sie häufig als Argument zur Minderung des Kaufpreises oder Einräumung werthaltiger Garantien. Geschäftspartner lassen sich den Verzicht auf derartige Change-of-Control ebenfalls regelmäßig vergüten. Es ist daher ratsam, die Vereinbarung von Change-of-Control-Klauseln und deren Umfang jeweils auf ein absolutes Mindestmaß zu beschränken.

Fazit:

Die vorgenannten Themenbereiche haben das Potential allein und erst recht im Zusammenspiel, einen angestrebten Trade Sale-Exit erheblich zu erschweren oder gar zu verhindern. Vor allem eine sorgfältige Gestaltung der einschlägigen vertraglichen Vereinbarungen erhöht die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Trade Sale-Exits mit einer attraktiven Bewertung.



HELLER BANK AG
Part of GE Commercial Finance

Schnelle Märkte brauchen schnelle Entscheidungen. Aber auch nachhaltige Finanzierungsmodelle mit einem Partner, auf den Sie sich 100-prozentig verlassen können. Heller finanziert Ihr Business mit intelligenten Lösungen rund um Ihre Forderungen.

Das schafft Freiräume.
Bringt Liquidität.
Und den entscheidenden Vorsprung.

Heller - 40 Jahre Erfahrung mit erfolgreichen Konzepten für den Mittelstand.

HELLER BANK AG
T 0 61 31 - 9 80 . 3 33
F 0 61 31 - 9 80 . 3 49
E cfsde.info@ge.com
I www.heller-bank.de

GE imagination at work