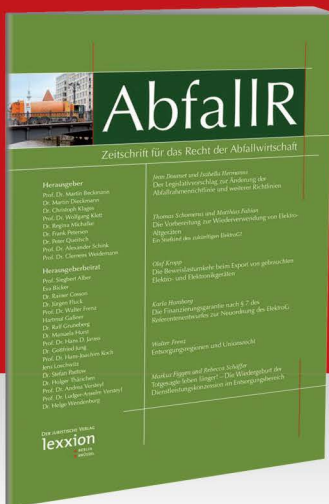


# Ihre **3** starken Partner im Umweltrecht



Die Zeitschrift **AbfallR** ist binnen kurzer Zeit zu dem Forum der Praktiker der Entsorgungswirtschaft geworden. Dank des großen Kreises renommierter Herausgeber kann **AbfallR** die ganze Breite der abfallrechtlichen Themen darstellen. Auch kontroverse Beiträge zeigen dem Leser die unterschiedlichen Positionen bei der Beurteilung von Normen und möglichen Entwicklungen.

6 Ausgaben/Jahr  
ca. 48 S./Heft  
ISSN: 2190-8117  
[www.lexxion.de/abfallr](http://www.lexxion.de/abfallr)

**Probeabonnemnt 2017:**  
**2 Ausgaben für nur € 42,-**

Die Zeitschrift **I+E** beleuchtet die aktuellen Entwicklungen des Immissionschutzrechts, des technischen Immissions-schutzes sowie des Emissions-handels. Fundierte Fachbeiträge informieren über Themen wie Luftreinhaltung, Lärmschutz, Störfallrecht, Anlagenrecht, Strahlenschutz sowie Energienutzung.

4 Ausgaben/Jahr  
ca. 48 S./Heft  
ISSN: 2191-3331  
[www.lexxion.de/ie](http://www.lexxion.de/ie)

**Probeabonnemnt 2017:**  
**2 Ausgaben für nur € 52,-**

Die Zeitschrift **W+B** informiert Sie über rechtliche Themen rund um den Gewässer- und Bodenschutz in Deutschland und Europa. Wesentliche Problemstellungen, gegenwärtige Entwicklungen und die aktuelle Rechtsprechung auf den relevanten Gebieten stehen im Zentrum jeder Ausgabe.

4 Ausgaben/Jahr  
ca. 50 S./Heft  
ISSN: 2195-2329  
[www.lexxion.de/wb](http://www.lexxion.de/wb)

**Probeabonnemnt 2017:**  
**2 Ausgaben für nur € 53,-**

*Unverbindlich testen!*  
Sie erhalten zwei Ausgaben zum Preis von einer. Das Probeabonnemnt endet automatisch und bedarf keiner Kündigung.

Jetzt bestellen unter [www.lexxion.de](http://www.lexxion.de)  
Tel.: +49-30-81 45 06-0 ■ Fax: +49-30-81 45 06-22 ■ E-Mail: [info@lexxion.de](mailto:info@lexxion.de)

DER JURISTISCHE VERLAG  
**lexxion**  
• BERLIN  
• BRÜSSEL

# Mergers & Acquisitions in der Abfallwirtschaft

Alexander Stefan Rieger

1.	Einleitung.....	81
1.1.	Kaufen? Verkaufen? – Wann, wenn nicht jetzt .....	81
1.2.	Der Markt – Unterschiedliche Modelle, unterschiedliche Herausforderungen .....	82
1.3.	Die Herausforderungen.....	82
2.	Transaktionsphasen .....	83
2.1.	Strukturierung des Assets .....	83
2.1.1.	Zusammenstellung des Assets .....	83
2.1.2.	Asset Deal versus Share Deal.....	84
2.2.	Due Diligence – Identifikation spezifischer Projektrisiken und Stresstests .....	85
2.2.1.	Verkäufer ( <i>Vendor</i> bzw. <i>Sell-Side</i> ) Due Diligence .....	86
2.2.2.	Käufer ( <i>Buy-Side</i> ) Due Diligence .....	86
2.2.3.	Exkurs: Besonderheiten der Due Diligence bei projektfinanzierten Projekten .....	86
2.2.4.	Besonderheiten bei in Entwicklung befindlichen Projekten (Planungs- und Bauphase).....	88
2.2.5.	Besonderheiten bei entwickelten Projekten (Betriebsphase).....	89
2.2.6.	Zusammenfassung Kernaufgabe der <i>Waste</i> -Due Diligence .....	89
2.3.	Anteilskaufvertrag (SPA) – Sicherung der Cash Flows .....	90
2.4.	Vollzug.....	91
3.	Zusammenfassung .....	92

## 1. Einleitung

### 1.1. Kaufen? Verkaufen? – Wann, wenn nicht jetzt

Die Geldpolitik der europäischen Zentralbank hat zu einer erheblichen Liquidität im Anlagemarkt geführt. Große institutionelle Investoren, Pensionskassen, Staatsfonds oder Versicherungsfonds haben immer größere Schwierigkeiten, geeignete Investments zu finden, da auch Staatsanleihen – bisher eine attraktive Anlageklasse für langfristige Investoren – immer unattraktivere Zinsen bieten. Entsprechend sind

neue Anlageklassen in den Fokus der Investoren geraten. Gleichzeitig haben in den vergangenen Jahren immer mehr renommierte Private Equity-Häuser Spezialfonds für Infrastrukturinvestitionen aufgelegt, was die Nachfrage nach attraktiven Assets zusätzlich befeuert hat. Abschließend ist gerade in der Abfallwirtschaft eine immer stärker werdende Globalisierung der strategischen Investoren festzustellen: Vor allem asiatische (insbesondere chinesische) Player drängen auf den deutschen und europäischen Markt und verstärken den Wettbewerb mit den Finanzinvestoren sowie den regional etablierten strategischen Investoren zunehmend.

Für Inhaber von Infrastruktur- und Energie-Assets, seien es Müllheizkraftwerke, Ersatzbrennstoff-Kraftwerke, Biomasseheizkraftwerke oder Portfolien, die derartige Anlagen beinhalten, eröffnet dies die Möglichkeit, für ihre Assets Renditen zu erwirtschaften, die vor zwei bis drei Jahren noch kaum denkbar waren, denn sie können das bieten, was viele Investoren derzeit händeringend suchen – langfristig stabile Cashflows.

## 1.2. Der Markt – Unterschiedliche Modelle, unterschiedliche Herausforderungen

Die immer höher werdende Attraktivität der Assetklasse *Projects* hat in der Praxis dazu geführt, dass vermehrt Käufe und Verkäufe von bereits kommerziell in Betrieb genommenen Anlagen im sogenannten *Sekundär-Markt* stattfinden (*Secondary Market Transactions*).

Gleichzeitig ist ein Anstieg von sogenannten *Forward Deals* zu beobachten, also von Transaktionen, bei denen Projektgesellschaften noch während der laufenden Projektierungs- oder Bauphase *schlüssselfertig* verkauft werden. Dies betrifft vornehmlich Abfallverbrennungsprojekte im Ausland bzw. in Märkten, bei denen noch ein Bedarf an neuen Abfallverbrennungsanlagen besteht. Waren derartige Transaktionen noch in der jüngeren Vergangenheit wegen ihrer hohen Komplexität die absolute Ausnahme, nutzen inzwischen mehr und mehr Projektentwickler diese Möglichkeit, um vom attraktiven Preisniveau zu profitieren und Investoren anzusprechen, die in Projekte mit Baurisiken aufgrund interner Vorgaben beispielsweise gar nicht investieren dürfen.

Oftmals werden nicht komplette Projekte als solche, sondern lediglich die Anteile einzelner Gesellschafter an den (Projekt-)Gesellschaften, die solche Assets halten, verkauft. Dabei sind immer mehr Investoren – insbesondere Finanzinvestoren – auch bereit oder bevorzugen es gar, nur einen Minderheitsanteil an einer solchen (Projekt-) Gesellschaft zu erwerben. Für den Investor hat dies den Vorteil, dass das Projekt vom Hauptinvestor aktiver gemanagt werden kann, als dies dem Investor möglich wäre. Für den Hauptinvestor kann die Abgabe einer Minderheitsbeteiligung attraktiv sein, da so eine Marktbewertung des Assets stattfindet und gegebenenfalls vorhandene stille Reserven greifbar und transparent evaluiert werden können.

## 1.3. Die Herausforderungen

So attraktiv die derzeitige Marktsituation auch ist, die unterschiedlichen Transaktionsmodelle stellen sowohl Verkäufer als auch Käufer vor unterschiedliche Herausforderungen, die gelöst werden müssen, um eine Transaktion erfolgreich zu realisieren. Dabei variieren die rechtlichen Herausforderungen je nach Ausgestaltung der Transaktion und abhängig davon, ob die Transaktion auf Verkäufer- oder Käuferseite betreut wird.

Gerade bei den Secondary Market Transactions haben sich im deutschen Markt – anders als z.B. in Großbritannien – noch keine allgemein anerkannten Marktstandards herausgebildet. Zudem unterscheiden sich die Projektdokumentationen und die damit verbundenen Risikoallokationen bei den unterschiedlichen Projekten oftmals sehr stark.

Dies alles bedingt für mögliche Verkäufer, dass sie die Transaktion und ein gegebenenfalls damit einhergehendes Bieterverfahren besonders sorgfältig vorbereiten und ihre Taktik für die Due Diligence – also insbesondere die technische, kommerzielle und rechtliche Prüfung des Verkaufsobjektes durch potentielle Käufer – sowie den späteren Kaufvertrag genau durchdenken müssen. Die Erfahrung zeigt, dass eine sorgfältige Aufbereitung der Dokumentation und ein *vernünftiger*, d.h. weitgehend ausgeglichener erster Entwurf des Kaufvertrages die Transaktionsdauer dramatisch reduzieren und einen effizienten und zielgerichtetem Ablauf gewährleisten kann.

Aus Käufersicht stellen sich wieder andere Herausforderungen: Hier gilt es, neben einem konkreten Verständnis des Kaufobjekts bzw. der Zielgesellschaft (sogenannten Asset und Share Deal – Details s.u.) und der identifizierten Risiken im Rahmen der Due Diligence insbesondere, den inzwischen typischerweise starken Wettbewerb mit anderen Bietern bzw. potentiellen Käufern strategisch zu analysieren und zu evaluieren. Angesichts der begrenzten Anzahl von mittel- und großvolumigen Transaktionen im Abfallbereich ist es wichtig, zu berücksichtigen, dass teilweise unter hohem Anlagedruck stehende Bieter deutlich risikoaffiner agieren können bzw. müssen, als dies beispielsweise in einer Exklusivtransaktion zwischen dem Verkäufer und einem Käufer der Fall wäre. Entsprechend kann eine Notwendigkeit bestehen, etwaig gestiegene Erwartungen des Verkäufers nicht als bloße Verhandlungsposition abzutun, sondern als Konzessionen anderer Bieter einzuordnen.

## 2. Transaktionsphasen

Nachfolgend soll ein kursorischer Überblick über die typischen Phasen einer *Mergers & Acquisitions*- (M&A) Transaktion im Abfallbereich gegeben werden. Jeder Transaktion sind indes transaktionsspezifische bzw. einzelfallabhängige Themen zu eigen, die am konkreten Sachverhalt analysiert und bewertet werden müssen und daher hier nicht abschließend behandelt werden können.

Da in der Praxis eine weit überwiegende Anzahl der M&A-Transaktionen mit abfallwirtschaftlichem Bezug als sogenannte Share Deals (also als Kauf und Verkauf von Gesellschaftsanteilen) strukturiert werden und nicht als Asset Deals (also als Kauf und Verkauf von einzelnen Vermögensgegenständen), wird vorliegend auf die Besonderheiten bei Asset Deals lediglich punktuell eingegangen.

### 2.1. Strukturierung des Assets

#### 2.1.1. Zusammenstellung des Assets

Eine der zentralen Fragen aus Verkäufersicht ist die Strukturierung des Assets – das Asset bezeichnet dabei das mögliche Verkaufsobjekt (nachfolgend wird der Begriff *Asset* aus Vereinfachungsgründen synonym verwandt mit anderen Begriffen für das

Verkaufsobjekt, etwa *Target* oder *Zielgesellschaft*). Oftmals lässt sich diese Frage kurzfristig beantworten, etwa wenn klar ist, dass ein Unternehmen einen gesamten Geschäftsbereich abstoßen, ein Private Equity Investor eine Beteiligung an den Markt bringen oder ein Minderheitsaktionär seine Geschäftsanteile veräußern möchte. Andererseits kann sich die Strukturierung des Assets auch komplexer gestalten, etwa wenn sie dem Verkäufer die Möglichkeit eröffnet, neben sehr attraktiven Assets auch weniger attraktive Anteile oder Gesellschaften im Rahmen einer Gesamt- bzw. Portfolio-Transaktion abzustößen. Gerade bei Transaktionen in der Abfallbranche liegt dies oftmals nahe, um unrentable Beteiligungen an risikogeneigten oder weniger rentablen Assets (ältere Abfallverbrennungsanlagen mit Modernisierungsbedarf oder kurzfristig sinkender Auslastung, nicht zum Kerngeschäft gehörende Anlagen, Deponien usw.) zu veräußern. Entsprechend gilt es aus Verkäufersicht, eine Gesamtschau aller potentiell langfristig nicht zum Kerngeschäft gehörenden oder nicht den internen Renditeanforderungen genügenden Assets vorzunehmen und zu analysieren, welche Assets gegebenenfalls gemeinsam und auch aus Käufersicht attraktiv veräußert werden können.

### 2.1.2. Asset Deal versus Share Deal

Ob die Transaktion im Wege eines sogenannten *Share Deals* oder eines *Asset Deals* erfolgt, sollte in einem möglichst frühen Stadium entschieden werden.

Beim Share Deal werden alle oder ein Großteil aller Anteile eines Unternehmens auf den Käufer übertragen. Ist etwa eine zu erwerbende Projektgesellschaft oder Holding-Gesellschaft als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*GmbH*) gegründet, wird der Käufer damit zum Gesellschafter. Im Falle des Asset Deals tritt die Gesellschaft selbst als Verkäufer auf und veräußert einzelne Vermögensgegenstände. Der Käufer übernimmt so keine Anteile am Unternehmen selbst, sondern kauft den Inhalt des Unternehmens – sprich dessen Wirtschaftsgüter – einzeln. Im Wege von Verträgen werden dann Verbindlichkeiten auf den Erwerber übertragen. Anders als beim Share Deal muss dabei der jeweilige Vertragspartner beim Kauf der Vertragsverhältnisse zustimmen.

Der Share Deal umfasst als Kaufgegenstand die Gesellschaft inklusive aller Vertragsverhältnisse, Forderungen und zugrundeliegender Verbindlichkeiten und wird auf Grundlage des sogenannten Share Purchase Agreement (*SPA*) durchgeführt. Wirtschaftlich wird bei Transaktionen im Abfallbereich regelmäßig der Erwerb einer Anlage oder eines Anlagen-Portfolios (typischerweise Abfallverbrennungsanlagen) intendiert; juristisch gesehen wird indes eine Gesellschaft (gängige Bezeichnungen: das SPV, Asset bzw. Target oder die Zielgesellschaft) erworben. Es handelt sich also um einen Rechtskauf. Die Übertragung findet durch eine Anteilsabtretung statt und ist in der Regel zügig durch Verträge umzusetzen. Etwaige Risiken, insbesondere für den Käufer, ergeben sich so nicht nur aus der tatsächlich erworbenen Anlage selbst, sondern können auch aus dem Unternehmen an sich erwachsen. Die Transaktion berührt beim Share Deal folglich auch keine der bestehenden Verträge – so können Ansprüche von Arbeitnehmern, Forderungen Dritter sowie vom Käufer nicht gewollte, langfristige vertragliche Bindungen übernommen werden. Die Aufnahme bestimmter Haftungsregelungen in den Vertrag, die beispielsweise eine Haftung für die Beschaffenheit des Kaufgegenstandes auf den

Käufer / den Verkäufer übertragen, ist daher unabdingbar. Diese Risikoabgrenzung kann beim Forward Deal zum Beispiel so aussehen, dass die Fälligkeit des Kaufpreises erst mit dem Eintritt der sogenannten *schlüssselfertigen Errichtung und Abnahme* einer Anlage eintritt. So können Bauherren- und Projektentwicklungsrisiken auf den (Ver-) Käufer abgewälzt werden.

Bei einem Asset Deal findet die Übertragung des Unternehmens durch eine Übereignung sämtlicher oder lediglich bestimmter Vermögensgegenstände im Rahmen eines sogenannten Asset Purchase Agreement (APA) statt. Aufgrund des bestehenden sogenannten Bestimmtheitsgebotes im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) müssen die Vermögensgegenstände (Assets) im APA klar definiert sein. So ist der Asset Deal für den Erwerber zunächst aufwändiger. In der Möglichkeit, die Assets individuell auswählen zu können, liegt jedoch gleichzeitig auch der Vorteil des Asset Deals. Der Käufer kann genau absehen, welche Verbindlichkeiten er erwirbt und so gegebenenfalls vorhandene Risiken minimieren.

Ob ein Share Deal oder ein Asset Deal vorzugswürdig ist, lässt sich jedoch nicht konkret beantworten, sondern ist anhand der konkreten Transaktion zu entscheiden. In der Praxis ist vor allem der Share Deal als gängige Transaktionsart vorherrschend. Asset Deals sind hingegen vorzugswürdig, wenn bei dem Asset bzw. der Zielgesellschaft wesentliche Haftungsrisiken bestehen oder die Transaktion im Rahmen der Krise oder Insolvenz (*Distressed M&A*) stattfindet.

## 2.2. Due Diligence – Identifikation spezifischer Projektrisiken und Stresstests

Die Due Diligence bei M&A-Transaktionen in der Abfallwirtschaft unterscheidet sich – insbesondere soweit im Rahmen der Transaktion Abfallverbrennungsanlagen veräußert bzw. erworben werden – grundsätzlich von der Due Diligence bei klassischen M&A-Transaktionen.

Gerade im Hinblick auf (i) die Evaluierung des Assets aus Käufersicht und (ii) die dem Asset anhaftenden Risiken ist es elementar, eine maßgeschneiderte Due Diligence vorzunehmen, die eine besondere Branchenkenntnis erfordert, um die spezifischen Anforderungen des jeweiligen Assets zu eruieren. So kommt es – anders als bei klassischen M&A-Transaktionen – bei der rechtlichen Begleitung von abfallspezifischen Transaktionen oftmals sogar stärker auf abfallbezogene als auf M&A- bzw. kaufvertragsspezifische Themen an, um eine Transaktion optimal zu realisieren.

Dementsprechend ist es für den Erfolg einer solchen Transaktion entscheidend, dass der besonderen Charakteristik (i) der Abfallbranche sowie (ii) der zugrundeliegenden Projekte und deren Strukturierung und (Projekt-)Finanzierung Rechnung getragen wird – dieser Befund soll nachfolgend im Einzelnen vorgestellt und mit Beispielen belegt werden. Die jeweilige Charakteristik der Transaktion bestimmt sich dabei in einer Vielzahl der Fälle auch danach, ob sich das Asset oder die Assets noch in der Planungs- bzw. Bauphase oder bereits in der Betriebsphase befinden. Abschließend gilt es wiederum, zwischen der Interessenlage des Verkäufers und des Käufers zu unterscheiden.



### 2.2.1. Verkäufer (*Vendor* bzw. *Sell-Side*) Due Diligence

Für den Verkäufer eines abfallwirtschaftlichen Assets ist eine verkäuferseitige Due Diligence regelmäßig zweckmäßig. Hauptsächlicher Beweggrund für eine solche Due Diligence ist, dass der Verkäufer einen genauen Überblick über die Stärken als auch die Schwächen seines Unternehmens erhält, um diese in die Bewertung des erwarteten Kaufpreises einfließen zu lassen sowie um etwaige Haftungsrisiken zu identifizieren. Als Verkäufer tritt beim Share Deal der Unternehmensinhaber, beim Asset Deal das Unternehmen selbst als Eigentümer der zu veräußernden Assets auf.

### 2.2.2. Käufer (*Buy-Side*) Due Diligence

Bei der Due Diligence durch die Käuferseite kommt es insbesondere auf eine Ermittlung etwaiger Risiken, die Verifizierung des Kaufpreises und der Stärken und Schwächen der Transaktion an. Die Information und Dokumentation zur Durchführung der Due Diligence erhält der Käufer bzw. Bieter durch den Verkäufer – typischerweise im Rahmen eines virtuellen Datenraumes, in dem der Verkäufer alle (wesentlichen) Informationen zu dem Asset zur Verfügung stellt. Der Verkäufer unterliegt dabei typischerweise strengen vertraglichen Aufklärungspflichten im Zusammenhang mit der Transaktion, wodurch er angehalten ist, den Käufer über die relevanten – insbesondere die für die Kaufpreisbewertung maßgeblichen – Umstände aufzuklären.

### 2.2.3. Exkurs: Besonderheiten der Due Diligence bei projektfinanzierten Projekten

Große Anlagenbauprojekte erfordern regelmäßig eine mehrjährige Planungs- und Bauzeit. Die Projekte sind regelmäßig im Rahmen von Projektfinanzierungsstrukturen (oder im Rahmen von strukturell ähnlichen PPP/PFI-Modellen) so aufgebaut, dass eine Einzweckgesellschaft (sogenanntes *Special Purpose Vehicle* – *SPV*) bzw. deren dahinterstehende Investoren (sogenannte *Sponsoren*), die nunmehr Ihre Anteile zu veräußern beabsichtigen, das Projekt entwickelt, realisiert, finanziert und später für einen bestimmten Zeitraum betreibt – als Beispiel sei etwa der Bau und Betrieb einer Abfallverbrennungsanlage (bzw. eines Waste-to-Energy Kraftwerkes) genannt.

Soll nunmehr ein solches projektfinanziertes Vorhaben veräußert oder erworben werden, oder ist ein solches Projekt Teil eines (Anlagen-)Portfolios, das veräußert werden soll, so gilt es, die besonderen Risiken des jeweiligen Projektes zu verstehen, in der Transaktion entsprechend zu prüfen und zu reflektieren.

Aufgrund der hohen praktischen Relevanz von Transaktionen mit Projektfinanzierungshintergrund soll nachfolgend weiter auf die Besonderheiten von Projektfinanzierungen und deren Einbettung in M&A-Transaktionen eingegangen werden.

Eine Projektfinanzierung ist durch folgende Besonderheiten gekennzeichnet: Das SPV entwickelt und betreibt das Projekt. Meist schließen sich dazu mehrere Unternehmen (*Sponsoren*) zu dessen Realisierung zusammen – typischerweise handelt es sich hierbei um (i) ein oder mehrere (Anlagenbau-)Unternehmen, die sich an dem Projekt

beteiligen, um dessen Bau zu übernehmen, um (ii) einen Anlagenbetreiber, der sich an dem Projekt beteiligt, um die Anlage in der Betriebsphase zu betreiben sowie um (iii) Finanzinvestoren, die sich an dem Projekt beteiligen, um eine hohe Eigenkapitalrendite zu erzielen.

Über eine Projektfinanzierungsstruktur wird erreicht, dass letztlich das Projekt, nicht aber die Projektinitiatoren (zumindest nicht vollständig) gegenüber den Fremdkapitalgebern haften. Gelingt es den Sponsoren, in ihren Verhandlungen mit den Darlehensgebern tatsächlich ihre Haftung komplett auf das SPV und damit im Ergebnis auf das Projekt zu begrenzen, spricht man von einer *non-recourse* Finanzierung. Eine solche Gestaltung der Finanzierung wird von den Sponsoren verständlicherweise als für sie ideal und damit vornehmlich erstrebenswert erachtet. Eine Vielzahl der Projekte kommt jedoch nur zustande, weil die Sponsoren letztlich, wenn auch widerwillig und nach zähen Verhandlungen, dennoch in geringem Umfang Sicherheiten stellen. In der Terminologie der Projektfinanzierung wird in diesen Fällen von einer *limited-recourse* Haftung gesprochen.

Als Grundsatz sollte dabei gelten, dass bei einer Projektfinanzierung das Haftungsrisiko jedenfalls nicht bei dem SPV liegen sollte. Dies ist sowohl im Interesse der Sponsoren als auch der Fremdkapitalgeber, um das Risiko von Vertragspflichtverletzungen oder gar einer Insolvenz des SPV zu minimieren. Wenn aber die Fremdkapitalgeber ganz oder zumindest wesentlich auf die Haftung des Projektes für ihr Kreditrisiko angewiesen sind und sich die Darlehen ausschließlich aus den erwirtschafteten Cash Flows des SPV erwirtschaften, dann müssen aus Sicht der finanzierenden Banken die Erträge aus dem

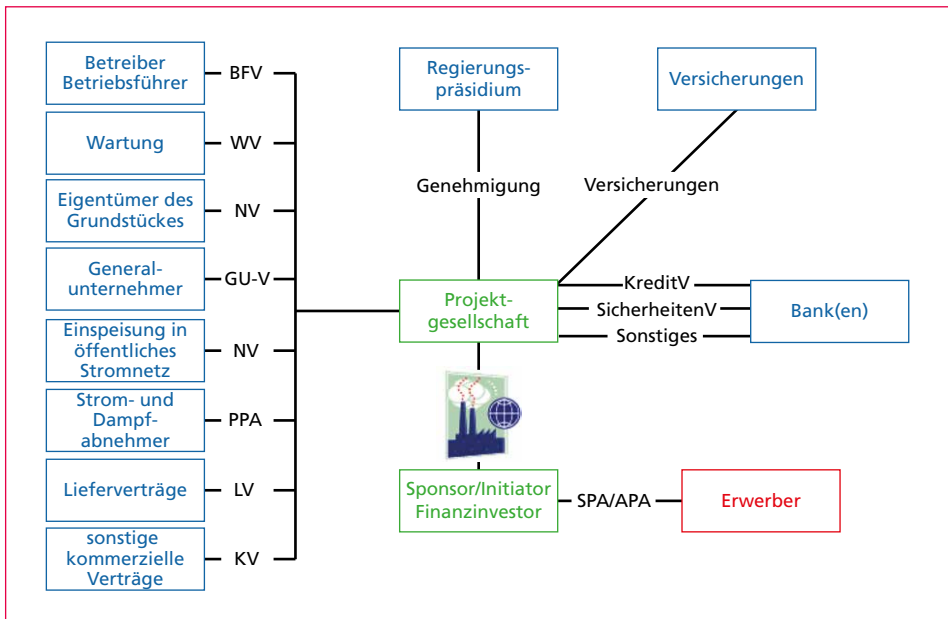


Bild 1: Typische Projektfinanzierungsstruktur am Beispiel eines abfallwirtschaftlichen Projekts



Projekt *robust* sein. Und dies ist wiederum nur der Fall, wenn die Projektrisiken optimal zwischen den Projektbeteiligten verteilt wurden. Dabei sollten die jeweiligen Risiken üblicherweise an diejenige projektbeteiligte Partei allokiert werden, die sie am besten einschätzen und/oder steuern kann. Konkret werden die Risiken bzw. Verpflichtungen der Projektgesellschaft daher insbesondere auf die beteiligten (Anlagen-)Bauunternehmen und Betreiber im Rahmen der jeweiligen Projektverträge direkt durchgestellt – teilweise werden Risiken jedoch letztlich auch von Versicherungen abgedeckt oder verbleiben bei den finanzierenden Banken. Insgesamt weist eine Projektfinanzierungsstruktur damit meist ein komplexes Geflecht vertraglicher Beziehungen unter einer Vielzahl der Projektbeteiligten auf.

Zu Illustrationszwecken findet sich in Bild 1 eine typische Projektfinanzierungsstruktur am Beispiel eines abfallwirtschaftlichen Projektes, die die hohe Komplexität der zugrundeliegenden vertraglichen Verflechtungen verdeutlichen soll.

#### 2.2.4. Besonderheiten bei in Entwicklung befindlichen Projekten (Planungs- und Bauphase)

Bereits in der Planungs- und Bauphase kann es für neue Investoren interessant sein, sich den Zugriff auf ein in Zukunft in Betrieb zu nehmendes Projekt zu sichern.

In dieser Phase ist das SPV, neben den in der Betriebsphase bestehenden Risiken, auch Planungs- und Baurisiken ausgesetzt, soweit diese nicht vollständig auf andere Projektbeteiligte durchgestellt werden können – insbesondere auf den Generalunternehmer oder den Betreiber bzw. Betriebsführer der Anlage. Dies erhöht die Komplexität der Transaktion zusätzlich. Der Verkäufer muss daher entscheiden, ob er das SPV mit den etwaig verbleibenden Planungs- und Baurisiken veräußert oder im Rahmen eines sogenannten *Forward Deals* die Planungs- und Baurisiken selbst trägt. Ein solches Vorgehen ist möglicherweise sinnvoll, um Investoren anzusprechen, die Planungs- und Baurisiken nicht selbst übernehmen können – dies betrifft in der Praxis typischerweise Finanzinvestoren.

Für den erfolgreichen Abschluss einer Transaktion ist dann die Festlegung, wer die Engineering-, Schnittstellen-, Verzögerungs-, Fertigstellungs- und Performance-Risiken trägt, von zentraler Bedeutung. Diese grundsätzliche Frage sollte möglichst zu Beginn der Transaktion geklärt und im Nachhinein nicht mehr in Frage gestellt werden, da diese Weichenstellung sowohl für den Umfang der Due Diligence als auch für den Anteilskaufvertrag (*SPA*) erhebliche Auswirkungen hat. Soweit das SPV tatsächlich Planungs- und Baurisiken trägt, müssen im Rahmen der Due Diligence die Planungs- und Bauverträge (*Generalunternehmerverträge bzw. Engineering, Procurement and Construction (EPC) Verträge*) genau untersucht werden. In der Praxis hat es sich bewährt, typische Problemszenarien im Rahmen eines Stresstests zu simulieren. Nimmt man (wie in einer klassischen Due Diligence) lediglich den Vertragsinhalt in den Due Diligence-Report auf, kann selbst der erfahrenste Käufer nicht final abschätzen, wer etwa das Risiko bei der Insolvenz eines Subunternehmers des Generalunternehmers trägt.

Bei der Umsetzung von Projekten bilden derartige Situationen eher den Regel- als den Ausnahmefall. Beschäftigt sich der Käufer nicht auch mit diesen Aspekten, wird er von einem zu niedrigen Risikoprofil ausgehen und gegebenenfalls einen zu hohen Kaufpreis bezahlen. Stresstests erlauben es den Beteiligten, die tatsächlichen Risiken besser und damit sicherer zu verstehen und verringern die Gefahr, den falschen Kaufpreis zu bezahlen.

### 2.2.5. Besonderheiten bei entwickelten Projekten (Betriebsphase)

Bezweckt der Käufer den Erwerb eines Projektes in der Betriebsphase – also nach kommerzieller Inbetriebnahme und Abnahme durch den Anlagenbauer –, sind regelmäßig die zu verkaufende Gesellschaft (Share Deal) bzw. die Vermögensgegenstände (Asset Deal) auf ihren Bestand und ihre Übertragbarkeit zu überprüfen. In einer vergangenheits-, aber auch zukunftsbezogenen Prüfung gilt es, die rechtlichen, technischen, finanziellen sowie kommerziellen Aspekte zu evaluieren und in die Risikoallokation miteinzubeziehen. Aus Sicht des Käufers kommt es dabei auf eine akkurate Bewertung des Assets an, um die Kaufpreisfindung zu fundieren.

Neben der kommerziellen Wettbewerbsposition des Assets, wie beispielsweise dem Marktanteil oder der technischen Verfügbarkeit der Anlage und der Qualität des eingesetzten Brennstoffs und der entstehenden Reststoffe, ist die Umsatz- und Ertragsplanung des Assets von Bedeutung.

Aus rechtlicher Sicht bedingt dies insbesondere eine sorgfältige Prüfung der bestehenden kommerziellen Vertragsverhältnisse des Assets, etwa (i) der Auslastung der Anlage über lang- und kurzfristige Abfalllieferverträge, (ii) bestehende Strom- oder Dampflieferverträge mit (industriellen) Abnehmern sowie (iii) die Verwertung von Reststoffen (Aschen usw.) über Reststoffverwertungsverträge usw.

Daneben sind bei Transaktionen in der Abfallwirtschaft regelmäßig auch genehmigungsrechtliche, umweltrechtliche sowie energiewirtschaftsrechtliche Themen von besonderer Bedeutung, auf die jedoch vorliegend wegen ihrer konkreten Abhängigkeit von dem jeweiligen Einzelfall nicht eingegangen wird.

Sofern etwaige Nachteile oder Risiken identifiziert werden, können diese in die Bewertung des Käufers und somit kaufpreismindernd in die SPA-Verhandlungen einfließen.

### 2.2.6. Zusammenfassung Kernaufgabe der *Waste-Due Diligence*

Damit ist vornehmliche Kernaufgabe einer Due Diligence bei Transaktionen in der Abfallwirtschaft – insbesondere sofern direkt oder indirekt Abfallverbrennungsanlagen oder Beteiligungen hieran erworben werden sollen – die Prüfung und Bewertung der zugrundeliegenden Projektverträge und der darin enthaltenen Risikoallokation.

Hierbei unterscheidet sich das Vorgehen in der rechtlichen Due Diligence deutlich von klassischer Due Diligence, bei der regelmäßig (nur) nach rechtlichen Problemen und unwirksamen Vertragsklauseln gesucht wird.

Ein solches standardisiertes Vorgehen reicht bei der Prüfung und Bewertung von rechtlich, kommerziell und technisch hochkomplexen Infrastruktur- und Anlagenbauprojekten wie etwa einer Abfallverbrennungsanlage nicht aus. Vielmehr muss die rechtliche Due Diligence sicherstellen, dass die in der Transaktion unterstellte Risikoverteilung tatsächlich in der zugrundeliegenden Projektdokumentation widerspiegelt ist. Am besten gelingt dies, wenn im Rahmen der Due Diligence geprüft wird, wer die projektypischen Risiken trägt.

Hierbei sollte vor allem auch sichergestellt werden, dass mögliche Schnittstellen zu anderen Themen – z.B. Technik, Umwelt, Stoffstrommanagement, Financial – optimal gemanagt sind und Risiken, die gar nicht dem Asset zugeordnet sind, nicht unnötigerweise geprüft werden.

### 2.3. Anteilskaufvertrag (SPA) – Sicherung der Cash Flows

Ebenso wie bei der Due Diligence bestehen auch bei der Ausgestaltung des Anteilskaufvertrages (SPA) im Rahmen von Transaktionen in der Abfallwirtschaft typischerweise Unterschiede zu klassischen M&A-Transaktionen.

Ein wesentlicher Aspekt mit Auswirkungen auf das SPA ist hierbei, dass bei Transaktionen in der Abfallbranche stets eine limitierte Anzahl bestehender kommerzieller Verträge des Assets vorliegt, deren Wirksamkeit, Durchsetzbarkeit und Langfristigkeit aufgrund ihrer exponierten Bedeutung für die Umsätze des Assets von höherer Bedeutung sind als bei Unternehmen, die ihre Einnahmen über eine Vielzahl von einzelnen Verträgen erwirtschaften und damit ihr Risiko breiter streuen können.

Ein weiterer essentieller Unterschied zu klassischen Anteilskaufverträgen liegt darin, dass der als Allheilmittel gepriesene Gewährleistungs- bzw. Garantiekatalog des Verkäufers zugunsten des Käufers im Anteilskaufvertrag, mit dem der Verkäufer bei Verletzung bestimmter vertraglicher Zusagen eine Haftung übernimmt, oftmals ins Leere geht.

Dies liegt insbesondere daran, dass bei Abfallwirtschaftstransaktionen häufig langfristige kommerzielle Verträge mit dem Asset gekauft werden (Konzessionsverträge, Abfalllieferverträge, Stromlieferverträge, Dampflieferverträge) bzw. den eigentlichen Wert des Unternehmens darstellen, die nicht selten eine Laufzeit von mindestens zehn bis zwanzig Jahren haben. Die üblichen Haftungs- und Gewährleistungsfristen im klassischen M&A gehen bei operativen Garantien jedoch nur selten über drei Jahre hinaus.

Für den Käufer ist es daher eine trügerische Sicherheit, sich auf den Gewährleistungskatalog des SPA zu verlassen, wenn etwa ein Mangel eines Vertrages vier Jahre nach Vollzug der Transaktion entdeckt wird, eine Gewährleistung des Verkäufers daher entfällt und zugleich etwaig aus dem Mangel entstehende Schäden des Käufers nicht kompensiert werden. Aus diesem Grunde ist es verhandlungstaktisch in einigen Fällen nur begrenzt sinnvoll, erhebliche Zeit und Kosten auf kleinteilige und langwierige Verhandlungen im operativen Gewährleistungskatalog des SPA zu verschwenden. Sinnvoller kann es vielmehr sein, das abzusichern, worum es dem Käufer in der Regel geht: langfristig stabile Cash-Flows. Falls dies nicht möglich ist, kann es sich alternativ

auch empfehlen, etwaig in der Due Diligence identifizierte Risiken in eben diesen langfristigen Verträgen kaufpreismindernd zu berücksichtigen und die Herleitung des Abzuges dem Verkäufer dezidiert zu erläutern.

Ein nächster Unterschied zu klassischen SPAs liegt in der bereits bei der Due Diligence beschriebenen Risikoverteilung zwischen den verschiedensten Vertragsbeteiligten, gerade wenn projektfinanzierte Anlagen veräußert bzw. erworben werden sollen. Während zum Beispiel bei *normalen* Assets bzw. Zielgesellschaften quasi alle operativen Risiken entweder versichert sind oder im Unternehmen selbst liegen, können vorliegend die Projektrisiken in den Projektverträgen auf mehrere Parteien verteilt sein. Daher muss das SPA sicherstellen, dass die in den Projektverträgen vorgesehene Risikoverteilung nicht durch das SPA unterlaufen wird. Hat man sich im Rahmen der Due Diligence die Mühe gemacht, die Risikoverteilung transparent zu erfassen, gelingt es im SPA, die Schnittstellen zwischen dem SPA und den Projektverträgen klar zu regeln. Im Falle eines Streits reduziert dies das Risiko unterschiedlicher Regelungen und erlaubt eine präzise Einschätzung der vertraglichen Situation.

## 2.4. Vollzug

Nach erfolgreicher Durchführung der Due Diligence und der Unterzeichnung des SPA oder APA (sogenanntes *Signing*) wird das Eigentum an den Unternehmensanteilen bzw. Vermögenswerten bei Vollzug (sogenanntes *Closing*) der Transaktion übertragen.

Voraussetzung für das Closing ist üblicherweise der Eintritt bestimmter Vollzugsvoraussetzungen (sogenannte *Closing Conditions*). Hierbei kann es sich um interne Gremien- bzw. Aufsichtsratsvorbehalte, um Verzicht auf Vorkaufsrechte oder um Zustimmungserfordernisse externer Dritter (z.B. finanzierender Banken) handeln. Da es im Rahmen von Asset Deals auch zur Übertragung von Vertragsbeziehungen kommt, kann auch eine Zustimmung des jeweiligen Vertragspartners erforderlich sein.

Praktisch von größter Bedeutung dürfte bei Transaktionen in der Abfallwirtschaft aufgrund der damit einhergehenden Risiken indes eine etwaig benötigte Kartellfreigabe der jeweiligen Transaktion sein. Gerade in der Abfallwirtschaft sind fusionskontrollrechtliche Fragestellungen in der jüngeren Vergangenheit verstärkt in den Blickpunkt der zuständigen Wettbewerbsbehörden (Bundeskartellamt und EU-Kommission) gerückt, so dass die Notwendigkeit der Anmeldung und Freigabe der Transaktion sowie deren Erfolgsaussichten frühzeitig und sorgfältig geprüft werden sollte. Inhaltlich wird die zuständige Behörde anhand bestimmter Kriterien (sachliche und räumliche Marktabgrenzungen) prüfen, ob ein Vollzug der Transaktion den Wettbewerb erheblich behindern würde, insbesondere eine marktbeherrschende Stellung des Käufers begründet oder verstärkt würde, und feststellen, ob eine fusionskontrollrechtliche Freigabe des Vorhabens mit oder ohne Auflagen bzw. Bedingungen möglich ist.

Dabei gilt es in zeitlicher Hinsicht zu beachten, dass bei Notwendigkeit eines komplexen Hauptprüfverfahrens die Auswirkungen der Transaktion genau untersucht werden und dabei auch eine umfassende Befragung von Kunden wie Wettbewerbern (sogeannter Markttests) durchgeführt wird. Ein solches Hauptprüfverfahren kann je nach

Zuständigkeit des Bundeskartellamtes oder der EU-Kommission zwischen vier und zehn Monaten in Anspruch nehmen, ehe eine Freigabe der Transaktion vorliegt und ein Vollzug eintreten kann. Diese zeitliche Komponente sollte sowohl vom Verkäufer als auch vom Käufer entsprechend berücksichtigt werden.

### 3. Zusammenfassung

M&A-Transaktionen in der Abfallwirtschaft unterscheiden sich in vielfacher Hinsicht von *klassischen* M&A-Prozessen – sie sind zudem originär komplex und erfordern ein fundiertes branchenspezifisches Verständnis. Sowohl für Verkäufer als auch Käufer ist es daher von entscheidender Bedeutung, den Risiken und Anforderungen der konkreten Transaktion bzw. des Assets im Einzelfall Rechnung zu tragen und maßgeschneiderte Lösungen zu entwickeln, um einen Verkauf oder Kauf erfolgreich zu realisieren.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar

Karl J. Thomé-Kozmiensky, Stephanie Thiel, Elisabeth Thomé-Kozmiensky (Hrsg.):

**Strategie • Planung • Umweltrecht, Band 11**

ISBN 978-3-944310-33-6 TK Verlag Karl Thomé-Kozmiensky

Copyright: Elisabeth Thomé-Kozmiensky, M.Sc., Dr.-Ing. Stephanie Thiel  
Alle Rechte vorbehalten

Verlag: TK Verlag Karl Thomé-Kozmiensky • Neuruppin 2017  
Redaktion und Lektorat: Dr.-Ing. Stephanie Thiel, Elisabeth Thomé-Kozmiensky, M.Sc.  
Erfassung und Layout: Sandra Peters, Anne Kuhlo, Janin Burbott-Seidel, Claudia Naumann-Deppe,  
Ginette Teske, Gabi Spiegel, Cordula Müller  
Druck: Universal Medien GmbH, München

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funk-sendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürfen.

Sollte in diesem Werk direkt oder indirekt auf Gesetze, Vorschriften oder Richtlinien, z.B. DIN, VDI, VDE, VGB Bezug genommen oder aus ihnen zitiert worden sein, so kann der Verlag keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität übernehmen. Es empfiehlt sich, gegebenenfalls für die eigenen Arbeiten die vollständigen Vorschriften oder Richtlinien in der jeweils gültigen Fassung hinzuzuziehen.