

RECHT UND KAPITALMARKT

Der M&A-Markt zieht langsam wieder an

Mehr Absicherung und höhere Komplexität in Transaktionen – Private-Equity-Fonds auf dem Vormarsch

Von **Burc Hesse und Stefan Widder** *)

Börsen-Zeitung, 11.7.2020

Die deutsche Wirtschaft kämpft sich aus dem Coronatal. Auch wenn die Unsicherheit über die weitere Entwicklung hoch bleibt, deuten viele Prognosen darauf hin, dass zumindest die unmittelbaren harten Konsequenzen des Lockdown nun (bald) vorbei sein könnten. Auch für das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen, das zwischenzeitlich beinahe zum Erliegen gekommen ist, sind die Aussichten wieder optimistischer. Der M&A-Markt zieht aktuell langsam an, auch wenn es noch eine ganze Weile dauern wird, bis das Vor-Corona-Niveau wieder erreicht ist.

Dabei werden Private-Equity-Fonds zukünftig eine noch größere Rolle spielen, als das bislang bereits der Fall war, weil sie nach wie vor auf vielen Milliarden nicht investiertem Kapital – sogenanntem „dry powder“ – sitzen. Dennoch werden die Erfahrungen, die Investoren mit Covid-19 gemacht haben, ganz wesentlich zu einer Veränderung bei Transaktionsstrukturen und -elementen führen. Nach wie vor herrscht große Unsicherheit über die Auswirkungen der Pandemie auf die mittel- und langfristige Geschäftsentwicklung der Zielunternehmen und damit auch auf deren Bewertung.

Trend zu Vendor Loans

Es ist daher davon auszugehen, dass es in einigen Bereichen einen Trend weg von den im Verkäufermarkt bislang vorherrschenden Festkaufpreisen (Locked Box) geben wird und Verkäuferdarlehen sowie bedingte Kaufpreisbestandteile (Vendor Loans und Earn-outs) wieder häufiger vorkommen werden. Schließlich dürften sich angesichts erweiterter Fusions- und ähnlicher Beschränkungen die Fristen zwischen der Unterzeichnung eines Unternehmenskaufvertrags und dessen Vollzug (Longstop Periods) verlängern.

Im bisherigen Verkäufermarkt waren Festkaufpreise Marktstandard. Dabei lag der für den wirtschaftlichen Übergang der Zielgesellschaft relevante Stichtag regelmäßig in

der Vergangenheit – zum Teil mehrere Monate bis zu einem Jahr vor Abschluss des Unternehmenskaufvertrags. Zu diesem Stichtag wurde der Kaufpreis fest vereinbart und typischerweise bis zum eigentlichen Übergang der Zielgesellschaft auf den Käufer (Vollzug), abhängig von dem bis dahin erwarteten Kassenzufluss (Cash-flow), verzinst, im Übrigen aber nicht mehr angepasst. Das galt auch dann, wenn sich das Geschäft des Zielunternehmens bis zum Vollzug verschlechterte. Lediglich gegen Barmittelabflüsse an den Verkäufer nach dem für die Kaufpreisbemessung relevanten Stichtag (Leakage) war der Käufer geschützt.

Absicherung gesucht

Voraussichtlich werden sich Käufer in einigen Branchen zukünftig nicht mehr ohne weiteres auf diesen verkäuferfreundlichen Kaufpreismechanismus einlassen. Vielmehr werden sie sich zukünftig vermehrt im Hinblick auf Unsicherheiten in Bezug auf den Geschäftsverlauf bis zum Vollzug dadurch absichern wollen, dass der für die Unternehmensbewertung und die Festlegung des Kaufpreises relevante Stichtag am oder jedenfalls nahe dem Vollzugstag liegt. Zu diesem Stichtag wird der Kaufpreis dann anhand bestimmter Finanzkennzahlen angepasst. In aller Regel sind dies die Nettofinanzverbindlichkeiten und Abweichungen des tatsächlichen vom normalisierten Nettoumlaufvermögen, jeweils auf Basis einer Stichtagsbilanz (Closing Accounts). Zwar kann diese Anpassung auch für den Verkäufer vorteilhaft sein, wenn sich besagte Finanzkennzahlen zu seinen Gunsten entwickeln.

Im Falle von Auseinandersetzungen über die Closing Accounts kann sich dessen Beilegung jedoch hinziehen und zu erheblichen Kosten und Bindung von Management-Kapazität führen. Unternehmenskaufverträge sehen zwar regelmäßig vor, dass derartige Streitigkeiten durch einen neutralen Schiedsgutachter, zumeist ein Wirtschaftsprüfer, abschließend entschieden werden sollen. Dennoch führen derartige Streitigkeiten erfahrungsgemäß häufig vor Gericht oder in ein langwieriges Schiedsgerichtsverfahren. Hier werden die Nachteile im Ver-

gleich zum Locked-Box-Ansatz offensichtlich, insbesondere aus Sicht eines Verkäufers. Aufgrund der Möglichkeit der Absicherung gegen eine wirtschaftliche Schlechtentwicklung des Zielunternehmens seit Vertragsschluss wird der Käufer die Nachteile insbesondere in unsicheren Zeiten eher in Kauf nehmen und Closing Accounts vermehrt durchzusetzen versuchen.

Auch Verkäuferdarlehen (Vendor Loans), bei denen der Verkäufer einen Teil des Kaufpreises über eine Stundung selbst mitfinanziert, kamen in einem vom Verkäufermarkt geprägten M&A-Umfeld nur selten vor. Hier ist eine Renaissance zu erwarten, weil herkömmliche Akquisitionsfinanzierungen nicht sofort wieder in vollem Umfang zur Verfügung stehen und Differenzen über die richtige Bewertung des Zielunternehmens Verkäufer und Käufer dazu bewegen könnten, diese mit einem Vendor Loan zu überbrücken. Denn die gegenwärtigen Bewertungsunsicherheiten werden nicht kurzfristig verschwinden.

Erst mittel- bis langfristig wird sich herausstellen, wie nachhaltig Zielunternehmen von der Krise betroffen sein werden. Hier können Kaufpreisbestandteile abhängig von der Erreichung zukünftiger wirtschaftlicher Meilensteine (Earn-outs) ein probates Mittel darstellen: eine Variante des Vendor Loan, wenn dieser nur (rück-)zahlbar wird, wenn das Zielunternehmen zukünftig zum Beispiel ein bestimmtes Jahresergebnis erreicht.

Erhebliches Streitpotenzial

Earn-out-Vereinbarungen bergen allerdings oft erhebliches Streitpotenzial aufgrund des typischerweise inhärenten Interessenkonflikts zwischen Verkäufer und Käufer: Der Verkäufer möchte dagegen abgesichert sein, dass der Earn-out deshalb nicht verdient wird, weil der Käufer zum Beispiel bestimmte Umstrukturierungsmaßnahmen durchführt oder sonst – aus Sicht des Verkäufers – schlecht wirtschaftet, während der Käufer in der Geschäftsführung seines zukünftigen Unternehmens frei sein möchte. Hinzu kommen potenzielle Konflikte über die richtige Ermittlung der relevanten Finanzkennzahlen ähnlich wie bei der ge-

schilderten Kaufpreisanpassung aufgrund von Closing Accounts.

Die Einholung fusionskontrollrechtlicher oder ähnlicher Freigaben wird zukünftig meist länger dauern, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Zum einen wurden wegen Covid-19 die Prüffristen für Fusionskontrollfreigaben teilweise verlängert, so in Deutschland und Österreich. Zum anderen setzt sich der internationale Trend zur ausgeweiteten Überprüfbarkeit ausländischer Investitionen in kritische Industrien mit längeren Prüffristen fort und wurde durch Covid-19 noch verstärkt: Als Reaktion auf die aktuelle Krise haben etwa Frankreich, Italien, Spanien und auch Deutschland Verschärfungen erlassen, um insbesondere die lokale Gesundheitsbranche vor Aufkäufen aus dem Ausland zu schützen.

Synchronisierung erforderlich

Vor diesem Hintergrund sind Käufer gut beraten, schon in einem frühen Stadium verstärktes Augenmerk darauf zu legen, ob die Transaktion materiell problematisch sein könnte, und gegebenenfalls eine entsprechende Strategie für die voraussichtlichen Prüfverfahren zu entwickeln. Zum anderen sollte die Frist zwischen Vertragsschluss und formellem Vollzug (Longstop Period), innerhalb derer die vorgenannten Freigaben eingeholt werden müssen und nach deren Verstreichen sonst der Rücktritt vom Unternehmenskaufvertrag droht, im Vergleich zur bisherigen Marktpraxis verlängert werden. Greift der Käufer auf Fremdkapital zurück, ist eine Synchronisierung dieser verlängerten Periode mit der Verfügbarkeit der

Akquisitionsfinanzierung (Certain Funds) erforderlich.

Aufgrund der genannten Umstände wird das erwartete Wiedererstarke des M&A-Marktes auch mit zunehmender Komplexität bei einzelnen Transaktionen einhergehen. Auch ist eine Zunahme bestimmter Transaktionsarten, wie etwa Minderheitsbeteiligungen, Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen ober- und unterhalb der Übernahmeschwelle (P2P oder PIPE) und Erwerbe von aus einem Unternehmen herausgelösten Sparten (Carve-out), zu erwarten, die aufgrund der Covid-19-Auswirkungen weiter an Popularität gewinnen werden.

.....
*) Burc Hesse und Dr. Stefan Widder sind Partner von Latham & Watkins.