

Geschicht Taktieren im M&A-Prozess

Von Konrad Althaus und Gabrielle Rudolf von Rohr

RISK-MANAGEMENT Mit verschiedenen Instrumenten können die Risiken einer Transaktion zwischen Käufer und Verkäufer aufgeteilt werden. Bei ausgeglichener Anwendung lassen sich für beide Parteien auch in einem schwierigeren Marktumfeld erfolgreiche Transaktionen durchführen.

Verunsicherung gibt es aktuell nicht nur bei Arbeitnehmern. Auch bei zahlreichen Unternehmern macht sie sich spürbar. Das Erstellen von Budgets wird zur Herausforderung. Einen mehrjährigen Businessplan zu erstellen erst recht. Bei der Beurteilung eines Unternehmenskaufs oder einer Finanzierung, stellt jedoch ein Businessplan eines der zentralen Elemente dar. Für den M&A-Prozess entstehen somit zusätzliche Risiken, die es zu beachten gilt.

Einflüsse auf den Firmenwert

Unter diesen Voraussetzungen ist es elementar, die in einem M&A-Prozess auftretenden Risiken zu allozieren und sich rechtzeitig eine geeignete Taktik zurechtzulegen. Während dem Verkäufer die Risiken bewusst sein sollten, hat der Käufer die Gelegenheit, diese anhand einer Due Diligence zu identifizieren.

Nebst den so erlangten Erkenntnissen der rechtlichen, finanziellen und kommerziellen Risiken, benötigt der Käufer ein Verständnis über die Industrie und das Umfeld der Zielunternehmung. Der erfahrene M&A-Berater wird nun die identifizierten Risiken im Wesentlichen drei Instrumenten zuteilen: Er wird die Möglichkeiten von Kaufpreis, der Transaktionsstruktur und Vertrag im Rahmen der Verhandlungen ausloten. Beide Parteien müssen sich dabei bewusst sein, dass rechtliche, finanzielle sowie auch kommerzielle Risiken den Wert einer Transaktion beeinflussen werden.

So ist es naheliegend, dass in erster Linie der Kaufpreis von kommerziellen Unsicherheiten oder ungelösten Rechtsfällen beeinträchtigt wird. Während sich die quantifizierbaren Risiken auf den Basispreis auswirken, können nicht oder heute noch nicht quantifizierbare Risiken durch einen variablen Kaufpreisanteil abgedeckt werden. Bei dieser Earn-out-Klausel trägt der Verkäufer einen Teil der künftigen kommerziellen und finanziellen Risiken mit. Diese würde beispielsweise eingesetzt, wenn der Businessplan Unsicherheiten birgt.

Klar ist, dass die Verkäuferpartei versuchen wird, den Earn-out-Anteil möglichst tief zu halten. Weitere zum Zeitpunkt des Abschlusses der Transaktion noch nicht bekannte Aspekte können im Rahmen von «post-closing purchase price adjustments» aufgefangen werden. Hierzu zählen unter anderem die Entwicklung des Working Capitals oder die Bewertung des Warenlagers, die erst nach Vertragsunterzeichnung durchgeführt werden kann.

Der Preis sagt nicht alles aus

Über den Kaufpreis lassen sich jedoch nicht alle Risiken abdecken. Oft wird nämlich der Preis bereits in einem frühen Stadium festgelegt und eine Risikobeurteilung seitens des Käufers konnte noch nicht erfolgen. Nachträgliche Reduktionen hingegen stossen beim Verkäufer auf wenig Gegenliebe. Nicht zuletzt die Verhandlungssituation entscheidet folglich, in welchem Ausmass die Risiken noch im Kaufpreis berücksichtigt werden können.

Der M&A-Berater muss also ein weiteres Instrument zur Hand haben, um identifizierte Risiken allozieren zu können. Möchte ein Käufer beispielsweise die Vergangenheit eines Unternehmens ausblenden und mögliche latente Risiken nicht übernehmen, wird er einen Asset Deal anstreben. Der Verkäufer hingegen bevorzugt den Share Deal. Auch aus steuerlichen Gründen ist es meist für den Verkäufer interessanter, die Aktien anstatt nur die Aktiven zu veräussern.

Bei der Wahl der Transaktionsstruktur ist es daher unerlässlich, dass der Berater die damit verbundenen Vor- und Nachteile identifiziert und bewertet. Denn die Chance, dass eine Transaktion zustande kommt, steigt, je höher die Übereinstimmung zwischen Verkäufer und Käufer ist. Das Festhalten an einer eigenen Vorstellung könnte den Deal verunmöglichen. Wer aber die verschiedenen Transaktionsstrukturen beurteilen kann, weiss, wie er dieses Instrument für seinen Kunden optimal einsetzen kann.

Alle anderen Risiken, die jetzt noch nicht alloziert werden konnten, werden im Vertrag abgedeckt. So zumindest wird es der Käufer wünschen. Der Verkäufer und seine Rechtsanwälte hingegen möchten die Haftung für sämtliche Risiken ausklammern. Grundsätzlich ist natürlich den Rechtsanwälten beider Parteien klar, dass dies nicht möglich ist. Es gilt jedoch frühzeitig mögliche Verhandlungspositionen zu antizipieren, sich rechtzeitig eigene Spielräume zu schaffen und solche der Gegenseite einzuengen.

Der Beizug von erfahrenen M&A-Anwälten zahlt sich in diesem Zeitpunkt einer Transaktion aus. Sie werden dann ausloten, welche nicht bezifferbaren Risiken in welcher Höhe durch entsprechende Garantien und Gewährleistungen abgedeckt werden sollen. Taktik spielt auch hier eine bedeutende Rolle, wenn es nämlich darum geht, Haftungsausschlüsse und Haftungsreduktionen sowie Verjährungs- und Verwirkungsfristen gegeneinander abzuwägen.

* Konrad Althaus, Partner, und Gabrielle Rudolf von Rohr, Senior Consultant, Binder Corporate Finance AG, Bern und Zürich