

Wie die Lehman-Pleite M&A-Deals verändert

Käufer haben das Sagen – Trend zu weniger komplexen Verträgen – Um wichtige Klauseln wird hart gerungen

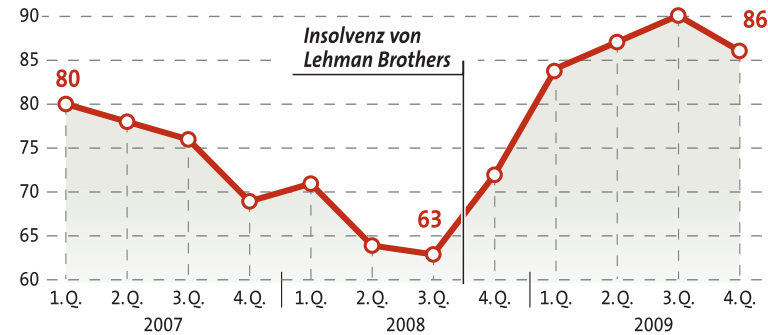
Börsen-Zeitung, 28.4.2010
ds Frankfurt – Die Lehman-Pleite hat den Markt für Mergers & Acquisitions (M&A) grundlegend verändert. Das betrifft nicht nur Volumina und Anzahl von Fusionen und Übernahmen, sondern auch die Struktur der Deals. Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie der Anwaltskanzlei CMS Hasche Sigle. Aus dem Verkäufermarkt sei ein Käufermarkt geworden. Der Trend gehe zu weniger komplexen Verträgen, andererseits werde um die wesentlichen Vertragsdetails heftiger gerungen.

„Bis zum Jahr 2007 war der Markt deutlich auf Seiten der Verkäufer. Dann ist er im Zuge der Finanzkrise dramatisch auf die Seite der Käufer umgeschlagen“, sagte Thomas Meyding, Partner von CMS Hasche Sigle, bei der Präsentation der Studie in Frankfurt. Die Studie zeige eine Tendenz zu deutlich weniger komplexen Vertragswerken und eher käuferfreundlichen Regelungen. In M&A-Vereinbarungen tauchten seit der Lehman-Pleite insgesamt weniger Kaufpreisanpassungsklauseln, weniger Wettbewerbsklauseln sowie kürzere Garantielaufzeiten auf.

Gleichzeitig zeige die Studie jedoch, dass Käufer und Verkäufer seit der Lehman-Insolvenz um die entscheidenden Klauseln eines Vertrags härter miteinander rängen, etwa um die sogenannten Closing Conditions – also die Bedingungen, die nach Ver-

Lehman-Pleite beeinflusst Vertragsgestaltung

Anteile der M&A-Verträge mit Closing-Bedingungen in Prozent



© Börsen-Zeitung

Quelle: CMS Hasche Sigle

tragsunterzeichnung noch eintreten müssen, damit der Unternehmenskauf auch tatsächlich vollzogen wird (siehe Grafik).

Rücktrittsoption beliebt

Die Verwendung sogenannter Material-Adverse-Change-Klauseln (MAC) habe 2009 im Vergleich zu 2008 deutlich zugenommen. MAC-Klauseln erlauben dem Käufer, vom Kauf zurückzutreten, wenn das zu erwerbende Unternehmen aufgrund des Eintritts bestimmter im Vertrag definierter Ereignisse zwischen Unterzeichnung (Signing) und Vollzug des Unternehmenskaufs (Closing) erheblich an Wert verliert. Dass der Deal nach dem Signing tatsächlich

noch scheitere, komme in der Praxis aber selten vor, sagte Meyding. Die MAC-Klausel ermögliche dann aber ein Nachverhandeln.

Als überraschendes Ergebnis der Studie wertet die Kanzlei, dass nach der Lehman-Insolvenz die Zahl der Kaufpreisanpassungsklauseln von 61% (2008) auf 48% (2009) gefallen sei. Statt einer Preisanpassung vereinbarten Käufer und Verkäufer offenbar lieber gleich einen niedrigeren, für beide Seiten akzeptablen Festpreis.

„Wir erklären uns das auch so: Insolvenzverwalter hassen Preisanpassungsklauseln, Private-Equity-Investoren lieben sie“, sagte Maximilian Grub, Partner bei CMS. In einem „Distressed-Umfeld“ wie jetzt bei

Verkäufen aus der Insolvenz sei Private Equity weitaus weniger stark vertreten.

Klauseln zu Haftungshöchstgrenzen kämen in der Finanzkrise häufiger vor – auch diese sind käuferfreundlich, da sie den Verkäufer für Risiken des Objekts noch mit in die Haftung nehmen. Die Zahl von Transaktionen mit einer Haftungshöchstgrenze (Liability Cap) von über 50% sei von 37% der Deals Anfang 2007 auf 65% Ende 2009 geklettert. Auch sogenannte Earn-outs hätten zugenommen, sie machten 2007 nur 15% und 2009 schon 18% der Transaktionen aus. Beim Earn-out gibt es einen Nachschlag für den Verkäufer, falls sich das Unternehmen in den Jahren nach dem Verkauf besser entwickelt als angenommen.

Die Studie mit dem Titel „CMS European M&A Study 2010“ ist nach Angaben der Kanzlei die erste, die die europäischen Transaktionsmarkt vor und nach der Lehman-Insolvenz untersucht hat. CMS hat für diese 763 der von ihren Kanzleien ab dem Jahr 2007 bis 2009 betreuten M&A-Deals, an denen als Zielgesellschaft nicht an der Börse notierte Unternehmen in Europa beteiligt waren, ausgewertet und dabei die einzelnen Vertragsklauseln analysiert. Die Studie betrachte man als repräsentativ für den Gesamtmarkt, erklärte Meyding, da CMS auf dem europäischen Markt nach Anzahl der betreuten Transaktionen an der Spitze aller M&A-Kanzleien stehe.

Risikobereitschaft kehrt zurück

ds – In der Finanzkrise liegt der Markt für Fusionen und Übernahmen (Merger & Acquisition, M&A) am Boden. Die Volumina sind geschrumpft, grenzüberschreitende Transaktionen selten, Private Equity macht sich rar. Inzwischen sei die Finanzierung der Deals aber leichter geworden, und die Risikobereitschaft der Investoren nehme zu, sagt Thomas Meyding, Partner bei der Anwaltskanzlei CMS Hasche Sigle. Man erwarte, dass sich der M&A-Markt wieder beleben werde, nachdem er 2009 etwa auf das niedrige Niveau von 2003 gefallen sei. So seien beispielsweise nach dem Dotcom-Crash 2002 verstärkt Konzernabsplattungen auf den Markt gekommen. „Ich bin davon überzeugt, dass wir das 2010 wieder sehen“, so Meyding. Die Unsicherheit sei derzeit noch groß. Die Zahl der Transaktionen, der „Deal-flow“, sei bei CMS aber in der Krise relativ konstant geblieben (249 Transaktionen im Jahr 2007, 248 im Jahr 2008 und 266 im Jahr 2009). Oft würden Verhandlungen noch abgebrochen, nachdem die Due Diligence bereits gelaufen sei. Das zeige, dass die M&A-Abteilungen in den Konzernen auch in der Krise an Deals arbeiteten – auch wenn es dann nicht zum Abschluss komme.

(Börsen-Zeitung, 28.4.2010)