

ALLEN & OVERY

M&A – DEUTSCHLAND (1. QUARTAL 2020)

Lockdown, Shutdown, Meltdown? – Kernschmelze im M&A Markt, aber sowohl strategische als auch Finanzinvestoren sehen perspektivisch große Chancen

Die neue Dekade begann eindrucksvoll: 51,5 Milliarden US-Dollar betrug das M&A-Transaktionsvolumen im 1. Quartal (Stand: 25.3.2020) – und lag damit von 2018 abgesehen höher als in jedem anderen Quartal des vorausgegangenen Jahrzehnts. Mehr als die Hälfte des Volumens entfiel auf zwei Megatransaktionen: den Kauf der ThyssenKrupp Aufzugsparte durch ein Konsortium um Cinven und Advent (18 Milliarden US-Dollar) sowie die Übernahme von Qiagen durch Thermo Fisher (knapp 11 Milliarden US-Dollar). Mit dem Corona-Shutdown kam der Deal-Meltdown: um fast 75 Prozent ist das Volumen der vollzogenen Transaktionen seit dem 17. März 2020 gesunken; die Zahl der Deals sank im gleichen Zeitraum um 68 Prozent. Einige laufende Transaktionen wurden in letzter Sekunde noch vollzogen. Weitere Deals stehen "on hold", sind verschoben oder abgebrochen. Für weitere, bereits unterzeichnete Verträge suchen Käufer oder finanzierende Banken nach Ausstiegsoptionen. Nichts geht mehr? – Nein. Die Gewichte haben sich allerdings verschoben.

Zeichen der Hoffnung: Vorbereitungen auf die Post-Corona-Periode laufen

Umfragen aus jüngster Zeit geben durchaus Anlass zur Hoffnung: Obwohl derzeit vor allem die Themen Liquidität (Cash Management, Kosten) auf der Agenda stehen, erkennen deutsche Unternehmen derzeit auch Chancen für günstige Zukäufe. Nach einer von EY durchgeführten Studie sehen 26 Prozent der Befragten die Gelegenheit, ihren Marktanteil durch Fusionen und Übernahmen auszubauen, 40 Prozent hoffen jetzt auf sinkende Bewertungen möglicher Übernahmekandidaten. Global beträgt der Anteil 23 beziehungsweise 39 Prozent. In der akuten Phase der Corona-Krise werden sich interessierte Käufer zwar zunächst zurückhalten. Anschließend dürfte es aber angesichts sinkender Bewertungen zu einem deutlichen Anstieg der M&A-Aktivitäten kommen. Das ist ein Lerneffekt aus der Finanzkrise 2008, nach der sich viele aus Vorsicht zunächst nicht an Fusionen und Übernahmen herangetraut hatten – und den besten Zeitpunkt zum Einstieg damit verpassten.

Differenzierung nach Sektoren

Bereits jetzt zeigt sich, dass sich die M&A-Aktivitäten stark danach unterscheiden, wie das Zielunternehmen bzw. der Industriesektor, dem es angehört, von der Corona-Krise betroffen ist.

In den Branchen, die am heftigsten und längerfristig von der Corona-Krise betroffen sind, insbesondere Hotel & Touristik, Luftfahrt und stationärer Einzelhandel, bestimmen derzeit Restrukturierungen, Schutzschirmverfahren und staatliche Eigenkapitalbeteiligungen das Bild. In der Folge werden Abverkäufe aus der Krise oder der Insolvenz und eine weitere Konsolidierung im Sektor zu beobachten sein. Auch den von den Fahrzeugherstellern eher knapp gehaltenen Automobilzulieferern steht Distressed M&A bevor.

Deutlich strategischer und auf Wachstum ausgerichtet sind Transaktionen im Gesundheitssektor – mit Unternehmensbewertungen, die in die gegenläufige Richtung weisen: nach oben. So wurde der Erwerb des Desinfektionsmittelherstellers Schülke & Mayr durch den Investor EQT zum Preis von 900 Millionen Euro abgeschlossen. Ähnlich sieht es im Technologiesektor aus.

Im Übrigen gibt es eine ganze Reihe von Verkaufsprozessen, die sich in der Vorbereitungsphase befinden und teilweise sogar erst nach dem Corona-Shutdown mandatiert wurden. Die Verkäufer dieser Unternehmen planen, nach der Sommerpause an den Markt zu gehen.

Mehr öffentliche Übernahmen

Großes Interesse besteht an börsennotierten Zielgesellschaften. Zu den Interessenten zählen klassische Private Equity-Investoren und Strategen, letztere vorwiegend aus Nordamerika und dem Fernen Osten. Wir wissen von Zielgesellschaften in allen Größenordnungen, auch im DAX und im MDAX. Die Transaktionsformen umfassen finanziell motivierte und von Kurssicherungstransaktionen begleitete Beteiligungen bis zu 10 Prozent, unternehmerisch motivierte Beteiligungen bis knapp unterhalb der Pflichtangebotsschwelle und die Vollübernahme mit anschließendem *Going Private*.

Nicht alle Investoren hinter diesen Transaktionsvorhaben sind davon getrieben, nach dem Corona-Crash deutsche Ikonen zum Schnäppchenpreis zu schlucken. Die Kaufpreise, mit denen verschiedene Interessenten im Rennen sind, hätte man auch vor dem Corona-Crash als anständig ansehen können.

Finanzinvestoren könnten profitieren

Große Summen verfügbaren Kapitals, Anlagedruck bei den Fonds und absehbar niedrige Zinsen bilden positive Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren, zu denen nicht nur Private Equity Fonds, sondern mehr und mehr auch Family Offices zu zählen sind.

Diesen Treibern stehen zwei limitierende Faktoren gegenüber: risikobewusste Banken, die nur zu hohen Kosten, niedrigem Leverage oder überhaupt nicht bereit sind, Transaktionen zu finanzieren, sowie häufig die schiere Unmöglichkeit, Unternehmenswerte zu evaluieren und hieraus angemessene Kaufpreise abzuleiten. Dies betrifft im Wesentlichen die von der Corona-Krise gebeutelten Unternehmen: Ihre Businesspläne sind derzeit nicht belastbar. Ohne Business Plan kein Unternehmenswert, und ohne Unternehmenswert kein Kaufpreis.

Sobald jedoch planbare Aussichten bestehen, ist von einer Vielzahl von Transaktionen auszugehen. Auch bei Public-to-Private Transaktionen werden Finanzinvestoren weiter mitmischen.

Co-Investments mit staatlicher Beteiligung keine bevorzugte Option

Ein zentraler Baustein im Hilfspaket der Bundesregierung ist der "Wirtschaftsstabilisierungsfonds" (WSF), die größte je beschlossene Einzelmaßnahme zur Stabilisierung der Wirtschaft in der Geschichte der Bundesrepublik. Mit bis zu 600 Milliarden Euro soll er Firmen und Konzernen das Überleben sichern, die durch die Corona-Krise in Schieflage geraten. Der WSF folgt dem in der Finanzkrise 2008 zur Stützung der Banken entwickelten Modell des Finanzmarktstabilisierungsfonds, dessen prominenteste Investments die Hypo Real Estate und die Commerzbank waren. Verschiedene prominente Unternehmen nehmen bereits staatliche Hilfen in Form von Krediten in Anspruch – allerdings nicht aus dem WSF, sondern aus dem Förderprogramm der KfW. Aktuell wird darüber beraten, ob sich der WSF mit knapp 10 Milliarden Euro an der Lufthansa beteiligt. Aber trotz dieses schlagzeilenträchtigen Investments schafft es der WSF als Co-Investor für M&A-Transaktionen weder aus Sicht der Investoren noch aus Sicht der Zielunternehmen auf Platz 1 der bevorzugten Optionen: zu schwer wiegen die Nachteile der Rahmenbedingungen, die mit der staatlichen Investition einhergehen. In Gesprächen ist im-

mer wieder zu hören, dass ein Schutzschirmverfahren oder eine Insolvenz in Eigenverwaltung zu bevorzugen sei.

Slow-balisierung: Prüfung ausländischer Direktinvestitionen

International werden zunehmender Protektionismus und die Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen mehr und mehr zu einem Problem für das M&A-Geschehen. Im Zeichen der Corona-Krise haben rund um die Welt viele Länder aufgerüstet und ihren Behörden weitere Befugnisse gegeben. Dies wird die Dauer der Genehmigungsprozesse verlängern und diese für die Transaktionsparteien zu einem schwer kalkulierbaren Faktor werden lassen. Bewegte sich die Dauer bis zur Freigabe einigermaßen komplexer Transaktionen früher zwischen sechs und neun Monaten, können es nun bis zu zwei Jahre werden, ehe ein Deal in trockene Tücher gebracht ist. Hinzu kommen ein in manchen Rechtsordnungen zunehmend politisch aufgeladenes Kartellrecht und ein schwerer einzuschätzendes Handeln der Behörden. Die Koordination der verschiedenen Verfahren zur Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen wird damit zu einer ähnlich strategischen Aufgabe wie die Koordination multipler kartellrechtlicher Fusionskontrollverfahren.

Auch Deutschland gehört zu den Ländern, die die Corona-Krise nutzen, um die Kontrolle über ausländische Direktinvestitionen zu verschärfen. In einem ersten – schon vor Corona geplanten und jetzt beschleunigt umgesetzten – Schritt wird das Außenwirtschaftsgesetz geändert. Transaktionen im Bereich der kritischen Infrastruktur werden dem Suspensiveffekt unterworfen, dürfen also ohne Freigabe des Bundeswirtschaftsministeriums nicht vollzogen werden. Zudem wird der Informationsaustausch mit dem Käufer vor der Freigabe des Ministeriums zum Straftatbestand erhoben. Außerdem wird klargestellt, dass auch in der Person des Erwerbers liegende Gründe berücksichtigt werden können, wenn das Ministerium die Gefährdung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit beurteilt. Nach gegenwärtiger Planung sollen diese Änderungen Mitte Mai in Kraft treten.

In einem zweiten Schritt wird die Außenwirtschaftsverordnung geändert. Nach dem vorliegenden Referentenentwurf des Bundeswirtschaftsministeriums wird der Anwendungsbereich der Meldepflicht und des Suspensiveffekts auf Transaktionen erweitert, bei denen die Zielunternehmen persönliche Schutzausrüstung, wesentliche Arzneimittel, Medizinprodukte oder Diagnostika herstellen. Diese Änderungen sollen einen Beitrag zur dauerhaften Aufrechterhaltung eines funktionierenden Gesundheitssystems leisten. Der Katalog der meldepflichtigen und

dem Suspensiveffekt unterworfenen Transaktionen umfasst darüber hinaus auch den Erwerb von Unternehmen, die Dienstleistungen im Zusammenhang mit staatlichen Kommunikationsinfrastrukturen erbringen oder bestimmte Rohstoffe gewinnen oder weiterverarbeiten. Diese Novelle soll in Kraft treten, sobald die Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes umgesetzt worden ist.

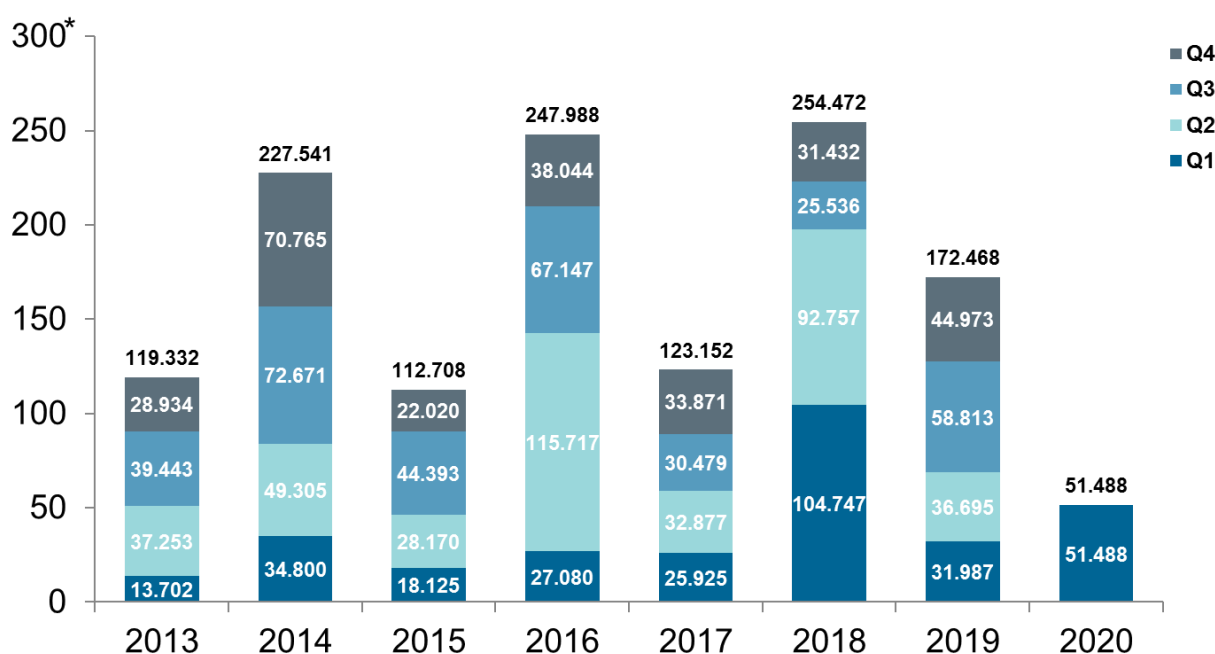
Anders als erwartet hat das Ministerium kritische Technologien wie etwa Künstliche Intelligenz, Quantentechnologie oder Halbleiter nicht in den erweiterten Katalog einbezogen. Das bedeutet aber nicht, dass insoweit keine Investitionsprüfung vorgenommen werden könnte – das Ministerium kann die Prüfung auch in eigener Initiative starten. Und schließlich melden viele Käufer ihre Transaktionen freiwillig an, weil sie Rechtssicherheit erlangen wollen. Außerdem war in den vergangenen Jahren zu beobachten, wie das Verständnis des unbestimmten Rechtsbegriffs der „öffentlichen Ordnung und Sicherheit“ zunehmend ausgeweitet wurde. Nach den Erfahrungen der vergangenen vier Wochen ist anzunehmen, dass unbestimmte Rechtsbegriffe künftig noch extensiver ausgelegt werden. Daher könnten künftig auch Unternehmen in den Fokus der Investitionsprüfung rücken, deren Tätigkeitsfeld im Katalog der meldepflichtigen Transaktionen nicht genannt sind.

Anhaltspunkte für relevante Güter könnte die Anordnung von Beschränkungen im Außenwirtschaftsverkehr mit bestimmten Gütern vom 12. März 2020 (BAnz. AT 12.03.2020 B1) liefern.

Das Inkrafttreten der Novelle dürfte zu einer Verlängerung der Closing-Prozesse führen – nicht nur deswegen, weil es künftig mehr Fälle geben wird, in denen vor Closing zwingend eine Freigabe eingeholt werden muss. Vielmehr muss sich das federführende Bundeswirtschaftsministerium künftig auch mit staatlichen Stellen ins Benehmen setzen, die mit der Prüfung ausländischer Direktinvestitionen bislang keine Erfahrungen gesammelt haben. Es kommt hinzu, dass ab dem 11. Oktober 2020 auch die unionsweiten Koordinierungsmechanismen gemäß der EU-Screening-Verordnung 2019/452 zu verlängerten Freigabeverfahren führen dürften.

Sofern ausländische Investoren kurz davorstehen, den Einstieg oder die Übernahme deutscher Unternehmen abzuschließen, dürften kurzfristige Entscheidungen, die ein möglichst zeitnahes Closing sicherstellen, von Vorteil sein. Wer hingegen erst kurz vor dem Signing steht und noch kartellrechtliche Freigaben benötigt, wird ein Closing vor dem Inkrafttreten der Änderungen kaum noch schaffen können.

M&A-Transaktionen mit deutscher Beteiligung 2013 – 2020



*Dealvolumen in Mio. USD



Kontakt



Dr. Hartmut Krause

Tel.: +49 69 2648 5782
hartmut.krause@allenoverly.com



Dr. Nils Koffka

Tel.: +49 40 82221 2112
nils.koffka@allenoverly.com