

Unglückliche Kompromisse

Risikoallokation Im aktuellen Marktumfeld versuchen die Käufer, den Verkäufern Risiken aufzubürden.

GREGORY WALKER

Trotz kriselnder Wirtschaft nahmen weltweit die Anzahl und das Volumen der M&A-Transaktionen in den vergangenen Jahren wieder zu. In der Schweiz wurden seit 2009 ebenfalls mehr Transaktionen verzeichnet, doch die Erholung war verhaltener und in den vergangenen Quartalen 2011 nahm die Aktivität wieder ab.

Mit den Verwerfungen der Finanzkrise stieg das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer. Typische Knacknüsse: Vertragliche Garantien, Eventualverbindlichkeiten, Umweltschäden oder Steuerangelegenheiten. Dabei bleibt die Interessenlage bei der Risikoallokation zwischen Verkäufer und Käufer fast diametral entgegengesetzt. Der Verkäufer will den Transaktionserlös optimieren und die mit dem Verkauf verbundenen Risiken reduzieren. Aus Sicht des Käufers sollten Transaktionsrisiken möglichst durch den Verkäufer getragen werden.

Frühe Festlegung des Preises in Praxis

In einer idealen Situation würde der verlangte Preis sämtliche mit der Transaktion verbundenen Risiken mit einschliessen. In der Praxis wird aber der Preis oft früh, meist in einer Absichtserklärung festgelegt. Zu einem Zeitpunkt, an dem die Informationen für die Identifikation von Risiken noch gar nicht verfügbar und manchmal selbst dem Verkäufer noch nicht bewusst sind. Weitere Wertfaktoren einer Unternehmenstransaktion sind daher die Mechanismen zur Verteilung von Risiken zwischen Käufer und Verkäufer. Dazu zählen beispielsweise Regelungen zur Kaufpreisanpassung, Earn-out-Mechanismen, Kaufvertragsgarantien sowie Freistellungen für erkannte oder vermutete Risiken.

Für den Käufer stellen die Garantien sicher, dass das Zielunternehmen auch wirklich die Eigenschaften aufweist, die dem Käufer präsentiert wurden beziehungsweise die dieser im Rahmen der Due Diligence entdeckt hat. Auf der anderen Seite möchte der Verkäufer seine Garantien beschränken, um Planungssicherheit zu erreichen oder den Verkaufserlös umgehend (und möglichst ungeschmälert) erneut investieren beziehungsweise ausschütten zu können. Dieser Interessenkonflikt konnte bislang, wenn nicht durch eine Preisreduktion, nur durch Kompromisse gelöst werden. Doch nicht immer war der Verhandlungspart-

ner bereit, seine Kompromiss-Kröte zu schlucken. Die Verhandlung zog sich in die Länge und drohte abzubrechen.

Hier bietet die Gewährleistungsversicherung (Warranty and Indemnity Insurance, kurz «W&I») Abhilfe. Sie deckt Schäden aus der Verletzung der vom Verkäufer abgegebenen Kaufvertragsgarantien. Diese Garantien können Steuerangelegenheiten, Umweltschäden, anhängige Rechtsverfahren, Eigentums- oder Nutzungsrechte für Liegenschaften oder Patente und mehr umfassen. Die «W&I»-Versicherung gibt es seit über 30 Jahren. Die Nachfrage stellte sich jedoch erst vor wenigen Jahren ein. Finanzinvestoren stellen fest, dass die Versicherungsprämie oft geringer ausfiel als die anstelle einer Garantie eingeforderte Kaufpreisanpassung. Die Versicherungslösung war zudem meist günstiger und bot mehr Flexibilität als ein Treuhandkonto (Escrow).

Der Verkäufer eines Unternehmens profitiert, indem er dieses Konzept in den Transaktionsprozess einbindet und potenziellen Käufern von vornherein die üblicherweise geforderte Absicherung von Kaufvertragsgarantien anbietet. Dadurch können Verkäufer den Kaufpreis maximieren und sich selbst vor - auch ungerichtfertigten - Garantieansprüchen schützen. Für den Käufer eines Unternehmens gibt es eine spezielle käuferseitige Police, die es ihm ermöglicht, sein Angebot zu verbessern, ohne das eigene Sicherungsbedürfnis zu vernachlässigen. Diese Police schützt den Käufer zudem vor den Rechts- und Prozessrisiken sowie dem Gegenparteirisiko in Zusammenhang mit den Garantien des Verkäufers. Die Verhandlung über die Höhe der Sicherstellung wird auf die Höhe der Versicherungsprämie reduziert.

Wer die Kröte schluckt

Die Verhandlung der Kaufvertragsgarantien führt oft zu beidseitig unbefriedigenden Kompromissen. Hier gibt es Lösungen, die transaktionsbezogene Risiken vergleichsweise günstig an den Versicherungsmarkt übertragen. Der Versicherer «schluckt die Kröte» gegen eine für ihn angemessene Prämie. Das Verhandlungsergebnis kann dadurch sowohl verkäuferwie auch käuferseitig optimiert werden. Transaktionshindernisse werden beseitigt und führen so zu einer Win-win-Lösung für alle Beteiligten.

Gregory Walker, Geschäftsführer, Walker Risk Solution AG, Zug.

Visio...

W

Weka Firmengrupp...

Wika Systems Schweiz AG

Wikio Group

Wilken GmbH

Woodward Inc

Z

Zhengzhou Hi-Tech Non-woven Technology CN Can

ANGEKÜNDIGTE, HÄNGIGE UND ABGESCHLOSSENE ÜBERNAHMEN: DIE LISTE ERHÄLT KEINEN ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT

Verkauf von Beteiligungen 2011 mit Schweizer

Verkäufer	Land	Verkauft Beteilig
Alpiq AG, Olten	CH	Edipower SpA
Amitech Switzerland AG, Steinhausen	CH	Amitech South A
BV Holding AG, Bern	CH	e2e technologies
Eni S.p.A.	IT	Transitgas AG, Zü
Group Buying Global AG, Freienbach	CH	Cobone.com
HBM BioVentures AG, Zug	CH	Mpxx Pharmaceu
HBM Partners AG, Zug	CH	Gemin X Pharma
Index Venture Management SA, Genf	CH	Lovefilm Internat
Julius Bär Gruppe AG, Zürich	CH	Atlas Capital Pat
Massonyx Ltd, Zug	CH	Latvijas Propane
Merval AG, Zug	CH	Teleplan Internat
Novartis AG, Basel (Novartis Venture Fund)	CH	EraGen Bioscienc
Pelikan Holding AG, Feusisberg	CH	Columbia Holdin
Publigroupe SA, Lausanne	CH	City Media
Rieter Holding AG, Winterthur	CH	Rieter-LMW Mac
Unter anderem: BB Biotech AG, Schaffhausen	CH	Calypso Medical
Unter anderem: HBM BioVentures AG, Zug	CH	Surface Logix Inc
Ventizz Capital Partners AG, St. Gallen	CH	Bosch Solar Thin
VF Developments SA, Freiburg	CH	Natsionalnyi Tor
Walliser Kantonalbank, Sion	CH	Banque Genevoit
Zürich Financial Services AG, Zürich	CH	New China Life I
unbekannt		Katarsis Capital /
unbekannt		House Trip AG, L
unbekannt		Joseph Erard Hö
unbekannt		eat.ch GmbH, Zü

ANGEKÜNDIGTE, HÄNGIGE UND ABGESCHLOSSENE ÜBERNAHMEN: DIE LISTE ERHÄLT KEINEN ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT

Die grössten Käufe von Beteiligungen 2011 mit

Käufer	Land	Übernimmt Bete
Glencore International AG, Baar	CH	Kazzinc
Credit Suisse Group AG, Zürich	CH	CS Hedging-Griff
UBS AG, Zürich	CH	Grupo de Inversio
UBS AG, Zürich	CH	Jumbo Retail Arg
Swisscom AG, Ittigen	CH	Fastweb S.p.A.
Thomas Schmidheiny	CH	Holcim Ltd, Jona
Ares Life Sciences AG, Baar	CH	Stallergenes Gro
Glencore International AG, Baar	CH	Minara
Mitsui & Co., Ltd	JP	Multigrain AG, Zü
The Swatch Group SA, Neuchâtel	CH	Hengdeli Holding
Axpo Holding AG, Baden	CH	EGL AG, Laufent
Seaports Invest SA, Vétroz	CH	Zavod TO TBO
Artemis Beteiligungen III AG, Hergiswil	CH	Feintool Internat
Glencore International AG, Baar	CH	Umcebo Mining (
UBS AG, Zürich	CH	PT Bentoel Intern
Lamunière SA, Epalinges	CH	Edipresse SA, La
Zürcher Kantonalbank, Zürich	CH	Valiant Holding A
UBS AG, Zürich	CH	Mitie Group plc
Baselständische Kantonalbank, Liestal	CH	Swissquote Grou
BioMedPartners AG, Vinci Capital SA	CH	Anergis SA, Epali
Xstrata plc, Zug	CH	Pallas Green Proj
The Swatch Group SA, Neuchâtel	CH	Alzouman Gener
Swiss Life Holding AG, Zürich	CH	Krief Group SA
Iris Capital	FR	MCI Group Holdir
ABB AG, Zürich	CH	ECOTALITY Inc.
Rieter Holding AG, Winterthur	CH	Nihon Tokushu To
BB Biotech AG, BioMedPartners AG	CH	Vaximm AG, Bas
Affentranger Associates SA, CS Group	CH	selfrag AG, Kerz
Endeavour Vision SA, Genf	CH	Smallrivers SA, E
New Value AG, Zürich	CH	Solar Industries A
Jean-Pierre Conrad	CH	Consolidated Ger
UBS AG, Zürich	CH	Bank Leumi Le-Is

ANGEKÜNDIGTE, HÄNGIGE UND ABGESCHLOSSENE ÜBERNAHMEN: DIE LISTE ERHÄLT KEINEN ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT