

M&A in Brasilien in Zeiten von Covid-19

Die Herausforderung der Bewertung von Vermögenswerten

Anneliese Moritz

Avocat (Frankreich) | *Advogada* (Brasilien)

Friedrich Graf von Westphalen & Partner mbB

Gabriel de Jesus Abade

Advogado (Brasilien)

LL.M. Candidate an der Universität zu Köln

Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie stürzt die Welt in Unsicherheit und lässt viele Unternehmer zögerlicher agieren.

Wenngleich erhöhte Umsicht in Krisenzeiten angezeigt ist, sollte diese nicht zu Stillstand führen. Gerade die wechselvolle Wirtschaftsgeschichte Brasiliens und die seiner Unternehmen lehrt, dass Krisen auch Chancen mit sich bringen.

Grund genug in diesen Zeiten einen Blick auf das Land mit dem Zuckerhut zu werfen: Hinsichtlich des lateinamerikanischen M&A Marktes sticht Brasilien mit hohen Zahlen ins Auge. So verzeichnete das Amazonasland in 2019 mehr M&A-Transaktionen als in jedem anderen lateinamerikanischen Land – nämlich insgesamt 1.231 Deals¹. Und die Tendenz steigt, wie die Zahlen der M&A-Transaktionen in den Jahren 2017 und 2018 mit jeweils 830 und 967 Deals verdeutlichen.²

Die Spitzenposition hielt Brasilien auch zu Beginn dieses Jahres – im Februar 2020 führte Brasilien mit den weitaus meisten Transaktionen (156) in Lateinamerika, gefolgt von Mexico (42), Chile (26), Argentinien (17), Peru (16) und Kolumbien (14)³.

Dass die Pandemie die weitere Entwicklung bremst, ist unbestreitbar. Daraus folgt allerdings nicht automatisch die Aussetzung aller bereits laufenden und zukünftigen Projekte⁴, sondern vielmehr die Bereitschaft, umzudenken⁵.

Vor allem in Hinblick auf den Fall des brasilianischen Real (BRL) um mehr als 30% seit Anfang des Jahres im Verhältnis zum US-Dollar und den Fall des brasilianischen Börsen Index Ibovespa um derzeit 19% im Vergleich zu Januar⁶, könnte sich eine Investition in den brasilianischen *Distressed Assets* Markt als aussichtsreich erweisen. Die Herausforderung besteht darin, Preise unter den gegenwärtigen Umständen zu verhandeln. Dies gilt umso mehr, wenn die Zielgesellschaft ein Familienunternehmen ist, zu dem die Verkäufer eine starke emotionale Bindung haben. In solchen Fällen wird ein niedriges Angebot, leicht als persönlicher Affront aufgefasst, was zum Scheitern der Verhandlungen führen kann.

Jede M&A-Verhandlung muss auf einer fairen Bewertung des Unternehmenswertes basieren. Denn der Verkauf von Vermögenswerten zu einem niedrigen Preis könnte dazu führen, dass die Gläubiger des Verkäufers den Verkauf unter Berufung auf einen Gläubigerbetrug (*fraude contra credores*) anfechten, falls der Verkäufer zahlungsunfähig ist oder erst durch den Verkauf zahlungsunfähig wird.

Aber wie kann im aktuellen Szenario überhaupt eine faire Bewertung erfolgen? Die Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren auf die aktuellen Gewinne ist nicht möglich, da die Auswirkungen der Pandemie auf das Unternehmen noch nicht abschließend kalkulierbar sind. Die Welt nach der Pandemie wird in Brasilien höchstwahrscheinlich nicht mehr dieselbe sein. Es werden mehr Menschen im Homeoffice arbeiten, Online-Käufe werden sich häufen; es wird eine stärkere Nachfrage in bestimmten Branchen, wie z.B. der IT-Branche, und eine geringere Nachfrage in anderen Branchen, wie z.B. der Business Bekleidungsindustrie, geben. Die Geschäftsabläufe ändern sich. Zahlreiche Unternehmen stehen vor großen Herausforderungen, beispielsweise wie ihr Unternehmen saniert und der „Weg zurück in die Normalität“ finanziert werden kann und wie lange er noch dauern wird. All diese Fragen wirken sich auf die Bewertung der Unternehmen aus und machen es schwierig, zu einer fairen Bewertung zu kommen.

Eines der vertraglichen Instrumente, die zur Lösung dieser Art von Verunsicherung zur Verfügung stehen, ist die sogenannte Earn-Out-Klausel.

Durch die vorgenannte Klausel wird der Gesamtkaufpreis in zwei Teile gegliedert: den Basispreis und den Zusatzpreis. Während der erste sofort bezahlt wird, hängt die Zahlung des zweiten von der Erreichung eines bestimmten (im Voraus definierten) wirtschaftlichen *Thresholds* ab. Gelingt es dem Unternehmen, die wirtschaftlichen Parameter innerhalb des vorgesehenen Zeitraums (sog. „Earn-Out-Periode“) zu erreichen, hat der Verkäufer Anspruch auf den Zusatzpreis. Die Earn-Out-Klausel ist somit eine Möglichkeit, die genaue Preisbestimmung auf einen zukünftigen Zeitpunkt zu verlagern, zu dem die Parteien erwarten, dass die Auswirkungen der Pandemie die Ergebnisse des Zielunternehmens nicht mehr negativ beeinflussen werden.

Da die Verkäufer bei Transaktionen mit Earn-Out-Klauseln einen Teil des Preises erst an einem vorher festgelegten Datum nach dem Verkauf erhalten, bleiben sie in der Regel entweder in der Geschäftsführung der Gesellschaft oder sie behalten das Recht, die Geschäftsführung der Gesellschaft zu kontrollieren. In der Regel treffen die Parteien auch zusätzliche Vereinbarungen, die sicherstellen sollen, dass die Ergebnisse durch Entscheidungen des Käufers nicht (künstlich oder unnötig) negativ beeinflusst werden.

Was passiert aber, wenn am Ende der von den Parteien vereinbarten Earn-Out-Periode das Zielunternehmen immer noch nicht Schwung aufgenommen hat, keine nachhaltigen Ergebnisse erzielt und es keine Earn-Out-Zahlung gibt? Dann ist der Kaufpreis, der in dem Fall dem geringeren Basispreis entspricht, höchstwahrscheinlich ein fairer Preis gewesen...

QUELLEN

¹ Im Vergleich dazu verzeichnen Mexiko und Chile lediglich jeweils 312 und 242 M&A-Transaktionen. Mehr dazu bei den „*Quarterly M&A Reports 2019*“ beider Länder, erstellt durch *Transactional Track Record*.

² Siehe: https://www.jornalcomercio.com/_conteudo/cadernos/jc_contabilidade/2020/01/722184-fusoes-e-aquisicoes-batem-novo-recorde-em-2019-diz-kpmg.html

³ Vgl. „Transactional Track Record - Monthly Report Latin America (February 2020)“.

⁴ Einerseits berichten die großen Kanzleien in Brasilien eine Fortführung der bereits laufenden Transaktionen, auch wenn etwa mit Anpassungen und Revisionen. Andererseits wird überdies – zur Überraschung vieler Experten – berichtet, dass eine beachtliche Zahl von Investoren derzeit Kontakt aufnehmen und Interesse an einer strategischen Marktoperation ausdrücken (beispielsweise die Fusion mit einem Wettbewerber). Vgl. <https://glo.bo/3eKM346>.

⁵ Zwischen 04.02.2020 und 26.03.2020 hat „*Thought Leadership Consulting*“ 2.900 Führungskräfte von 45 Ländern interviewt und 56% aller Befragten haben angegeben, Akquisitionen in den nächsten 12 Monaten tätigen zu wollen. Der Report ist abrufbar unter: <https://go.ey.com/3ig1iUO>.

⁶ Während der Ibovespa-Index am 23. Januar 2020 119,527 Punkte erreichte, schloss er am 23. Juni 2020 mit 95,975 Punkte (Verlust von ca. 19,7%). Dennoch ist eine Kurserholung im Vergleich zu den vorherigen Monaten festzustellen: 23/03 (63,569 Punkte, Fall von ca. 46%); 24/04 (75,330 Punkte, Verlust von ca. 36%); 25/05 (85,663 Punkte, Verlust von ca. 28%).