



«Anwälte müssen verstehen, wie man die **Bewertungslücke überbrücken** kann»

Guy Deillon, Associated Partner der renommierten Schweizer Kanzlei Prager Dreifuss, wurde als Corporate and M&A-Lawyer im Ranking «The Legal 500 Switzerland 2023» ausgezeichnet.

Im Gespräch erörtert der langjährige M&A- und Private-Equity-Experte die derzeitigen und kommenden Herausforderungen.

Herr Guy Deillon, wie wirken sich die hohen Zinssätze auf den M&A-Markt aus?

Die Zinssätze sind nicht der einzige Faktor, aber wir haben in den letzten zwei Jahren einen Rückgang der Anzahl der Transaktionen gesehen und die steigenden Zinssätze sind nicht unwesentlich dafür verantwortlich. Es gibt zwei Aspekte, die berücksichtigt werden müssen. Die Zinssätze haben einen Einfluss auf bestimmte Methoden der Unternehmensbewertung und auf die externe Finanzierung von Akquisitionsprojekten durch einige potenzielle Käufer.

In welcher Verbindung stehen die für Übernahmen wichtigen Bankenfinanzierungen mit dem Wert eines Unternehmens?

Es gibt keine direkte Verbindung, aber es handelt sich um zwei Seiten derselben Medaille. Einige Investoren neigen dazu, die Rückzahlung der Akquisitionsschulden auf das Zielunternehmen selbst abzuwälzen, was als Debt Push Down bezeichnet wird. In diesem Fall generiert das Zielunternehmen die zur Zahlung der Zinsen erforderlichen Barmittel.

Es wird für Investoren also schwieriger, eine Hebelwirkung zu erzielen?

Ja, das ist richtig. Eine Hebelwirkung wird erzielt, wenn die Rendite eines Unternehmens höher ist als die Zinssätze für die Schulden. Stellen Sie sich - stark vereinfacht - ein Unternehmen mit einer Bewertung von 100 Mio. CHF vor, das einen Gewinn von fünf Mio. CHF pro Jahr erwirtschaftet. Ohne externe Finanzierung hat der Investor einen Startwert von 100 Mio. und erhält eine Rendite von 5 Mio. oder 5%. Wenn er bei einem Zinssatz von 2% eine Finanzierung von 50 Millionen (die Hälfte) erhält, zahlt er 2% Zinsen auf die 50 Millionen, d.h. 1 Million. Von den 5 Millionen Gewinn pro Jahr stehen ihm bei einer Anfangsinvestition von 50 Millionen 4 Millionen zur Verfügung, d.h. 8% (statt 5%), das ist der Hebeleffekt. Bei einem Zinssatz von

6% (der EURIBOR liegt bei fast 4%, dazu kommt eine Marge von 2% für die Bank) belaufen sich die Zinsen auf 3 Millionen pro Jahr. Es stehen also nur noch 2 Millionen zur Verfügung, was einer Rendite von 4% entspricht. Der Hebeleffekt wird also durch den Anstieg der Zinssätze zu nichte gemacht.

Prüfen Banken nun genauer, ob die Zielobjekte einer Übernahme profitabel sind?

Häufig werden die Schulden durch ein Akquisitionsvehikel aufgenommen, dessen einzige Substanz die Beteiligung an dem Zielunternehmen ist. Daher ist die Profitabilität des Unternehmens entscheidend für die Zahlung der Zinsen für die Schulden, die für die Übernahme aufgenommen wurden. Es ist der Gewinn des Zielunternehmens, der zur Zahlung der Zinsen (und möglicherweise der Rückzahlung) der Schulden verwendet wird. Wenn die Zinssätze hoch sind, muss mehr Geld zur Verfügung gestellt werden, um die Zinsen zu zahlen.

Ein zusätzliches Problem sind die unterschiedlichen Erwartungen von Verkäufern und Käufern. Wie beeinflussen die Zinssätze auch diese Erwartungen?

In den letzten Jahren wurden Verkaufspreise von 15x EBITDA eines Unternehmens oder sogar mehr erzielt. Dies weckt Erwartungen bei den Verkäufern. Angesichts der steigenden Zinssätze sind diese Multiplikatoren jedoch nicht mehr erreichbar. Eine der Methoden, die regelmässig für die Bewertung von Unternehmen verwendet wird, ist die des Discounted Cash Flow. Mit dieser Methode wird versucht, die zukünftigen Cashflows zu bestimmen und diese um das Risiko und den Opportunitätsverlust, die mit der Immobilisierung der Investition verbunden sind, zu korrigieren. Bei dieser Berechnung wird die potenzielle

Investition mit einer risikofreien Investition verglichen. Eine risikolose Investition sind Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren in den für das Unternehmen relevanten Währungen (Schweizer Franken, Euro, Dollar usw.). Wenn diese Zinssätze steigen, steigen auch die durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC). Mathematisch gesehen ist der Abschlag auf die zukünftigen Cashflows höher und der Endwert des Unternehmens, der sich daraus ergibt, ist niedriger. Häufig sind sich die Verkäufer der Auswirkungen der Zinssätze auf die Bewertung nicht bewusst und ihre Erwartungen sind im Vergleich zu den Preisen, die die Käufer bieten können, zu hoch.

Inwiefern verändern die derzeitigen Marktbedingungen Ihre Arbeit bei Übernahmen oder Transaktionen?

Sie machen die Gespräche zwischen Verkäufern und potenziellen Käufern komplizierter. Die Käufer glauben, dass sie angesichts der Unsicherheiten des Marktes und der Schwierigkeiten, eine Finanzierung zu erhalten, in einer

stärkeren Position sind. Auf der anderen Seite erwarten die Verkäufer immer noch hohe Bewertungen. Es kommt jedoch immer wieder vor, dass die Frage der Bewertung bis zum letzten Moment der Verhandlungen umgangen wird, was zu Spannungen führt.

Wird durch die Forderung nach höherer Profitabilität die Verantwortung bei der rechtlichen Analyse und Begleitung grösser?

Nein, denn wir haben immer sehr hohe Ansprüche und möchten unseren Klienten immer den besten Service bieten, unabhängig von wirtschaftlichen oder konjunkturellen Bedingungen. Aber wenn wir ein Zielunternehmen analysieren, bitten uns die Klienten immer häufiger, zu versuchen, die Auswirkungen der von uns identifizierten Risiken zu beziffern. Dies ist nicht immer einfach.

Drücken die Krisen das allgemeine Kaufinteresse von Private-Equity-Funds oder Family-Offices zusätzlich?

Für Private-Equity-Fonds ist es klar, dass die Umstände aufgrund der steigenden

Zinssätze ungünstig sind, da diese Fonds tatsächlich versuchen, die zuvor erwähnte Hebelwirkung durch eine externe Finanzierung zu erreichen. Darüber hinaus stehen sie häufig unter dem Druck ihrer Investoren, eine höhere Rendite als der Markt zu erzielen. Was die Family Offices betrifft, so habe ich nicht den Eindruck, dass sie besonders stark von den steigenden Zinsen betroffen sind, da sie häufig einen längeren Anlagehorizont haben als Private Equity-Fonds.

Sehen Sie Branchen, die sich in den nächsten Jahren schneller erholen werden als andere?

Ja, wir sehen deutlich, dass das Interesse an neuen Technologien (ob Künstliche Intelligenz, Cloud-Lösungen usw.) nach wie vor vorhanden ist und sogar wächst. Dasselbe gilt für die Biotech-Industrie.

Sie haben unlängst in der NZZ auch die eindeutige Positionierung von Unternehmen hinsichtlich der ESG-Kriterien diskutiert. Spielen diese «weichen» Faktoren auch eine Rolle bei Übernahmen?

Immer mehr! Natürlich gibt es eine ganze Reihe von Fonds, die ESG-Kriterien erfüllen müssen, wenn sie eine Akquisition tätigen. Aber wie ich in der NZZ zu erklären versuchte, geht es eher darum, den mittel- und langfristigen Fortbestand der Unternehmen zu sichern, indem Risiken, die sich negativ auf das Wachstum der Unternehmen auswirken könnten, frühzeitig erkannt werden. Die politische Debatte wird derzeit sowohl von denjenigen belastet, die meinen, dass man auf das Streben nach Profitabilität verzichten kann, als auch von denjenigen, die meinen, dass diese Kriterien die Profitabilität der Unternehmen töten. Dies sind dogmatische und ideologische Positionen, die von den Anliegen der Unternehmen völlig entfernt sind.



Steckbrief

Prager Dreifuss ist eine der führenden Schweizer Kanzleien für Wirtschaftsrecht. Rund 40 Juristinnen und Juristen suchen für ihre Klientinnen und Klienten ganzheitliche, innovative, den rechtlichen und ökonomischen Gegebenheiten angepasste Lösungen auf höchster Qualitätsstufe. Das Augenmerk gilt gleichermaßen den gesetzlichen Fragen als auch der Kontrolle geschäftlicher Risiken.

Guy Deillon fokussiert seine Tätigkeit auf nationale und internationale Unternehmenskäufe und -zusammenschlüsse (M&A) sowie Private-Equity-Transaktionen. Darüber hinaus unterstützt er Unternehmen bei Finanzierungen sowie in allgemeinen gesellschafts-, börsen- und kapitalmarktrechtlichen Angelegenheiten.

Mehr Informationen unter prager-dreifuss.com

Häufig sind sich die Verkäufer der Auswirkungen der Zinssätze auf die Bewertung nicht bewusst und ihre Erwartungen sind im Vergleich zu den Preisen, die die Käufer bieten können, zu hoch.