

„Ein einziges Unternehmen kann einen gesamten Deal torpedieren“

Interview mit Christian Tönies, Rechtsanwalt, P+P Pöllath + Partners

Secondary Deals mit einzelnen Unternehmen sind für Finanzinvestoren keine außerordentliche Herausforderung, ist sich Christian Tönies, Rechtsanwalt bei P+P Pöllath + Partners, sicher. Schließlich sei das nur ein anderes Wort für Unternehmenskauf. Mit welchen Problemen und welchem Zeitbedarf dagegen bei der Weiterveräußerung ganzer Portfolios (sogenannter Secondary Direct Investments) zu rechnen ist, verrät er im Interview mit Torsten Paßmann.

VC Magazin: In der jüngeren Vergangenheit haben sich vor allem Banken und Versicherungen von ganzen Private Equity-Portfolios getrennt. Wer kommt derzeit als Verkäufer in Betracht?

Tönies: Im Moment sehe ich hier eine Konsolidierung. Derzeit ist mir nur ein Portfolio mit ca. 20 Unternehmen bekannt, das veräußert werden soll. Das angestrebte Volumen liegt bei rund 100 Mio. EUR. Anders sieht es bei Secondary Deals einzelner Gesellschaften aus. Wir spüren einen Aufwärtstrend, der sich langsam in Richtung der Aktivität der letzten Hochphase 2007 entwickelt. Wir haben gut zu tun und 2011 könnte ein fulminantes Jahr werden.

VC Magazin: Aus welchen Gründen trennen sich die Fonds von einzelnen Unternehmen?

Tönies: Ein wesentlicher Teil wird deshalb verkauft, weil sich die Laufzeit des jeweiligen Fonds dem Ende nähert und es einen Verkaufs- sowie Erfolgsdruck gibt. Alternativ wird aber innerhalb eines Verbunds zwischen zwei Fondsgenerationen verkauft. Das passiert, weil der Investor weiterhin an das Unternehmen glaubt, dieses aber neues Kapital braucht – und über das verfügt der jüngere Fonds.

VC Magazin: Im engeren Sinn meint „Secondary“ den ersten Verkauf eines Unternehmens zwischen zwei Investoren. Sehen Sie eine Obergrenze für Transaktionen unter Private Equity-Gesellschaften?

Tönies: Aus meiner Sicht gibt es keine Obergrenze. Manche Unternehmen wurden schon mehrfach unter Beteiligung derselben Eigentümer veräußert. Ich halte Secondary daher eher für ein Modewort für ein Unter-

nehmen, das schon einmal finanziert war und nun erneut veräußert wird.

VC Magazin: Vor zwei Jahren haben Käufer gerne sogenannte MAC-Klauseln, die den Ausstieg aus einem Deal ermöglichen, in einen Vertrag verhandeln wollen. Wie hat sich dieser Trend entwickelt?

Tönies: Für uns als Anwälte kommt es darauf an, welche Seite wir vertreten. Bei Transaktionen mit ganzen Portfolios sind Material Adverse Change-Klauseln sehr gefährlich, wenn sie zu allgemein gefasst sind: Ein einziges Unternehmen mit Problemen kann einen gesamten Deal torpedieren. Wenn der Käufer unbedingt auf eine solche Klausel besteht, lässt sich nur im Detail diskutieren. Es ist dann eine definitorische Frage, was eigentlich ein Material Adverse Change ist. Wenn man gut verhandelt, ist diese Klausel weniger risikobehaftet. Wir empfehlen üblicherweise ein sogenanntes Umbrella Agreement, sprich einen großen Rahmenvertrag, unter dessen Schirm dann die einzelnen Portfoliounternehmen stehen.

VC Magazin: Wie aggressiv können im derzeitigen Umfeld Käufer und Verkäufer ihre Forderungen stellen?

Tönies: Diese Frage lässt sich nie eindeutig beantworten. Erfolgt der Verkauf aus der Not, ist die Verhandlungsposition schlecht – stehen die Interessenten Schlange, ist sie gut. Ansonsten handeln hier professionelle Akteure miteinander, die im Zweifel dieselben Interessen verfolgen. Das macht die Verhandlungen sogar leichter, weil sie im Gegensatz zu beispielsweise mittelständischen Unternehmen sehr oft Unternehmen kaufen und verkaufen und nicht nur einmal im Leben.

VC Magazin: Gibt es besondere Herausforderungen, wenn ein Fonds erstmals als Secondary-Investor auftritt?



Christian Tönies

Tönies: Das Schwierigste wird es sein, die viel zitierten Leichen im Keller zu finden. In jedem Secondary Deal eines ganzen Portfolios steckt so viel Leben, dass die Due Diligence von enormer Bedeutung ist. Dies gilt besonders, wenn die Unternehmen aus verschiedenen Branchen stammen. Ein wesentliches Thema dabei ist, den Kaufpreis richtig zu allokalieren. Wenn ein solcher Deal auf 100 Mio. EUR festgezurrert wird, muss trotzdem klar sein, auf welche Beteiligung welcher Wert entfällt. Auch wenn es dann nach außen wie eine Transaktion aussieht, sind es intern dann 20 bis 30 Deals.

VC Magazin: Welche Rolle spielt die genaue Zuteilung des Kaufpreises auf das einzelne Unternehmen?

Tönies: Das hat handelsrechtliche und steuerliche Gründe, beispielsweise wenn es um das jeweilige Potenzial für Abschreibungen geht. Bei einem einzelnen Secondary Deal gibt es dagegen weniger Herausforderungen – schließlich ist Secondary nur ein anderes Wort für einen Unternehmenskauf, und einen solchen setzen Investoren regelmäßig um.

VC Magazin: Welchen Zeitrahmen benötigen solche Transaktionen üblicherweise?

Tönies: Bei einzelnen Transaktionen können die Verhandlungen sehr schnell ablaufen, Verzögerungen entstehen ab einer gewissen Größe der Unternehmen durch den Kartellvorbehalt oder die Berücksichtigung von Vorverwerbs- oder Mitverkaufsrechten. Zwischen Signing und Closing können dann weitere Wochen vergehen. Portfoliotransaktionen dauern länger – einerseits, weil die Due Diligence umfangreicher ist, andererseits, weil bei 20 bis 30 Unternehmen z.B. jedes Mal gesondert ein Kartellvorbehalt zu prüfen ist. In einem Fall, den wir betreut haben, ist dabei beinahe ein Jahr ins Land gegangen.

VC Magazin: Herzlichen Dank für das Gespräch! ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Zum Gesprächspartner

Rechtsanwalt **Christian Tönies**, LL.M. Eur., ist Partner bei P+P Pöllath + Partners in München. Zu seinen Arbeitsbereichen gehören außerbörsliches Beteiligungskapital, Käufe und Fusionen sowie Steuerrecht. Er ist spezialisiert auf Venture Capital-Investitionen und Mezzanine-Finanzierungen.