

Brexit: Impact on M&A

Auf den Punkt.

Das Votum Großbritanniens für den EU-Austritt hat zu erheblicher Verunsicherung aller Marktteilnehmer über das Marktumfeld und die Beziehungen UK-EU nach dem Brexit geführt, die auch während der Schwebzeit bis zur Austrittserklärung (und vermutlich sogar darüber hinaus) fortbestehen dürfte. Auswirkungen ergeben sich aus dem Referendum für alle Bereiche von Unternehmensakquisitionen, entsprechend umfassend müssen Käufer und Verkäufer diese berücksichtigen. Der kontinentaleuropäische M&A-Markt könnte durch den Brexit einen gewissen Aufschwung erfahren, unter anderem deshalb, weil sich gemeinschaftsfremde Unternehmen ihren direkten Zugang zum Binnenmarkt sichern möchten.

Zu rechtlichen und wirtschaftlichen Auswirkungen des Referendums auf Unternehmenskäufe und den Transaktionsmarkt

Das Referendum im Vereinigten Königreich zum Austritt aus der Europäischen Union vom 23. Juni 2016 hat bei allen Marktteilnehmern zu erheblichen Unsicherheiten geführt. Eine Entscheidung der Briten für den „Exit“ erschien den Allermeisten bis zuletzt ausgeschlossen.

Am 29. März 2017 hat Theresa May, das Austrittsverfahren nach Art. 50 EUV eröffnet und damit die Austrittsverhandlungen eingeleitet. Da diese gem. Art. 50 EUV innerhalb von zwei Jahren abgeschlossen sein müssen, wird das Vereinigte Königreich voraussichtlich bis spätestens März 2019 aus der EU austreten.

Viele Monate nach der Abstimmung ist derweil trotz Vorlage des White Papers der Britischen Regierung noch weitestgehend unklar, wie der Austritt Großbritanniens aus der EU konkret von statten gehen soll. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Entwicklung der politischen und wirtschaftlichen Beziehungen „post-Brexit“. Ein Verbleib im europäischen Binnenmarkt und der Zollunion wird von der britischen Regierung abgelehnt und zugleich angekündigt, dass eine strategische Partnerschaft mit den verbleibenden 27 EU Staaten geschaffen werden soll.

Ein freier und reibungsloser Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU soll nach Vorstellung der britischen Regierung zugleich durch ein Freihandelsabkommen gewährleistet werden. Eine nähere Konkretisierung der Ausgestaltung lässt sich dem White Paper jedoch nicht entnehmen.

Daraus resultierende Unwägbarkeiten schaffen große Unsicherheit und beeinflussen Unternehmensverkäufer und -käufer in ihren Entscheidungen.

Sie müssen versuchen, diese äußeren Rahmenbedingungen bestmöglich zu berücksichtigen. Dies betrifft die Kaufpreiskalkulation ebenso wie die strategische Planungen für die zukünftige Geschäftsentwicklung des Targets. Entsprechend umfassende Auswirkungen hat das Brexit-Votum damit auf die Durchführung von M&A-Transaktionen.

Auswirkungen der Brexit-Entscheidung auf M&A-Transaktionen

- **Due Diligence**

Käufer müssen im Rahmen der Due Diligence besonderes Augenmerk darauf legen, wie sich der Brexit mittel- und langfristig auf das Geschäft des Targets auswirken wird, z.B.: Können langfristige Verträge der Zielgesellschaft vom Vertragspartner aufgrund des Brexits außerordentlich gekündigt werden? Ist der Schutz von Patenten und Marken des Targets im Inland unmittelbar gewährleistet, auch wenn bspw. bestehende Unionsmarken mit dem Austritt aus der EU wohl ihre unmittelbare Geltung innerhalb Großbritanniens verlieren werden? Wie kann zukünftig der Datenschutz gewährleistet werden, falls Großbritannien und die EU hierzu keine Regelung finden sollten und Großbritannien damit als sog. "unsicheres Drittland" – vergleichbar mit den USA – einzustufen wäre? Erhält das Target Beihilfen der Europäischen Union, die im Falle eines Austritts künftig wegfallen würden oder ggf. sogar zurückgefordert werden könnten? Ist der Aufenthaltsstatus von solchen Arbeitnehmern der Zielgesellschaft gesichert, die bspw. sowohl innerhalb Großbritanniens als auch in der EU tätig werden?

- **Fusionskontrolle**

Falls keine neue Vereinbarung mit der EU erreicht werden kann, werden M&A-Transaktionen mit Bezug zu Großbritannien in Zukunft, soweit die jeweils maßgeblichen Schwellenwerte erreicht werden, parallel sowohl von der EU-Kommission als auch von der nationalen Wettbewerbsbehörde (Competition and Market Authority) geprüft und freigegeben werden müssen. Denn das EU-weite Anmeldeverfahren für solche Zusammenschlüsse wird dann nicht mehr den Vollzug des Zusammenschlusses im Vereinigten Königreich erfassen. Dieses Ende des one-stop-shop-Prinzips würde in der Zukunft zu einem signifikanten Mehraufwand für die Beteiligten führen und birgt zudem die Gefahr divergierender Entscheidungen.

- **Foreign Investments**

Bisher steht der britischen Regierung nur die Möglichkeit offen, Erwerbe inländischer Unternehmen durch ausländische Käufer bei Gefahr für die öffentliche Sicherheit und Ordnung (public interest) zu unterbinden, also vor allem bei Investitionen in sensiblen Sektoren wie bspw. der Energiewirtschaft oder der Verteidigungsindustrie und solchen mit Bedeutung für die nationale Sicherheit (sog. national security test). Presseäußerungen von Premierministerin May lassen erkennen, dass sie bei den nächsten Beratungen über die Bestimmungen des britischen Übernahmeregimes versuchen will, ein neues System zu etablieren, das ihrer Regierung bei Unternehmenstransaktionen unter ausländischer Beteiligung post-Brexit mehr Eingriffsmöglichkeiten bieten soll. Dies könnte sogar so weit gehen, dass vollständig neue, restriktive Bestimmungen für ausländische Investitionen erlassen werden, etwa nach US-amerikanischem oder kanadischem Vorbild. Insoweit scheint allerdings die Frage erlaubt, ob sich Großbritannien eine zu restriktive Politik gegenüber ausländischen Investoren künftig leisten können.

- **Material-Adverse-Change (MAC) Klauseln**

Soweit noch nicht vollzogene M&A-Transaktionen mit einer britischen Vertragspartei betroffen sind,

stellt sich in der aktuellen Situation die Frage nach der Anwendbarkeit von MAC-Klauseln. Dies kann indes nur auf der Grundlage des Wortlauts der Vertragsklausel und der spezifischen Verhältnisse im Einzelfall beurteilt werden. Bereits das Ergebnis des Referendums und die hieraus resultierenden Unsicherheiten als eine wesentliche (nachteilige) Änderung der vertraglichen Grundlage im Sinne eines "MAC" zu qualifizieren, wäre jedoch ein überaus drastischer Ansatz und wohl nicht effektiv durchzusetzen. Für die künftige Vertragsgestaltung empfiehlt sich daher die Aufnahme entsprechend konkretisierter Vertragsanpassungs- oder -beendigungsklauseln.

- **Spezifische Begrenzung der Verkäuferhaftung**

In der Praxis hat es bereits eine Reihe von Fällen gegeben, in denen Verkäufer ihre Haftung unter einem Unternehmenskaufvertrag insoweit zu begrenzen versucht haben, als sie nicht für Garantieverletzungen haftbar und dem Käufer ersatzpflichtig sein sollen, soweit die zur Garantieverletzung führenden Umstände aus einer veränderten Gesetzeslage infolge des Brexits herrühren. Auch wenn derartige Vereinbarungen über Haftungsausschlüsse aufgrund eines veränderten Rechtsrahmens nicht unüblich sind, dürfte es bei einer allgemein formulierten Klausel für den Verkäufer schwierig werden, im Einzelfall den Zusammenhang zwischen Brexit und Gesetzesänderung nachzuweisen. Hierauf ist bei der Vertragsgestaltung daher besondere Aufmerksamkeit zu richten.

- **Rechtswahlklauseln**

Sollten die Verhandlungen ergeben, dass mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU die Geltung der Rom I-Verordnung über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anwendbare Recht endet, ergäben sich hieraus im Hinblick auf Unternehmenskaufverträge mit britischer Beteiligung nur geringfügige Auswirkungen. Denn bei solchen Kaufverträgen treffen die Transaktionsbeteiligten regelmäßig ausdrückliche Vereinbarungen über das auf ihr Vertragsverhältnis anzuwendende Recht. Solche Rechtswahlklauseln sind weithin Marktstandard und bieten den Kaufvertragsparteien die notwendige Rechtssicherheit. Aufgrund dieser Vertragspraxis besteht hier kein weiterer Handlungsbedarf infolge des Brexits. Allerdings könnte es – aufgrund einer stärkeren Verhandlungsposition eines der Transaktionsbeteiligten – in Zukunft vermehrt zur Wahl kontinentaleuropäischer Rechtsordnungen gegenüber dem englischen Recht kommen. Dies gilt nicht zuletzt auch deshalb, weil unklar werden könnte, was zukünftig unter "English Law" zu verstehen sein wird.

Entwicklung des M&A-Markts in UK und Europa nach dem Brexit-Votum

Eine Vorhersage zu treffen, wie sich das M&A-Geschäft entwickeln wird, ist schon aufgrund der Volatilität der Märkte nur unter Vorbehalt möglich.

- **Auswirkungen für den britischen M&A-Markt**

Der britische Markt erlebte unmittelbar nach dem Referendum einen deutlichen Einbruch, erholte sich aber relativ schnell wieder. Dennoch erwarten viele Experten bereits im Laufe des Jahres 2017 eine Eintrübung der Konjunktur. Diese Annahme wird durch Daten aus Februar 2017 von Thomson Reuters bestätigt, welche bereits zu diesem Zeitpunkt einen Rückgang von 63% auf dem inbound M&A-Markt verzeichneten.

Vor allem aufgrund der zu erwartenden Periode der Unsicherheit und eines drohenden Verlusts bzw. einer spürbaren Beschränkung des Zugangs zum europäischen Binnenmarkt erscheint ein merklicher Rückgang des M&A-Geschäfts im Laufe des Jahres 2017 als wahrscheinlich.

Eine gewisse Kompensation mag daraus resultieren, dass aufgrund des anhaltenden Wertverfalls des britischen Pfunds einige UK Targets besonders günstig zu erwerben sein werden.

Vor allem mit der zu erwartenden Periode der Unsicherheit und des drohenden Verlusts bzw. einer spürbaren Beschränkung des Zugangs zum europäischen Binnenmarkt werden erhebliche Auswirkungen auf dem Transaktionsmarkt erwartet.

Dies geht beispielsweise aus einer Studie von Baker McKenzie und dem Oxford Economist hervor, welche von einem sehr drastischen Minus in Höhe von 60% auf dem M&A-Markt in UK für 2017 ausgeht und somit die Prognose von \$ 340 Milliarden auf \$ 125 Milliarden Transaktionsvolumen reduziert hat.

Zunehmende Aktivität dürfte es demgegenüber im Bereich „distressed M&A“ und bei der Bereitstellung alternativer Finanzierungsmöglichkeiten geben.

- **Auswirkungen für den europäischen/deutschen M&A-Markt**

Welche Entwicklungen könnten vor diesem Hintergrund der kontinentaleuropäische und speziell der deutsche M&A-Markt nehmen?

Es darf zumindest von einer leichten Zunahme von Investments in den verbleibenden 27 EU-Staaten ausgegangen werden.

Diese Annahme wird durch die aktuelle Studie von Baker McKenzie und dem Oxford Economist bestärkt, die sogar von einem Anstieg des globalen Transaktionsvolumens von 28% ausgeht. Mit den entsprechenden Auswirkungen wird primär auf dem europäischen Markt, im Mittleren Osten und in Afrika gerechnet.

Dies betrifft Private Equity Investoren wie Strategen gleichermaßen schon deshalb, weil so der Zugang zum zollfreien europäischen Binnenmarkt gewährleistet ist. Von diesen Investments dürften am ehesten diejenigen Länder profitieren, die als wirtschaftlich stark und politisch besonders stabil gelten. Dies trifft auf Deutschland zu und dürfte die Attraktivität und folglich auch die Preise für Unternehmen des "Deutschen Mittelstands" weiter erhöhen.

Luther.



[York-Alexander von Massenbach](#)

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

London

Telefon +44 207 002 53 48

[york-alexander.von.massenbach\(at\)](mailto:york-alexander.von.massenbach(at)luther-lawfirm.com)

luther-lawfirm.com

Luther.