

MERGERS & ACQUISITIONS

Unternehmensnachfolge, Unternehmensverkauf
und Unternehmenskauf

Ausgabe 03 | 2018



Unsere Experten hatten viel Spaß dabei, ein derart komplexes Thema wie M&A einfach und verständlich zusammenzufassen. Aus Erfahrung wissen wir, dass Unternehmensverkäufe und -zukäufe ohne weiteres machbar sind, wenn man sich an ein paar Grundregeln hält, über das notwendige Expertenwissen verfügt und vor allem pragmatisch vorgeht. Denn schließlich soll aus einer M&A-Transaktion herauskommen, wofür auch diese Ausgabe steht: **ERTRAG!**

HANSE Consulting ist seit 1995 M&A-Berater – und wir haben im deutschen Mittelstand viele Erfahrungen sammeln können, auch international.

Unsere Erfolgsquote von über 80 Prozent verdanken wir vor allem zwei Dingen: unserer Beharrlichkeit bei der Projektführung und dem Vertrauen unserer Klienten. Wenn Sie wissen wollen, wie gut wir wirklich sind: Sprechen Sie mit denen, die wir beraten haben.

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Website:
www.hanse-ma.de



Jens Rosemann
Leiter M&A

HANSE Consulting

ist eine Unternehmensberatung, die sich auf Projekte zur Ertragssteigerung, Restrukturierung und M&A im Mittelstand spezialisiert hat. An den Standorten Hamburg, Düsseldorf und München beschäftigt das Unternehmen heute über 40 Mitarbeiter. Jeder Berater verfügt über eine **mindestens fünfjährige Berufserfahrung** und ist ein Spezialist auf seinem Gebiet. HANSE Consulting basiert auf den folgenden drei Säulen:

Die HANSE M&A ist spezialisiert auf Projekte in den Bereichen Unternehmensverkauf, -ankauf und Distressed M&A.

Die HANSE Management Consulting GmbH ist spezialisiert auf Projekte in den Bereichen Ertragssteigerung und Turn-Around-Management.

Die HANSE Interim Management GmbH bietet „Management auf Zeit“ für die Aufgabenbereiche Geschäftsführung, Personalmanagement, kaufmännische Leitung und Produktionsleitung.

Das Angebot der Berater umfasst Sofortmaßnahmen zur Kostensenkung und Verbesserung der Liquidität ebenso wie eine strategische Neuausrichtung auf ertragsstarke Bereiche oder die Suche nach Investoren.

Liebe Leserin, lieber Leser,

Unternehmenskäufe und -verkäufe sind kein Phänomen unserer Zeit.

Schon immer haben Unternehmerinnen und Unternehmer die Chance ergriffen, das eigene Geschäft durch Zukäufe zu bereichern oder das eigene Lebenswerk zu vergolden.

Anders als es uns viele Experten gerne glauben machen wollen: Der erfolgreiche Verkauf eines Unternehmens erfordert kein Geheimwissen – sondern vor allem Erfahrung.

Wer Unternehmer bei solchen Weichenstellungen berät, muss den Weg zum Ziel genau kennen. Wichtig ist, die notwendigen Schritte rechtzeitig einzuleiten, diese zu beherrschen und die Konsequenzen des eigenen Handelns jederzeit sicher beurteilen zu können:

- Was passiert in einer Due Diligence?
- Wie berechnet man einen Unternehmenswert?
- Was sind Vor- und Nachteile eines Asset Deals?

Die vorliegende Sonderausgabe „**Mergers & Acquisitions**“ unserer Kundenzeitschrift **DER ERTRAG** soll Ihnen kompakt und praxisnah den Prozess eines Unternehmens(ver)kaufes nahe bringen, die einzelnen Prozessschritte sowie Fachbegriffe erläutern und Ihnen die wichtigsten Tipps und Tricks an die Hand geben.

So erfahren Sie, wie man geeignete Unternehmens(ver)käufer findet, wie eine Due Diligence zu organisieren ist und welche Dinge in einem Kaufvertrag geregelt werden sollten.

Ungeachtet der aktuellen Wirtschaftslage hat das Thema „M&A“ zeitlose Relevanz.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen!

Das Team von HANSE Consulting M&A steht Ihnen für weitergehende Fragen immer gerne zur Verfügung.

Ihr HANSE Consulting Geschäftsführer-Team



INHALT

Editorial

Anlässe für M&A-Transaktionen S. 2–5

M&A-Prozess

Gut vorbereitet ist halb umgesetzt S. 6–7

M&A-Markt

M&A-Trends – wie Unternehmen sie nutzen S. 8–9

Partnersuche

Die Partnersuche als Erfolgsfaktor S. 10–11

Unternehmensbewertung

Was ist (m)ein Unternehmen wert? S. 12–14

Projektmanagement

Straffes Vorgehen ist gefragt S. 14–15

Due Diligence

Drum prüfe, wer sich (ewig) bindet S. 16–17

Verhandlungen

Zusammenspiel von Strategie, Taktik & Technik S. 18–19

Kaufvertrag

Typische Inhalte & Fallen S. 20–21

Steuern

Finanzielle Folgen des Steuerrechts S. 22–23

Best Practice

Wachsen durch Unternehmenszukauf S. 24–25

Post Merger Integration

Und nach dem Deal: PMI S. 26

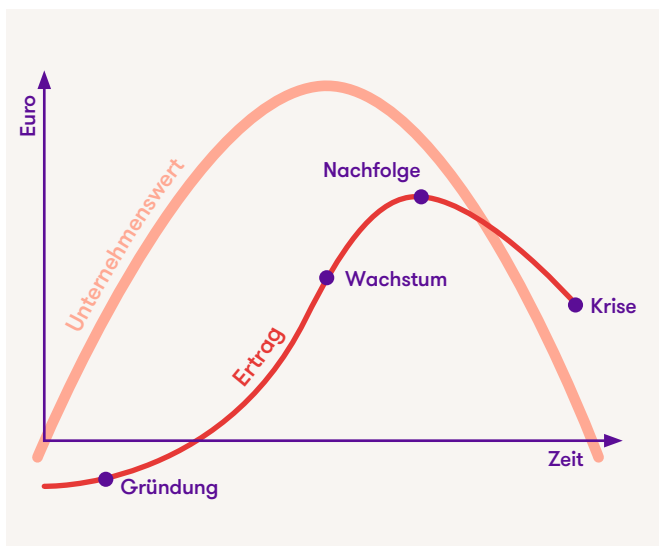
Glossar

Die wichtigsten M&A-Fachbegriffe S. 27–30



Der richtige Zeitpunkt ist entscheidend

Erfolgreiche Mergers & Acquisitions (M&A) sind eine Frage des Timings: Ist ein Unternehmensver- oder -zukauf geplant, entscheidet die Wahl des richtigen Zeitpunkts über den Erfolg der Transaktion. Denn die aktuelle Ertragsituation des Unternehmens spiegelt nicht automatisch den maximal erzielbaren Kaufpreis (Unternehmenswert) wider.



Für Unternehmen mit klaren Wachstumsperspektiven lassen sich in der Regel auch die höchsten Kaufpreise erzielen. Dagegen müssen junge Unternehmen oder solche mit ungelöster Nachfolgeproblematik häufig Preisabschläge hinnehmen. Dies kann – scheinbar paradox – dazu führen, dass Unternehmen mit niedrigen Gewinnen insgesamt einen höheren Kaufpreis erzielen als solche mit hohen Gewinnen – aufgrund der besseren Perspektive.

Die Beweggründe für den Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens können vielfältig sein und entweder selbst gesteuert – also gewollt – oder auch durch externe Faktoren vorgegeben werden:

Kaufanlässe

- Ausbau des eigenen Know-hows: Erwerb eines spezialisierten Unternehmens.
- Strategische Verstärkung: Zukauf von Wertschöpfungsstufen wie Lieferanten oder Kunden.
- Konsolidierungstendenzen im heimischen Marktumfeld: Akquisition als Mittel zur Ausschaltung von Wettbewerbern.
- Organisches Wachstum ausgereizt: Zukauf als Möglichkeit für weitere Entwicklung.
- Erreichen der so genannten „kritischen Masse“: Wachstum (auch international) der eigenen Kunden macht eigenes Wachstum bzw. „Mitziehen“ nötig.
- Globalisierung als Wachstumschance: Zukauf im Ausland, d. h. Eintreten in neue Märkte, Eingehen auf lokale Gegebenheiten, Minimieren von Währungsschwankungen und Überwinden von Markteintrittsbarrieren.
- Erschließung neuer Märkte: Dies kann sowohl produkt- als auch verfahrensbezogen sein.

Verkaufanlässe

- Konzentration auf das Kerngeschäft: Ausgliederung und Verkauf von Randbereichen eines Unternehmens.
- Verbesserung der Kapitalausstattung: Beteiligung durch einen Investor oder des Managements (Management Buy Out bzw. Management Buy In).
- Börsengang: In Vorbereitung eines Börsengangs werden Anteile an einen Finanzinvestor veräußert.
- Nachfolgeregelung: Ungeklärte interne Unternehmensnachfolge oder Eintreten eines unerwarteten Erbfalls.
- Ertragskrisen oder Sanierungssituation: Finanzielle Engpässe zwingen zum Verkauf.

Zu beachten ist:

Unabhängig von Anlass oder Umsetzung müssen drei wesentliche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Transaktion erfüllt sein:

- **Bestimmung der eigenen Position und Situation**
- **Nachvollziehbare Motive**
- **Formulierung eines klaren Ziels**

Gut vorbereitet ist halb umgesetzt

M&A-Prozesse erfolgreich steuern.



1. Gründliche Vorbereitung

Zu Beginn eines jeden M&A-Prozesses sollten die Erwartungen und Ziele, die an den Kauf bzw. Verkauf gebunden sind, möglichst genau geklärt werden:

- Geht es bei dem Kauf/Verkauf um ein ganzes Unternehmen oder nur um einen Teil?
- Soll eine Minderheit oder Mehrheit erworben/verkauft werden?
- Gibt es nicht betriebsnotwendiges „Tafelsilber“, das ausgesondert werden kann/soll?
- Was wird gekauft/verkauft? Ein profitables, finanziertes und wohlorganisiertes Unternehmen oder das Gegenteil?
- Wie soll die Zukunft des Unternehmens nach dem Kauf/Verkauf aussehen? Wie lange steht das vorhandene Management nach dem Kauf/Verkauf noch zur Verfügung?
- Existiert ein Wunsch-Investor bzw. Wunsch-Zielunternehmen? Besteht eine Vorliebe hinsichtlich der Nationalität oder des Investorenverhaltens?
- Existieren Management-Lücken? Und wenn ja: Wie können diese durch den Einsatz von externen Managern geschlossen werden?
- Wie wird der Kauf/Verkauf finanziert bzw. was kann der Verkäufer als Preis erwarten? Welche Rolle spielen Steuern?

Wichtig ist, dass der Käufer vorab eine „Schmerzgrenze“ für den maximal akzeptablen Kaufpreis definiert. Für den Verkäufer wiederum empfiehlt sich vor dem Kauf eine grundlegende interne Analyse – eine so genannte Vendor Due Diligence. Dabei werden mögliche Schwachstellen und „Stolpersteine“ für den weiteren Projektverlauf identifiziert. Auch macht es Sinn für den Verkäufer, vorab einen möglichen Veräußerungserlös festzulegen.

2. Die Partnersuche als strategischer Erfolgsfaktor

Für den M&A-Prozess ist die richtige Partnerwahl entscheidend: Inwieweit stimmen Produkte und Absatzmärkte, Größe und Finanzkraft überein bzw. ergänzen sich? Soll ein strategischer Partner oder ein Finanzinvestor in das Unternehmen einsteigen? Sollen auch Konkurrenten, Lieferanten und Kunden angesprochen werden?

In einer so genannten Long List werden zunächst mittels einer datenbank- und erfahrungsbasierten Vorauswahl mögliche Partner/Unternehmen zusammengestellt. Daraus wird nach einer detaillierten Stärken- und Schwächen-Analyse eine Short List mit den geeigneten Unternehmen erstellt. Diese bildet die Basis für eine gezielte und anonyme Ansprache: Nicht die Masse der angesprochenen Partner entscheidet, sondern deren Profil.

Vertraulichkeit hat oberste Priorität bei der Kontaktaufnahme mit dem potenziellen Käufer bzw. Verkäufer. Aus diesem Grund findet ein gestufter Informationstransfer in Form von anonymen Kurzbeschreibungen und Langexposés statt. Vor der Herausgabe von Daten oder einer Namensnennung wird eine Vertraulichkeitsvereinbarung mit dem Interessenten geschlossen. Liegt ein Sanierungsfall vor, sollten auch frühzeitig Gespräche mit Hausbanken geführt werden.

3. Solide Unternehmensbewertung

Eine solide Unternehmensbewertung dient als fundierte Kaufpreisprognose und zuverlässige Verhandlungsgrundlage für den weiteren Prozess. Dabei werden die wesentlichen Werttreiber eines Unternehmens wie Personal, Deckungsbeiträge und die Investitionsintensität ermittelt. Auch zeigen sich besonders werthaltige und wertlose Geschäftsfelder, die ggf. vor dem Verkauf vom Unternehmen abgespalten werden sollten.

Nicht die Masse der angesprochenen

Partner entscheidet, sondern deren Profil.



Die Unternehmensbewertung basiert typischerweise auf einer komplexen Unternehmensplanung mit vielen Einflussfaktoren. Es lassen sich drei Methoden – statische, dynamische und Mischverfahren – unterscheiden. Die statischen Verfahren ermitteln einen vermögensorientierten Unternehmenswert wie z. B. den Substanzwert. Dynamische Verfahren errechnen einen Wert auf Basis von Ertragspotenzialen, z. B. Discounted Cash Flow (DCF) oder Ertragswert. Mischverfahren kombinieren die statischen oder dynamischen Verfahren oder vereinfachen sie stark, z. B. Bewertung nach Branchen-Multiples.

4. Due Diligence – Prüfung von Käuferseite

Als nächstes erfolgt die Due Diligence, also eine umfassende Prüfung des Unternehmens durch die Käuferseite. Dabei werden Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken des Unternehmens analysiert, um die Risiken bei der Übernahme zu minimieren, den Kaufpreis zu verifizieren und erste Maßnahmen für die Zeit nach einem Verkauf aufzuzeigen. Am häufigsten werden dabei die Finanzlage z. B. anhand von Jahresabschlüssen, Ergebnisanalysen oder Kreditsituation, die Rechtslage (Gesellschaftsverträge, Kapitalmaßnahmen usw.) und Steuerthemen (Steuererklärungen und -bescheide, Angemessenheit von Geschäftsführervergütungen usw.) geprüft. Die Offenlegung sensibler Daten, wie z. B. Jahresabschlüsse, Gesellschaftsverträge und Kundenlisten erfolgt in einem entsprechend vorbereiteten Datenraum.

5. Richtig verhandeln

Im Vorfeld von Vertragsverhandlungen sollten die Strategie sowie mögliche Ausweichkonzepte festgelegt und die Rollen verteilt werden. Detailfragen wie Zeitplan oder variable Kaufpreisanteile werden in einer Absichtserklärung beider Parteien (Letter of Intent/LOI) vorvertraglich festgelegt. Alle Detailfragen werden parallel oder nachträglich zur Unternehmensanalyse (Due Diligence) im Kaufvertrag aufgeführt und verhandelt. Beide Seiten sollten bei der Verhandlung folgende Grundregeln

beachten: keine Einigung um jeden Preis, flexibel auf Veränderungen reagieren sowie hart in der Sache, aber konziliant im Ton bleiben.

6. Anpassungen nach Vertragsabschluss

Nach Abschluss des Kaufvertrages folgt die Post Merger Integration (PMI): Das gekaufte Unternehmen wird in das des Käufers integriert, oder – wenn es eigenständig weiterbestehen soll – zumindest angepasst. Dabei sollten wichtige Unternehmensfunktionen sowie die Unternehmenskulturen aufeinander abgestimmt werden, bspw. durch einheitliche Entscheidungsprozesse und Entlohnungssysteme. Nur dann lassen sich Synergien realisieren und die Mitarbeiter langfristig motivieren.

Unternehmensverkäufe und -käufe

sind das Ergebnis von Bauch- und

Kopfentscheidungen.

Zu guter Letzt

Unternehmensverkäufe und -käufe sind das Ergebnis von Bauch- und Kopfentscheidungen. Sie scheitern häufig nicht an technischen oder finanziellen Fragen, sondern an persönlichen Einstellungen, überzogenen Preisvorstellungen, zu lässigem Projektmanagement oder dem Fehlen unternehmerischer Risikobereitschaft. Die Kern-Erfolgsfaktoren eines vorteilhaften, Gewinn bringenden, gelungenen M&A-Prozesses sind daher:

- **Qualifizierte Partnersuche**
- **Straffes Projektmanagement**
- **Realistische Unternehmensbewertung**
- **Praktikable und zeitnah umsetzbare Verhandlungsergebnisse**

M&A-Trends – und wie Unternehmen sie für sich nutzen

M&A-Markt konstant in Bewegung – mal stürmisch, mal moderat.



Transaktionsmärkte lassen sich mit Wellenbewegungen beschreiben: Technologischer Fortschritt, Globalisierung, manchmal aber auch nur Managerfantasien sorgen für Phasen der Weltwirtschaft, in denen besonders viele Unternehmen ihre Eigentümer wechseln. In jeder Welle laufen M&A-Aktivitäten zunehmend „heiß“, um dann mitunter dramatisch abzukühlen. Dabei sind die M&A-Wellen maßgeblich mit der Konjunktur verknüpft – nach jeder Welle folgte bislang eine Rezession.

Die Frage, wie sich der M&A-Markt entwickelt, hängt von vielen Rahmenbedingungen ab: Der Weltwirtschaft im Allgemeinen, den lokalen Gegebenheiten, den zur Verfügung stehenden Finanzmitteln und vor allem der allgemeinen Stimmung.

2008 beeinflusste die Kredit- und Finanzmarktkrise die weltweiten Fusionen und Übernahmen. Eine ganze Reihe von Finanzhäusern hatte erhebliche Probleme oder stand gar vor dem Zusammenbruch, Kredite wurden knapp – auch für Unternehmenskäufe.

Darüber hinaus versuchten viele Unternehmen ihr Tagesgeschäft – zum Teil ihr Überleben – zu sichern. Für Übernahmen waren weder Geld noch Managementkapazitäten verfügbar. Kaum jemand hatte „Lust“ auf das „Experiment“ Unternehmenskauf. Führungskräfte waren extrem risikoscheu, Transaktionen wurden abgesagt oder verschoben.

Neben dem Rückgang von Transaktionen gingen zudem stark sinkende Verkaufspreise einher und – eher im Verborgenen – eine Verschiebung vertraglicher Risiken zu Lasten der Unternehmensverkäufer. Wer in der Krise nicht verkaufen musste, legte seine eigenen Bemühungen eher auf Eis und wartete auf eine sich erholende Konjunktur. Alle anderen mussten „viele Kröten schlucken“.

Typische Folgen eines Konjunktur- und M&A-Abschwungs (-Aufschwungs):

- Die Zahl der Transaktionen sinkt (steigt) absolut.
- Der Preis pro Transaktion sinkt (steigt).
- Refinanzierungen sind schwerer (leichter) und auch nur in kleinerem (größerem) Umfang zu erlangen.
- Entscheidungsträger verlieren (verstärken) ihr Interesse an Unternehmensakquisitionen, Prozesse werden abgesagt (vorgezogen) oder verlangsamt (beschleunigt) sich enorm.
- Wirtschaftlich gut aufgestellte Verkäufer „vertagen“ (beschleunigen) den Verkauf.
- Vertragliche Klauseln verschieben sich zu Lasten (zu Gunsten) der Verkäufer.
- Grenzüberschreitende Transaktionen sinken (steigen) überproportional.

Verhaltensnormen für Krisen- und Boomzeiten

In der Vorbereitungsphase: Sind Käufer oder Verkäufer in der Vorbereitungsphase eines Unternehmenskaufs, also z. B. noch bei der Strategiefindung, sollten die neuen Rahmenbedingungen mit berücksichtigt und auch bereits getroffene Entscheidungen in Frage gestellt werden. So kann der Entschluss zuzukaufen obsolet sein, wenn die eigenen Kunden auf breiter Front in Schwierigkeiten geraten. Umgekehrt eröffnet ggf. das Anschwellen einer Krise für manches Unternehmen erst die Option auf einen Zukauf – gerade wenn es viele kleinere Wettbewerber gibt, die einen konjunkturellen Abschwung kaum überleben. Hier kann das Zücken des rettenden Scheckbuchs manches Schnäppchen besichern.

In der Prüfungsphase: Käufer investieren in schlechten Zeiten für eine Due Diligence mehr Zeit und Geld. Zu groß ist die Gefahr, den ggf. auch deutlich niedrigeren Kaufpreis komplett falsch zu investieren. Neue Rahmenbedingungen sind laufend zu verarbeiten, die Abbruch-Option rückt stärker in den Vordergrund. Häufig ist bis zur letzten Minute unklar, ob der Verkauf zustande kommt. Verkäufer können sich dagegen schützen, indem sie für Exklusivität und Datenraum enge Fristen setzen, so dass der Kaufinteressent seine eingesetzten Kapazitäten deutlich erhöhen muss. Bei guten Rahmenbedingungen ist der Verkäufer jederzeit in der Lage, die Transaktion ohne Schaden abzubrechen – sei es, weil noch andere Käufer parat stehen oder weil das Tagesgeschäft extrem profitabel ist. Auch besitzt er die Möglichkeit, sensible Daten länger und in größerem Umfang zurückzuhalten.

In der Verhandlungs- und Preisfindungsphase:

Die Grundregel lautet: Läuft der M&A-Markt gut und rund, können Verkäufer höhere Preise, in weniger Raten, bei überschaubaren Zusicherungen erzielen. In unsicheren Zeiten mit noch unsichereren Geschäftsaussichten ist es dagegen kaum möglich, einen attraktiven Kaufpreis mit Abschluss der Transaktion in einer Summe sofort zu vereinnahmen. Der Käufer wird immer erfolgreich variable Kaufpreisanteile (Earn-Out) durchsetzen, die ggf. sogar die Hälfte des gesamten Kaufpreises ausmachen können. Auch ist er in der Lage, dem Verkäufer weitreichende Zusicherungen und Garantien abzutrotzen, da er vermuten kann, der einzige Interessent zu sein und zudem für das eigene Unternehmen übervorsichtig handeln muss. So häufen sich in der Krise die sogenannten MAC-Klauseln (Material Adverse

Change) in Verträgen, die bei erheblicher Veränderung des Geschäftsverlaufs nach dem Verkauf den Käufern weitreichende Rechte einräumen – sei es zur Kaufpreisanpassung oder sogar zum Rücktritt vom Kauf. Auch hier gilt: Wer nicht verkaufen muss, sollte die Verhandlungen lieber abbrechen, wenn er sich „über den Tisch gezogen fühlt“ und den Verkauf vertagen. Besondere Vorsicht ist geboten, wenn Investoren mit am Tisch sitzen, die sich auf „Sondersituationen“ bei Unternehmen – also auf Sanierungen – spezialisiert haben. In der Krise versuchen zumindest die unseriösen Vertreter dieser Gattung, die Unternehmen gänzlich ohne Kapitaleinsatz zu erwerben. Die Gesellschafter erhalten dann aufgrund der eingeschränkten Ertragslage nur einen Besserungsschein jedoch kein Geld und Lieferanten sowie Mitarbeiter müssen anschließend durch Lohnkürzungen und Stundung die Liquiditätslücken des Unternehmens schließen.

Die Frage, wie sich der M&A-Markt entwickelt,

hängt von vielen Rahmenbedingungen ab:

der Weltwirtschaft, den lokalen Gegebenheiten,

den Finanzmitteln und vor allem der

allgemeinen Stimmung.

Was ist noch wichtig?

Wem als Verkäufer die Zeit davon läuft, weil es dem zu verkaufenden Unternehmen schlecht geht und die Liquidität auszugehen droht, sollte im Verkaufsprozess ein bisschen freihändiger agieren und durchaus mehr Investoren als üblich ansprechen. Die Situation des Unternehmens sollte frühzeitig kommuniziert werden, dass für die Rettung keine wertvolle Zeit vergeudet wird.

Doch auch der Verkäufer eines gesunden Unternehmens kann in die Situation geraten, dass sich niemand für sein Unternehmen interessiert, obwohl dies nicht in seiner Verantwortungssphäre liegt. In solchen Fällen gilt es Zeitpläne und Fristen aufzustellen, ein jahreslanges „Anbieten wie Sauerbier“ beschädigt nur den Ruf des Unternehmens.

Vor allem brauchen Verkäufer einen „Plan B“. Der kann zunächst daraus bestehen, weiterzumachen wie bisher. Das ist jedoch schwierig, sollte der Verkauf aus Altersgründen erfolgen. Dann bietet sich alternativ an, einen Fremd-Geschäftsführer zu suchen, der das Tagesgeschäft übernimmt, während sich der Besitzer selbst auf die Gesellschafterrolle zurückzieht. Unter Umständen gibt es auch eine zweite Führungsebene im Unternehmen, die für einen Kauf in Frage kommt (Management Buy Out).

Manche Unternehmen treten die „Flucht nach vorne“ an: Wer als Verkäufer aufgrund mangelnder Größe scheitert, sollte vielleicht zunächst selbst als Käufer auftreten.

Die Partnersuche als Erfolgsfaktor

Übernahmekandidaten und Investoren gezielt suchen und ansprechen.

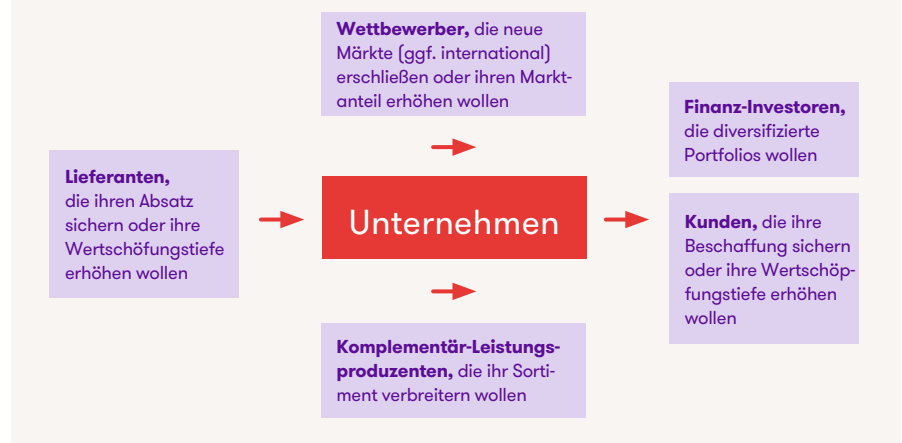
Ausgangspunkt für eine erfolgreiche Partnersuche ist ein Anforderungsprofil mit den Eckdaten des optimalen Käufers bzw. Verkäufers. Dabei spielen Größe und Finanzkraft, ebenso wie Produktpalette und Absatzmärkte des potenziellen Partners genauso wie spezielle Produktionsverfahren oder Vertriebskanäle eine Rolle.

Zu klären ist auch:

- Gibt es Einschränkungen für Konkurrenten, Lieferanten und Kunden, oder ist es möglich bzw. sinnvoll insbesondere diese anzusprechen?
- Es muss entschieden werden, ob beim Verkauf ein strategischer Partner oder ein Finanzinvestor gesucht wird – oder beides.
- Ein wichtiger Faktor ist zudem die Unternehmensgröße. So macht es wenig Sinn, bei einem Verkauf Unternehmen anzusprechen, die so groß oder gar kleiner sind als das zu verkaufende Unternehmen, da hier im Regelfall keine ausreichende Finanzkraft beim Käufer vorliegen dürfte (Ausnahme: Konzern-Tochtergesellschaften).

Eine detaillierte und durchdachte Partnersuche ist nicht zu unterschätzen – erfahrungsgemäß springt im Verlauf eines Kauf-/Verkaufsprozesses eine Vielzahl von Interessenten ab. Anhand der definierten Anforderungen gilt es möglichst viele passende Partner zu identifizieren. Potenzielle Interessentengruppen können systematisch entlang der Wertschöpfungskette erhoben werden.

Der Wahl des Ansprechpartners und des Kontaktzeitpunktes kommt eine besondere Bedeutung zu.



Für die Identifikation potenzieller Partner sind die zur Verfügung stehenden Informationsquellen entscheidend:

- Welche Informationen sind in welchem Umfang erhältlich?
- Wie hoch ist der zeitliche Aufwand der Informationsbeschaffung?
- Sind die Daten vertrauenswürdig? Zuverlässig und aktuell?
- Sind die Daten frei verfügbar oder kostenpflichtig? Zur Unternehmensrecherche bieten sich öffentlich zugängliche Quellen an, wie z. B. der elektronische Bundesanzeiger oder Branchenverbände. Häufig muss allerdings aufgrund mangelnder Qualität auf nicht-öffentliche, kostenpflichtige Datenbanken zurückgegriffen werden. In manchen Fällen ist eine Datenbeschaffung auch für Experten kaum möglich.
- Familienunternehmen veröffentlichen kaum interne Daten; die wenigen öffentlich zugänglichen Informationen sind nur schwer analysierbar und häufig veraltet.
- Die Recherche internationaler, nicht börsennotierter Unternehmen ist durch fehlende Transparenz und Datenvergleichbarkeit schwierig.
- Die für ein M&A-Vorhaben entscheidenden Aussagen zu Strategiewechseln oder zu bisherigen Kauf-/Verkaufsaktivitäten werden meist nicht oder nur mit zeitlicher Verzögerung bekannt gegeben.

Eine mögliche Lösung besteht darin,
 die Kontaktaufnahme an die Datenverfügbarkeit
 zu knüpfen, transparente Unternehmen also
 zuerst anzusprechen.

Die Informationen der recherchierten Unternehmen werden in einer so genannten Long List zusammengestellt. Dies sind u. a. Kontaktdaten, Gesellschafter-, Führungs- sowie Unternehmensstruktur, Eckdaten zur Finanzlage sowie zu den Produkten und weitere Kriterien. In der Long List enthalten sind auch Unternehmen aus ähnlichen oder angrenzenden Branchen, die sich während der Recherche als ebenfalls interessante Kaufobjekte bzw. Käufer herausgestellt haben. Diese Vorauswahl von Unternehmen wird in einem Selektionsprozess (Stärken- und Schwächen-Analyse) zu einer Short List verkürzt. Auch schließen Käufer/Verkäufer bestimmte Unternehmen, bspw. aus persönlichen Gründen, von der Kontaktaufnahme explizit aus.

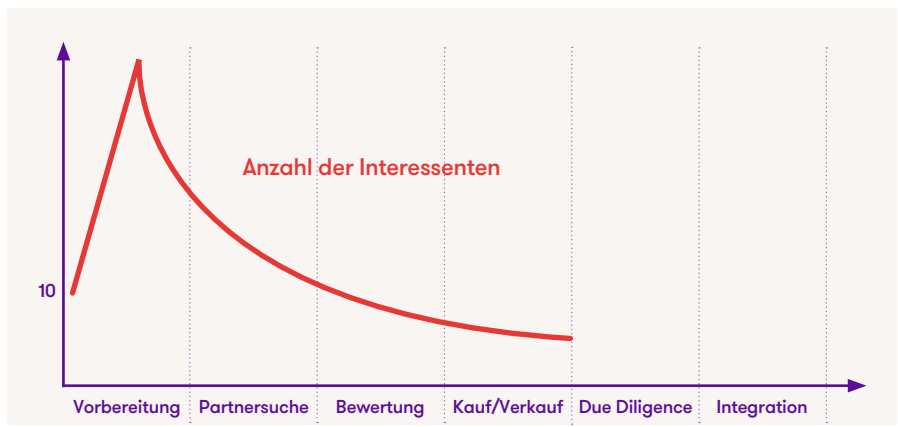
Je nachdem, ob ein Unternehmenskauf oder -verkauf geplant ist, verläuft die Kontaktaufnahme unterschiedlich:

Kontaktaufnahme bei Unternehmenskauf

Wenn das Zielunternehmen bereits eine Verkaufsabsicht geäußert hat, z. B. durch Pressemitteilungen oder informelle Gespräche auf Fachmessen, braucht das zukaufende Unternehmen nur formell sein Interesse zu bekunden und kann ggf. unverzüglich mit dem Akquisitionsprozess beginnen. Hat sich der potenzielle Verkäufer jedoch noch nicht mit dem Verkauf beschäftigt oder es existiert im Gesellschafterkreis des Verkäufers keine einheitliche Meinung zu einem Verkauf, so kommt der Wahl des Ansprechpartners und des Kontaktzeitpunktes eine besondere Bedeutung zu. Gerade die Auswahl des Gesprächspartners bei Familienunternehmen, die sich in der zweiten oder dritten Generation befinden, ist schwierig. Der Gesellschafterkreis ist oft nur schwer zu überschauen, die Gesprächsführung verlangt viel Erfahrung.

Kontaktaufnahme bei geplantem Verkauf

Bei Unternehmensverkäufen werden entweder strategische Investoren wie direkte Wettbewerber, Kunden und Zulieferer oder Finanzinvestoren angesprochen. Die Anzahl der kontaktierten Unternehmen unterscheidet sich, je nachdem welches Verkaufsverfahren gewählt wird (Exklusiv- oder Parallelverfahren und/oder eine kontrollierte Auktion).



Grundsätzlich gibt es bei der Kontaktaufnahme folgende Vorgehensweisen, die auch parallel zueinander erfolgen können:

- 1. Brief-/E-Mail-Kontakt**, in dem erste Daten und Absichten den Investoren anonymisiert bekannt gegeben werden.
- 2. Telefonkontakt**, in dem ein erster persönlicher Kontakt zwischen M&A-Berater und Investor zustande kommt.
- 3. Indirekte Ansprache** über Verbände, Beteiligungsgesellschaften und andere Institutionen.

Oberste Priorität ist Vertraulichkeit.

Gerade bei Wettbewerbern besteht die Gefahr, dass ein Interesse vorgetäuscht wird, um an unternehmensinterne Daten des Verkäufers zu gelangen. Die Übermittlung der Informationen über das zu verkaufende Unternehmen erfolgt daher in einem gestuften Prozess: Nach anonymer Kurzbeschreibung folgt bei weitergehendem Interesse erst nach Unterzeichnung einer Vertraulichkeitsvereinbarung ein Langexposé (auch Verkaufsexposé oder Information Memorandum genannt) mit dem Namen des Verkäufers und ersten internen Unternehmensdaten (Standorte, Jahresabschlusszahlen, Produktübersicht). Daran anknüpfend folgen erste Gespräche mit potenziellen Partnern, die nächste Phase im M&A-Prozess kann eingeläutet werden. Wirklich vertrauliche Daten wie Deckungsbeiträge oder Kundennamen sollten erst in einer Due Diligence offen gelegt werden.

Was ist (m)ein Unternehmen wert?

Der Wert eines Unternehmens spielt bei Verhandlungen eine wesentliche Rolle.

Eine fundierte Kaufpreisprognose ist die Basis einer zuverlässigen Verhandlungsgrundlage für den weiteren M&A-Prozess. Sie verhindert, dass ein Verkauf an überzogenen Preisvorstellungen scheitert. Durch die Analyse des Unternehmens können wesentliche Werttreiber ermittelt und ggf. besonders werthaltige oder auch wertlose Geschäftsfelder vor einem Verkauf abgespalten werden.

Bei Unternehmensverkäufen differieren naturgemäß die Kaufpreisvorstellungen von Käufer und Verkäufer



Bewertungsanlässe



Quelle: Peter Seppelfricke, „Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung“

Nicht nur der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens gibt Anlass für eine Unternehmensbewertung. Auch Erbschaften, Schenkungen, Abfindungen oder ein Börsengang können Anstoß geben, den aktuellen Wert eines Unternehmens festzustellen. Die Ziele einer Bewertung können ganz unterschiedlich sein, wie z. B. zur Ermittlung von Verkaufspreisen und Abfindungszahlungen oder Vorbereitung von Investitionsentscheidungen.

Bei Unternehmensverkäufen differieren naturgemäß die Kaufpreisvorstellungen von Käufer und Verkäufer: Das „unternehmerische Herzblut“ des Verkäufers trifft auf einen (strategischen) Investor, der versucht, den Kaufpreis möglichst gering zu halten.

Typische Argumente des verkaufenden Unternehmers:

- Anerkennung für die Leistungen der letzten Jahrzehnte.
- „Entschädigung“ für getätigte Investitionen: Gebäude, Maschinen, Personal.
- Mitbewerber konnten Unternehmen (angeblich) ebenfalls für viel Geld veräußern.

Für den Käufer macht hingegen das zukünftige Ertragspotenzial den Unternehmenswert aus.

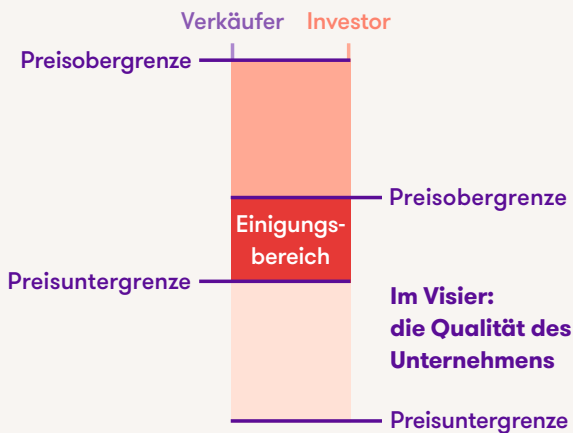
Dabei zielt er besonders auf mögliche Risiken ab:

- Es gibt keine Garantien für zukünftige Gewinne.
- Synergien sind schwierig zu heben.
- Unternehmen ist abhängig von Person des Verkäufers.
- Rechtliche und steuerliche Risiken.

Trotz unterschiedlicher Werte- und Zielvorstellungen kann häufig eine Einigung zwischen den beteiligten Parteien erzielt werden. Ein Grund hierfür ist der Wunsch des Verkäufers, eine unsichere Zukunft gegen einen garantierten Verkaufspreis einzutauschen. Der Käufer wiederum ist überzeugt, im Vergleich zum Verkäufer einen höheren Wert für das Unternehmen generieren zu können.

Gibt es einen objektiven Unternehmenswert?

Verschiedene Faktoren haben Einfluss auf den Unternehmenswert.



Der tatsächliche Unternehmenswert

Was macht den Wert eines Unternehmens aus?

Für den Käufer zählen nicht die Gewinne der Vergangenheit, sondern vor allem die Gewinne von morgen. Einen entscheidenden Einfluss auf die zukünftigen Gewinne und damit auf die Unternehmensbewertung haben:

- **Know-how:** Gibt es Spezialwissen im Unternehmen, das gehalten werden muss?
- **Mitarbeiter:** Gibt es Personallücken? Wie liegen die Vergütungsstrukturen?
- **Kunden:** Wie stabil lassen sich Umsätze nach Kunden planen?
- **Lieferanten:** Wie sind die Preisentwicklungen, z. B. bei Rohstoffen?
- **Innovationen:** Welche Neuerungen sind geplant? Wie sollen neue Produkte entwickelt werden?
- **Berichtswesen:** Gibt es eine integrierte Unternehmensplanung? Wie gut waren die Planungen in der Vergangenheit?
- **Sachwerte:** Welche Gebäude, Grundstücke, Maschinen etc. gehören zum Unternehmen? Welche Investitionen sind zur Steigerung/zum Erhalt der Ertragskraft notwendig?

Diese Faktoren müssen sachgerecht erfasst, monetär beurteilt, gewichtet und zu einem objektiven Unternehmenswert verdichtet werden. Prinzipiell lassen sich die Bewertungsverfahren in statische, dynamische und so genannten Mischverfahren unterteilen.

Bei Unternehmensverkäufen differieren naturgemäß die Kaufpreisvorstellungen von Käufer und Verkäufer.

Statische Verfahren – eine Auswahl

Das Substanzwertverfahren ermittelt den Unternehmenswert vermögensorientiert. Aus der Summe der isoliert bewerteten Vermögensgegenstände abzüglich der isoliert bewerteten Schulden eines Unternehmens ergibt sich der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag. Für die Berechnung des Substanzwertes wird die Fortführung des Unternehmens angenommen (Reproduktionswert). Dabei werden zukünftige Gewinne nicht berücksichtigt – dies gilt als größter Kritikpunkt.

Der Substanzwert kommt typischerweise nur dann zum Tragen, wenn es sich um Unternehmen mit dauerhaft niedriger Rendite (gemessen am Kapitaleinsatz) oder langfristigen Verlusten handelt. Der Substanzwert übersteigt dann den Ertragswert.

Das Liquidationswertverfahren funktioniert nach dem gleichen Prinzip, setzt aber keine Fortführungswerte, sondern Liquidationserlöse an.

Das Stuttgarter Verfahren ist ein steuergesetzlich begründetes Verfahren zur Unternehmensbewertung. Wegen der fehlenden Berücksichtigung zukünftiger Gewinne und der Vermischung von Ertrags- und Vermögensgrößen ist es zur Unternehmensbewertung vollständig ungeeignet und kann als Abfindungsklausel in Gesellschaftsverträgen sogar zu rechtlichen Problemen führen.

Dynamische Verfahren

Bei den dynamischen Verfahren werden die zukünftigen Erfolge des Unternehmens geplant und dann auf den gewählten Bewertungsstichtag abgezinst. Die verschiedenen Varianten, z. B. Discounted Cash Flow-Verfahren und Ertragswert, unterscheiden sich nur hinsichtlich der abzuzinsenden Erfolgsgröße, führen aber alle zu identischen Unternehmenswerten. Vermögenswerte spielen dabei nur indirekt eine bewertungsrelevante Rolle, z. B. über Abschreibungen oder bei der Bewertung nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Entscheidend sind die zukünftigen Gewinne.

Die Berechnung des Abzinsungsfaktors erfolgt nach sehr komplexen, kapitalmarktorientierten Verfahren, bspw. dem so genannten Capital Asset Pricing Model (CAPM bzw. Tax-CAPM). Größte Schwäche der dynamischen Verfahren sind die unvermeidbare Planungsunsicherheit und die Scheingenauigkeit der Abzinsungsfaktoren.

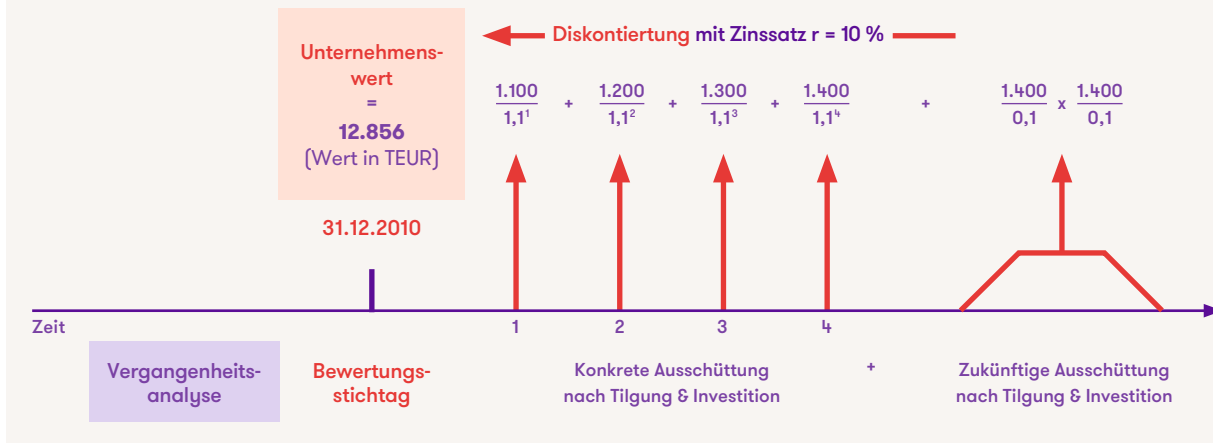
Marktwertorientierte Mischverfahren (Praktiker- bzw. Multiplikatormethoden)

Die Multiple-Verfahren genießen hohe Akzeptanz, da sie einfach zu verstehen und anzuwenden sind.

Branchen-Multiplikator

Branchentypische Bewertungsfaktoren, wie z. B. der Umsatz einer Steuerberatungskanzlei oder die Anzahl der Gebrauchtwagen bei einem Kfz-Händler, werden mit einer Konstanten oder einem Geldbetrag multipliziert, um zu einem Unternehmenswert bzw. Verkaufspreis zu gelangen. Diese Methode basiert auf der Annahme ähnlicher Kostenstrukturen bei Unternehmen der gleichen Branche und in der Realität gezahlten Preisen. Individualfaktoren des einzelnen Unternehmens werden entweder gar nicht oder nur pauschal berücksichtigt. Es wird eine standardisierte Ergebnisstruktur unterstellt, die im Einzelfall aber nicht zutreffen muss. Wachstum wird nicht berücksichtigt.

Ermittlung des Unternehmenswertes mit der Ertragswertmethode



Quelle: Eva Nathusius, Ann-Kristin Achleitner, „Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen“

Vergleichbarer Handelswert

Die Bewertungen basieren auf Analysen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Die größte Schwierigkeit liegt in der fehlenden Vergleichbarkeit eines börsennotierten Unternehmens mit einem Mittelständler und den starken Schwankungen von Börsenkursen.

Vergleichstransaktionen

Zur Bemessung des Unternehmenswertes wird auf Transaktionspreise zurückgegriffen, die für vergleichbare Unternehmen bezahlt wurden. Insbesondere im Mittelstand werden Verkaufspreise selten veröffentlicht, so ist die Zusammenstellung von Vergleichspreisen oft nur eingeschränkt möglich.

Die aus erfolgten Transaktionen abgeleiteten veröffentlichten EBIT-Multiplikatoren lassen sich nach Branchen und Unternehmensgrößen unterteilen. Zusätzlich ist die individuelle Finanzverschuldung des zu verkaufenden Unternehmens zu berücksichtigen:

Beispiel für ein Unternehmen aus der Baubranche:

EBIT 10 Mio. EUR x Multiple Baubranche 3,9 = 39 Mio. EUR Unternehmenswert vor Finanzverbindlichkeiten

Trotz vieler Kritikpunkte, wie z. B. mangelnde Berücksichtigung von Wachstum oder fehlende Überprüfbarkeit der Mischverfahren, haben sich diese Verfahren in der Praxis wegen ihrer einfachen Anwendbarkeit zunehmend durchgesetzt.

Preis schlägt Wert

Entscheidend ist: Viel wichtiger als das gewählte Bewertungsverfahren ist die Qualität der Eingabedaten, der Rest ist Verhandlungsgeschick. Ob ein auf dem Papier errechneter Unternehmenswert auch in der Praxis realisierbar ist, also ob sich ein Käufer finden lässt, der den Unternehmenswert bezahlt, ist häufig abhängig von anderen, außerhalb der Bewertung liegenden Faktoren.



Straffes Vorgehen ist gefragt

Der Erfolg eines M&A-Prozesses hängt maßgeblich von einem straffen Projektmanagement ab. Auch wenn jede Transaktion anders verläuft, wiederholen sich die einzelnen Arbeitsschritte. Um die Parteien zügig zur Entscheidung zu führen, müssen alle erforderlichen Aktivitäten zeitnah angegangen werden.

Mangelnde Sorgfalt führt zu Problemen

Da M&A-Transaktionen (zumeist) keinen Aufschub dulden, müssen die einzelnen Prozessschritte mit der nötigen Sorgfalt geplant werden. Das Informationsmemorandum hilft z. B. potenziellen Interessenten, sich einen besseren Überblick zu verschaffen und im Vorfeld abzuwägen, wie der Erwerb des Unternehmens als strategische Ergänzung aussehen könnte. Wird das Memorandum nicht mit der erforderlichen Genauigkeit angefertigt, treten frühzeitig Missverständnisse auf, die zu falschen Vorentscheidungen führen können. Auch die Unternehmensbewertung benötigt ausreichend Zeit. Denn der Kauf- bzw. Verkaufspreis ist eine entscheidende Säule der Verhandlungen. Eine falsche oder zu ambitionierte Bewertung verlängert die gesamte Transaktionsphase oder kann diesen Prozess sogar scheitern lassen. Ein Unternehmensverkauf umfasst mit seinen einzelnen Arbeitsmodulen in der Regel sechs bis acht Monate. Die anschließende Unternehmensintegration dauert nach Vertragsabschluss normalerweise ca. 24 Monate.

Prozesssteuerung erhöht die Erfolgswahrscheinlichkeit

Auch wenn ein M&A-Prozess sorgfältig vorbereitet und durchgeführt werden muss, kann ein zu geringes Tempo die gesamte Transaktion gefährden. Hier sind insbesondere die M&A-Berater gefordert, die Beteiligten regelmäßig mit Informationen zu versorgen, offene Fragen anzusprechen, Unterlagen zusammenzustellen, Treffen zwischen den Vertragsparteien zu organisieren und Termine zu setzen. Auch ist es wichtig, die erreichten Prozessschritte festzuhalten. Protokolle und optimalerweise ein LOI (Letter of Intent) fixieren die erzielten Verhandlungsergebnisse

und verhindern so den Rückfall in eine Endlosschleife. Delikat sind besonders die eingeräumten Bedenkzeiten: Wer glaubt, ungeklärte Punkte aussitzen zu können oder durch längeres Nachdenken automatisch eine risikofreie Position zu erreichen, steht am Ende mit leeren Händen da. Der Verkauf bzw. Kauf eines Unternehmens stellt immer ein unternehmerisches Risiko dar, das gemindert, aber nie ausgeschaltet werden kann.

Quick and dirty – manchmal nötig

Eine Ausnahme bildet die so genannte Distressed M&A-Transaktion (Notverkauf) aus der Krise heraus. Ist die Rettung eines Unternehmens nur durch Verkauf möglich, ist Zeit der entscheidende Faktor. In diesem Fall sind Verkürzungen in den einzelnen Prozessstufen erlaubt und notwendig. Die höheren Risiken führen oftmals zu einem niedrigeren Verkaufserlös. Statt einer alles umfassenden Due Diligence kann zum Beispiel eine Red Flag Due Diligence durchgeführt werden. Hierbei werden Red Flags (kritische Bereiche) im Vorfeld identifiziert und gezielt überprüft. Wichtig ist: Tauchen während der Überprüfung dieser Red Flags unüberschaubare Risiken auf, muss entweder sofort auf eine umfassende Kontrolle umgeschwenkt oder, wenn das zeitlich nicht möglich ist, der Kauf abgeblasen werden.

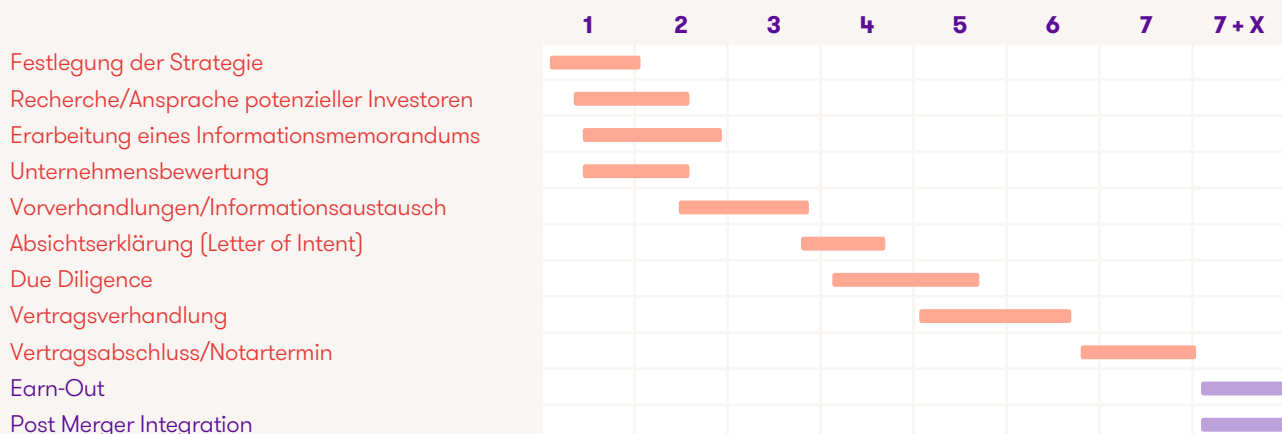
In der Ruhe liegt die Kraft

Dieser Grundsatz hat auch im M&A-Prozess Gültigkeit. Misst man den einzelnen Prozessabschnitten genügend Bedeutung und Zeit bei und führt dennoch konsequent von einem Entscheidungspunkt zum nächsten, so wird die Transaktion des Unternehmens auch erfolgreich verlaufen.

Arbeitsschritte und Zeitrahmen eines M&A-Prozesses

Aktivitäten

Zeitablauf in Monaten



Drum prüfe, wer sich (ewig) bindet

Due Diligence kann mit einem gründlichen Gesundheitscheck beim Arzt verglichen werden – das Kaufobjekt wird vom (potenziellen) Käufer und dessen Beratern auf „Herz und Nieren“ geprüft.

Dabei muss diese Analyse – wie die deutsche Übersetzung des Begriffs Due Diligence schon aussagt – mit „angemessener bzw. erforderlicher Sorgfalt“ erfolgen. Es bleibt nicht beim Abhören und Fiebermessen, sondern das gesamte Unternehmen wird in einer intensiven und ganzheitlichen Untersuchung durchleuchtet.

Am Ende steht die Diagnose, die ein Gesamtbild der wirtschaftlichen, finanziellen und rechtlichen Lage, der Zukunftsaussichten sowie der Chancen und Risiken des Unternehmens darstellt. Damit ist die Basis für die Verhandlung des Transaktionspreises und für die kaufvertragliche Ausgestaltung von Gewährleistungspflichten geschaffen. Gleichzeitig können erste Maßnahmen für die Zeit nach einem Verkauf aufgezeigt werden.

Die Methoden der Due Diligence variieren individuell in Inhalt und Umfang ebenso wie im Zeitrahmen der Durchführung. Es wird zwischen einer Pre-Acquisition bzw. Vendor Due Diligence, die vom Verkäufer vor dem Verkauf durchgeführt wird, und einer Post-Acquisition Due Diligence, die während der Vertragsverhandlungen, selten erst nach dem Verkauf erfolgt, unterschieden.

Finanzielle Aspekte

Im Rahmen der Financial Due Diligence findet eine Analyse des internen und externen Rechnungswesens und Controllings zur Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage statt. Teilweise werden auch Unternehmensplanungen begutachtet, insbesondere wenn diese Grundlage einer Unternehmensbewertung sein sollen.

Die verwendete Buchhaltungs- und Controlling-Software kann dabei ebenso begutachtet werden, ebenso die korrekte Bilanzierung oder kaufmännisch-organisatorische Themen.

Rechtliche Aspekte

Die Legal Due Diligence deckt im Wesentlichen folgende drei Bereiche ab:

- Überprüfung der unternehmensinternen Statuten: Gesellschaftsvertrag, Kapitalerhöhungsbeschlüsse, Eintragungen im Handelsregister, Geschäftsführungsprotokolle, Gesellschafterlisten.
- Prüfung der vom Unternehmen mit Außenstehenden geschlossenen Verträge: Lieferanten, Kunden, allgemeine Geschäftsbedingungen, Darlehens- und Arbeitsverträge.
- Durchsicht eventuell laufender Rechtsstreitigkeiten und behördlicher Verfahren, aber auch öffentlich-rechtlicher Genehmigungen.

Steuerliche Aspekte

Die Tax Due Diligence untersucht den Stand des steuerlichen Veranlagungsverfahrens anhand von Steuererklärungen und Steuerbescheiden:

- Ermittlung der steuerlichen Risiken: z. B. verdeckte Gewinnausschüttung (überhöhte Gehälter an Gesellschafter-Geschäftsführer) und bestehende Rechtsstreitigkeiten mit der Finanzverwaltung (sofern nicht in der Legal Due Diligence geprüft).
- Ergebnisse einer Tax Due Diligence können Garantien des Verkäufers mit sich bringen, wonach er für nachträglich auftretende Steuerzahlungen – bezogen auf die Zeit vor dem Verkauf – persönlich haftet. Darüber hinaus kann es sein, dass die Ergebnisse der Tax Due Diligence Aufschlüsse über steuerliche Randbedingungen geben, die beim Kaufvertrag zu beachten sind.

Der Umfang einer Due Diligence hängt auch maßgeblich vom Kaufinteressenten ab. Plant ein Unternehmen einen Konkurrenten zu übernehmen, so wird es auf eine detaillierte Marktanalyse verzichten können, andererseits aber auf bestimmte branchentypische Kennziffern Wert legen. Finanzinvestoren haben dagegen tendenziell einen größeren branchenbezogenen Informationsbedarf.

Typische SWOT-Analyse als Ergebnis einer Due Diligence



Strengths (Stärken)

- Hoher Bekanntheitsgrad
- Gute Preispositionierung
- Hohe Qualität der Produkte
- Günstige Beschaffungsverträge



Opportunities (Chancen)

- Konzentration auf margenstarke Produkte
- Marktbearbeitung zusammen mit strategischen Partnern
- Hohes Listungspotential im Einzelhandel
- Ausbau internationales Geschäft
- Gastronomiebearbeitung



Weaknesses (Schwächen)

- Geringer Anteil zukunftsweisender Produkte
- Keine Deckungsbeitragsanalyse
- Keine national flächendeckende Vertriebsstruktur
- Werbebudgeterhöhung nicht möglich



Threats (Risiken)

- Absatzrückgang durch Aussterben etablierter Vertriebsschiene
- Abverkauf Neuprodukte zu gering
- Hohe Markteintrittsbarrieren für neue Produkte

Der Datenraum (data room)

Die für die Untersuchung benötigten Unternehmensdaten, wie z. B. Jahresabschlüsse, Kundenlisten, Verträge, Deckungsbeiträge, werden vom Verkäufer in einem so genannten Datenraum bereitgestellt, in welchem sie vom Kaufinteressenten in einem vereinbarten Rahmen abrufbar sind. Dies geschieht – je nach gewünschter Geheimhaltung – entweder im Unternehmen oder beim M&A-Berater des Verkäufers. Die Daten können physisch (in Aktenordnern) oder virtuell (auf CD oder durch Serverzugang) zur Verfügung gestellt werden.

Weiterhin zu klären sind der Umfang und Inhalt der Daten (Kundenlisten mit oder ohne Namen), die Zugangsberechtigten (Käufer bzw. seine Berater), der Zeitraum der Due Diligence (Datenraumzugang, Berichtserstellung) sowie gewünschte Restriktionen (Anfertigen von Kopien, Interviews mit wesentlichen Führungskräften). Sämtliche Vorgänge der Due Diligence werden protokolliert (auch, welche Unterlagen zur Verfügung gestellt wurden) und die Ergebnisse in einem abschließenden Bericht festgehalten. Manchmal wird der Inhalt des Datenraums als Anlage zum Kaufvertrag aufgenommen.

Der zeitliche Rahmen einer Due Diligence richtet sich nach der Unternehmensgröße und den zur Verfügung gestellten Daten. Datenräume werden gewöhnlich zwischen einer und vier Wochen für den Kaufinteressenten geöffnet. Dieser ist angehalten, die zur Verfügung stehende Zeit effizient zu nutzen und mit allen notwendigen Beratern in der erforderlichen Kapazität zu erscheinen. Typischerweise sind dies Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Steuerberater, manchmal auch Versicherungsmathematiker und Umweltingenieure. Die Erstellung des Due Diligence-Berichts kann ebenfalls noch einige Wochen in Anspruch nehmen, dennoch kann in dieser Zeit bereits über den Kaufvertrag verhandelt werden.

Die Methoden der Due Diligence

variieren individuell in Inhalt, Umfang

sowie Zeitrahmen.

Ergebnisse einer Due Diligence können sein:

- Aufdecken von Tatsachen, die den Käufer von einem Erwerb absehen lassen (Dealbreaker).
- Aufdecken von Risiken, die durch Kaufpreisminderungen und Garantien der Verkäufer aufgefangen werden.
- Zusammenstellen von Hinweisen, welche Maßnahmen nach einem Kauf durch den Käufer zu ergreifen sind (siehe auch Post Merger Integration).

Dem potenziellen Käufer werden

alle wesentlichen Unternehmensdaten

im Datenraum zur Verfügung gestellt.

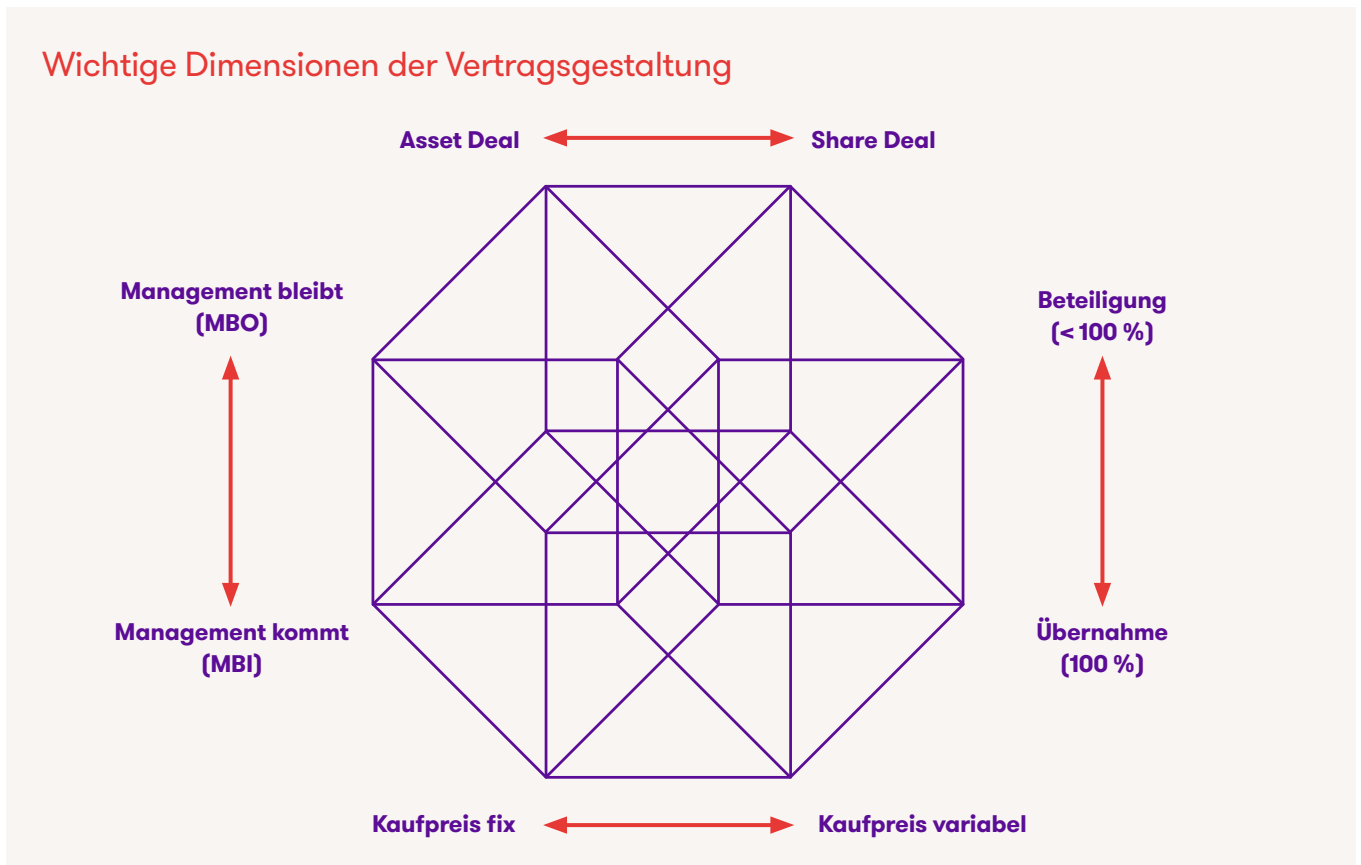
Information ist alles

Die Due Diligence dient dem Käufer dazu, genügend Informationen zu erhalten, um über einen Unternehmenskauf entscheiden zu können. Im Hinblick auf die Gewährleistung ist der Käufer nicht daran interessiert, mehr als die benötigten Informationen zu bekommen. In seinem Interesse ist es, relativ früh im Transaktionsprozess an die Informationen zu gelangen. Mit fortschreitender Verhandlungsdauer hat er weniger Bedarf, über weitere Mängel aufgeklärt zu werden. Der Verkäufer will hingegen erst möglichst spät im Transaktionsprozess geheime Informationen preisgeben. Denn erst, wenn sich der Vertragsabschluss abzeichnet, ist eine Weitergabe dieser Informationen (der Käufer wird diese nach Unterzeichnung eines Kaufvertrages ohnehin erlangen) unbedenklich. Nur ein gestufter und vertrauensbildender Prozess kann dazu beitragen, dass Informationsfreigabe und Verhandlungsfortschritt Hand in Hand gehen können.

Geschäftsführer, die einem Kaufinteressenten Unterlagen aushändigen oder zur Einsicht geben, sollten sich dieses Vorgehen formal durch die Gesellschafter des Unternehmens genehmigen lassen, um sich nicht zu einem späteren Zeitpunkt (insbesondere, wenn die Verhandlungen gescheitert sind) dem Vorwurf des Geheimnisverrats auszusetzen!

Zusammenspiel von Taktik, Strategie und Technik

Flexibel auf den Verhandlungspartner reagieren.



Parallel oder nachträglich zur Unternehmensanalyse (Due Diligence) erfolgen die Verhandlungen über den Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens. Wichtig für das erfolgreiche Zustandekommen einer M&A-Transaktion sind hierbei: Strategie, eine strukturierte Verhandlungsführung, Taktik und Technik. Denn Käufer und Verkäufer nehmen naturgemäß unterschiedliche Verhandlungspositionen ein.

„Soll ich oder soll ich nicht verkaufen – das ist hier nicht die Frage“

Der Verkäufer möchte einen möglichst hohen Kaufpreis und eine sofortige Zahlung erreichen. Ist sich der verkaufende Unternehmer über seine Verkaufsabsicht an den Interessenten sicher, gestaltet sich die Verhandlungsführung einfacher. Hier existiert eher die Bereitschaft, dem Gegenüber auch in Sachen Kaufpreis oder Abwicklung entgegenzukommen. Ist er aber unsicher, ob er sein Lebenswerk zum jetzigen Zeitpunkt dem Interessenten in die Hände legen soll, kann es schnell(er) zu Knackpunkten in der Verhandlung kommen. Sie können sich sehr leicht zu „Dealbreakern“ und damit zu einem Scheitern des Akquisitions- oder Verkaufsprozesses entwickeln. In Verkaufsverhandlungen einzusteigen, ohne zu wissen, ob man ernsthaft verkaufen will, ist nicht ratsam. Vielmehr sollte man die „Schmerzgrenze“ definieren, bei deren Überschreiten die Verkaufsabsicht zurückgezogen wird.

Der Käufer: Zukunftspessimist beim Geld ausgeben

Beim Käufer stellt sich die Situation etwas anders dar. In Betracht des Kaufpreises verfällt er in eine Art Zukunftspessimismus, hinterfragt eine mögliche Refinanzierung und ob die konjunkturelle Lage eine solche überhaupt zulässt. Darüber hinaus steigt die potenzielle Rendite mit einem niedrigeren Kaufpreis. Aus diesem Grund wird der Käufer in erster Linie den Kaufpreis niedrig halten und/oder die Auszahlungsetappen möglichst weit nach hinten schieben. Eine andere Variante ist, dass er die Zahlungen an die zukünftigen Unternehmensergebnisse nach dem Kauf koppelt – die so genannte Earn-Out-Regelung. Auch spielen Risiken, die nach dem Kauf z. B. im Zuge einer Betriebsprüfung auftreten, eine Rolle. In diesem Fall möchte der Käufer ebenfalls gerne den Kaufpreis mindern.

Einigung – aber nicht um jeden Preis

Aus Käufer- und Verkäuferposition gilt es nun einen Konsens zu erzielen. Für einen erfolgreichen Abschluss der Transaktion muss die Verhandlung professionell begleitet, koordiniert und zwischen den involvierten Parteien vermittelt werden. Dabei sind die Verhandlungsspielräume sowie mögliche Schwachpunkte auszuloten und Optionen sowie Ausweichkonzepte zu erstellen. Ziel ist es, die Übernahmevariante zu finden, welche für beide Seiten wirtschaftlich sinnvoll, steuerlich günstig und rechtlich möglich ist. In einer vorvertraglichen Absichtserklärung beider Parteien (LOI = Letter of Intent) werden die ersten Ergebnisse der Verhandlungen, wie z. B. der Zeitplan oder variable Kaufanteile, festgehalten. Wichtig ist für beide Seiten den Korridor zu kennen, innerhalb dessen eine Transaktion möglich und gewollt ist – sowie dessen Grenzen.

Was ist zu verhandeln?

Im Gegensatz zu kleinteiligen Details eines Vertrages sind die wichtigen Punkte meistens leichter zu klären: Was genau soll verkauft werden? In welchem Zeitraum? Und vor allem: zu welchem Preis? Wer ist Käufer? Werden Vermögensgegenstände vom Kauf ausgeschlossen oder hineingenommen, wie z. B. das betrieblich genutzte Grundstück, das der Gattin des Verkäufers gehört?

Spannend ist ebenfalls die Frage nach den Modalitäten der Kaufpreiszahlung: komplett in einer Summe oder gestreckt, fix oder variabel. Aber auch die Garantien, die der Verkäufer abgeben soll, die Frage nach der zukünftigen Führungsmannschaft oder nach Arbeitsplatzgarantien – all das kann in einem Kaufvertrag geregelt werden.

Konzilient im Ton, hart in der Sache

Wenn es um den Verkauf eines Unternehmens geht, spielen Emotionen eine gewichtige Rolle. Für den Verkäufer geht es häufig um sein Lebenswerk, für den Käufer um den Erhalt einer Perspektive. Zusätzlich sind Berater in den Verhandlungsprozess eingebunden, die manchmal sogar ein Eigenleben entwickeln können; Führungspersonal kann quer schießen – eine Mischung, die die Transaktion scheitern lassen kann. Ein zu forsches Auftreten, um Verhandlungsmacht und -geschick zu demonstrieren, kann negative Folgen haben.

Deswegen lauten ein paar Grundregeln für den erfolgreichen Abschluss:

1. Bevor die Stimmung irreparabel vergiftet ist, lieber eine Pause machen.
2. Entschieden wird durch den Käufer und den Verkäufer, nicht durch die Berater. Wenn die Berater nicht miteinander weiterkommen, müssen Inhaber und Käufer die Verhandlung auf die wesentlichen Punkte und Zugeständnisse zurückführen.
3. Es müssen nicht immer alle bei allem dabei sein. Vertragliche Details, wie z. B. der anzuwendende Gerichtsstand, sind keine Themen für Käufer und Verkäufer. Die Berater müssen vorher wissen, wie weit sie gehen können und das Verhandelte intern kommunizieren – möglichst aber erst dann, wenn ein Teilergebnis vorliegt.
4. Es gibt nur einen Verkauf und die Parteien haben ein Recht auf Individualität. Formulierungen wie „So etwas haben wir noch nie akzeptiert!“ sind verhandlungsschädlich.
5. Ein Vertrag gleicht einer Brücke. Wer glaubt, auf seinem Flussufer bleiben und darauf warten zu können, dass die Brücke nur von einer Seite gebaut wird, steht am Ende ohne Abschluss da.

Das Verhandlungsergebnis: Wunsch oder Wirklichkeit?

Am Ende kann das Verhandlungsergebnis von der ursprünglichen Wunschvorstellung abweichen. Einflussfaktoren wie bspw. Kaufpreisfinanzierung, Garantien oder Zahlungszeitpunkte (Barzahlung sofort oder später, Ausfallrisiko), Earn-Out, Verkäuferdarlehen und ggf. auch steuerliche Gestaltungsaspekte spielen dabei eine Rolle. Häufige Abweichungen lassen sich bei den folgenden Parametern beobachten:

1. Managementwechsel

Der Käufer löst die bisherige Geschäftsführung entweder mit Kauf ab oder beteiligt sie an dem gekauften Unternehmen (MBO).

2. Beteiligungshöhe

Obwohl eine vollständige Übernahme geplant war, können oder sollen nicht alle Anteile erworben werden (später ggf. aber schon).

3. Art der Dealstruktur

Ergebnis einer Due Diligence kann beispielsweise sein, statt der Unternehmensanteile nur die wichtigsten Vermögensgegenstände zu kaufen (Asset Deal).

4. Form des Kaufpreises

Der Verkäufer möchte den gesamten Kaufpreis vollständig und sofort begleichen. Doch der Käufer hat sich aus Risikogesichtspunkten entschlossen, einen Teil der Zahlung von den Gewinnen nach Kauf abhängig zu machen. Basis für einen erfolgreichen Abschluss sind eine genaue Prozesskenntnis, gründliche Vorbereitung sowie Einfühlungsvermögen und Verhandlungsgeschick. Denn Fehler werden von der Gegenseite häufig konsequent ausgenutzt und kosten Geld – in Form des Kaufpreises oder schlechteren Vertragsbedingungen.

Typische Inhalte und Fallen

von Rechtsanwalt Thilo Rohde, Hamburg

Unternehmenskaufverträge sind kein „Hexenwerk“. Allerdings gehören sie wegen der komplexen Materie und den damit – für Verkäufer und Käufer – verbundenen erheblichen Risiken zu den schwierigsten, umfangreichsten und damit auch beratungsintensivsten Vertragswerken. Kein Unternehmenskaufvertrag gleicht dem anderen.

Die in verschiedenen Handbüchern veröffentlichten Mustertexte dürfen nicht darüber hinweg täuschen, dass jeder einzelne Kontrakt „Handwerksarbeit“ ist und nur dann als „guter“ Vertrag gelten kann, wenn er die Besonderheiten des jeweiligen Unternehmens erfasst, um spätere Streitigkeiten zu vermeiden.

In jedem Falle sollten vor Beginn des Verkaufsprozesses auch die steuerlichen Verhältnisse des Zielunternehmens analysiert werden, da in der Vorphase normalerweise noch Umstrukturierungen stattfinden können, die einen erheblichen positiven Einfluss auf den nach Steuern verbleibenden Kaufpreis haben.

Was aber sind üblicherweise die Inhalte eines Unternehmenskaufvertrages? Auch wenn es – wie eingangs beschrieben – nicht den „Mustervertrag“ gibt, haben diese Vertragswerke typische Inhalte:

Kaufgegenstand

Zu unterscheiden ist grundsätzlich, ob der Unternehmenskauf durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen (so genannter ‘Share Deal’) oder durch den Erwerb von Vermögensgegenständen (‘Asset Deal’) erfolgt. Beim Asset Deal werden die Vermögensgegenstände mit Hilfe der Einzelrechtsnachfolge jeweils einzeln übertragen. Der Asset Deal wird regelmäßig gewählt, wenn der Käufer nicht das gesamte Unternehmen erwerben (so genanntes ‘Cherry Picking’) oder steuerliches Abschreibungspotenzial nutzen möchte. Rechtlich sehr viel einfacher und in der Umsetzung weniger riskant ist jedoch der Share Deal, also der Unternehmenskauf durch Erwerb von Gesellschaftsanteilen am Zielunternehmen (z. B. GmbH-Anteile, Aktien, KG-Gesellschaftsanteile). Die Verquickung von betrieb-

licher und privater Ebene (betriebsnotwendige Vermögensgegenstände im Vermögen eines verkaufenden Gesellschafters, Gesellschafterdarlehen, Stellung privater Sicherheiten für Betriebsverbindlichkeiten) führt zu zusätzlichem Regelungsbedarf und besonderen steuerlichen Fragestellungen. Wie auch bei anderen Kaufverträgen üblich, erfolgt die Übertragung des Unternehmens an den Käufer Zug um Zug gegen Zahlung des Kaufpreises bzw. der ersten Kaufpreisrate.

Stichtag

Erhebliche Bedeutung hat der Stichtag, zu dem das Unternehmen wirtschaftlich auf den Käufer übergehen soll. Dieser Stichtag weicht häufig von dem Tag ab, an dem das Unternehmen tatsächlich auf den Käufer übergeht (Closing; regelmäßig mit Zahlung des Kaufpreises). Zur endgültigen Bestimmung des Kaufpreises, aber auch zur genauen Abgrenzung der steuerlichen Folgen, vereinbaren die Parteien gewöhnlich, dass auf den Stichtag eine Inventur im Wege der Vollaufnahme durchgeführt und ein Zwischenabschluss erstellt wird.

Kaufpreis

Viele Unternehmenstransaktionen drohen an unterschiedlichen Preisvorstellungen zu scheitern. Auswege aus festgefahrenen Verhandlungssituationen bieten insbesondere die folgenden Gestaltungsvarianten:

- Die Parteien einigen sich zunächst auf einen niedrigen Festkaufpreis. Der Verkäufer erhält allerdings einen „kräftigen Nachschlag“, wenn sich das Zielunternehmen erfolgreich entwickelt (so genannter ‘Earn-Out’).
- Der Verkäufer gestattet dem Käufer, einen Teil des Kaufpreises zu einem späteren Zeitpunkt zu zahlen (so genanntes ‘Verkäufer-Darlehen’). Für den Käufer hat dies – bei erfolgreicher Entwicklung des Zielunternehmens – den Vorteil, dass er einen Teil des Kaufpreises aus künftigen Gewinnen des Unternehmens finanzieren kann.

In beiden Varianten trägt der Verkäufer ein erhebliches Risiko, welche Teile des Kaufpreises tatsächlich gezahlt werden. Der Käufer kann dieses Risiko jedoch durch rechtliche Gestaltungen und Stellung von Sicherheiten reduzieren.



Der Autor **Thilo Rohde** ist Partner und Rechtsanwalt in der Hamburger Sozietät BRL – Boege Rohde Luebbehusen, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater.

Garantien und Rechtsfolgen

Der Käufer erwartet vom Verkäufer, dass dieser eine Vielzahl von Garantien u. a. im Hinblick auf die operativen, rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Verhältnisse des Zielunternehmens abgibt. Für den Verkäufer ist wichtig zu wissen, dass er in der Regel nicht für garantieverletzende Sachverhalte haftet, die der Käufer kennt oder kennen müsste. Deshalb ist es wichtig, dass dem Käufer bereits im Rahmen der Due Diligence dementsprechende Sachverhalte offengelegt werden. Auch ist es üblich, in Unternehmenskaufverträgen ein eigenständiges Haftungs“regime“ unter Ausschluss der gesetzlich geregelten Rechtsfolgen zu vereinbaren, wie z. B. Haftungshöchstgrenzen, eine Mindestschadenshöhe, die zu Garantieansprüchen führen kann, kurze Verjährungsfristen und Ausschluss von sonstigen Rechtsfolgen, insbesondere Rücktrittsrechten.

**Jeder Kontrakt ist Handwerksarbeit
und sollte die Besonderheiten
des jeweiligen Unternehmens erfassen.**

Wettbewerbsverbot

Unternehmenskaufverträge enthalten nahezu immer ein Wettbewerbsverbot zu Lasten des Verkäufers. Mit solchen Verboten will der Käufer sicherstellen, dass der Verkäufer innerhalb der Verbotsdauer – in der Regel zwei bis drei Jahre nach Übertragung des Unternehmens – jeglichen Wettbewerb mit dem Zielunternehmen unterlässt. Für den Fall eines Verstoßes entstehen üblicherweise empfindliche Vertragsstrafen, die der Höhe nach durchaus den Betrag des Kaufpreises erreichen können.

Auch kann die Kartellbehörde den geplanten Zusammenschluss untersagen, u. a. wenn das Zielunternehmen im Geschäftsjahr vor der Transaktion einen Umsatz von mindestens 10 Mio. EUR erzielt hat.

Unternehmenskaufverträge sind in ihrer Form durchaus komplex – doch mit Erfahrung lassen sich Untiefen sicher umschiffen.



Finanzielle Folgen des Steuerrechts

von Wirtschaftsprüfer und Steuerberater
Dr. Thomas Lübbehüsen, Hamburg

Bei Unternehmenskäufen nimmt das Thema Steuern eine bedeutende Rolle ein. Steuern wirken sich einerseits unmittelbar auf die jeweiligen Kaufpreise von Veräußerer und Erwerber aus, andererseits resultieren aus dem Steuerrecht für Unternehmenstransaktionen Risiken und Chancen, die es zwischen den Vertragsparteien aufzuteilen gilt. Aufgrund der erheblichen finanziellen Folgen des Steuerrechts für Unternehmenstransaktionen sind viele Erwerbsstrukturen steuergetrieben und Kaufverträge mit Steuerklauseln versehen.

Formen des Unternehmenskaufs

Grundsätzlich unterscheidet man beim Unternehmenskauf zwischen dem Kauf der Einzelwirtschaftsgüter einschließlich eines Geschäftswerts sowie der Übernahme von Verträgen des Zielunternehmens – Asset Deal – und dem Kauf der Gesellschaftsanteile am Zielunternehmen – Share Deal. Steuerlich wird der Kauf von Personengesellschaftsanteilen dabei immer als Asset Deal behandelt. Auch wenn der Käufer in beiden Fällen das Zielunternehmen als wirtschaftliche Einheit erwirbt, unterscheiden sich die steuerrechtlichen Konsequenzen erheblich. So kann ein Asset Deal ggf. zusätzliches Abschreibungspotenzial für den Unternehmenskäufer mit sich bringen.

Sonderformen des Unternehmenskaufs stellen die Beteiligung über eine Kapitalerhöhung oder eine Verschmelzung dar.

Steuern bei der Kaufpreisbestimmung

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich typischerweise aus dem Kapitalwert der zukünftigen Unternehmenserfolge (Ertrags- bzw. Liquiditätsüberschüsse). Daneben existiert das in der Praxis häufig anzutreffende Multiplikatorverfahren, welches eine Ertragsgröße wie z. B. das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern – EBIT – mit einem branchenspezifischen Faktor multipli-

ziert und von diesem Zwischenergebnis die Finanzschulden des Unternehmens abzieht. Jedes dieser Verfahren berücksichtigt über entsprechende Annahmen die Steuerbelastung auf Ebene des Zielunternehmens und des Gesellschafters.

Neben der rechtsformspezifischen Besteuerung des laufenden Gewinns (Personengesellschaften zahlen nur Gewerbesteuer, Kapitalgesellschaften darüber hinaus auch Körperschaftsteuer) zählen unter anderem die Zins- und Verlustvorträge des Zielunternehmens zu wesentlichen steuerlichen Parametern, die auch bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen sind.

Steuerliche Strukturierung des Erwerbsvorgangs aus Verkäufer- und Käufersicht

Beim Unternehmensverkauf werden oftmals geballt die über viele Jahre gelegten stillen Reserven aufgedeckt. Mit der Realisierung der stillen Reserven entsteht der Steueranspruch des Fiskus, so dass dieser bei Unternehmenskaufverhandlungen neben den Vertragsparteien immer mit am Tisch sitzt. Nicht selten verhindern oder verkomplizieren die latent auf Veräußerungsgewinnen lastenden Steuern eine Unternehmensveräußerung. Man spricht in dem Zusammenhang vom sogenannten Lock-in-Effekt.

Die Vertragsparteien stehen regelmäßig in einem steuerlichen Zielkonflikt: Während der Verkäufer eine möglichst geringe Veräußerungsgewinnbesteuerung anstrebt, liegt dem Erwerber daran, den Unternehmenskaufpreis möglichst frühzeitig steuerlich mindernd zu berücksichtigen. Der Erwerber ist zudem bestrebt, die Finanzierungskosten für die Akquisitionsfinanzierung steuerlich geltend zu machen und eine steuerliche Verrechnung der Ergebnisse zwischen dem Ziel- und dem eigenen Unternehmen herzustellen. Auch sollen ein zukünftiger Gewinn aus der Weiterveräußerung des Unternehmens steuerfrei und ein Verlust steuermindernd realisiert werden können. Bei grenzüberschreitenden Transaktionen nehmen die zu beachtenden steuerlichen Parameter sogar eher noch zu als ab.

Die vielschichtigen steuerlichen Ziele, die sich aus Sicht der Vertragsparteien teilweise widersprechen, bilden die Ausgangslage für die steuerliche Strukturierung einer Unternehmenstransaktion. Die Aufgabe besteht darin, den Steueranspruch des Fiskus am Veräußerungsgewinn als auch an den zukünftigen Erträgen des Zielunternehmens möglichst gering zu halten. Diese Aufgabe



Der Autor **Dr. Thomas Lübbehüsen** ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater der Hamburger Sozietät BRL – Boege Rohde Luebbehusen, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater.

kann umso besser erfüllt werden, je früher der Veräußerer das Zielunternehmen und dessen Anteilseignerstruktur auf eine Veräußerung vorbereitet. Dies bedeutet möglicherweise im Extremfall, dass die Gesellschafter bereits mehrere Jahre vor einem Verkauf die entsprechenden Weichen stellen sollten.

Steuerklauseln im Kaufvertrag

Unternehmenskäufe sind mit steuerlichen Risiken und Chancen verbunden. Soweit die Steuerrisiken und -chancen nicht im Rahmen einer sorgfältigen steuerlichen Analyse des Zielunternehmens

Eine Steuerklausel sollte wenigstens regeln, inwieweit der Veräußerer in Anspruch genommen werden kann und welche Verpflichtungen der Erwerber übernimmt.

– Tax Due Diligence – identifiziert und vertraglich gefasst oder über den Kaufpreis abgegolten werden können, versuchen die Vertragsparteien diese über sogenannte Steuerklauseln untereinander aufzuteilen.

Grundsätzlich sollten alle Steuerpositionen – Steuerforderungen, -rückstellungen – für den Zeitraum bis zum Übertragungstichtag in einer Bilanz oder anderen Art von Aufstellung vollständig und zutreffend abgebildet sein. In der Praxis ist es jedoch oftmals so, dass zum Übertragungstichtag nicht abschließend beurteilt werden kann, inwieweit das Zielunternehmen nach diesem Stichtag noch Steuerzahlungen zu leisten hat bzw. Steuererstattungen erhält, die auf den Zeitraum vor dem Übertragungstichtag entfallen. Klarheit darüber wird man häufig erst Jahre später haben, wenn entweder eine Betriebsprüfung für die Veranlagungszeiträume bis zum Übertragungstichtag abgeschlossen oder die Festsetzungsverjährung eingetreten ist.

Ohne Steuerklauseln würde bei einem Share Deal der Erwerber das volle wirtschaftliche Risiko in Bezug auf die Steuern des Zielunternehmens tragen. Beim Asset Deal verbleiben die steuerlichen Risiken grundsätzlich beim Veräußerer. Allerdings haftet der Erwerber zumindest eingeschränkt nach bestimmten Gesetzesvorschriften wie § 75 AO (Haftung des Betriebsübernehmers) oder § 25 HGB (Haftung bei Erwerb des Geschäfts). Im Ergebnis zeigt sich, dass Steuerklauseln für den Share Deal von wesentlich größerer Bedeutung sind als für den Asset Deal.

Eine Steuerklausel sollte wenigstens regeln, inwieweit der Veräußerer in Anspruch genommen werden kann und welche Verpflichtungen der Erwerber übernimmt. Darüber hinaus empfiehlt es sich, die Fälligkeit von Ansprüchen, die Verzinsung und Verjährung zu regeln. Insgesamt sollten die Parteien bei der Verhandlung einer Steuerklausel das Transaktionsvolumen nicht außer Acht lassen, damit etwaige Nachzahlungsrisiken und Erstattungsansprüche in einem angemessenen Verhältnis zum Kaufpreis stehen.

Einzelne Bestandteile einer Steuerklausel sind zum einen die Definition des Begriffs Steuern (ggf. sind Gebühren und Beiträge einzubeziehen), zum anderen diverse Garantien. Solche Garantien erfassen zum Beispiel die Höhe der bilanzierten Steuerpositionen in der Stichtagsbilanz, die Zusicherung, alle steuerlichen Pflichten (z. B. Abgabe der Steuererklärungen) fristgerecht erfüllt zu haben, das Bestehen von Organschaften, dass keine bzw. welche Einspruchs- oder Klageverfahren anhängig sind, dass die Dokumentation von Verrechnungspreisen vorliegt etc. Darüber hinaus wird bestimmt, ob und inwieweit aus einer Garantieverletzung ein Anspruch entsteht. Auch die Berechnung und die Abwicklung der Zahlungen aufgrund von Garantieansprüchen werden geregelt.

Fazit

Das Steuerrecht spielt fast in jeder Phase des M&A-Prozesses eine beachtliche Rolle. Steuern wirken sich direkt über den Kaufpreis auf die Verhandlung aus, beeinflussen erheblich die Strukturierung des Erwerbsvorgangs, sind Teil des Due Diligence-Prozesses. Diese finden sich in der detaillierten Vertragsverhandlungsphase und teilweise noch Jahre später in der Abwicklung des Kaufvertrags wieder.

Gut gewappnet für die Zukunft

Wie ein mittelständischer Aluminiumhändler den Konzernen erfolgreich Paroli bietet.

Schauplatz Niedersachsen: Gerhard Knauer und Oliver Richter studieren zufrieden die Verkaufsstatistiken ihrer soeben in Süddeutschland neu erworbenen Niederlassung. Das im Rahmen des Zukaufs übernommene Verkäuferteam zeigt sich nach der Übernahme hoch motiviert, eine Erhöhung des Umsatzes um 60 Prozent scheint machbar. Die ersten Kundenreaktionen bestätigen die Expansions-Strategie.

Knauer und Richter führen einen der größten konzernunabhängigen Aluminiumhändler Deutschlands, die Kastens & Knauer GmbH & Co. International KG in Lilienthal bei Bremen. „Unsere Produkte und unsere Preise an einem Standort rasch zu platzieren, den wir aus eigener Kraft nur mit Zeit und viel Geld hätten aufbauen können – die Idee hatte schon immer Charme für uns“, erzählt Gerhard Knauer, Mehrheitsgesellschafter des Unternehmens. Sein Mitgesellschafter Oliver Richter fügt hinzu: „Doch in der Praxis war es ein hartes Stück Arbeit, diesen neuen Standort auf unsere Geschäftspolitik umzustellen. Das hätten wir uns etwas einfacher vorgestellt. Jetzt aber läuft es rund und wir sind optimistisch.“

Der Plan

Ein halbes Jahr zuvor hatten die beiden sich entschieden, dass etwas passieren müsse. Die Metallhändler verdienten seit Jahren gut, der nächste Abschwung würde aber unweigerlich kommen. Parallel dazu hatte sich die Händlerlandschaft massiv verändert. „Viele kleinere Händler haben sich in schlechten Zeiten entweder zurückgezogen oder haben sich von Konzernen kaufen lassen, viele bekannte Gesichter sind verschwunden“, bilanziert Oliver Richter. „Für uns war das natürlich ein Vorteil“, sagt Gerhard Knauer, „die Kleinen können kaum unser Produktprogramm anbieten, die Großen verprellen mit ihrer kompromisslosen Geschäftspolitik fast den ganzen Mittelstand.“ Aus dieser Erkenntnis entstand die Idee, erstmals selbst zuzukaufen, um als großer Mittelständler dann weiterhin eine attraktive und stabile Alternative zu Konzernen und Kleinunternehmen darzustellen. „Wir haben auf der Landkarte unserer Liefergebiete seit Jahren weiße Flecken gehabt, die uns schon immer gestört haben“, berichtet Knauer. „Doch uns war immer klar: Selbst etwas neu aufzubauen kostet sehr viel Geld.“

In guten Zeiten handeln

Wer sich als Unternehmen an einem Wendepunkt befindet, läuft oft Gefahr, die Erfolge der Vergangenheit nahtlos und als gesetzt in die Zukunft zu projizieren. „Erfolg macht satt“ ist eine der Hauptursachen für das Unterlassen strategischer Entscheidungen. Oliver Richter weiß das: „In einem zyklisch verlaufenden Markt war es für uns logisch, unsere Gewinne zu reinvestieren, um für die Zukunft gerüstet zu sein.“

Die Zukunft der Aluminiumhändler verheißt zunehmend volatile Preise und anspruchsvollere Kunden, die fast jedes Produkt von überall gleichsam über Nacht beziehen wollen. Die logistischen Anforderungen sind heute erheblich, von Metallverkäufern werden hohe Sensibilität und Flexibilität verlangt, wenn es um Kundenwünsche geht. Gleichzeitig sind sich die Aluminiumlieferanten ihrer Bedeutung für die Händler bewusst und wählen ihrerseits ihre Kunden aus. Eine stabile Absatzposition ist heute lebensnotwendig, um dauerhaft attraktiv zu sein.

Woher nehmen – und wen?

Die Entscheidung, ein Unternehmen zuzukaufen, war somit schnell und eindeutig gefällt. Dann stellte sich die Frage nach dem geeigneten Zielobjekt – wo sollte man suchen? Dazu kam, dass die Zahl übernahmefähiger und übernahmewilliger Unternehmen überschaubar war. Und schließlich sollte die Transaktion in aller Stille vonstatten gehen, ohne dass die Branche frühzeitig von den eigenen Zukunftsplänen erfuhr. An dieser Stelle wurden die Berater der HANSE Consulting M&A (Mergers & Acquisitions) eingeschaltet.

Schnell war durch das effektive Zusammenspiel der beiden Unternehmer und den HANSE-Experten ein Suchprofil für das „bestmögliche Zielunternehmen“ erarbeitet. Die Identifizierung eines verkaufswilligen Unternehmens war nun die zeitintensivste Aufgabe. Durch die positive Marktlage hatten die meisten Ge-





sellschaften in den vergangenen Jahren gut verdient, entsprechend gering war die Verkaufsbereitschaft. Schließlich wurde das Team in Baden-Württemberg fündig: ein gut aufgestellter Mittelständler mit guter Kundenbasis im Großraum Stuttgart. Die Unternehmensnachfolge war ungelöst und mit Mitte 50 war die Motivation des Inhabers nach 20 Jahren Selbstständigkeit reif für einen Verkauf – eine gute Gelegenheit. Nach der ersten Kontaktabstimmung und einer eindeutigen Interessenbekundung des Verkäufers in Verhandlungen einzutreten, legte HANSE Consulting M&A die Karten auf den Tisch und das Mandat offen. Ein Letter of Intent (LOI, Absichtserklärung) war nach zwei Wochen unterzeichnet, die Due Diligence (sorgfältige Analyse des zu kaufenden Unternehmens) begann.

Der Kauf droht zu Scheitern

Bei der Analyse des Unternehmens stellte sich heraus, dass nicht alles in der Unternehmensgeschichte glücklich gelaufen war: Die Anteile hatten mehrfach ohne vernünftige Dokumentation die Besitzer gewechselt, es bestanden steuerliche Risiken und die EDV-Systeme waren nicht professionell gepflegt worden. Das Berater-Team von Kastens & Knauer war sich einig: Ein Kauf der Anteile war nach aktueller Lage zu risikoreich! Also lautete die dem Verkäufer angebotene Alternative: Kauf von Maschinen, Lager, Kunden und Personal: Ja! Zum Rest: Nein!
Der Anbieter indes wollte den Verkauf des gesamten Unternehmens (Share Deal) betreiben. Kastens & Knauer forcierte

einen Kompromiss: „Wir haben gewusst, dass der Kauf an den gegenseitigen Interessen scheitern konnte“, konstatiert Richter. „Schließlich haben wir eine Prämie gezahlt und der Kauf war unter Dach und Fach. Wir waren sicher, dass wir aus dem Unternehmen mit unseren Ideen und unserer Motivation eine Menge machen können.“ So wurden die wesentlichen Vermögensgegenstände gekauft, das Personal übernommen und ein Firmenwert zusätzlich gezahlt (Asset Deal), ein Notar musste nicht bemüht werden. Alle Beteiligten waren zufrieden.

Die Strategie geht auf

Somit war Kastens & Knauer im Speckgürtel von Stuttgart „quasi über Nacht“ präsent, die Kunden hatten ihre vertrauten Ansprechpartner behalten und ein deutlich größeres Produktprogramm zur Auswahl – und das zu deutlich verbesserten Preisen. Die Verkäufer spürten den frischen Wind, waren neu motiviert und trugen die neue Philosophie vom ersten Tag an nach außen.

„Hätten wir selbst eine neue Niederlassung aufgebaut, hätte das sicherlich zwei Jahre gedauert – zu lang für unsere Branche“, stellt Gerhard Knauer fest. „Wir haben unseren Kunden, Lieferanten und Konkurrenten gezeigt, dass wir voll im Markt präsent sind und uns gleichzeitig für weniger gute Zeiten gerüstet. Beides war uns wichtig.“ Kastens & Knauer hatte damit das „Experiment“ des ersten Unternehmenszukaufes erfolgreich abgeschlossen – und zwei Jahre später in Hessen wiederholt.

Kastens & Knauer

Seit 1991 in Lilienthal und mittlerweile mit drei Betriebsstätten auf fast 20.000 qm ist **Kastens & Knauer** einer der größten, nicht konzernabhängigen Metallhändler und CNC Bearbeiter in Nordwestdeutschland.

Kastens & Knauer GmbH & Co. International KG ist heute als Lieferant und Partner in vielen Industriebereichen tätig.



Gründung
1977 in Bremen



Mitarbeiter
100



Geschäftsbereiche
Aluminiumhalbzeuggroßhandel mit großem Im- und Exportanteil; Säge- und Schneidcenter für Aluminium, Titan und Edelstahl; CNC Fertigung und Metallbearbeitung; Metall- und Servicecenter der Luft- und Raumfahrtindustrie; Lagerbetrieb; Spedition und Logistik



Standort
Hilligenwarf 9
28865 Lilienthal



Jahresumsatz
2017
70 Mio. Euro

Und nach dem Deal: PMI

Die Komplexität aus der Fusion zweier eigenständiger Unternehmen offenbart sich erst während der Umsetzung. Unter Post Merger Integration (PMI) versteht man eine koordinierte Eingliederung oder Verschmelzung akquirierter Unternehmen.



Wie wichtig ein erfahrenes Integrationsmanagement ist, zeigt sich in der Misserfolgsquote bei Akquisitionsprojekten: Je nach Branche liegt diese zwischen 50 und 85 Prozent.

Dabei treten drei häufige Problemfelder auf:

1. Zu optimistische Einschätzung in Bezug auf Synergiepotenziale und daraus resultierend ein zu hoher Kaufpreis.
2. Mangelnde strategisch-analytische Vorbereitung des Akquisitionsvorhabens.
3. Strukturelle und kulturelle Schwierigkeiten bei der Eingliederung des akquirierten Unternehmens.

Die zentralen Aufgaben der Integration umfassen zum einen die Optimierung der Zusammenarbeit beider Unternehmen. Zum anderen soll die Belegschaft der zuvor eigenständigen Unternehmen mittels eines gemeinsamen Leitbildes und gemeinsamer Ziele zusammengelegt werden.

Dazu werden in Arbeitsgruppen Kernprozesse und Strukturen aller Unternehmensbereiche analysiert und ggf. reorganisiert. Am Ende der Konzeptphase steht das gemeinsam erarbeitete Business-Modell des fusionierten Unternehmens: Ein mit Zahlen unterlegter Business-Plan beschreibt Ergebnis-, Bilanz- und Liquiditätsentwicklungen der kommenden Jahre sowie einen Maßnahmenplan zur zielgerichteten Umsetzung der Veränderungen.

Kulturelle und strukturelle Komponente

In mittelständischen Strukturen ist es oftmals schwierig, Führungskräfte und Fachspezialisten für Integrationsaufgaben freizustellen. Deshalb sollten Mittelständler genau überlegen, in welchem Umfang das Zielunternehmen integriert werden sollte.

Dazu gibt es drei Möglichkeiten:

1. **Erhaltung** – das akquirierte Unternehmen bleibt eigenständig.
2. **Symbiose** – das gekaufte Unternehmen wird partiell integriert, d. h. Teilbereiche beider Unternehmen werden zusammengelegt.
3. **Assimilation** – 100-prozentige Integration des gekauften Unternehmens.

Neben der Bindung von Personalressourcen steigt die finanzielle Belastung bei zunehmendem Integrationsgrad. Eine 100-prozentige Verschmelzung ist selbst für den erfahrenen Mittelständler nur schwer durchführbar. Eine partielle Integration stellt oftmals eine bessere Variante für den Mittelstand dar, Synergiepotenziale werden dabei Schritt für Schritt realisiert.

Wer macht was und wie?

Um die Integration reibungslos zu gestalten, sollten die Kompetenzen und Aufgabengebiete des Integrationsteams klar von denen der Linienverantwortlichen abgegrenzt werden. Aufgrund von Ressourcen-Engpässen übernimmt häufig der Geschäftsführer oder ein vorstandsnahes Mitglied die Aufgabe des Integrationsmanagers. Am effizientesten ist die zeitlich befristete Beauftragung eines Integrationsberaters mit einer klar definierten Aufgabe, der die notwendigen Schritte gemeinsam mit dem vorhandenen Management erarbeitet und deren Umsetzung kontrolliert.

Erfolgreich integrieren – alles eine Frage der Strategie

Um eine Integration zum Erfolg zu führen, ist es wichtig folgende Grundsätze zu berücksichtigen:

1. Funktionsfähigkeit des laufenden Geschäfts sicherstellen.
2. Auf Wertsteigerung fokussieren.
3. Neue, gemeinsame Vision entwerfen.
4. Wahl der jeweils besten Lösung (best of both worlds).
5. Schnelligkeit vor Perfektion.
6. Keine personellen Entscheidungen auf Kosten von Inhalten.
7. Verantwortung der Top-Führungskräfte für die Integration.
8. Offene und zügige Kommunikation nach innen und außen.

A

Abstract/Teaser

Anonymisierter Kurzabriss eines Verkaufskandidaten, um erstes Investorinneninteresse zu wecken.

Adjusted Present Value-Verfahren

Bei der Unternehmensbewertung eingesetztes, spezielles Verfahren der Discounted Cash Flow Methode, das fiktiv volle Eigenfinanzierung unterstellt.

Anchoring

Verhandlungstaktik zur Erhöhung des Erwartungsdrucks.

Anti-Dilution Protection

Schutz gegen Verwässerung von „Altgesellschaftern“. Damit Gesellschafter ihren bereits bestehenden Einfluss und Anteil am Unternehmen im Rahmen einer Folgefinanzierung nicht verlieren, kann ein Verwässerungsschutz vereinbart werden, der die Möglichkeit zur proportionalen Erhöhung des gegenwärtigen Anteils garantiert.

Asset Deal

Unterart des Unternehmenskaufs, bei der einzelne Vermögensgegenstände eines Unternehmens und keine Anteile → **Share Deal** erworben werden.

Asset Sales Deal

Der Kaufpreis einer Übernahmetransaktion wird hierbei zu großen Teilen durch den gleichzeitigen Verkauf von nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen des erworbenen Unternehmens aufgebracht.

Asset Stripping

Ein übernommenes Unternehmen wird durch den Verkauf von Teilbereichen oder einzelner Vermögensgegenstände zerschlagen.

Auktionsverfahren

Der Übernahme- oder Transaktionspreis eines Unternehmensverkaufs wird dadurch bestimmt, dass mehrere Interessenten für das gewünschte Unternehmen bieten; wird auch zur Bestimmung des Emis-

sionspreises einer Aktie bei einem Börsengang verwendet; weitere Verfahren sind → **Parallelverfahren**, → **Exklusivverfahren**.

B

Beauty Contest oder Beauty Parade

Präsentation verschiedener Venture Capital-/ → **Private Equity**-Gesellschaften als Anbieter von Beteiligungskapital und Know-how. Auch für Berater üblich.

BIMBO

Eine Kombination aus → **MBI** und → **MBO**.

Breakup Value

Unternehmenswert bei einer Zerschlagung im Insolvenzfall.

Bridge Financing

Überbrückungsfinanzierung; im Vorlauf eines Börsenganges zur Verfügung gestellte finanzielle Mittel, insbesondere zur Stärkung der Eigenkapitalquote.

Buffer

Puffer; bezeichnet ungenutzte Kreditlinien oder Barreserven eines Unternehmens; werden häufig zur Refinanzierung des Kaufpreises genutzt.

Buy-And-Build-Strategy

Strategie zum Aufbau einer Unternehmensgruppe durch Zukauf von mehreren Unternehmen.

Buy Back

Exitvariante → **Exit**, bei der Altgesellschafter bereits verkaufte Anteile wieder zurückkaufen.

Buy-Out

Unternehmensübernahme durch das Management oder weitere Eigenkapitalinvestoren.

C

Call-Option

Das Recht (nicht die Pflicht), ein bestimmtes Wertpapier (Basiswert) zu einem festgelegten Preis in einem bestimmten Zeitraum (amerikanische Option) oder zu einem

bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) zu kaufen; der Vertragspartner (Stillhalter) hat die Pflicht, den Basiswert zum Ausübungspreis zu liefern; Basiswert kann auch Geschäftsanteil sein; Gegenteil ist die → **Put-Option**.

Capital Gain

Veräußerungsgewinn, der aus dem Verkauf von Unternehmensanteilen generiert wurde.

CAP-Rooms

Im Zuge der → **Earn-Out-Regelung** werden so genannte Schwellenwerte (Cap-Rooms) festgesetzt, bei deren Überschreiten entsprechend höhere Zahlungen erfolgen oder bei Unterschreiten entsprechend niedrigere Zahlungen.

Carve Out

Veräußerung von Anteilen an Tochtergesellschaften durch Neuemission an der Börse; im Gegensatz zum → **Spin-Off** wird in der Regel nur eine Minderheit der Anteile an der Tochtergesellschaft verkauft.

Cash Flow Deal

Ursprüngliche Form eines → **MBO**; hierbei muss die gesamte Finanzierungslast eines → **Buy-Outs** alleine von den erwirtschafteten liquiden Mitteln, dem Cash Flow, getragen werden.

Chinese Walls

Zur Vermeidung von z. B. Interessenskonflikten in einer Institution eingesetzte Informationsbarrieren, durch die bestimmte Gruppen keinen Zugriff auf festgelegte Informationen einer anderen Gruppe haben.

Closing

Partieller oder kompletter Abschluss einer Transaktion oder eines Fonds, manchmal gebunden an das Eintreten einer bestimmten Bedingung (z. B. Zustimmung des Aufsichtsrates).

Commercial Due Diligence

Eine → **Due Diligence**, welche sich auf die Markt- und Wettbewerbssituation eines Unternehmens bezieht und insbesondere die Wertschöp-

fungskette und die langfristigen Chancen des Geschäftsmodells betrachtet.

Convertible Dept

Zu einem bestimmten Zeitpunkt in Anteile oder Aktien umtauschbare Anleihen oder (Wandel-)Schuldverschreibungen eines Unternehmens.

Co-Venturing

Beteiligung von mehreren Investoren an einem Unternehmen; meistens tritt einer von diesen als Lead-Investor auf → **Syndication**.

D

Data Room

Datenraum, in dem alle Unterlagen, die im Zuge einer Due Diligence benötigt werden, bereitgestellt werden; jedwede Möglichkeit der Bereitstellung ist denkbar, von Online bis zur Papierform.

Dealbreaker

Kriterium, welches zum Scheitern einer M&A-Transaktion führt.

DEBT

Verzinsliches Fremdkapital; meistens Finanzierung über Bankkredite oder Gesellschafterdarlehen.

Development Capital

Kapital, das zur Finanzierung der weiteren Geschäftsentwicklung reiferer mittelständischer Unternehmen genutzt wird → **Expansion Financing**.

Direkte Beteiligung

Einbringung weiteren Gesellschaftskapitals in eine Kapitalgesellschaft, dabei wird der Investor Mitgesellschafter.

Discounted Cash Flow

Verfahren u.a. zur Bestimmung von Unternehmenswerten → **Adjusted Present Value-Verfahren**, → **Diskontierungsmodelle**.

Diskontierungsmodelle

Bewertungsmodelle, die zukünftig erwartete Erträge eines Unternehmens auf den Investitionszeitpunkt abzinsen, um den Wert des Unternehmens zu bestimmen.

Distressed M&A

Verkauf eines Unternehmens mit unterdurchschnittlicher Performance.

Distressed Private Equity

Investition in ein Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Performance; Gegenteil von → **Distressed M&A**.

Divestment

Partieller oder kompletter Verkauf von Unternehmensanteilen oder Vermögensbestandteilen an einem Unternehmen durch eine Beteiligungsgesellschaft → **Exit**.

Down Round

Finanzierungsrunde, in der die Bewertung eines Unternehmens und infolgedessen auch seine Finanzierung heruntergestuft wird und sich die Anteile der Investoren auf diese Weise erhöhen.

Drag-Along

Auch Bring-Along oder Come-Along genannt; Veräußerungsverpflichtung; bei Verkauf der gehaltenen Anteile durch einen oder mehrere Gesellschafter sind die Übrigen dazu verpflichtet, ihre Anteile ebenfalls zu denselben Konditionen zu veräußern; somit wird dem Käufer ermöglicht, eine kontrollierende Mehrheit oder auch die gesamten Anteile zu erlangen; diese Verpflichtung ist in Beteiligungs- und/oder in Gesellschaftsverträgen geregelt.

Due Diligence

Detaillierte Analyse eines potenziellen Beteiligungsunternehmens; hierbei werden bestehende Prozesse, Kunden etc. intensiv geprüft, um im Vorfeld ein eventuelles Risiko einer Investitionsentscheidung zu minimieren → **Commercial-**, → **Financial-**, → **Legal-**, → **Post-Acquisition-**, → **Pre-AcquisitionN-**, → **Red Flag-**, → **TAX-**, → **Vendor Due Diligence**.

E

Earn-Out-Regelung

Gestückelte Auszahlung des Kaufpreises, welche unter Umständen mit nicht-monetären Bedingungen verknüpft ist.

Enterprise Value

Marktwert des operativen Geschäfts eines Unternehmens (Summe von Eigenkapital und Nettofinanzverschuldung).

Entity Value

Unternehmenswert; Summe von → **Enterprise Value** und nicht betriebsnotwendigem Vermögen.

Equity-Ansatz

Netto-Ansatz; Berechnung des Eigenkapitalwertes durch Abzinsung der zukünftigen Free Cash Flows To Equity und Addition des nicht betriebsnotwendigen Nettovermögens.

Equity Kicker

Option der Fremdkapital- bzw. Mezzanine-Kapitalgeber, Anteile an dem Zielunternehmen zu Sonderkonditionen zu erwerben.

Exit

Ausstieg des Investors aus einer Beteiligung durch Verkauf eines Anteils im Rahmen von:

→ **Buy Back**

→ **Trade Sale**

→ **Secondary Purchase**

→ **Going Public**.

Exklusivverfahren

Eine Methode zur Ansprache potenzieller Käufer eines zu veräußernden Unternehmens; dabei wird nur der „beste“ oder „wahrscheinlichste“ Käufer angesprochen; bei diesem Verfahren hat der potenzielle Käufer eine starke Verhandlungsposition; weitere Verfahren sind

→ **Parallelverfahren**

→ **Auktionsverfahren**.

Expansion Financing

Wachstums- und Expansionsfinanzierung für ein Unternehmen, das den Break-Even-Point erreicht hat und sich damit in der Gewinnzone befindet; die bereitgestellten Geldmittel dienen der weiteren Finanzierung zusätzlicher Produktionskapazitäten, Produktdiversifikationen oder der Marktausweitung.

F

Financial Due Diligence

Sorgfältige Prüfung des internen und externen Rechnungswesens eines potenziellen Beteiligungsunternehmens
→ **Due Diligence**.

Finanzinvestor

Der Finanzinvestor strebt eine Rendite > 20 % einer Investition an; seine Investitionen haben einen eher kurzfristigen Zeithorizont und er verfügt über ein Exitziel → **Exit**.

First Round Financing

Die erste Finanzierungsrunde, d. h. das Unternehmen erhält zum ersten Mal Eigenkapital vom Beteiligungsunternehmen.

FIT

Ein Unternehmen, welches im Vorfeld als interessant erachtet wurde und sich auch nach näherer Betrachtung für eine Transaktion als passend herausstellt.

FLIP

Kurzfristiges Investment, bei dem bereits vor dem Geschäftsabschluss der Ausstieg des Gesellschafters feststeht.

G

Genussrecht

Form von → **Mezzanine-Kapital**; vermögensrechtliche Berechtigung, am Gewinn und/oder am Liquidationserlös eines Unternehmens teilzuhaben; ist in Form eines Genussscheines verbrieft.

Gesellschafterdarlehen

Ein bereits mit Eigenkapital beteiligter Gesellschafter gewährt dem Unternehmen ein Darlehen.

Going Public

Gang eines Unternehmens an die Börse; eine der vier Möglichkeiten eines → **Exit**.

H

Hands Off

Nach der Bereitstellung von Eigenkapital wird durch die Kapitalgeber nicht aktiv in das Unternehmensgeschehen eingegriffen, das Unternehmen kann eigenständig arbeiten und agieren; eine passive Betreuung und Hilfe erfolgt durch Besetzung von Aufsichtsratspositionen; Gegensatz zu → **Hands On**.

Hands On

Betreuung und eventuell auch Mitarbeit der Investoren im Gegensatz zu → **Hands Off**; zielt auf die Wertsteigerung durch aktive Unterstützung des Managements ab und geht weit über die Mitwirkung in Beiräten und Aufsichtsräten hinaus.

Hurdle Rate

Im Vertrag festgelegter Anspruch auf Mindestverzinsung, die von einer Investition erwartet wird; vor Aufteilung der Gewinnbeteiligung an die Managementgesellschaft bzw. deren Management erhalten die Investoren zunächst eine Basisvergütung.

I

IBO

Beim Institutional Buy Out (IBO) erfolgt ein → **MBO** oder → **MBI** unter der Leitung eines → **Finanzinvestors**; dabei hält der Finanzinvestor die Mehrheit an dem Unternehmen; Zielsetzung dieser Transaktion ist es, das Unternehmen zu einem späteren Zeitpunkt gewinnbringend zu veräußern.

Information Memorandum

Ein Information Memorandum (auch Verkaufsexposé) ist unerlässlich; es fasst die wesentlichen und relevanten Informationen zusammen und gibt dem potenziellen Käufer einen ersten Überblick über das zu veräußernde Unternehmen; sensible Daten (Kunden, Rohertträge) werden nicht oder anonymisiert gezeigt.

Investment Proposal

Beteiligungsvorschlag gegenüber potenziellen Investoren; ist Ergebnis der vorangegangenen → **Due Diligence**.

IPO

Initial Public Offering; Börsengang.

L**LBO**

Leveraged Buy Out; mehrheitlich fremdkapitalfinanzierter Unternehmenskauf.

Lead Investor

Der Investor einer Gemeinschaft von Beteiligungsgesellschaften – zumeist mit dem größten Anteil – der sowohl die Organisation der Finanzierung als auch die → **Hands On** Betreuung des Unternehmens übernimmt.

Legal Due Diligence

Rechtliche Untersuchung aller bestehenden Verträge im Zuge des Prüfungsprozesses vor einer Investition; oft werden auch mögliche Ansprüche aus alten Verträgen überprüft → **Due Diligence**.

Letter of Intent

LOI; in der Regel unverbindliche und in Schriftform abgegebene Absichtserklärung eines potenziellen Investors inklusive Eckdaten und weiteren Vereinbarungen zur geplanten Investition.

Listing

Börsennotierung eines Unternehmens.

Long List

Eine Liste von Kandidaten, die anhand bestimmter Kriterien ermittelt werden (Kandidatenauswahl); die Kandidaten werden genau analysiert und, wenn sie den Kriterien nicht entsprechen, aussortiert, infolgedessen entsteht die → **SHORT LIST**; alternativ wird unter einer Long List die Gesamtheit aller Unternehmen verstanden, die für ein bestimmtes Unternehmen einen Kaufpreis geboten haben (z. B. bei einer Auktion).

M**MBI**

Management Buy-In; mit Hilfe von Eigenkapitalinvestoren wird ein Unternehmen durch ein externes Management übernommen.

MBO

Management Buy-Out; mit Hilfe von Eigenkapitalinvestoren wird ein Unternehmen durch das bestehende Management übernommen.

MEBO

Der Management-and-Employee-Buy-Out (MEBO) bezeichnet einen Eigentümerwechsel eines Unternehmens; dabei erwerben Management UND Belegschaft die Mehrheit des Kapitals eines Unternehmens.

Mezzanine-Kapital

Mischform zwischen reinem Eigen- und reinem Fremdkapital; Finanzierungsmittel, die eine Finanzierungslücke zwischen Fremd- und Eigenkapital in der Kapitalstruktur insbesondere bei MBO/MBI füllen; in Deutschland sind folgende Formen üblich: → **Partiarisches Darlehen**
→ **Gesellschafterdarlehen**
→ **Genussrecht**
→ **Stille Gesellschaft**.

MISFIT

Ein Unternehmen, welches im Vorfeld als interessant erachtet wurde, sich aber im Laufe der weiteren Betrachtung als unpassend herausstellt.

Multiple

Vergleichsmultiplikatoren, die zur Bestimmung des Marktwertes eines Unternehmens eingesetzt werden; bestimmte Werte von Vergleichsunternehmen werden in Relation gesetzt (z. B. Preis/Gewinn) und gemittelt; anschließend erfolgt die Multiplikation der Werte des betrachteten Unternehmens mit den errechneten Multiples, um den Marktwert zu bestimmen.

N**NEWCO**

Eine neue Gesellschaft (New Company), welche nur zum Zweck eines Unternehmenserwerbes durch einen → **MBO**/ → **LBO** gegründet wurde; oftmals zur Risikominimierung, manchmal zur Steueroptimierung gewählt.

O**Offene Beteiligung**

Eine durch den Erwerb von Unternehmensanteilen erzielte direkte Beteiligung.

P**Parallelverfahren**

Eine Methode zur Ansprache potenzieller Käufer eines zu veräußernden Unternehmens; dabei werden gleichzeitig mehrere potenzielle Käufer angesprochen, um einen Wettbewerb unter den Interessenten zu schaffen und ggf. den Kaufpreis zu erhöhen; weitere Verfahren sind
→ **Exklusivverfahren**
→ **Auktionsverfahren**.

Partiarisches Darlehen

Form von → **Mezzanine-Kapital**; Kapitalgeber gewährt ein Darlehen, das bestimmte Mitspracherechte beinhaltet.

Pay Back

Ein investierter Betrag zuzüglich
→ **Capital Gain**; realisiert bei einem
→ **Exit**.

Post-Acquisition Due Diligence

Nach dem Vertragsabschluss überprüft der Käufer des Unternehmens, ob der Kaufvertrag ordnungsgemäß erfüllt wurde, um etwaige Garantien oder Gewährleistungsansprüche (Kaufpreisanpassung) wahrzunehmen.

Post-Money Valuation

Bewertung eines Unternehmens nach der finanziellen Unterstützung durch einen Investor.

Post Merger Integration

Integration eines gekauften Unternehmens.

Pre-Acquisition Due Diligence

Analyse des zu erwerbenden Unternehmens auf Basis der vom Unternehmen zur Verfügung gestellten Unterlagen; die Bereitstellung der Daten erfolgt i.d.R. auf Grundlage einer Vertraulichkeitserklärung des potenziellen Käufers.

Pre-IPO

Beteiligungsfinanzierung an einem Unternehmen vor einem erstmaligen Börsengang; Form von → **Bridge Financing**.

Pre-Money Valuation

Bewertung eines Unternehmens vor der finanziellen Unterstützung durch einen Investor.

Private Dept

Fremdmittel, die vorwiegend von institutionellen Investoren, in der Regel außerhalb des Bankensektors, im Zuge einer Privatplatzierung zur Verfügung gestellt werden.

Private Equity

Außerbörsliche Bereitstellung von Eigenkapital durch Investoren, welche im Gegenzug zu einem späteren Zeitpunkt am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens durch Verkauf beteiligt werden.

Private Placement

Private Platzierung von Aktien auf außerbörslichen Plätzen; im Gegensatz zum → **Public Offering**.

Protective Provisions

Katalog mit Maßnahmen, zu deren Durchführung ein Unternehmen die Genehmigung der Investoren benötigt.

Public Offering

Öffentliche Platzierung von Aktien über die Börse; im Gegensatz zum → **Private Placement**.

Put-Option

Das Recht (nicht Pflicht), einen Geschäftsanteil nach Eintritt vorher definierter Bedingungen zu verkaufen; Gegenteil einer → **Call-Option**.

R**Red Flag Due Diligence**

Verkürzte → **Due Diligence**, bei der nur im Vorfeld als kritisch erachtete Unternehmensbereiche betrachtet werden.

Glossar

Replacement Capital

Erwerb von Unternehmensanteilen durch Anteilseigner, welche das Unternehmen verlassen wollen.

S

Second Round Financing

Erneuter Erhalt von Finanzierungsmitteln nach der ersten Finanzierungsrunde → **First Round Financing**.

Secondary Buy-Out

MBO eines MBOs, d.h. die MBO-Manager verkaufen an die nachrückende Managergeneration; diese Möglichkeit wird oft auch für den → **Exit** einer Beteiligungsgesellschaft genutzt.

Secondary Purchase

Exitvariante → **Exit**; eine PE-Gesellschaft verkauft eigene Anteile an einem Unternehmen an eine weitere PEGesellschaft bzw. an einen interessierten Investor.

Secondary Venture Capital

Es werden Portfolios von VC- oder PE-Gesellschaften teilweise oder gänzlich von einem anderen Investor erworben; Ziel ist die Weiterentwicklung und anschließende Veräußerung.

Seed Capital

Finanzielle Unterstützung einer Idee von der Konzeption, über die Entwicklung bis hin zu einem Prototyp; anschließend wird ein Geschäftskonzept für ein neu zu gründendes Unternehmen erarbeitet.

Seller's note

Kaufpreisstundung; gewissermaßen ein Verkäuferdarlehen.

Senior Dept

Klassischer Bankkredit, der im Falle von Zahlungsschwierigkeiten des Unternehmens in der Rangfolge vor Eigenkapital und Mezzanine bedient wird.

Share Deal

Erwerb der Geschäftsanteile eines Unternehmens; im Gegensatz zum → **Asset Deal**.

Short List

Eine Auswahl von Kandidaten, die anhand einer Analyse nach bestimmten Kriterien aus einer Liste → **Long List** eingegrenzt wurden (Kandidatenanalyse); ein Vorgehen, das beispielsweise bei der Target List zum Einsatz kommt; alternativ bezeichnet die Short List den nach Sichtung und Auswahl der gemachten Kaufangebote verbleibenden Teil von Bietern, die im Prozess bleiben dürfen.

Signing

Vertragsabschluss, der die rechtliche Bindung des Käufers an das erworbene Zielunternehmen fixiert; siehe auch → **Closing**.

Spin-Off

Möglichkeit für Unternehmen/Konzerne, kurzfristig an Kapital zu kommen, indem einzelne Unternehmensteile ausgegliedert und verselbständigt werden und der Unternehmensteil in eine Beteiligung umgewandelt wird.

Start-up Financing

Gründungsfinanzierung; Finanzierung eines Unternehmens, welches sich noch in der Gründungsphase befindet und noch nicht oder nur in sehr geringem Maße auf dem Markt aktiv geworden ist → **Seed Capital**.

Stille Gesellschaft

Stille Beteiligung, meist mit vorher festgelegter Laufzeit, fixiertem Zins und erfolgsabhängiger Komponente; es besteht die Möglichkeit die Beteiligung anonym zu halten, dadurch erfolgt auch kein Eintrag ins Handelsregister (still); typischerweise partizipiert eine Stille Gesellschaft sowohl am Gewinn, aber auch am Verlust der Gesellschaft; der Gesellschafter einer atypischen Stillen Gesellschaft ist außerdem am Gesamtgeschäftsvermögen und damit am Vermögenszuwachs (Stille Reserven) beteiligt.

Strategischer Investor

Für den strategischen Investor stehen nicht Renditeziele im Rahmen einer Investition im Vordergrund (wie beim → **Finanzinvestor**), sondern strategische Zielsetzungen wie z. B. der Zugriff auf Technologien oder der Zugang zu neuen Absatzmärkten; dabei hat eine strategische Investition einen langfristigen Charakter ohne Exitziel.

Succession Problem

Problem der Nachfolgeregelung; häufig in familiengeführten Mittelstandsunternehmen; oft gelöst durch einen → **Buy-Out**.

SWOT-Analyse

Eine SWOT-Analyse ist eine Stärken-Schwächen-Analyse, die das Ziel verfolgt, die Wettbewerbsposition eines Unternehmens zu verdeutlichen; dabei werden interne und externe Faktoren analysiert.

Syndication

Co-Investments; zur Finanzierung größerer Investments mit hohem Risiko schließen sich mehrere Eigenkapitalinvestoren zusammen → **Lead Investor**.

T

Tag Along

Auch Pull Along oder Take Along genannt; Veräußerungsrecht; vertragliche Vereinbarung, die den Investoren ermöglicht, ihren Minderheitsanteil teilweise oder vollständig zu den gleichen Bedingungen wie die Mehrheitsaktionäre zu verkaufen.

Target

Unternehmen, welches für eine Unternehmensübernahme oder eine Eigenkapitalinvestition ins Visier genommen wird.

TAX Due Diligence

Sorgfältige Untersuchung der steuerlichen Risiken eines Unternehmens in Vorbereitung einer Investitionsentscheidung → **Due Diligence**.

Term Sheed

Zusammenfassung der finanziellen und sonstigen Eckdaten, auf die sich die beteiligten Parteien im Vorfeld geeinigt haben (auch Vorvertrag genannt).

Trade Sale

Veräußerung der Unternehmensanteile an einen industriellen oder strategischen Investor; eine der vier Möglichkeiten eines → **Exit**.

Turnaround Financing

Investition in ein Unternehmen, um es dabei zu unterstützen aktuelle Schwierigkeiten zu überwinden und anschließend eine positive Entwicklung aufzuzeigen.

V

Vendor

Verkäufer von Unternehmensanteilen oder eines gesamten Unternehmens.

Vendor Due Diligence

Eine vom Unternehmensinhaber in Auftrag gegebene Prüfung des zu veräußernden Unternehmens; der Verkäufer erkennt so mögliche Schwachstellen des Unternehmens und kann diese vor dem Verkauf beseitigen, → **Due Diligence**.

W

Wagniskapitalfinanzierung

Auch Venture Capital genannt; Investition in besonders riskante Unternehmen, meistens durch Bereitstellung von Eigenkapital; im Gegenzug erwirbt der Kapitalgeber oft eine direkte Beteiligung am Unternehmen, aufgrund derer er auch aktiv in das Unternehmensgeschehen eingreift.

Write-Off

Vollständige Abschreibung der in eine Investition eingebrachten Mittel.

Impressum

Alle Angaben erfolgen nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr, und können eine umfassende Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. Sämtliche Bezeichnungen richten sich an beide Geschlechter.

Redaktionstand Juni 2018

Herausgeber

HANSE Consulting Management GmbH

affiliated with Warth & Klein Grant Thornton

Büro Hamburg

Fischertwiete 2 – Chilehaus A
20095 Hamburg

T +49 40 323260 0

F +49 40 323260 27

Büro Düsseldorf

Niederkasseler Lohweg 18 – Cubus
40547 Düsseldorf

T +49 211 586665 0

F +49 211 586665 55

Büro München

Josephspitalstraße 15 – Stachus
80331 München

T +49 89 207040 210

F +49 89 207040 450

Fotonachweise

Soweit nicht anders ausgezeichnet: gettyimages.com

Gestaltung

UNIMAK GmbH und Stefanie Seele

