

Erfolgreiche Gestaltung eines Unternehmensverkaufs im Mittelstand

Von Christian Mertens, Christian Staby und Axel Steuernagel

Der Prozess des Verkaufs des eigenen Unternehmens stellt für die Unternehmerfamilie in vielerlei Hinsicht eine große Herausforderung dar. Ein gelungener Verkauf ist das wichtigste finanzielle Ereignis für viele Eigentümer. Mit dem Prozess ist ein hoher Zeitaufwand verbunden, der häufig auch von der Führung des operativen Geschäfts ablenkt. Ein Unternehmensverkauf kann emotional auch sehr belastend sein, für den oder die maßgeblichen Unternehmer, aber auch für die anderen Teile der Familie.

Deshalb gehört ein solcher Prozess sehr gut durchdacht und geplant, am besten unter Zuhilfenahme von Experten. Diese bringen nicht nur Prozess- und Fachwissen mit, sondern haben auch den notwendigen emotionalen Abstand und können auch eine Moderatorenrolle übernehmen. Im Folgenden werden die wichtigsten Erfolgsfaktoren dazu erläutert, basierend auf der Abbildung 1.



Abb. 1: Umsetzung des Unternehmensverkaufs im Mittelstand

Phase 1 – Vorbereitung

Vor dem Start des M&A-Prozesses sollte der Verkäufer einige wichtige Vorbereitungen treffen: Mandatierung des M&A-Beraters, Selektion der internen Projektmitglieder, Erstellung eines Projektplans zusammen mit dem Berater, Entscheidung für die Anzahl der berücksichtigten

Interessenten, Erstellung einer Kurzbeschreibung (engl.: Teaser) und des Informationsmemorandum und die Definition von Kriterien für die Selektion der Interessenten.

Schritt 1 – Festlegung Team, Projektplan und Projektstart

Vor Beginn eines M&A Verkaufsprojekts muss ein zuverlässiges, loyales und kompetentes Projektteam feststehen. Die Leitung erfolgt durch einen externen M&A-Berater. Basierend auf seiner Erfahrung stellt er einen Projektplan auf, den er mit dem Unternehmer abspricht. Dann gibt es ein Treffen zum offiziellen Start des Projekts (engl.: Kick-off), bei dem die Projektmitglieder vorgestellt, Aufgaben verteilt und der Zeit- und Projektplan besprochen wird.

Schritt 2 – Exklusivverfahren, offene oder limitierte Auktion

Eine weitere wesentliche Entscheidung für den Verkäufer ist die für den grundsätzlichen Ansatz des Verkaufes:

- **Exklusivverfahren:** Hier wird der Verkaufsprozess auf einen Interessenten beschränkt. Dies ist sinnvoll, wenn der potenzielle Käufer kulturell gut passt und die finanziellen Vorstellungen nicht weit auseinandergehen. Vorteile sind die Minimierung von Marktgerüchten und ein effizienter Verkaufsprozess. Ein Nachteil ist die schlechtere Verhandlungsposition.
- **Offene Auktion:** Der Mechanismus dabei ist, möglichst viele potenzielle Interessenten zu kontaktieren, zur Abgabe eines unverbindlichen Angebotes zu motivieren, am Anfang der Due Diligence mehrere Parteien zuzulassen und Exklusivität zeitlich begrenzt zu vergeben. Dieses Modell steigert den Kaufpreis, ist jedoch aufwendig und erschwert die Wahrung der Vertraulichkeit.
- **Limitierte Auktion:** Ein dritter, im Mittelstand häufig angewandter Ansatz ist die Fokussierung auf wenige, gut vorselektierte Käufer. Diese sind entweder dem Unternehmer oder dem Berater bekannt oder sie kristallisieren sich in ersten inoffiziellen Gesprächen heraus. Hier werden die Vorteile des ersten mit denen des zweiten Ansatzes verknüpft.

Schritt 3 – Markttest mit einer Kurzbeschreibung (Teaser)

Bei den letzten beiden Ansätzen bietet es sich an, den Markt mit einem Teaser zu testen. Auf 1-3 Seiten werden eine grobe Übersicht über Geschäftsmodell, Kernprodukte und Dienstleistungen, Standorte, Kundengruppen, wesentliche Finanzkennzahlen, Marktposition und potenzielle Wachstumschancen anonym dargestellt, ohne vertrauliche Details preiszugeben.

Der Teaser wird schrittweise entwickeln. Zunächst wird er in einem kleinen Kreis von potenziellen Interessenten unverbindlich und anonym getestet, um Feedback zu sammeln. Anschließend kann der Kreis der angesprochenen Investoren noch einmal angepasst und die Kommunikationsstrategie optimiert werden. Bereits an dieser Stelle ist es wichtig zu begründen, warum das Unternehmen zum Verkauf steht.

Schritt 4 – Erstellung eines Informationsmemorandums

Anschließend beginnt das Team mit der Entwicklung des Informationsmemorandums (IM). Es enthält bei mittelständischen Unternehmen ca. 30-60 Seiten, je nach Größe und Komplexität. Ein Überblick über den typischen Aufbau eines Informationsmemorandums im Mittelstand findet sich in der Abbildung 2.

Typische Elemente eines Informationsmemorandums (IM) im Mittelstand		
1 Executive Summary	2 Umfang und Struktur der Transaktion	3 Produkte & Services
4 Produktion, Prozesse und Supply Chain	5 Marketing, Vertrieb und Kundenstruktur	6 Markt, Wettbewerb und Positionierung
6 Management und Mitarbeiter	7 Finanzberichte und Geschäftspläne	8 Potenzielle Wachstum und Optimierung
10 Überlegungen zur Integration	11 M&A Prozess und nächste Schritte	12 Kontaktpersonen

Abb. 2: Typische Elemente eines Informationsmemorandums (IM) im Mittelstand

Schritt 5 – Definition von Kriterien für den Käufer

In einem nächsten Schritt sollten strategische, sozio-kulturelle und finanzielle Kriterien für die Auswahl des idealen Käufers festgelegt werden. Strategische Kriterien liegen in Synergien bei Produkten & Services, bei der Reduktion der Kosten oder im Vertrieb. Dies ist besonders relevant für Unternehmer, die am Unternehmen beteiligt bleiben wollen. Sozio-kulturelle Faktoren zielen darauf ab, dass der Käufer als vertrauensvoller Arbeitgeber für die Mitarbeiter gesehen wird und als verlässlicher Partner für den Unternehmer. Dies wird besonders von Unternehmern priorisiert, die eine starke emotionale Bindung zu ihrem Unternehmen haben. Finanzielle Kriterien beinhalten die Einschätzung der Finanzkraft des Käufers und der Attraktivität des Unternehmens für einen Käufer, die sich im Kaufpreis niederschlagen sollte.

Phase 2 – Identifikation & Kontaktaufnahme

Startpunkt dieser Phase ist die Entwicklung einer Longlist von potenziellen Interessenten, auf Basis der Selektion des Investorentyps und der zuvor entwickelten Auswahlkriterien. Dies erfolgt durch den M&A-Berater, der diese Liste mit dem Unternehmer abstimmt und in eine Shortlist überführt. Diese Liste wird kontinuierlich aktualisiert. Die Ansprache von potenziellen Interessenten erfolgt am besten ohne Nennung des Namens des Auftraggebers durch den M&A-Berater. Dieser kann auch als Externer leichter die Vorzüge des Unternehmens erklären als der Unternehmer selbst.

Alle relevanten Informationen über die Interessenten (Größe, Motivation, Finanzkraft, strategische Absichten, Erfahrungen etc.) sowie Gründe für fehlendes Interesse werden in einem CRM-System oder einer Excel-Liste gesammelt. Dies ermöglicht, Teaser, Suchkriterien oder auch der Typ der Investoren anzupassen. Am Ende dieser Phase erfolgt eine Selektion der für den Kauf in Frage kommenden Interessenten. Spätestens zu diesem Zeitpunkt unterzeichnen sie eine Vertraulichkeitserklärung, als Basis für die Zusendung von detaillierteren Unternehmensinformationen.

Phase 3 – Kommunikation und Selektion bis zum Erhalt von unverbindlichen Angeboten

Ziele dieser Phase sind es, die an einem Kauf näher interessierten Parteien zur Abgabe eines zufriedenstellenden unverbindlichen Angebots (engl.: Non-Binding-Offer, NBO) zu motivieren und zugleich eine Selektion des bevorzugten Käufers vorzunehmen. Dazu dient eine gezielte Kommunikationsstrategie mit folgenden Elementen:

- **Informationsmemorandum (IM):** Potenzielle Käufer erhalten das IM mit einem Wasserzeichen des Adressaten, um eine unkontrollierte Verbreiterung zu erschweren. Dazu wird meistens ein sogenannter „Prozessbrief“ (Engl.: Process Letter, Procedure Letter) verschickt, der über weitere Prozessschritte informiert.
- **Eine zentrale Kontaktperson:** Eine Ansprechperson, im Mittelstand häufig der M&A-Berater, koordiniert den Informationsfluss. Er spricht sich mit dem Unternehmer und anderen Mitgliedern des Projektteams ab und stellt sicher, dass noch keine sensiblen Daten offengelegt werden. Der Fokus sollte auf der Erklärung des Geschäftsmodells, der Finanzkennzahlen und der Basisannahmen für die Mehrjahresplanung liegen.
- **Begrenzter Kreis der Involvierten:** Der Kreis der Involvierten wird in dieser Phase noch bewusst klein gehalten. Ein persönliches Treffen des erweiterten Managements mit den Interessenten ist nicht üblich. Es sollte sich auf das Tagesgeschäft konzentrieren.

- **Persönliches Gespräch zwischen Eigentümer und Interessenten:** Ein persönliches Gespräch hat das Ziel, wesentliche Informationen zum Geschäftsmodell, den Chancen & Herausforderungen und der Kultur des Unternehmens zu erhalten. Falls der Verkäufer weiterhin im Unternehmen tätig bleiben möchte, sollte er den persönlichen Fit mit dem potenziellen Käufer prüfen. Zudem wird die Transaktionsstruktur besprochen.
- **Kaufpreisvorstellung:** Gerade bei mehreren Interessenten sollte die Einschätzung über die Kaufpreisvorstellungen am besten nicht vom Eigentümer selbst, sondern von dem M&A-Berater gegeben werden. Dieser leitet die Interessenten bei der Abgabe des unverbindlichen Angebotes so, dass diese weder zu niedrig anbieten noch auf ein Angebot verzichten.

Die größte Herausforderung in dieser Phase besteht darin, die Vorstellungen des Verkäufers mit denen des oder der Interessenten in Einklang zu bringen. Häufig hat der Verkäufer Erwartungen an den Kaufpreis, die den Realitäten des Marktes nicht entsprechen. Hier ist ein M&A-Berater sehr wichtig, der beide Seiten zusammenführt. Auch können durch verschiedene Instrumente die Kaufpreiserwartungen angeglichen werden. Dazu zählen neben variablen Kaufpreisbestandteilen (Earn-Out) auch Unternehmerdarlehen und Rückbeteiligungen. Am Ende dieser Phase erhält der Verkäufer unverbindliche Angebote von den Interessenten.

Phase 4 – Due Diligence

Ziel der Due Diligence (Abkürzung: DD) ist es, Wachstums- und Synergiepotenziale sowie Risiken wirtschaftlicher und rechtlicher Art zu prüfen. Dauer und Umfang der DD hängen von der Datenverfügbarkeit, Zeit- und Budgetrestriktionen sowie der Transaktionsgröße und -komplexität ab. Der M&A-Berater sorgt in dieser Phase für eine professionelle Organisation und Präsentation folgender Informationenelemente, die auch in Abbildung 3 abgebildet sind.

- **Element 1 – Arten und Dichte der Informationen im Datenraum:** Ein Datenraum wird üblicherweise vom Verkäufer modular strukturiert, mit typischen Modulen wie Personal, Produkt, Finanzen, Recht, IT und Umwelt. Er enthält Dokumente wie unter anderem Jahresabschlüsse, Patentnachweise, Betriebsprüfungsberichte und Mitarbeiterlisten. Hochvertrauliche Daten wie Kundenverträge werden erst kurz vor der Kaufvertragsunterzeichnung unter Berücksichtigung wettbewerbsrechtlicher Vorgaben offengelegt.
- **Element 2 – Beantwortung von Fragen und Involvierung des Teams:** Im Verlauf der Due Diligence werden detailliertere Fragen zu Prozessen, Geschäftsmodell und Finanzen

zugelassen und beantwortet. Das erfolgt aufgrund eines Frage-und-Antwort-Tool im virtuellen Datenraum. Wichtig ist hier, dass die Beantwortung der Fragen nur über eine Koordinationsstelle geht, die auch für das Filtern von unerwünschten Themen verantwortlich ist. Das ist im Mittelstand zumeist ein M&A-Berater.

- **Element 3 – Management Präsentationen:** Das Treffen der Interessenten mit dem Management sollte persönlich erfolgen, unter Teilnahme der für den Geschäftserfolg wesentlichen Manager. Diese bereiten eine Management Präsentation zu ihrem Verantwortungsbereich vor und beantworten dazu Fragen. Diese beruht auf dem Informationsmemorandum und geht gezielt in die Tiefe und Breite auf Themengebieten, die sich durch die Fragen der Interessenten als kritisch herausstellen.
- **Element 4 – Experteninterviews:** Es empfiehlt sich, die Management Präsentationen nicht zu überladen. Dazu gibt es zu spezifischen Fachthemen (z.B. Steuern, Personal, Finanzen) Experteninterviews, in denen sich der Käufer detailliert informieren kann, idealerweise auf Basis der vorher im Datenraum gestellten Fragen.
- **Element 5 – Standortbesuche:** Manchmal ist es notwendig, Produktionsstätten oder Servicestandorte zu zeigen, so dass der Interessent einen anschaulichen Eindruck vom Unternehmen bekommt. Dies sollte aber mit der notwendigen Sensibilität behandelt werden. Der Besuch erfolgt zumeist erst in der letzten Phase der Due Diligence.



Abb. 3: Elemente und Instrumente einer Due Diligence im Mittelstand

Zudem muss der Verkäufer entscheiden, mit welchen und wie vielen Anbietern er in die Due Diligence (DD) geht. Dabei kann er entweder mehrere Anbieter berücksichtigen oder eine exklusive DD mit einem attraktiven potenziellen Käufer durchführen. Alternativ kann eine zweistufige DD erfolgen, bei der zunächst eine vorgelagerte Commercial DD durchgeführt wird, bevor Exklusivität vergeben und eine vollständige DD eingeleitet wird. Die verschiedensten Varianten sind abhängig von der Verhandlungsposition des Verkäufers und den Unterschieden zwischen den Angeboten der Interessenten. Der M&A-Berater unterstützt dabei bei der Entscheidungsfindung.

Phase 5 – Vertragsverhandlungen und -abschluss

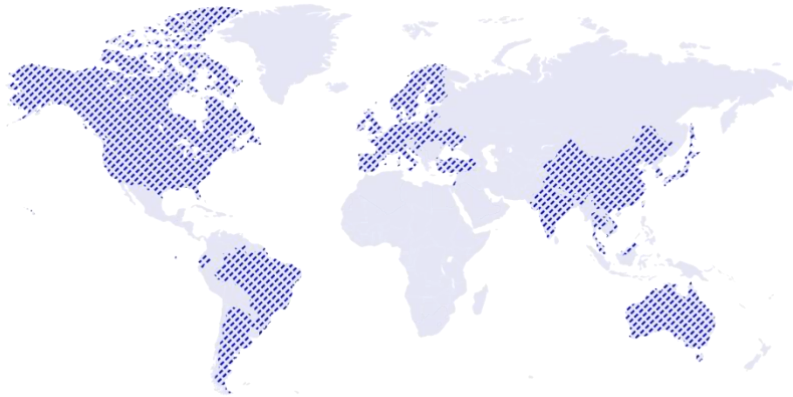
In dieser letzten Phase stehen rechtliche Themen im Vordergrund. Grundsätzlich kann zwischen einem Anteilskaufvertrag (engl.: Share Purchase Agreement, SPA) und einem Vermögenskaufvertrag (engl.: Asset Purchase Agreement, APA) unterschieden werden. Die wesentlichen Unterschiede in der Vertragsgestaltung betreffen unter anderem den Kaufgegenstand, Kaufpreis, Zahlungsmodalitäten sowie Zusicherungen und Gewährleistungen.

Im Folgenden werden verhandlungstaktische Erwägungen aus Sicht des Verkäufers genannt:

- **„All you need is two“:** Die Verhandlungen sollten exklusiv mit einer Partei geführt werden. Trotzdem sollte es eine Alternativoption in der Hinterhand geben, welche für eine kurze Phase der Exklusivität vertröstet wird.
- **Verhandlung als Team Work:** Verhandlungen sollten nie allein geführt werden, sondern idealerweise durch den Rechtsanwalt des Verkäufers und dem M&A-Berater.
- **Beteiligung des Verkäufers an Verhandlungen:** Eine wichtige Frage ist, ob bei jedem der Verhandlungsrunden auch der Verkäufer selbst dabei ist. Seine Anwesenheit beschleunigt die Entscheidungsfindung. Jedoch kann es manchmal taktisch sinnvoll sein, wenn ein Rechtsanwalt und der M&A-Berater die Verhandlung führen und sich bei Bedarf mit ihm absprechen.
- **Zeitliche Komponente:** Ein straffer Zeitplan kann den M&A-Prozess effizient halten, aber auch die Verhandlungsposition schwächen. In manchen Fällen ist es vorteilhaft, sich zeitliche Flexibilität offenzuhalten.

Über S&P

Mit seiner Gründung im Jahr 1989 ist S&P einer der traditionellsten deutschen Beratungen für Mergers & Acquisitions im Mittelstand. Als Mitgründer der inzwischen weltweit führenden Gruppe M&A Worldwide mit 43 Büros in 34 Ländern ist S&P international hervorragend



vernetzt. Die auf die Büros in Düsseldorf, Essen und München verteilten Partner haben langjährige Berufserfahrung als Manager, Unternehmer und Berater. Sie haben selbst Unternehmen geleitet. Heute beraten sie

Unternehmer und Investoren bei Unternehmenskäufen und -verkäufen, bei deren Vorbereitung sowie bei der Integration der erworbenen Unternehmen nach dem Grundsatz „Unternehmer für Unternehmer“ versiert, vertrauensvoll und auf Augenhöhe.

Über die Autoren

Prof. Dr. Axel Steuernagel ist Geschäftsführer von S&P, Christian Mertens Partner im Düsseldorfer Büro und Christian Staby Partner im Münchner Büro von S&P.