

Prozess und praktische Erfahrungen beim Unternehmenskauf im Mittelstand

Von Christian Mertens, Christian Staby, Axel Steuernagel und Sophia Steuernagel

M&A-Prozesse sind komplex und sollten kompetent durchdacht und gemanagt werden. Im Folgenden werden erfahrungsbasierte Hinweise beschrieben, worauf ein Unternehmer beim Kauf eines anderen mittelständischen Unternehmens achten sollte. Über viele Projekte hinweg kristallisieren sich spezifische Erfolgsfaktoren heraus. Die Darlegung erfolgt entlang der in der folgenden Abbildung 1 vorgestellten Struktur mit den fünf Phasen der Umsetzung eines Unternehmenskaufs im Mittelstand: Vorbereitung, Kontaktaufnahme, Auswahl bis zum Unverbindlichen Angebot (eng.: Non-Binding Offer, NBO), Due Diligence (DD) und Kaufvertrag.

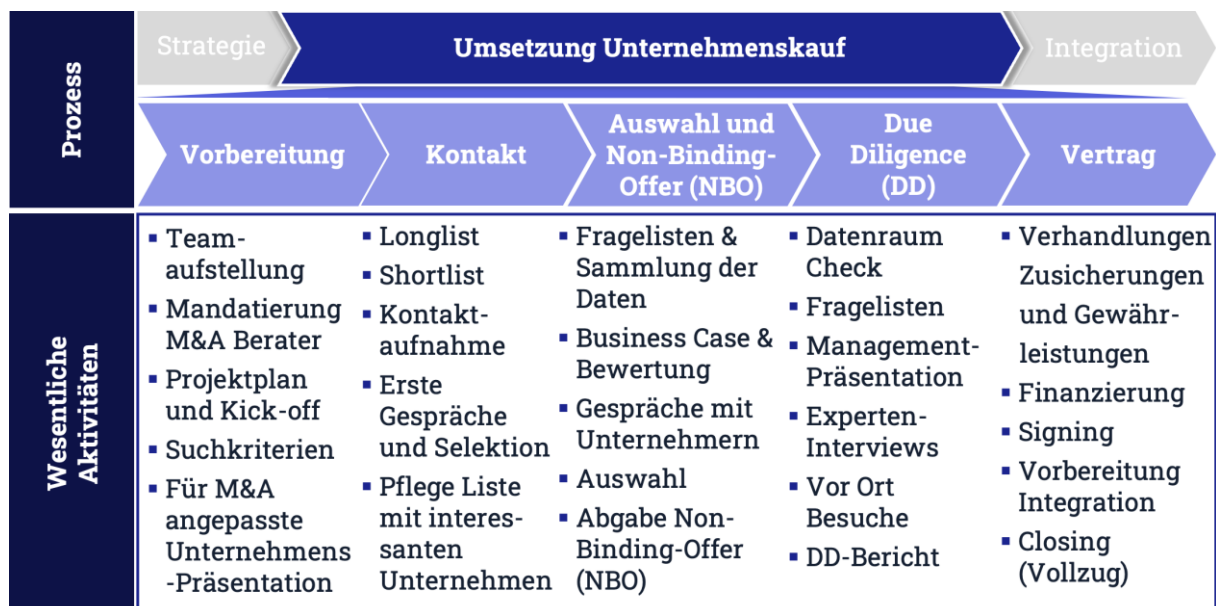


Abb. 1: Phasen und Kernaktivitäten beim Unternehmenskauf im Mittelstand

Phase 1 – Vorbereitung

Vor dem Start eines Kaufprozesses ist eine gründliche Vorbereitung entscheidend. Dazu gehört der Aufbau eines Projektteams mit einem erfahrenen M&A-Berater und die Erstellung eines strukturierten Projektplans. Parallel sollte eine überzeugende, auf den Kaufprozess zugeschnittene Unternehmenspräsentation für potenzielle Verkäufer

vorbereitet werden. Der wichtigste Schritt in der Vorbereitung ist die Definition von Suchkriterien. Ein Überblick über typische Kriterien in der Praxis findet sich in Abbildung 2.

	<u>Definition</u>	<u>Relevanz</u>	<u>Quellen</u>
1 Größe 	▪ Umsatz, Ergebnis, Mitarbeiter und/oder Wachstum	▪ Sehr wichtiges und häufig erstes Kriterium	▪ Internet, Datenbanken
2 Branchen-segment 	▪ Teilsegment des Marktes	▪ Wichtiges Kriterium	▪ Tiefere Recherche
3 Geografie 	▪ Region Inland, Ausländischer Markt	▪ Bedeutung abhängig von Strategie	▪ Internet, Datenbanken
4 Eigentümer 	▪ Anzahl und Art Eigentümer	▪ Manchmal relevant	▪ Tiefere Recherche
5 Stärken & Synergien 	▪ Stärken, Schwächen & Synergien	▪ Sehr wichtig für den Business Case	▪ Gespräche
6 Kultur 	▪ Kultureller Fit Käufer und Verkäufer	▪ Sehr wichtig für die Integration	▪ Gespräche

Abb. 2: Kriterien für die systematische Suche nach Kaufkandidaten im Mittelstand

Als häufig wichtigstes und erstgenanntes Kriterium wird die Größe des Unternehmens (Umsatz, Ergebnis, Rendite, Mitarbeiter) und die Bedeutung von Umsatzwachstum und Marktposition festgelegt. In manchen Fällen macht es Sinn, das genaue Branchensubsegment zu definieren. In anderen Fällen ist der Käufer aber auch bewusst offen für die Expansion in andere Segmente. Die Festlegung des geographischen Marktes des Zielunternehmens kann sich auf neue Regionen im Inland, andere EU-Länder oder Regionen außerhalb der EU beziehen. Die Bedeutung der Eigentümerstruktur, Stärken & Schwächen und kultureller Fit sind wesentliche Fragen, die allerdings erst im Laufe des Prozesses beantwortet werden.

Phase 2 – Identifikation & Kontaktaufnahme

In einer zweiten Phase werden geeignete Zielunternehmen gesucht und kontaktiert. Hierbei wird der Unternehmer üblicherweise von dem M&A-Berater unterstützt. Der Ablauf umfasst drei Arbeitsschritte und ein unterstützendes Element (siehe Abbildung 3).

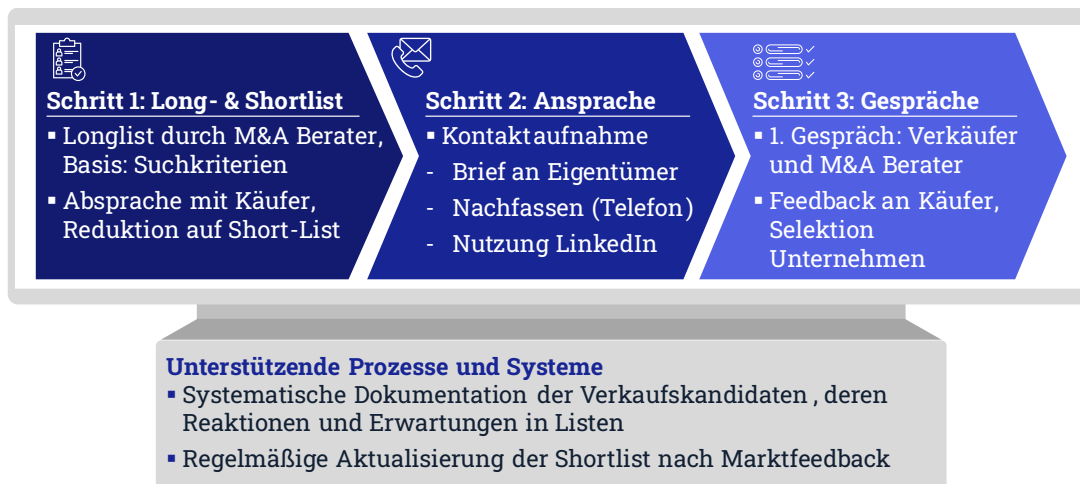


Abb. 3: Identifikation von und Kontaktaufnahme zu Verkaufskandidaten im Mittelstand

Auf Basis der zuvor (siehe Abbildung 2) definierten Suchkriterien erstellt der M&A-Berater eine umfangreiche Liste potenzieller Zielunternehmen (engl.: Longlist). Diese basiert auf persönlichen Netzwerken, M&A-Datenbanken und AI-Tools. Nach Abstimmung mit dem Käufer wird diese auf eine fokussierte Liste (engl.: Shortlist) gekürzt. Die Ansprache der Unternehmen auf der Shortlist erfolgt anonym durch den M&A-Berater, bevorzugt über persönliche Empfehlungen. Alternativ wird ein vertraulicher Brief an die Unternehmensadresse versendet und anschließend telefonisch nachgefasst. Bei Interesse des Verkäufers erfolgt ein erstes Gespräch normalerweise zwischen ihm und dem externen M&A-Berater. Ziel ist es, die Verkäuferinteressen zu verstehen, Vertrauen aufzubauen und die Vorteile einer strategischen Partnerschaft aufzuzeigen. Bei Eignung aus Sicht des Käufers und zugleich Verkaufsbereitschaft erfolgt die Offenlegung des Auftraggebers und die Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung (engl.: Non-Disclosure Agreement, NDA).

Phase 3 – Bewertung des Zielunternehmens bis zum unverbindlichen Angebot

Diese dritte Phase ist geprägt durch einen intensiven Austausch und die gegenseitige Einschätzung, ob und unter welchen Umständen eine Transaktion Sinn macht. Sie wird mit einem unverbindlichen Angebot (engl.: Non-Binding Offer, NBO, Letter-of-Intent, LOI) abgeschlossen und basiert auf den folgenden Schritten, die auch in der Abbildung 4 aufgezeigt werden.

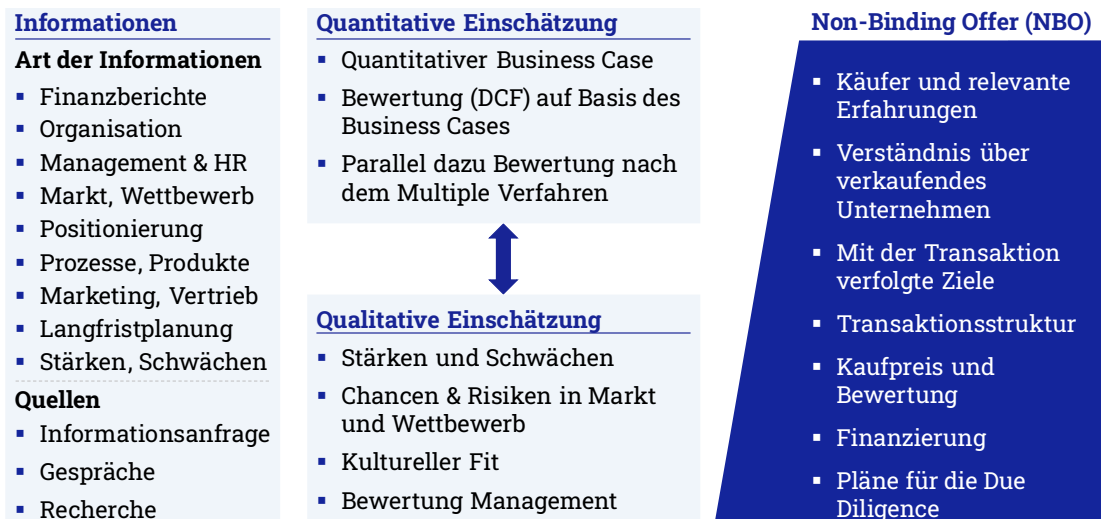


Abb. 4: Prozess der Entwicklung eines unverbindlichen Angebots

Schritt 1 – Beschaffung detaillierter Informationen

Nach der Unterzeichnung der Vertraulichkeitserklärung sollte der Käufer tiefgreifende Unternehmensinformationen einholen, wie unter anderem Finanzberichte, Kundenstruktur sowie Leistungsangebot. Dann werden diese Daten in einem gemeinsamen Treffen von dem Verkäufer präsentiert, zugleich das Käuferunternehmen vorgestellt und die Transaktionsstruktur besprochen. Ein M&A-Berater übernimmt dabei eine vermittelnde Funktion, validiert Informationen und ergänzt sie durch Marktanalysen.

Schritt 2 – Übertragung der Informationen in einen Geschäftsplan

Auf der Basis dieser Informationen entscheidet der Käufer, ob das zu verkaufende Unternehmen für ihn interessant ist. Ist dies der Fall, erstellt er einen Geschäftsplan (engl.: Business Case) für die zukünftige Entwicklung. Bei dessen Ausarbeitung wird die zumeist optimistische Sichtweise des Verkäufers durch eine vorsichtigeren Einschätzung des Käufers ersetzt. Dabei wird in einer Excel-Datei die geplante zukünftige Entwicklung von GuV und Cash-Flow dargestellt, zuerst ohne (engl.: Stand-Alone), danach mit Synergien. Der Käufer geht hierbei mit einer Szenarien-Methode vor. Im weiteren Verlauf des Prozesses wird der Geschäftsplan durch den Zugang zu detaillierteren Informationen immer weiter konkretisiert.

Schritt 3 – Indikative Unternehmensbewertung

Auf der Basis des Geschäftsplans erfolgt eine erste, indikative Unternehmensbewertung. Hierzu gibt es verschiedenste Verfahren, von denen das Multiplikator (engl.: Multiple) – Verfahren und die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) im Mittelstand gängig sind.

- **Multiplikatorverfahren (engl.: Multiple Method):** Bei diesem Verfahren wird das Ergebnis (EBIT, EBITDA) oder bei Wachstumsunternehmen der Umsatz mit einem branchenspezifischen Faktor multipliziert, um den Unternehmenswert zu berechnen. Dieser Faktor basiert auf vergleichbaren an der Börse gehandelten Unternehmen und auf kürzlich umgesetzten Transaktionen. Er wird dann auf die Größe angepasst. Kleinere Unternehmen erzielen geringere Multiples.
- **Discounted-Cashflow-Methode (DCF):** Bei der DCF-Methode werden die im Geschäftsplan prognostizierten zukünftigen Cashflows auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Die Diskontierungsrate basiert auf den gewichteten Kapitalkosten (WACC).

In der Praxis werden diese Verfahren parallel verwendet. Von dem so berechneten Firmenwert werden die Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen, um auf den Wert des Eigenkapitals (engl.: Equity Value) zu kommen.

Schritt 4 – Abgabe eines Indikativen Angebots

Im Anschluss an diese erste Unternehmensbewertung gibt der Käufer ein indikatives oder unverbindliches Angebot ab, das in der Fachsprache als Non-Binding-Offer (NBO) oder Letter-of-Intent (LOI) bezeichnet wird. Ein indikatives Angebot fasst die zentralen Eckpunkte der geplanten Transaktion zusammen. Es enthält unter anderem Informationen zum Käufer und dessen relevante Erfahrungen, das bisherige Verständnis über das zu verkaufende Unternehmen, die mit der Transaktion verfolgten Ziele, die Transaktionsstruktur, Kaufpreis und Bewertung, die Finanzierungs- und Zahlungsmodalitäten, Ziele für die Due Diligence.

Phase 4 – Due Diligence (DD)

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. Elemente und Instrumente sind in Abbildung 5 dargestellt.



Abb. 5: Elemente und Instrumente einer Due Diligence im Mittelstand

Jede Diligence sollte die folgenden Bereiche beinhalten:

- **Finanzen:** Die Financial DD analysiert die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, indem sie Jahresabschlüsse sowie bestehende Kredit- und Finanzvereinbarungen prüft.
- **Recht:** Die Legal DD untersucht bestehende Verträge, laufende und potenzielle Rechtsstreitigkeiten, Compliance-Systeme und arbeitsrechtliche Vorgaben und deckt damit alle wesentlichen rechtlichen Gegebenheiten und Risiken auf.
- **Steuern:** Die Tax DD konzentriert sich auf die Identifikation und Bewertung steuerlicher Risiken, indem unter anderem historische Steuerrisiken, mögliche Transaktionssteuern sowie die zukünftige Steuerbelastung geprüft werden.
- **Geschäftsmodell und -pläne:** Im Rahmen der Commercial DD werden die Geschäftspläne, die Chancen und Risiken im Markt- und Wettbewerbsumfeld, die Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie das Synergiepotenzial analysiert.

Bei der Durchführung einer DD setzt der Käufer folgende Instrumente ein, um die notwendigen Informationen zu erlangen:

- **Datenraum:** Der potenzielle Käufer erhält elektronischen Zugriff auf zentrale Unterlagen wie Verträge, Berichte und Pläne (Engl.: Virtual Data Room, VDR). Vertrauliche Informationen werden geschwärzt oder in einem geschützten Bereich bereitgestellt.
- **Management-Präsentation:** In persönlichen Gesprächen mit dem Management werden offene Fragen geklärt und ein Eindruck vom Führungsteam gewonnen.
- **Experteninterviews:** Gespräche mit Experten und/oder Beratern des Zielunternehmens finden statt, um Themen wie Finanzen, Steuern, IT oder Produktion zu vertiefen.
- **Standortbesichtigungen:** Zentrale Standorte des Zielunternehmens werden besichtigen, um Prozesse, Infrastruktur und Arbeitsbedingungen vor Ort beurteilen zu können.

Am Ende der DD werden die Ergebnisse in Berichten zusammengefasst (Engl.: Due Diligence Reports). Auf dieser Basis kann der Käufer sein Angebot anpassen oder bestätigen (Engl.: Confirmatory Offer).

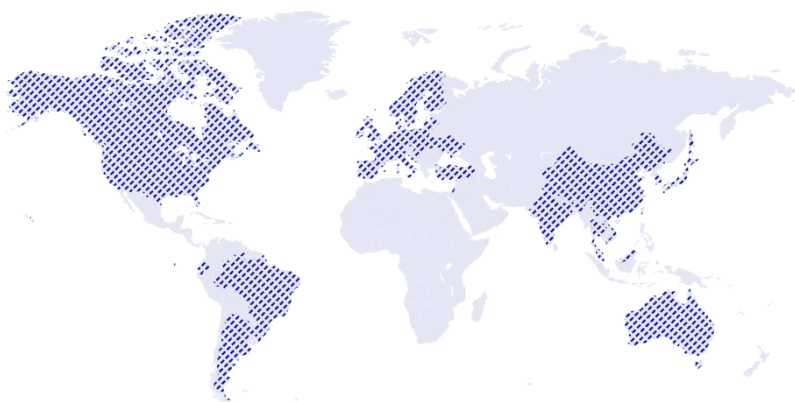
Phase 5 – Vertragsverhandlung und -abschluss

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. Verhandlungsstrategisch empfiehlt es sich, neben dem Rechtsanwalt auch einen erfahrenen M&A-Berater mit einzubeziehen. Es geht hier vor allem darum zu verstehen, wo die besonderen Empfindlichkeiten des Verkäufers bei haftungsrelevanten Zusicherungen und Gewährleistungen liegen. Gerade Unternehmer im Mittelstand agieren beim Verkauf nicht immer rational und reagieren bei einigen Themen unerwartet sensibel. Diese Bereiche zu identifizieren und mit ihnen umzugehen, bedarf der längeren Erfahrung im Umgang mit mittelständischen Verkäufern. Nach der Finalisierung der Verhandlungen wird der Kaufvertrag im sogenannten „Signing“

unterzeichnet. Zu diesem Zeitpunkt erfolgt noch keine rechtliche und wirtschaftliche Unternehmensübernahme. Der Vollzug (Engl.: Closing) findet erst statt, wenn alle aufschiebende Bedingungen (z.B. Genehmigung Kartellamt) erfüllt sind.

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, Christian Staby Partner im Münchner Büro und Sophia Steuernagel Associate im Münchner Büro von S&P.