Der Weg zum unverbindlichen Angebot (NBO) beim Unternehmenskauf im Mittelstand

Von Manfred Hassmann, Claudius Schikora, Axel Steuernagel und Sophia Steuernagel

---

Dieser Artikel widmet sich dem Teil des M&A-Prozesses, der nach der Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung (engl.: Non-Disclosure Agreement, NDA) beginnt und mit der Abgabe eines unverbindlichen Angebots (engl.: Non-Binding Offer, NBO) endet. Nachdem potenzielle Zielunternehmen identifiziert und erste Kontakte geknüpft wurden, liegt der Fokus nun auf der vertieften Analyse des Zielunternehmens, einem intensiven Austausch und der gegenseitigen Einschätzung, ob und unter welchen Umständen eine Transaktion Sinn macht. Dazu sind folgende Schritte notwendig, die auch in der folgenden Abbildung dargestellt werden: die Beschaffung detaillierter Informationen, die Erstellung eines Geschäftsplans sowie eine indikative Unternehmensbewertung.

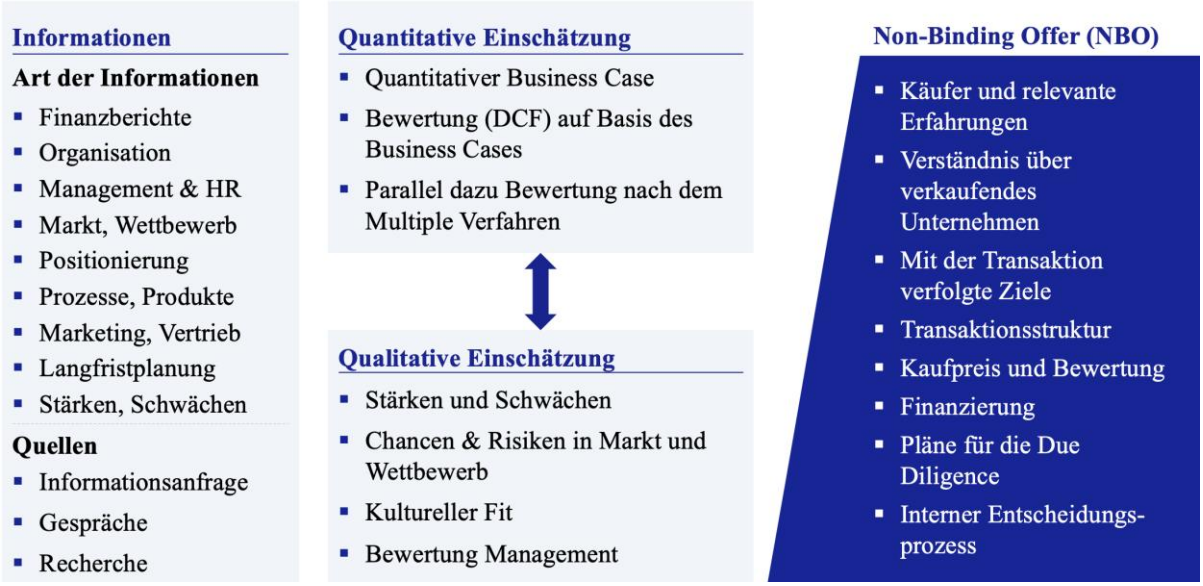


Abb.: Prozess der Entwicklung eines unverbindlichen Angebots

Schritt 1 – Beschaffung detaillierter Informationen

Nach der Unterzeichnung der Vertraulichkeitserklärung sollte sich der Käufer tiefgreifende Informationen über das potenzielle Übernahmeziel einholen. Dies erfolgt über eine Informationsanfrageliste mit folgenden typischen Punkten:

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*

- Finanzberichte der letzten 3-5 Jahre und BWA des aktuellen Jahres
- Eigentümer- und Gesellschaftsstruktur
- Management, Organisation und Personal
- Einschätzung des Markts, Wettbewerbs und der Positionierung
- Überblick über Produkte & Services, Innovationen und Prozesse
- Kundenstruktur und Vertriebsaktivitäten
- Optimierungs- und Wachstumspotenziale
- Risiken und Maßnahmen zur Risikominimierung
- Geschäftspläne für die nächsten 3-5 Jahre (soweit vorhanden)

Diese Informationen werden in einem weiteren Gespräch von dem Verkäufer möglichst persönlich präsentiert und mit dem Kaufinteressenten diskutiert. Dabei wird auch das Käuferunternehmen vorgestellt. Spätestens zu diesem Zeitpunkt wird die Transaktionsstruktur (z.B. Beteiligungshöhe, zukünftiges Engagement, variable Kaufbestandteile) angesprochen. Häufig sind die Vorstellungen des Verkäufers aber schon vorher diskutiert worden.

Wichtig ist dabei, eine Atmosphäre auf gleicher Augenhöhe zu schaffen. Sonst ist der Verkäufer zumeist nicht zu weiteren Gesprächen bereit. Hier ist ein externer M&A-Berater hilfreich, der zwar durch den Käufer beauftragt wurde, aber häufig auch eine vermittelnde Funktion übernimmt. Gemeinsame Abend- oder Mittagessen sind dabei manchmal hilfreicher als stundenlange Treffen im Büro.

Die in den Gesprächen erlangten Informationen werden durch den Käufer validiert. Der kaufende Unternehmer kennt zumeist die Teilbranche des Verkäufers und kann eine eigene Einschätzung zur Qualität der Produkte, Stärken des Unternehmens, Marktwachstum und Wettbewerbsposition abgeben. Der M&A-Berater holt zudem Informationen über Marktrecherchen ein.

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

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*

zumeist optimistische Sichtweise des Verkäufers durch eine vorsichtigere 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 und unterscheidet zwischen einem
optimistischen (engl.: Best-Case), mittleren (engl.: Mid-Case) und konservativen (engl.: Worst-Case) Szenario. 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. Die drei im Mittelstand gängigen Verfahren sind in der folgenden Abbildung (Abb. 2) dargestellt:

- Substanzwertverfahren: Bei diesem Verfahren werden die einzelnen Vermögenswerte zu Marktpreisen bewertet, unter Berücksichtigung des Liquidationsfalls. Dieses kommt allerdings nur in dem Fall zur Geltung, wenn der Ertrag eines Unternehmens gering ist und sein Wert vor allem Vermögensbestandteile (z.B. Immobilien) betrifft.
- Das Multiplikatorverfahren (engl.: Multiple): Diese Methode ist marktorientiert und orientiert sich zumeist an dem Ergebnis (EBIT, EBITDA) des aktuellen oder soeben abgelaufenen Geschäftsjahres. Manchmal werden auch mehrere Jahre (Vergangenheit, Zukunft) mit einbezogen. Falls das Unternehmen ein noch nicht profitables Wachstumsunternehmen in einem attraktiven Zukunftsmarkt ist, kann auch der Umsatz die Bezugsgröße sein. Das (gewichtete) Ergebnis (EBIT, EBITDA) oder hilfsweise der Umsatz wird mit einem branchenspezifischen Faktor multipliziert, um zum Firmenwert (engl.: Enterprise Value) zu gelangen. Dieser Faktor beruht auf vergleichbaren an der Börse gehandelten Unternehmen (engl.: Traded Multiples) und auf kürzlich umgesetzten Transaktionen (engl.: Transaction Multiples) und wird manchmal angepasst (z.B. bei unterschiedlichen Unternehmensgrößen, Geografien, Marktsegmenten). Ein erfahrener M&A-Berater hilft dabei, unter Nutzung von spezialisierten Datenbanken.

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*

- Discounted-Cashflow-Methode (DCF): Hier werden die im Geschäftsplan prognostizierten zukünftigen Cashflows auf den aktuellen Zeitpunkt abgezinst, um den Firmenwert zu ermitteln. Besonders relevant hierfür ist die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (Engl.: Weighted Average Cost of Capital, WACC) als Diskontierungsrate, die sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalkosten berücksichtigt. Die Berechnung der Eigenkapitalkosten basiert häufig auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM),
  das den erwarteten Renditeanspruch der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung von Risiken ermittelt. Die Fremdkapitalkosten entsprechen dem gemittelten Zinssatz, zu dem sich der Unternehmer des Verkaufsobjekts bei der Bank oder anderen Kapitalgebern verschuldet hat.

In der Praxis werden manchmal die beiden letzten Verfahren parallel verwendet, wobei Finanzinvestoren das Multiple Verfahren bevorzugen. Von dem Firmenwert werden die Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen, um auf den Wert des Eigenkapitals (engl.: Equity Value) zu kommen. Die Nettofinanzverbindlichkeiten berechnen sich, indem die verzinslichen Fremdkapitalpositionen inklusive etwaiger Pensionsverbindlichkeiten um die liquiden Mittel reduziert werden. In der Fachsprache wird in diesem Zusammenhang häufig von „cash and debt free“ (CFDF) gesprochen.

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. Um das Vertrauen des Verkäufers zu gewinnen, sollte ein NBO sehr transparent gestaltet sein und typischerweise folgende Elemente enthalten:

- Vorstellung des Käufers mit seinen Erfahrungen auf dem für die Transaktion relevanten Gebiet (Branche, Geografie, Art der Transaktion)
- Verständnis über das Zielunternehmen, daraus abgeleitete Investmenthypothese
- Mit der Transaktion verfolgte Ziele, Planung für die Zukunft des Unternehmens
- Transaktionsstruktur: zu erwerbende Gesellschaften, Share oder Asset Deal, Höhe der Anteile beim Share Deal, Vermögensgegenstände beim Asset Deal

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*

- Kaufpreis: Unternehmensbewertung, Annahmen und Brücke zwischen Unternehmens- und Eigenkapitalwert
- Kaufpreisstruktur: fixe und variable Bestandteile (z.B. Earn-Out)
- Erwartetes zukünftiges Engagement des Verkäufers und Managements
- Finanzierungs- und Zahlungsmodalitäten: geplante Finanzierung der Transaktion, einmalige oder mehrmalige Zahlungen
- Höhe des im Unternehmen verbleibenden Nettoumlaufvermögens (engl.: Net Working Capital, NWC)
- Planung für die Due Diligence (Umfang, Zeitplan, Vorgehen, Beteiligte, Schwerpunkte)
- Interne Genehmigungsverfahren
- Hinweis auf die Unverbindlichkeit des Angebotes

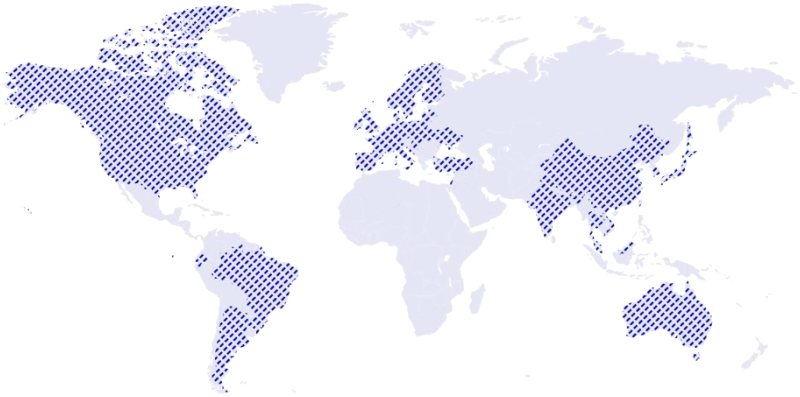
Wurde ein M&A-Berater auf der Verkäuferseite eingeschaltet, wird dieser die Anbieter bei der Höhe des Angebotes lenken. Dies geschieht durch die Kommunikation der Erwartungen des Verkäufers und auch der ungefähren Höhe anderer Angebote. Gibt es nur einen M&A-Berater auf der Käuferseite, ist es dessen Rolle, zwischen den Vorstellungen des Verkäufers und Käufers zu vermitteln.

An dieser Stelle des Prozesses ist es aus Käufersicht empfehlenswert, sich Exklusivität für die nächste Phase der Due Diligence zu sichern, da er die Kosten für diese tragen muss. In Auktionen stimmt der Verkäufer dem allerdings zumeist erst später im Prozess zu.

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*

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, Prof. Dr. Dr. Claudius Schikora Senior Advisor im Münchner Büro, Manfred Hassmann Partner im Düsseldorfer Büro und Sophia Steuernagel Associate im Münchner Büro.

© S&P Mergers & Acquisitions GmbH, basierend auf *Axel Steuernagel (2025), Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Strategien, Methoden und praktische Erfahrungen, Springer Gabler Verlag*