

Der Weg zum unverbindlichen Angebot beim Unternehmensverkauf im Mittelstand

Von Manfred Hassmann, Claudius Schikora und Axel Steuernagel

Dieser Artikel beleuchtet den Abschnitt 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 Gespräche geführt wurden, rückt nun die detaillierte Analyse des Unternehmens in den Fokus. Dies wird begleitet von einem engen Austausch zwischen Käufer und Verkäufer sowie der Bewertung der Transaktionsbedingungen. Ziele dieser Phase sind es, die an einem Kauf näher interessierten Parteien zur Abgabe eines zufriedenstellenden unverbindlichen Angebots zu motivieren und zugleich eine Selektion des bevorzugten Käufers vorzunehmen. Dazu dient eine gezielte Kommunikationsstrategie mit folgenden Elementen:

Element 1 – Verschicken eines Informationsmemorandums (IM) mit Prozessbrief

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.: Typische Elemente eines Informationsmemorandums im Mittelstand

Zum Start dieser Phase erhalten potenzielle Käufer das Informationsmemorandum (IM). Es ist üblich, dieses individuell zu verschicken, versehen mit einem Wasserzeichen des Adressaten, um eine unkontrollierte Verbreitung zu erschweren. Langjährige Erfahrungen führen zu den folgenden wesentlichen Elementen eines Informationsmemorandums:

- **Executive Summary:** Dies bietet einen Überblick über die wesentlichen Stärken des Unternehmens, die Vorteile für einen Investor (Engl.: Investment Rational) und die wichtigsten Eckdaten. Dazu werden die mit der Transaktion vom Verkäufer verfolgten Ziele und Motivation erläutert.
- **Umfang und Struktur der Transaktion:** An dieser Stelle werden die zum Verkauf stehenden Rechtseinheiten präsentiert, die Eigentümerstruktur, die geplante Art des Anteil- oder Asset-Verkaufs, zudem Ideen zur weiteren Beteiligung der Gesellschafter oder Mitarbeiterschutz.
- **Produkte und Services:** Hier erfolgt ein Überblick über die derzeit angebotenen Produkte und Services. Dazu gibt es eine Einführung in geplante Innovationen, je nach Branche auch Hinweise zu Forschung und Entwicklung (F&E).
- **Produktion, Prozesse und Supply Chain:** In dieser Sektion werden die Kernprozesse des Unternehmens dargestellt, abhängig von der Branche. Bei Service Unternehmen im B2B sind dies beispielsweise Darstellungen der Serviceabwicklung bei Kunden. Bei produzierenden Unternehmen stehen Produktion und Supply Chain im Vordergrund.
- **Marketing, Vertrieb und Kundenstruktur:** Dieser Teil ist für jeden Erwerber sehr wichtig. Es erfolgt zunächst ein Überblick über die Kundenstruktur (nach Branchen, Segmenten, Größen, Abhängigkeit von einzelnen Kunden), ohne dabei Namen zu nennen. Aktivitäten, Kanäle, Erfolge, Ressourcen und Organisation im Neu- und Bestandskundenvertrieb werden näher erläutert. Auch werden Marketingaktivitäten, -kompetenzen und -kanäle beschrieben.
- **Markt und Wettbewerb:** Besonders relevant sind Markttrends und Wachstum in den Segmenten, in B2B-Märkten auch das Wachstum der Märkte der Kunden. Im Rahmen des Wettbewerbsumfelds wird die Positionierung des Unternehmens und seine Wettbewerbsstrategie ausgeführt.
- **Managementteam und Personal:** Dieser Teil gibt einen Überblick über die wichtigsten Manager, deren Erfahrungen und Verantwortlichkeiten. Hier sollte auch die derzeitige und zukünftige Rolle des Unternehmers thematisiert werden. Zudem gibt er Einblicke in Qualität, Loyalität, Schulungen und Rekrutierung der Mitarbeiter.

- **Geschäftspläne und Finanzen:** Dieser Teil ist der Höhepunkt des IMs. Er startet mit einer Darstellung der Entwicklung der wichtigsten Finanzkennzahlen (Ergebnis, Umsatz, Cash-Flow, Bilanzpositionen) der letzten 3-5 Jahre und des laufenden Jahres. Dann wird am besten eine Geschäftsplanung für die folgenden 3-5 Jahre aufgezeigt, zusammen mit den dahinterstehenden Annahmen.
- **Wachstums- und Optimierungspotenziale:** Ein gutes Informationsmemorandum zeigt auch zusätzliche Wertsteigerungspotenziale (engl.: Value Creation Potentials) auf, die noch nicht im Geschäftsplan berücksichtigt wurden und somit Chancen für aktive Käufer bieten. Hier liegt ein besonderer Fokus auf Strategien für profitables Wachstum, organisch oder durch Akquisitionen von kleineren Wettbewerbern. Zudem gibt es Ansätze zur Kostenoptimierung durch Synergien, wenn der Käufer ein Strategischer Käufer aus der gleichen Branche ist.
- **Integration und Verkaufsvorbereitung:** Wird nur ein Unternehmensteil verkauft, sind die Schritte zu einer problemlosen Abspaltung (engl.: Carve-Out) ein wichtiges Thema. Nimmt der Unternehmer vor der Transaktion noch wichtige Maßnahmen rechtlicher, personeller, finanzieller oder marktorientierter Art vor, sollte das thematisiert werden.
- **Hinweise für die weitere Vorgehensweise:** Zum Schluss wird der weitere Verlauf des M&A-Prozesses kurz geschildert, mit einem Zeitplan bis zur Abgabe des NBOs und der Schritte danach.
- **Ansprechpartner mit Kontaktdaten:** Zuletzt wird der wichtigste Ansprechpartner für die weitere Kommunikation genannt. Dies ist üblicherweise der oder die verantwortlichen Partner in der beauftragten M&A-Beratungssozietät.

Selbst wenn es Grundstrukturen eines Information Memorandum gibt, die sich wiederholen, ist jedes Memorandum individuell. Und es muss eine durchgängige Geschichte erzählen (engl.: Storytelling). Storytelling ist eine Kunst, die auch von der Erfahrung von darin besonders begabten und erfahrenen M&A-Beratern profitiert.

Zu dem IM wird gerade in Prozessen mit vielen Anbietern ein sogenannter „Prozessbrief“ (Engl.: Process Letter, Procedure Letter) verschickt. Dieser beinhaltet weitere Prozessschritte mit einem Zeitplan und die wesentlichen Erwartungen an das unverbindliche Angebot (engl.: Non-Binding-Offer, NBO, Letter-of-Intent, LOI). Dabei sollte folgendes beachtet werden:

- **Zentrale Ansprechperson:** Als Ansprechpartner für Rückfragen sollte eine Person als zentrale Kontaktperson dienen. Im Mittelstand ist das häufig der M&A-Berater. Er spricht

sich mit dem Unternehmer und anderen Mitgliedern des Projektteams ab. Dabei stellt er sicher, dass zu diesem Zeitpunkt keine tiefergehenden Fragen zu den Prozessen und Kunden beantwortet werden. Fokus sollte auf der Erklärung des Geschäftsmodells, der Finanzkennzahlen und der Basisannahmen für die Mehrjahresplanung liegen. Alles andere wird erst später erklärt, um das Höchstmaß an Vertraulichkeit zu gewährleisten.

- **Begrenzter Beteiligtenkreis:** 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 Kennenlernen zwischen Verkäufer und Interessenten:** Ein anderes wesentliches Element ist das persönliche Gespräch zwischen Eigentümer und Interessenten, um aus erster Hand wesentliche Informationen zum Geschäftsmodell, Chancen, Herausforderungen und der Kultur des Unternehmens zu erhalten. Insbesondere wenn der Verkäufer weiterhin im Unternehmen tätig bleiben möchte, sollte er den persönlichen Fit mit dem potenziellen Käufer prüfen. Bei dieser Gelegenheit wird auch die grundsätzliche Transaktionsstruktur besprochen.
- **Kaufpreiseinschätzung durch M&A-Berater:** Gerade bei M&A-Prozessen mit mehreren Interessenten sollte die Einschätzung über die Kaufpreisvorstellungen aus verhandlungstaktischen Gründen am besten nicht vom Eigentümer selbst, sondern von dem M&A-Berater gegeben werden. Eine wesentliche Rolle dieses Beraters ist es, die Interessenten bei der Abgabe des unverbindlichen Angebotes so zu leiten, dass diese weder zu niedrig anbieten noch auf ein Angebot verzichten.

Element 2 – Herausforderung in der Kaufpreisfindung zwischen Käufer und Verkäufer

Die größte Herausforderung in dieser Phase ist es, 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. Diese beruhen zum Beispiel auf einem zu optimistischen 5-Jahres Geschäftsplan in Kombination mit einem DCF-Verfahren mit moderaten Kapitalkosten. Der Käufer dagegen nutzt die Multiplikatorverfahren oder ein DCF-Verfahren mit einem deutlich konservativeren Geschäftsplan und einem höheren Risikoaufschlag auf die Eigenkapitalkosten. Hier ist ein M&A-Berater sehr wichtig, der beide Seiten zusammenführt. Auch können durch verschiedene Instrumente die Kaufpreiserwartungen angeglichen und dadurch die Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens

einer Transaktion erhöht werden. Dazu zählen neben variablen Kaufpreisbestandteilen (engl.: Earn-Out) auch Unternehmerdarlehen und Rückbeteiligungen.

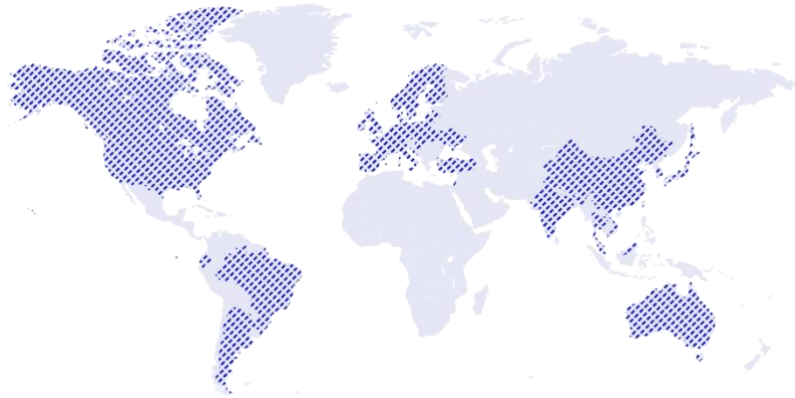
Element 3 – Erhalt Indikativer Angebote

Am Ende dieser Phase erhält der Verkäufer unverbindliche Angebote von den Interessenten. 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. Das Indikative Angebot enthält typischerweise die folgenden Elemente:

- 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
- 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

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 und Manfred Hassmann Partner im Düsseldorfer Büro.