

Der Controlling-Berater

Herausgeber: Gleich/Klein



Band-Herausgeber:
Andreas Klein

Unternehmensbewertung und M&A

Prozesse, Werkzeuge und Soft Factors

- > Grundlagenwissen für Käufer und Verkäufer
- > Marktanalyse und Due Diligence
- > Bewertungsmethoden und Kennzahlen
- > Erfolgsfaktoren für Post Merger Integration

HAUFE.

Grundlagen-Know-how für erfolgreiche M&A-Transaktionen

Prozesse, Werkzeuge und Soft Factors im Überblick

Die Projekte zu Unternehmenskäufen bzw. -verkäufen nehmen ständig zu. Doch über 50 Prozent der Anbahnungen kommen nicht zu einem Abschluss, etwa weil die richtigen Strategien fehlen oder die Bewertungen auf nicht nachvollziehbaren Annahmen fußen. Und ist eine Transaktion zustande gekommen, können bei der so genannten Post Merger Integration noch viele Fehler gemacht werden.

Erfolgreiche Übernahmen und Fusionen zeigen, dass sich bei entsprechend strukturierter Vorbereitung, Planung, Bewertung und Umsetzung die üblichen Fehler vermeiden lassen. Dazu sind in diesem Buch die wichtigsten Prozesse, Werkzeuge und „Soft Factors“ praxisgerecht beschrieben.

Grundlagen & Konzepte

- > Integrierte M&A-Prozesse erfolgreich steuern
- > Unternehmensbewertung: Von der Nobelpreis-Formel zur Daumenregel
- > Due Diligence verstehen und als Erfolgsfaktor im M&A-Prozess nutzen

Umsetzung & Praxis

- > Kennzahlen zur Bewertung digitaler Geschäftsmodelle
- > Unternehmensbewertung mit Multiplikator- oder Ertragswertverfahren?
- > Unternehmensnachfolge: Planung und Umsetzung in der Praxis
- > 9 Erfolgsfaktoren für die Post Merger Integration

M&A im internationalen Kontext

- > Internationaler Distressed M&A-Prozess: Herausforderungen und Lösungsansätze
- > Interkulturelle Aspekte bei internationalen M&A-Transaktionen
- > Investieren in Indien: Eigenschaften, Chancen und Risiken

Der Herausgeber:

Prof. Dr. Andreas Klein ist Professor für Controlling und International Accounting an der SRH Hochschule Heidelberg sowie als Berater und Referent tätig.

Die Autoren sind Experten aus der Unternehmenspraxis, der Beratung und der Wissenschaft.



Inhalt

Kapitel 1: Standpunkt

Experten-Interview zum Thema „Mergers & Acquisitions“ <i>Matthias Siems, Mario Stephan, Andreas Klein</i>	15
--	----

Kapitel 2: Grundlagen & Konzepte

Erfolgreiche Steuerung eines integrierten M&A-Prozesses <i>Dominik Schwyter, Andreas Schwenzer, Leonard Gerch, Matthias Deeg</i>	23
---	----

Unternehmensbewertung in der Praxis: Von der Nobelpreis-Formel zur Daumenregel <i>Christian Timmreck</i>	45
---	----

Due Diligence verstehen und als Erfolgsfaktor im M&A-Prozess nutzen <i>Ralph Niederdrenk</i>	67
---	----

End-to-End M&A-Prozessdesign für digitale Targets und Geschäftsmodelle <i>Thorsten Feix</i>	89
--	----

Kapitel 3: Umsetzung & Praxis

Kennzahlen zur Bewertung digitaler Geschäftsmodelle <i>Martin Sieringhaus</i>	107
--	-----

Unternehmensbewertung mit Multiplikator- oder Ertragswertverfahren? Fallbeispiel eines kleinen Unternehmens <i>Jörgen Erichsen</i>	121
--	-----

Unternehmensnachfolge: Planung und Umsetzung anhand eines Praxisbeispiels <i>Andreas Wolkau</i>	137
--	-----

Beteiligungsportfolio: Verkauf eines Unternehmens aus strategischen Gründen (Projektbeispiel) <i>Alexander Sasse, Andreas Jaburg</i>	157
---	-----

Post Merger Excellence: 9 Erfolgsfaktoren für komplexe und dynamische M&A-Integrationsprojekte <i>Kirsten Meynerts-Stiller, Christoph Rohloff</i>	169
--	-----

Post-Exit-Phase aus der Sicht übernommener Unternehmen <i>Reinhard Rupp</i>	187
--	-----

Kapitel 4: M&A im internationalen Kontext

Internationaler Distressed M&A-Prozess: Herausforderungen und Lösungsansätze <i>Alexander Sasse, Johannes Dürr, Benedikt Hofstetter</i>	205
Interkulturelle Aspekte bei internationalen M&A-Transaktionen: Deutschland, Frankreich und Türkei im Vergleich <i>Stephan Schöning</i>	217
Investieren in Indien: Eigenschaften, Chancen und Risiken <i>Claudia Ossola-Haring</i>	235

Kapitel 5: Literaturanalyse

Literaturanalyse zum Thema „Mergers & Acquisitions“	250
Stichwortverzeichnis	255

Post-Exit-Phase aus der Sicht übernommener Unternehmen

- Ein M&A-Prozess führt regelmäßig nur dann zum Erfolg, wenn auch aus Sicht der Übernommenen die Post-Exit-Phase erfolgreich abgeschlossen ist.
- Insbesondere bei mittelständischen Unternehmen können sich aus der persönlichen Interessenlage und Sichtweise des Verkäufers Spannungsfelder und Konfliktbereiche ergeben. Da in der Regel keine Erfahrungen und internen M&A-Kompetenzen vorliegen, können hier Fehlentscheidungen oder Unterlassungen erfolgen.
- Die 6 wichtigsten Problemfelder werden in diesem Beitrag mit entsprechenden Lösungsmöglichkeiten und Praxistipps aufgezeigt.

Inhalt		Seite
1	Zwei stark verallgemeinerte Praxisfälle zur Einstimmung	189
1.1	Der rastlose Vollblutunternehmer	189
1.2	Der ausgefuchste Großkonzern	189
2	„Mittelstand hat keine Stäbe!“	190
3	(Miss-)Erfolgsfaktor PMI	191
4	6 Risiken für die Post-Exit-Phase im M&A-Prozess	191
4.1	Motivationslage klarlegen, Ziele definieren und Post-Exit-Phase antizipieren	192
4.2	Externe und interne Unterstützung sichern	192
4.3	Vorvertragsphase professionell und zielorientiert durchsteuern	193
4.4	Klare Kaufpreisregel festlegen	194
4.5	Sonderthema: Garantien und deren Absicherung	197
4.5.1	Das Thema Garantien nicht unterschätzen	197
4.5.2	Versicherungen meist nur für Käufer interessant	198
4.6	Mitwirkung in der Post-Exit-Phase?	199
5	Lessons learned und Praxistipps	199
6	Literaturhinweise	201

■ **Der Autor**

Prof. Dr. Reinhard Rupp, Professor für Controlling, Finance & Accounting an der Business School der Hochschule Pforzheim. Davor war er lange im Finanzbereich, als CFO in internationalen Unternehmen sowie als Wirtschaftsprüfer und Steuerberater tätig, wodurch er umfassende Erfahrungen in M&A-Transaktionen erwarb. Er ist heute noch als Aufsichtsrat der DELTA Revision GmbH, Mannheim im Berufsstand aktiv.

1 Zwei stark verallgemeinerte Praxisfälle zur Einstimmung

1.1 Der rastlose Vollblutunternehmer

Ein Unternehmer entwickelt und vertreibt mit einem innovativen Vertriebskonzept sehr erfolgreich Produkte im Lifestyle-Bereich. Das Unternehmen entwickelt sich hervorragend, der Unternehmer wird in seinem ländlich strukturierten Umfeld als großer Arbeitgeber zu einer bekannten Persönlichkeit und zu einem geschätzten Mäzen. Auf dem Höhepunkt der Unternehmensentwicklung und vor der nun anstehenden Internationalisierung kann der Unternehmer einem sehr attraktiven Übernahmeangebot nicht widerstehen und verkauft das Unternehmen zu einem sehr lukrativen Preis an ein Private-Equity-Unternehmen. Der Gründer scheidet vereinbarungsgemäß aus dem Unternehmen aus, das Top-Management wird neu besetzt.

Nach einer schöpferischen Pause merkt der Unternehmer bald, dass ihm die unternehmerische Tätigkeit fehlt. Gleichzeitig läuft „sein“ altes Unternehmen in der neuen Eigentümerstruktur weniger erfolgreich. Führungskräfte verlassen gewollt und ungewollt das Unternehmen und suchen beim früheren Chef Rat. Die Idee, mit ihnen ein neues Unternehmen zu gründen, ohne die vereinbarte Wettbewerbsklausel zu verletzen, gewinnt an Kraft. Die fixe Idee, es allen und insbesondere den neuen Eigentümern „noch mal zu zeigen“, führt unweigerlich zu einem erbitterten und beiderseits rufschädigenden Konflikt mit juristischen Auseinandersetzungen.

Es zeigt sich, dass ein in jungen Jahren mit viel Einsatz und Kreativität erarbeiteter Erfolg sich in einer späteren Lebensphase nicht so ohne Weiteres wiederholen lässt. Die Finanzmittel aus dem Verkauf des Unternehmens erlauben zwar Geschwindigkeit, aber wenn die Richtung nicht stimmt, kann das verhängnisvoll sein und zum persönlichen und finanziellen Ruin führen.

1.2 Der ausgefuchste Großkonzern

Ein Management-Buy-out aus einem Pharmakonzern wird mit viel unternehmerischem Geschick und einer erfolgreichen Produktstrategie zu einem sehr profitablen mittelständischen Unternehmen in ländlicher Region. Ein anderer Pharmakonzern hat großes Interesse an dem Produktportfolio und bietet den Eigentümer-Managern einen überragenden Kaufpreis. Due Diligence und Vertragsverhandlungen werden rasch durchgeführt, wobei der Konzern von einer Armada von Fachleuten vertreten wird, während das mittelständische Unternehmen den langjährigen Beratern aus dem persönlichen Umfeld vertraut.

Nach vollzogener Übernahme soll der bisherige Gesellschafter-Geschäftsführer noch eine Zeit lang in der Verantwortung stehen und den Integrationsprozess

unterstützen. Allerdings erwartet der Konzern eine schnelle Übernahme seines umfangreichen Regelwerks bzgl. Strukturen, Abläufen und Kontrollen, was gegenüber der bisher eher unbürokratischen, personen- und vertrauensbasierten Arbeitsweise zu Spannungen und letztlich zum Ausscheiden des Gesellschafter-Geschäftsführers führt.

Anschließend erhöhen sich die Spannungen zwischen Zielunternehmen und Konzern, einige Schlüsselpersonen mit Know-how verlassen das Unternehmen. Aufgrund geänderter Produktionsabläufe treten Qualitätsprobleme auf, die zu Produktionsstillständen, Marktanteilsverlusten, Mehrkosten und in der Folge zu massiven Ergebnisproblemen führen. Kurz vor Ablauf der entsprechenden Gewährleistungsfristen fordert der Großkonzern unter Hinweis auf vereinbarte Garantien über die Qualität des Produktionsprozesses einen erheblichen Anteil des Kaufpreises zurück und setzt in einem umfangreichen Schiedsgerichtsverfahren einen Teil dieser Forderungen durch.

2 „Mittelstand hat keine Stäbe!“

Es gibt keine allgemein akzeptierte Definition eines „mittelständischen Unternehmens“. Das Institut für Mittelstandsforschung in Bonn spricht von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) bei Jahresumsätzen unter 50 Mio. EUR und einer Beschäftigtenanzahl unter 500 Mitarbeitern. Eine rein größenorientierte Abgrenzung ist jedoch wenig hilfreich, da sich Geschäftsmodell sowie Eigentümer- und Führungsstruktur doch stark unterscheiden können. Eine in der Praxis bewährte Richtschnur bietet die These „Mittelstand hat keine Stäbe!“. Danach sind mittelständische Unternehmen auf den unmittelbaren, operativen Wertschöpfungsprozess konzentriert und haben wenig interne Ressourcen für unterstützende und strategische Aktivitäten.

Dieser Befund ist gerade für M&A-Aktivitäten relevant, die eher einmalig auftreten und besonderes Know-how erfordern. Mittelstandsunternehmen können – wie das zweite Beispiel zeigt – daher für Großunternehmen eine „leichte Beute“ sein, da bei den Vertragsverhandlungen oft keine „Waffengleichheit“ herrscht. Der „genetisch“ im Mittelstand verankerte Spartrieb, das gesunde Misstrauen gegenüber Beratern und das „blinde“ Vertrauen auf eigenes Engagement und vorhandene Kompetenz stehen oft am Anfang der Fehlerkette.

Andererseits unterschätzen gerade die übernehmenden und managergeführten Großunternehmen regelmäßig die kulturelle Prägung von Mittelstandsunternehmen durch die Eigentümer und Führungsebene. Der „Clash of Cultures“¹ zwischen regelbasierter, kontrollgeprägter Großkonzernorganisation und informeller, vertrauensgeprägter Mittelstandsorganisation erweist sich oft als die

¹ Vgl. hierzu Hahn, 2016.

tieferer Ursache für das Scheitern. Aus theoretischer Sicht lässt sich das durch die Principal-Agent-Theorie einerseits und die Stewardship-Theorie andererseits erklären.²

3 (Miss-)Erfolgsfaktor PMI

Das allseits bekannte strategische Dilemma bei M&A-Themen besteht darin, dass in vielen Märkten und Geschäftsmodellen neben einem gesunden organischen Wachstum auch externes Wachstum durch Unternehmenserwerbe nötig ist. Andernfalls ist gerade in stagnierenden Märkten die langfristige Existenz des Unternehmens gefährdet. Gleichzeitig bergen Unternehmenserwerbe hohe Risiken, da ein hoher Prozentsatz der Unternehmenserwerbe als nicht erfolgreich bewertet wird und dadurch Untersuchungen zufolge Unternehmenswerte in hohem Umfang vernichtet werden.

Hinweis: Misserfolgsraten in der Statistik

Es wird von Misserfolgsraten zwischen 40 % und 60 % ausgegangen. 70 % bis 90 % der M&A-Transaktionen schaffen keinen Wert. Durch einzelne Akquisitionen wurden über die Dauer von ca. 3.000 Tagen 30 Mrd. US-D und 35.000 Arbeitsplätze vernichtet.³

Ein M&A-Fall kann bei Vertragsabschluss noch so überzeugend und attraktiv erscheinen – wenn die für die Zeit danach festgelegten Ziele nicht erreicht werden, ist das Vorhaben gescheitert. Auch wenn der Misserfolg letztlich erst in der misslungenen Fortführung oder Integration des Zielunternehmens offenbar wird, liegen die Ursachen für das Scheitern meist schon in den früheren Stadien des Prozesses, weshalb es wenig zielführend ist, die PMI-Phase isoliert zu untersuchen.

4 6 Risiken für die Post-Exit-Phase im M&A-Prozess

Nachfolgend werden aus dem gesamten M&A-Prozess⁴ mit Blick auf die Situation des mittelständischen Zielunternehmens 6 Themen angesprochen, die in der späteren PMI-Phase zu Problembereichen führen können.

² Vgl. hierzu Welge/Eulerich, 2014, S. 9ff.

³ Siehe hierzu mit weiteren Nachweisen: Bauer, 2017.

⁴ Siehe hierzu sehr ausführlich und übersichtlich: Klamar/Sommer/Weber, 2013.

4.1 Motivationslage klarlegen, Ziele definieren und Post-Exit-Phase antizipieren

Für einen Unternehmensverkauf im Mittelstand gibt es 3 wesentliche Gründe:

1. Nachfolgeregelung,
2. marktbedingte Wachstumsnotwendigkeiten,
3. Sanierung/Restrukturierung.

Dementsprechend ergeben sich unterschiedliche Motivationslagen. Als potenzielle Erwerber treten typischerweise entweder strategische Erwerber oder Finanzinvestoren in Erscheinung. Während im Fall der Sanierung/Restrukturierung der Unternehmer oft „mit dem Rücken zur Wand“ steht und daher keine großen Handlungsspielräume hat, liegt in den anderen beiden Fällen das Gesetz des Handelns noch stärker beim Unternehmer.

Gerade deshalb ist wichtig, dass das Unternehmen die eigene Motivationslage schonungslos analysiert, seine Position kritisch bewertet und auch die Post-Exit-Phase intensiv auch mit der eigenen Familie bzw. den im Unternehmen verbleibenden Mitarbeitern „durchspielt“. Der oben erwähnte erste Praxisfall einer Nachfolgeregelung ist ein gutes Beispiel dafür, dass oft nur bis zum Vertragsabschluss gedacht wird und ein attraktiver Verkaufspreis den Blick auf die Realitäten „danach“ verstellt. Besteht dagegen eine ganz konkrete und überzeugende Vorstellung für die Post-Exit-Phase, so kann dies auch für den Verkaufsprozess vertrauensbildend wirken. Die naturgemäß vorhandene Unsicherheit beim potenziellen Käufer wird dadurch reduziert, was den Verkaufsprozess vereinfachen und auch beschleunigen kann.

4.2 Externe und interne Unterstützung sichern

Für den mittelständischen Unternehmer ist eine anstehende Unternehmensveräußerung ein besonders heikles Thema. Aus Sorge über geschäftsschädigende Gerüchte tendiert man dazu, dieses Thema im möglichst kleinen und vertrauten Kreis zu behandeln. Dies kann – wie der zweite Praxisfall zeigt – fatale Auswirkungen haben. Der vertraute, externe Beraterkreis aus Rechtsanwälten, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern verfügt oft nicht über ausreichende Expertise und Ressourcen, um einen M&A-Prozess professionell und zielorientiert durchzusteuern. Hier sollte auch nicht „am falschen Ende“ gespart werden, sondern der vertraute Beraterkreis um professionelle M&A-Fachleute erweitert werden. Dabei sollte darauf geachtet werden, dass die hinzugezogenen Berater die Sprache und Denkweise der potenziellen Käufer verstehen und dadurch auch eine Mittlerrolle einnehmen können. Es ist nämlich durchaus ein Unterschied, ob man mit einem strategisch orientierten Großkonzern oder mit einem auf die finanziellen Treiber ausgerichteten Private-Equity-Haus spricht.

Mindestens genauso wichtig ist die Organisation der unternehmensinternen Unterstützung. Auch hier kostet es den mittelständischen Unternehmer oft Überwindung, interne Parteien, die über die notwendigen Kompetenzen verfügen, frühzeitig und offen in die Überlegungen einzubeziehen. Die Nominierung und offene Information eines Kernteams aus der bestehenden Führungsmannschaft ist unerlässlich. Die Kommunikationswege müssen klar abgesprochen und befolgt werden. Und vor allem muss mit dem Führungspersonal frühzeitig darüber gesprochen werden, was nach der Veräußerung „mit mir passiert“. Die vage Aussage, dass man „gebraucht“ wird und der Erwerber „ohne Euch“ das Unternehmen nicht weiterführen kann, hilft nicht wirklich. Attraktive Incentives bei erfolgreichem Abschluss und – für den Fall der Fälle – großzügige Abfindungsregelungen bei „Change of Control“ wirken entspannend und geben den Führungskräften die notwendige Rückenstärkung, um im Verkaufsprozess die Interessen des derzeitigen Arbeitgebers zu vertreten.

4.3 Vorvertragsphase professionell und zielorientiert durchsteuern

Mit Blick auf die Themenstellung erscheint es nicht erforderlich die Vorvertragsphase mit den üblichen Schritten von Vendor Due Diligence, Fact Book, Unternehmensbewertung, Ableitung von Kaufpreisvorstellungen sowie die verschiedenen Ausprägungen der Due Diligence (Finance, Tax, Legal, IT) dezidiert durchzugehen.⁵ Aufgrund einschlägiger Erfahrungen sind aber folgende Aspekte erwähnenswert:

■ „Fitnessgrad“ der Finanzorganisation überprüfen

Bei einer M&A-Transaktion ist die Finanzorganisation des veräußerungswilligen Unternehmens in besonderem Maß gefragt, um den Informationsbedürfnissen der potenziellen Erwerber nachzukommen. Hier sind nicht nur Standing, Kompetenz und Einsatzbereitschaft der handelnden Personen gefragt. Oft sind die vorhandenen Controlling- und Informationssysteme nicht darauf ausgelegt, umfangreiche und die weiter zurückliegende Vergangenheit betreffende Informationen schnell und in belastbarer Qualität bereitzustellen. Neben den Ressourcen für einen gut organisierten Planungs- und Forecast-Prozess fehlt im Mittelstand oft auch das Verständnis für dessen Notwendigkeit zur Unterstützung der Unternehmensführung. Der „Fitnessgrad“ der Finanzorganisation sollte deshalb kritisch überprüft werden. Eine Nachsteuer, u.U. verbunden mit einer Verschiebung des Projekts, kann eine gute Investition sein.

⁵ Siehe hierzu die gute Beschreibung der Transaktionsvorbereitung und der Transaktionsschritte von Wiese, 2013.

■ Kritisches Know-how sichern

Das Dilemma besteht – einfach ausgedrückt – darin, dass kein Erwerber bereit ist, die „Katze im Sack“ zu kaufen und andererseits ein Veräußerer nicht bereit sein wird, im laufenden Verkaufsprozess auch „die hinterste Schublade“ zu öffnen. Gerade im Mittelstand beruht der Unternehmenswert in hohem Maß auf bestehenden Kundenbeziehungen und einem tiefen Produkt-Know-how. Es ist daher nicht einfach, dem potenziellen Erwerber die notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen, damit dieser bereit ist, den gewünschten attraktiven Kaufpreis zu zahlen. Gleichzeitig muss auch gewährleistet sein, dass beim Scheitern der Verhandlungen kein unkontrollierter Know-how-Verlust entsteht. Zur Überwindung dieses Dilemmas kann eine professionelle, externe Begleitung von großem Nutzen sein, um je nach Prozessfortschritt in kontrollierter Form als „Informationsbroker“ zu fungieren. Für den kontrollierten, schrittweisen Informationsaustausch können moderne IT-Tools wie etwa userüberwachende Datenräume genutzt werden.

■ Auf das Term Sheet konzentrieren

Wenn es Richtung Vertragsverhandlungen geht, sollte sich der mittelständische Unternehmer auf ein sorgfältig und klar formuliertes Term Sheet konzentrieren. Hier werden in einfacher kaufmännischer Sprache die Eckpunkte der angestrebten Vereinbarung festgehalten. Dabei sollten alle potenziellen Streitpunkte angesprochen werden und nichts Wesentliches auf die spätere Vertragsverhandlung verschoben werden. Ein gutes Term Sheet kann daher die Vertragsverhandlungen und Vertragsformulierungen erheblich vereinfachen. Hieraus sollten auch für die eigenen Anwälte die „Roten Linien“ klar erkennbar sein, um dann auch klare Kriterien für einen Abbruch der Verhandlungen zu haben.

Hinweis: Checkliste „M&A-Transaktion, Term Sheet“ als Arbeitshilfe verfügbar

Da das Term Sheet die Vorstufe zum endgültigen Kaufvertrag (SPA – Sales and Purchase Agreement) darstellt, orientiert sich der Aufbau am späteren SPA. In der Checkliste „M&A-Transaktion, Term Sheet“ werden die Standardinhalte aufgeführt und erläutert. Besonderheiten, die jeder Einzelfall aufweist, sind zusätzlich zu berücksichtigen.

4.4 Klare Kaufpreisregel festlegen

Typische Fallstricke gerade für den etwas weniger erfahrenen Mittelständler können – selbst bei grundsätzlicher Einigung – in der konkreten Ausgestaltung der Kaufpreisformel liegen. Hierzu 2 Themen:

■ Earn-out-Klauseln möglichst vermeiden

Ein gern diskutiertes Thema zur Überwindung bestehender Differenzen im Kaufpreis ist die Earn-out-Klausel.⁶ Danach ist der potenzielle Erwerber bereit, nachträglich oder zeitlich gestaffelt einen zusätzlichen Kaufpreis zu bezahlen, wenn bestimmte Dinge, meist kaufmännische Größen wie Umsatz, Ergebnis oder Aufträge, im künftigen Verlauf des übernommenen Geschäfts eintreten oder bestehen bleiben. Diese auf den ersten Blick vernünftig erscheinende Vorgehensweise kann sich gerade für den mittelständischen Veräußerer zu einer unerfreulichen „unendlichen Geschichte“ auswachsen, vor allem dann, wenn der zusätzliche, noch offene Kaufpreis erforderlich ist, um die Mindestpreisvorstellungen zu realisieren.

Es gibt durchaus positive Erfahrungen mit Earn-out-Klauseln, wenn das veräußerte Geschäft auch beim Erwerber völlig getrennt und mit dem bisherigen Personal fortgeführt wird. Wenn dann die in Aussicht gestellten hohen Ergebnisse tatsächlich erwirtschaftet werden und hiervon ein Teil an den Veräußerer fließt, ist das für beide Seiten ein guter Kompromiss. In den meisten Fällen ist diese klare Trennung aber nicht gegeben.

Meist kommt schnell die Frage auf, wer denn jetzt verantwortlich ist, dass die Earn-out-Klausel nicht greift. Manipulationsvorwürfe sind dann – wie der Fall Balda⁷ zeigt – schnell bei der Hand und Rechtsstreitigkeiten folgen. Daher ist es taktisch oft besser, man lässt die Earn-out-Klausel als Verhandlungsthema bis zum Schluss auf dem Tisch und diskutiert intensiv die Administration der Klausel, um dann – angesichts dieser offenkundigen Folgeprobleme – in der Schlussrunde mit einem guten Kompromiss das Thema zu streichen. Die beteiligten Wirtschaftsprüfer und Anwälte sehen eine solche „unternehmerische Einigung“ mit Blick auf künftige Dienstleistungen und Honorare oft mit einem weinenden Auge.

■ Bilanzklauseln sicher beherrschen

Zu unerfreulichen Überraschungen können auch Kaufpreisregelungen führen, die einen beim Signing festgeschriebenen Kaufpreis an bestimmte Bilanzrelationen zum Zeitpunkt des Closing knüpfen. Hier entsteht oft mangels Kenntnis grundsätzlicher buchhalterischer Zusammenhänge oder mangels klarer Definitionen im Vertrag im Nachgang erhebliches Konfliktpotenzial. So ist es z. B. üblich, den Kaufpreis für ein Unternehmen im Verhandlungsweg konkret betragsmäßig festzulegen und diesen Wert als „cash & debt free“ zu definieren. Es handelt sich dann um den Preis für das Eigenkapital (Equity Value) des Unternehmens, da ja vom Gesamtwert (Enterprise Value) die Nettofinanzverbindlichkeiten (Zinstragende Verbindlichkeiten minus Liquidität) abgezogen

⁶ Ausführlich hierzu: Borowicz, 2014.

⁷ Reifenberger, 2015.

werden. Um nun der Geschäftsentwicklung zwischen Signing und Closing Rechnung zu tragen und auch, um Manipulationsmöglichkeiten auszuschließen, wird oft der Wert des Net Working Capitals (NWC) zum Zeitpunkt des Signing festgeschrieben und die Differenz zum NWC bei Closing mit dem vereinbarten Kaufpreis verrechnet.⁸

So würde z.B. eine (künstlich herbeigeführte?) Erhöhung der Lieferantenverbindlichkeiten zu einer Verminderung des NWC und damit zu einer Verminderung des Kaufpreises führen, während eine (operativ notwendige?) Erhöhung der Vorräte zu einer Erhöhung des NWC und damit zu einer Erhöhung des Kaufpreises führt. Während diese grundsätzlichen Zusammenhänge – wie die Praxis zeigt – nicht für jedermann einsichtig sind, wird es besonders schwierig, wenn es zur Frage des Einbezugs weiterer Bilanzpositionen (wie z.B. unverzinsliche Rückstellungen) in das NWC geht. Hier hilft in der Praxis ein im Voraus aufgestelltes und mit Beispielzahlen durchgespieltes Berechnungsschema, möglichst als Anlage zum SPA.

■ Beispiel für das Zusammenspiel von Cash-und-Debt-Free-Klausel und eine Garantie des Net Working Capitals (NWC)

Im nachfolgenden, in sich konsistenten und vollständigen Modell wird davon ausgegangen, dass für ein Unternehmen nach der Discounted-Cashflow-Methode ein Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value) von 2 Mio. EUR ermittelt und als Basis für den Kaufpreis akzeptiert wird. Die Bewertung erfolgt auf den Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (Signing). Für die Überleitung zum Wert des Eigenkapitals (Equity Value) zu diesem Zeitpunkt sind die zinstragenden Verbindlichkeiten (Debt) in Abzug zu bringen und die vorhandene Liquidität (Cash) hinzuzurechnen. Es ergibt sich damit ein (Debt and Cash free) Kaufpreis von 2,05 Mio EUR.

Um bis zum Closing einen ordentlichen Geschäftsgang zu ermöglichen, wird vereinbart, dass in Höhe der Differenz zwischen dem Net Working Capital zum Closing der Kaufpreis angepasst wird. Die Beispielrechnung umfasst die 3 Varianten Best Case, Real Case und Worst Case.

Das Berechnungsschema finden Sie in der Arbeitshilfe „Unternehmensverkauf, Garantie des Net Working Capitals,“ einschließlich weiterer Erläuterungen zu den einzelnen Fällen.

⁸ Vgl. hierzu ausführlich: Quill, 2018, S. 362 ff.

Bilanz	Signing	Closing		
		Best	Real	Worst
Anlagevermögen	350.000	350.000	350.000	350.000
Vorräte NWC	180.000	300.000	200.000	50.000
Forderungen a. Lief. u. Leistg NWC	300.000	400.000	330.000	100.000
Andere Sonst. VG	120.000	120.000	120.000	120.000
Forderungen/sonstige VG	420.000	520.000	450.000	220.000
Liquidität	200.000	90.000	160.000	710.000
Umlaufvermögen	800.000	910.000	810.000	980.000
AKTIVA	1.150.000	1.260.000	1.160.000	1.330.000
Eigenkapital	780.000	780.000	780.000	780.000
Rückstellungen	100.000	100.000	100.000	100.000
Bankverbindlichkeiten	150.000	150.000	150.000	150.000
Verbindlichkeiten aus L.u.L. NWC	20.000	100.000	25.000	150.000
Erhaltene Anzahlungen NWC	50.000	80.000	55.000	100.000
Sonstige Verbindlichkeiten	30.000	30.000	30.000	30.000
Umsatzsteuer/Vorsteuer	20.000	20.000	20.000	20.000
Verbindlichkeiten	270.000	380.000	280.000	450.000
PASSIVA	1.150.000	1.260.000	1.160.000	1.330.000
NWC zum Closing	410.000	520.000	450.000	-100.000
Enterprise Value (DCF-Bewertung)	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Debt	-150.000	-150.000	-150.000	-150.000
Cash	200.000	200.000	200.000	200.000
Equity Value = Kaufpreis lt. Vertrag	2.050.000	2.050.000	2.050.000	2.050.000
NWC-Garantie	0	110.000	40.000	-510.000
Angepasster Kaufpreis		2.160.000	2.090.000	1.540.000

Abb. 1: Beispiel für Berechnung der NWC-Garantie

4.5 Sonderthema: Garantien und deren Absicherung

4.5.1 Das Thema Garantien nicht unterschätzen

Ein vielfach unterschätztes Thema ist der Bereich der Garantien im Unternehmenskaufvertrag. Zu gerne sehen unternehmerisch denkende und auf das große Ganze blickende Unternehmer dieses Thema als „Spielfeld der Juristen“, auf dem man sich mit feinsinnigen juristischen Formulierungen und mehr oder weniger wahrscheinlichen Zukunftsszenarien verbal duelliert. Sich mit diesen Gründen aus der Diskussion auszuklinken kann – wie der eingangs genannte zweite Praxisfall beweist – fatale Folgen haben.

Dabei kann dahingestellt bleiben, ob Gerüchte stimmen, wonach es Rechtsabteilungen bestimmter Großkonzerne gezielt darauf anlegen, Anteile des Unternehmenskaufpreises durch Garantien „zurückzuholen“. Jedenfalls sollte sich gerade der mittelständische Veräußerer intensiv mit diesem Thema auseinandersetzen und das Feld nicht nur seinem Rechtsberater überlassen.

Ohne hier auf die juristischen Grundlagen von Garantien beim Unternehmenskauf eingehen zu können, liegt es rein aus der Interessenlage begründet auf der Hand, dass der Veräußerer Garantien tunlichst vermeiden sollte. Er will schließlich möglichst mit dem Closing und der Überweisung des Kaufpreises den Vorgang abschließen und nicht darauf warten, bis Garantien ausgelaufen sind und möglicherweise eine Abschlusszahlung aus einem Escrow Account oder Treuhandkonto freigegeben wird. Naturgemäß ist die Interessenlage des Käufers entgegengesetzt. Er wird versuchen, möglichst viele Garantien durchzusetzen und den Veräußerer möglichst lange in der Haftung zu belassen sowie vielleicht auch als Faustpfand einen Teil des Kaufpreises zurückzuhalten.

Obwohl die Diskussionen oft sehr hypothetisch und ermüdend sind, muss man sich – je nach Stärke der Verhandlungsposition – dem Thema stellen. Keinesfalls sollte man sich mit Blick auf einen attraktiven Kaufpreis unter Zeitdruck setzen lassen und vorschnell einlenken. Hier lohnt sich der Streit und hier können sich auch Verhandlungsgeschick, Hartnäckigkeit und entsprechende Erfahrung der Rechtsberater auszahlen.

4.5.2 Versicherungen meist nur für Käufer interessant

Risiken für Gewährleistungen aus Unternehmenskaufverträgen kann man mit Versicherungsverträgen absichern.

Allerdings werden diese Versicherungen überwiegend von der Käuferseite abgeschlossen und insbesondere dann, wenn Finanzinvestoren das Unternehmen eine gewisse Zeit geführt haben und mit der Veräußerung einen „Clean Exit“ haben wollen. Der Versicherungsschutz entbindet aber nicht von der Pflicht, die versicherten Risiken genau zu analysieren und spätere Rechtsansprüche intensiv zu prüfen. Grund dafür sind nicht nur die regelmäßig vereinbarten Selbstbehalte, sondern auch die Tatsache, dass wichtige Risiken vom Versicherungsschutz ausgenommen sind, wie z.B. zukunftsgerichtete Garantien (Erreichung eines bestimmten wirtschaftlichen Erfolgs nach der Transaktion).

Ob solche Versicherungen für den veräußernden mittelständischen Unternehmer geeignet sind, ist zu bezweifeln. Die Art des Risikos verlangt eine individuelle Bewertung durch das Versicherungsunternehmen, was ein bestimmtes Mindesttransaktionsvolumen bzw. eine Mindestprämie zur Folge hat. Diese Mindest-

prämie wird bei 40 TEUR gesehen, weshalb sich bei einem Prämienatz zwischen 0,9 und 1,5 % zzgl. Versicherungssteuer Transaktionen unter 10 Mio. EUR nicht rechnen.

In aller Regel wird daher für die veräußernden mittelständischen Unternehmer die Maxime gelten müssen, Garantien so gut es geht zu vermeiden und in der Höhe zu begrenzen. Die nicht vermeidbaren Garantien sollten möglichst auch zeitlich begrenzt werden und in dieser Zeit sorgfältig und kontinuierlich überwacht werden. Es sollten dann auch zeitnah die entsprechenden Bestätigungen über deren Erfüllung eingeholt werden.

4.6 Mitwirkung in der Post-Exit-Phase?

Gerade im mittelständischen Bereich wird durch die starke Einbindung der Eigentümer in die Unternehmensführung oft eine Mitwirkung in der Übergangsphase gewünscht. Dieser verständliche Wunsch des Erwerbers sollte seitens des veräußernden Unternehmers gut bedacht werden. Oft ist ein klarer Schnitt für beide Seiten die bessere Lösung. Wenn eine Mitwirkung vereinbart wird, stellt sich regelmäßig die Frage der Verantwortung. Ein mehr repräsentativer Status als „Berater“ hat keine wirkliche Entscheidungsbefugnis und führt oft nur zu unnötigen Diskussionen über die Weiterführung von vermeintlich bewährten Vorgehensweisen gegenüber einer gewünschten Neuausrichtung des Unternehmens, sowie zur Verunsicherung der Mitarbeiter.

Wenn eine Mitwirkung vereinbart wird, sollte eine dem bisherigen Status entsprechende Verantwortung und Entscheidungsbefugnis für eine klar bestimmte Dauer festgelegt werden. Ein klares Ja oder Nein zur Frage der Mitwirkung hilft daher mehr als eine halbherzige Einbindung.

5 Lessons learned und Praxistipps

Aus den vorstehenden Ausführungen können folgende 7 Praxistipps abgeleitet werden:

1. Eine schonungslose **Analyse der Motive** für eine Unternehmensveräußerung und eine intensive Diskussion und Antizipation der Tätigkeit „danach“ ist erforderlich, um mit der Post-Exit-Phase rational umgehen und „loslassen“ zu können. In diese Überlegungen müssen im Fall der Nachfolgeregelung auch die engen Familienangehörigen eingebunden werden. Eine offene **Kommunikation der Pläne** „danach“ kann auch auf die Käuferseite vertrauensbildend wirken und den Prozess vereinfachen und beschleunigen.
2. Nicht an **exzellenten Beratern** sparen! Die Beherrschung dieser Maxime fällt mittelständischen Unternehmern oft besonders schwer. Aber hier würde man am falschen Ende sparen, wenn man ausschließlich auf die langjährigen

- und vertrauten Berater setzt, denen oft die Expertise und die Erfahrung bei Unternehmenstransaktionen fehlt. Gerade bei Verhandlungen mit Private-Equity-Häusern oder strategisch orientierten Großkonzernen ist ein Experte mit Mittlerfunktion zum „Mittelstandsdenken“ von großem Nutzen.
3. Eine M&A-Transaktion kann auch im Mittelstand nicht im Alleingang und mit selektiver Einbindung von Mitarbeitern mit begrenzten Informationen bewältigt werden. Das **interne Team** sollte sorgfältig ausgewählt werden, umfassend informiert sein und die Positionen dieser **Führungskräfte** sollten in der Zeit nach der Transaktion **materiell abgesichert** sein. Hierbei spielt die „**Fitness der Finanzfunktion**“ eine besonders kritische Rolle.
 4. Es sollten **klare** und nachvollziehbare **Kaufpreisregeln** aufgestellt werden. Earn-out-Klauseln sollten nur in Ausnahmefällen vereinbart werden und nur, wenn es um angenehme Zusatzerlöse geht. Jedenfalls dann nicht, wenn nur dadurch die wirtschaftlichen Ziele des Deals erreicht werden können. Auch sollten die Berechnungsregeln für die Anpassung des verhandelten Kaufpreises an die **Schlussbilanz zum Closing** klar beschrieben werden, um unnötige Diskussionen zu vermeiden und **Bilanztricks** zu **unterbinden**.
 5. Nicht vermeidbare **Garantien** sorgfältig und **kritisch** verhandeln und Absicherung zumindest prüfen! Garantien können für den Veräußerer zu unliebsamen Überraschungen werden, weshalb sie möglichst vermieden und in der Höhe und zeitlich so gut es geht begrenzt werden sollten. Dieses Feld sollte aus Unternehmersicht keinesfalls den Juristen alleine überlassen werden, schon um eine **gegenseitige, juristische Beschäftigungsgarantie** in der Post-Exit-Phase zu **unterbinden**. Inwieweit eine **Warranty & Indemnity Insurance** in mittelständischen Deals eine Lösung sein kann, muss mit **Zurückhaltung beurteilt** werden. Durch die notwendige individuelle Risikokalkulation rechnen sich solche Versicherungen erst ab einem gewissen Transaktionsvolumen und bieten dann doch keinen umfassenden Schutz.
 6. **Know-how bis Einigung sichern** und dann **Know-how-Transfer fair unterstützen!** Gerade bei mittelständischen Transaktionen muss bis zur vertraglichen Einigung der Know-how-Schutz besondere Beachtung finden. Das verständliche Informationsbegehren der potenziellen Käufer muss in einer kontrollierten und abgestuften Form befriedigt werden. Hier können **externe Berater als Informationsbroker** eine wichtige Funktion übernehmen. Nach erfolgter Einigung muss allerdings der Know-how-Transfer vertrauensvoll, rasch und fair erfolgen, damit der Erwerber das Unternehmen kompetent und erfolgreich fortführen kann.
 7. Vereinbarte **Rolle** in der PMI-Phase und danach **genau einhalten, und emotional vom Unternehmen lösen!** Die oft vom Erwerber gewünschte Einbindung des veräußernden Unternehmens in die Übernahme- und Integrationsphase sollte sehr kritisch geprüft werden. Oft ist der klare Schnitt die

bessere Alternative. „**Halbherzige Beraterrollen**“ sollte man **vermeiden**. Wenn konkrete Aufgaben für eine begrenzte Zeit übernommen werden sollen, muss die Rolle auch mit den entsprechenden **Entscheidungskompetenzen** ausgestattet werden

6 Literaturhinweise

Bauer, Was Top-Akquisiteure anders machen, Vortrag und Präsentationsunterlage, 71. Deutscher Betriebswirtschafter-Tag, 2017.

Borowicz, Earn-out: Grundgedanke, Ausgestaltung und Einbettung in die Transaktion, in Corporate Finance 10/2014, S. 429 ff.

Hahn, Der Mittelstand als Akquisitionsziel von Konzernen – Eine Betrachtung aus beiden Perspektiven, in Kuckertz/Middelberg, (Hrsg.), Post-Merger-Integration im Mittelstand, 2016.

Klamar/Sommer/Weber (Hrsg.), Der effiziente M&A Prozess, 2013.

Lips, Versicherungen bei M&A-Transaktionen: Effektiver Schutz oder überflüssiges Produkt?, CMS Deutschland Blog, 31.7.2013, <https://www.cmshs-bloggt.de/gesellschaftsrecht/m-a/versicherungen-bei-ma-transaktionen-effektiver-schutz-oder-ueberfluessiges-produkt/>, Abrufdatum: 23.1.2019.

Quill, Zum Begriff des Nettoumlaufvermögens („working capital“) in der Financial Due Diligence, in Corporate Finance 11-12/2018, S. 362 ff.

Reifenberger, M&A-Deal in den USA bringt Ärger für Balda, Finance Magazin, 5.1.2015, <https://www.finance-magazin.de/deals/ma/ma-deal-in-den-usa-bringt-aerger-fuer-balda-1330471/>, Abrufdatum: 23.1.2019.

Welge/Eulerich, Corporate Governance-Management, 2. Aufl. 2014, S. 9 ff.

Wiese/Sohns, Strategie bei Mergers & Acquisitions, in Klamar/Sommer/Weber (Hrsg.), Der effiziente M&A Prozess, 2013.

Das Power-Paket für Ihr Controlling!



Haufe Controlling Office
 DVD-Version, inkl. Zugang zur
 stets aktuellen Online-Version
Bestell-Nr. A01422
108,00 € zzgl. MwSt.
 Updates nach Bedarf
 à 56,00 € zzgl. MwSt.

auch als Online-Version erhältlich:

Bestell-Nr.: A01426VJ01
monatlich 20,75 € zzgl. MwSt.
 Jahresbezugspreis
 249,00 € zzgl. MwSt.

Mit *Haufe Controlling Office* haben Sie alle Informationen zur Hand, die Sie zum **zuverlässigen Planen, erfolgreichen Steuern und sicheren Kalkulieren** brauchen. Die Software informiert Sie über alle Trends und aktuellen Entwicklungen im Controlling, damit Sie Ihre Rolle als strategischer Partner im Unternehmen perfekt wahrnehmen können.

Leistungsmerkmale:

- **Operatives und strategisches Controlling:** Trends und aktuelle Entwicklungen sowie umfassende Fachbeiträge und Arbeitshilfen zur erfolgreichen Umsetzung, z. B. Budgetierung, Kalkulation oder Liquiditätssteuerung
- **Best-Practice-Lösungen:** Erfahrungsberichte von Experten aus der Praxis, Fallbeispiele und Praxishinweise von der Einführung eines Risikomanagements bis zur Optimierung Ihrer Kostenstellenrechnung
- **Nützliche Arbeitshilfen:** praktische Tools, wie z. B. Businessplaner, Investitionsrechner, Rating-Tool, Checklisten, Vorlagen, Mustertexte und Excel-Makros für die tägliche Arbeit

Der *Controlling-Berater* informiert Sie in jedem Band ausführlich über ein relevantes Controlling-Schwerpunktthema. Die Inhalte kombinieren aktuelles Grundlagenwissen, empirische Erkenntnisse und Fallbeispiele aus der Praxis.

Leistungsmerkmale:

- Ausführliche, umsetzungsorientierte Fachinformationen zu zentralen Aufgabenstellungen des Controllers
- Praxisberichte aus Unternehmen als Möglichkeit zum Benchmarking
- Inkl. Zugang zur stets aktuellen Online-Version Haufe Controlling Office



Der Controlling-Berater
 Broschur, inkl. Zugang zur stets aktuellen Online-Version Haufe Controlling Office
Bestell-Nr.: A01401
56,00 € zzgl. MwSt.
 Aktualisierung 5 Bände pro Jahr

Ja, ich teste kostenlos und unverbindlich 4 Wochen lang:

Anz.	Titel	Best.-Nr.	Preis
<input type="checkbox"/>	Haufe Controlling Office DVD-Version, inkl. Zugang zur stets aktuellen Online-Version	A01422	108,00 € zzgl. MwSt. (128,52 € inkl. MwSt.) zzgl. Versandpauschale 6,90 €
<input type="checkbox"/>	Haufe Controlling Office Online-Version	A01426VJ01	monatlich 20,75 € zzgl. MwSt. (24,69 € inkl. MwSt.) Jahresbezugspreis zzgl. MwSt. 249,00 €
<input type="checkbox"/>	Der Controlling-Berater Broschur inkl. Zugang zur Online-Version <i>Haufe Controlling Office</i> ; 5 Bände pro Jahr	A01401	56,00 € zzgl. MwSt. (59,92 € inkl. MwSt.) zzgl. Versandpauschale 3,00 €

Firma

Herr Frau

Vorname Ansprechpartner

Name Ansprechpartner

Straße/Postfach

PLZ Ort

Branche

E-Mail

Darauf können Sie vertrauen. **Garantiert!** Bei der Haufe Gruppe bestellen Sie immer ohne Risiko zum unverbindlichen Test mit 4-wöchigem Rückgaberecht. Sie bezahlen nur, was Ihnen auch wirklich zusagt. Anderenfalls schicken Sie das Produkt einfach portofrei zurück und die Sache ist für Sie erledigt. Bei der Online-Version genügt eine kurze Mitteilung per Post oder E-Mail. **Unser Aktualisierungs-Service** gewährleistet, dass Ihre Produkte gesetzlich, inhaltlich und technisch stets auf dem neuesten Stand bleiben. Sie können ihn jederzeit beenden – bei Jahresbezügen mit einer Frist von 4 Wochen zum Ende des Bezugszeitraums. Die Nutzung der Online-Version ist auf den Bezugszeitraum begrenzt.

Datum Unterschrift

Per Internet: www.haufe.de/bestellung **Per E-Mail:** bestellung@haufe.de **Per Fax:** 0800 50 50 446* **Per Telefon:** 0800 50 50 445*

*kostenlos

Vielen Dank für Ihre Bestellung!