

Holger Fries^{*)}

Nachfolger für mittelständisches Unternehmen gesucht!



^{*)} Holger Fries, Partner, WALTER FRIES Unternehmensberatung | Mergers & Acquisitions

Es gibt wohl viele Lehrbücher und Fachinformationen zum Thema Unternehmensnachfolge/Unternehmensverkauf, die heutzutage unter dem Begriff Mergers & Acquisitions – kurz M&A – angesiedelt sind. Aber verlaufen Unternehmensverkäufe wirklich nach einem festen Drehbuch?

In der M&A Beratung versucht man sich immer wieder an den „Fahrplänen“ einer geplanten Unternehmensnachfolge festzuhalten. Oft aber schreibt gerade bei inhabergeführten Unternehmen die Praxis eine andere „Story“.

Dieser Beitrag soll bewusst die unbekanntesten Stolpersteine von Verkaufstransaktionen anhand eines Praxisbeispiels darstellen um dem Leser zu zeigen, dass eine gewissenhafte Vorbereitung, aber auch entsprechendes Verhandlungsgeschick und Erfahrung mit mittelständischen Unternehmenstransaktionen ausgesprochen wichtig ist.

Abb. 1 stellt den idealtypischen Verlauf eines Unternehmensverkaufs dar, um dann anhand einer Transaktion aus 2009 die vielfältigen Abweichungsmöglichkeiten zu erläutern.

Praxisbeispiel/Ausgangsbasis

Das Praxisbeispiel befasst sich mit einem alteingesessenen Unternehmen aus der Verpackungsindustrie. Hierzu einige Eckdaten: Das Unternehmen wurde 1987

durch zwei Gesellschafter gegründet, ein dritter Gesellschafter stieg kurze Zeit später ein. Die Entwicklung der letzten 22 Jahre war ausgesprochen erfolgreich, mit 25 Mitarbeitern wurde ein Umsatz von ca. vier Mio. realisiert. Zum Zeitpunkt der Mandaterteilung war bereits einer der Gesellschafter aus dem operativen Geschäft ausgeschieden. Da sich im Kreise der Familien keine geeigneten Nachfolger finden konnten, beschlossen die drei Gesellschafter ihr „Lebenswerk“ durch einen Verkauf in geeignete Hände zu übergeben.

Bereits im Vorfeld mussten die verschiedenen Voraussetzungen der Gesellschafter berücksichtigt werden. Es wurden die wichtigen Punkte für einen Verkauf kategorisiert und bewertet. So stand an erster Stelle der ausschließliche Verkauf aller Anteile der Betriebs- und Besitzgesellschaft (Immobilie) verbunden mit einer entsprechenden Kaufpreisvorstellung. Wichtig war gerade für den technischen Geschäftsführer die Erhaltung der Arbeitsplätze, da sich dieser aufgrund der jahrelangen Zusammenarbeit wie auch der räumlichen Nähe der Wohnorte moralisch dazu verpflichtet fühlte.

Abb. 1: Idealtypischer Verlauf eines Unternehmensverkaufs



Analyse und Konzeption

Der Aufbereitungsprozess war durch die Betriebsaufspaltung in drei Gesellschaften (Betriebs-/Maschinen- und Immobilienbesitzgesellschaft) umfangreicher als angenommen. Es galt insbesondere die wahre Ertragskraft des Unternehmensverbands darzustellen, da es in der Vergangenheit unter den jeweiligen Gesellschaften zu zahlreichen Verrechnungen gekommen war.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts erfolgte anhand der Discounted-Cash-flow-Methode. Eine belastbare Planung ist hierfür die Grundvoraussetzung. Die Umsatzerlöse waren aufgrund geschlossener Kontrakte für ein Jahr planbar. Eine Planung über diesen Zeitraum hinaus war nur auf Basis der Erfahrungen der Vergangenheit möglich, da auch Branchenprognosen nur sehr schwer heran gezogen werden konnten. Das Unternehmen stand zum einen in einer Abhängigkeit der Entwicklung der Verpackungsbranche, zum anderen spielte auch die Entwicklung des Endkundenmarkts eine erhebliche Rolle. So wurde im Zuge der Planungserstellung beschlossen, mittelfristige Prognosen der A-Kunden einzuholen um insbesondere die Umsatzplanung zu untermauern. Ein weiteres Thema, welches gerade im Mittelstand Probleme bereitet, ist die Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes. Oftmals werden mehrere Leistungen angeboten und eine klare Branchenzuordnung und damit eine Bestimmung des Risikozinses über den Betafaktor vergleichbarer börsennotierter Unternehmen ist schwierig.

Auch die Abschläge für small-caps aufgrund z.B. von Abhängigkeiten des Geschäftserfolgs durch die Altgesellschafter unterliegen einer gewissen Gestaltungsfreiheit. In einem aufwendigen Verfahren wurden verschiedene Aspekte mittelständischer Unternehmen, welche zu Wertminderungen führen können, in der Bewertung berücksichtigt.

FAZIT: Oftmals weisen kleinere und mittlere Unternehmen ganz spezielle Strukturen auf, welche einer besonderen Vorgehensweise bedürfen. Hierbei spielt die Schaffung von Transparenz eine wesentliche Rolle.

Investorenansprache

Die Kernkompetenz des Beispielunternehmens ist die Herstellung von speziellen Verpackungen, vornehmlich für bestimmte Endabnehmer. Das Interesse von Verpackungsunternehmen war entsprechend hoch. Auch die ca. 20%ige Umsatzrendite im abgelaufenen Geschäftsjahr war natürlich ein Anreiz für strategischen Investoren wie auch Kapitalinvestoren. So wurde der Kontakt mit den jeweiligen Entscheidungsträgern der potenziellen Investoren direkt gesucht, um zunächst anonym das Unternehmen vorzustellen. Knapp dreißig Unternehmen wurden kontaktiert, am Ende verblieben fünf Interessenten, denen gegen Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung ausführliche Unternehmensinformationen in Form eines Informationsmemorandum übermittelt wurden. Hiervon waren drei Unternehmen aus der Verpackungsindustrie, ein Kapitalinvestor sowie ein Privatinvestor mit entsprechender Führungserfahrung in der Verpackungsbranche.

So kam es, dass nach eingehender Prüfung sog. Absichtserklärungen abgegeben wurden. Dass der Entscheidungsprozess oftmals mit erheblichen zeitlichen Verzögerungen verbunden ist, stellen wir gerade bei mittelständischen

Käufern fest. Hier werden die Verhandlungen i.d.R. von dem Geschäftsführer begleitet, der relativ stark im operativen Geschäft eingebunden ist. Dem Wunsch der Verkäufer nach einem zeitnahen Eingang der Absichtserklärungen konnte leider aufgrund dieser Tatsache nicht Rechnung getragen werden, sodass zwischen dem Eingang der fristgerechten ersten und der letzten Absichtserklärung eine Zeit von sechs Wochen verging.

Nach drei Wochen wurde die Entscheidung gefällt, die bis dato vier Absichtserklärungen nach ihrer Belastbarkeit zu bewerten. Folgende Kriterien spielten eine Rolle:

- Höhe des Kaufpreises sowie die damit verbundenen Modalitäten (Beratungsvertrag/Erfolgsabhängige Kaufpreisbestandteile/Gewährleistungen).
- Wie konkret sind die getroffenen Aussagen über die wichtigsten Parameter der Transaktion?
- Ist der Kaufpreis für den Interessenten finanzierbar bzw. liegen schon Finanzierungsbestätigungen vor?
- Wird eine Exklusivität gewünscht und wenn ja, wie lange?

Unter Einbeziehung aller Parameter wurde mit einem strategischen Investor eine Exklusivität vereinbart. Bei der Entscheidung spielte nicht ausschließlich der Kaufpreis eine Rolle (denn dieser war nicht der Höchste), sondern vielmehr die Tatsache, dass der potenzielle Investor bereits vor Abgabe der Absichtserklärung in Gesprächen seine Ernsthaftigkeit untermauert hat.

U.a. fand eine Besichtigung des Betriebs des Investors sowie eine Besprechung mit einem Führungsmitarbeiter, der dann die Leitung des zu verkaufenden Unternehmens übernehmen sollte, statt. Auch die Abgabe einer Bestätigung der Hausbank des Investors über die prinzipielle Bereitschaft und Finanzierbarkeit der Transaktion wurde positiv gewürdigt.

In der Folge wurde eine Exklusivität über den Zeitraum der Due Diligence-Prüfung von vier Wochen vereinbart. Die eigentliche Due-Diligence fand im Unternehmen an vier vorher festgelegten Tagen statt. Diese Prüfungsphase durch den Käufer und dessen Berater sollte durch einen kompetenten M&A Berater auf der Verkäuferseite begleitet werden. Betrachtet man die Interessen der jeweiligen Gruppen wie Käufer, Verkäufer, Rechtsanwälte, Steuerberater, so ist eine Koordination der Informationen ausgesprochen sinnvoll und notwendig. In diesem spezifischen Fall mussten folgende Überlegungen koordiniert werden:

- Verkäufer: Optimale steuerliche Gestaltung der Kaufpreiszahlung auch im Hinblick auf die Lösung der Betriebsaufspaltung.
- Käufer: Größtmögliche Sicherheit bezogen auf die erfolgreiche Weiterführung des Betriebs.
- Steuerberater Käufer: Steuerliche Optimierung der Transaktion aus Sicht des Käufers.
- Rechtsanwalt Käufer: Minimierung der Risiken des Käufers.

Der Blickwinkel der einzelnen Interessengruppen ist meist unterschiedlich, sodass zunächst eine Konzentration auf die wesentlichen Parameter sinnvoll ist. Das Thema Sicherheit war auf der Käuferseite ausgesprochen wichtig, da ca. 70% der Umsätze mit drei großen Kunden realisiert wurden. Auf Verkäuferseite stießen diese Ängste auf Verständnis, wobei

man sich sicher war, dass aufgrund der jahrelangen Zusammenarbeit und der gegenseitigen Abhängigkeit durch fehlende Alternativen kaum ein Risiko vorhanden war. In der Bewertung auf der Käuferseite drückte sich dieses Risiko in Form eines Risikoaufschlags und somit einem geringeren Kaufpreis aus. Alternativ wäre ein sog. Earn-Out-Modell denkbar gewesen, welches einen Teil des Kaufpreises an den zukünftigen Erfolg des Unternehmens koppelt. Beide Lösungen waren auf der Verkäuferseite nicht akzeptabel, sodass man sich dazu entschloss, mit den drei Schlüsselkunden ein Gespräch zu führen. In einem Vorgespräch wurden die Endkunden über die Situation der Unternehmensnachfolge aufgeklärt, was durchweg positiv angenommen wurde. Alle drei Endkunden bestätigten die gute Qualität, die Liefertreue sowie v.a. den Wunsch, auch weiterhin beliefert zu werden.

Im Zuge der Due-Diligence-Abschlussbesprechung wurden alle weiteren Chancen und Risiken noch einmal detailliert besprochen. Da alle zur Beurteilung notwendigen Unterlagen wie Gesellschaftsverträge, Mitarbeiterverträge, Mietverträge, Versicherungsverträge, Gewährleistungsthematiken etc. im Vorfeld akribisch aufbereitet und zur Einsicht zur Verfügung gestellt wurden, konnte entsprechenden Preisabschlägen entgegen gewirkt werden.

Ein für beide Seiten akzeptabler und fairer Kaufpreis wurde gefunden. Das Ergebnis war ein konkreter Zeitplan mit den Themen Vertragsentwicklung, Finanzierungsumsetzung sowie Signing & Closing.

FAZIT: Bereits in der Ansprache der potenziellen Investoren ist es wichtig, einen konkreten Zeitplan mit einem entsprechenden Zeitpuffer vorzugeben. I.d.R. sind die Entscheidungswege im Mittelstand länger. Die Due-Diligence ist eine „Veranstaltung“, die maßgeblich den Kaufpreis beeinflusst und bis dato fremden Dritten sensible Informationen zur Verfügung stellt. Diese Informationen sind im Mittelstand oft nur lückenhaft vorhanden. Eine entsprechende Vorbereitung und professionelle Betreuung in dieser Prüfungsphase ist unumgänglich, um nicht am Ende Preisabschläge hinnehmen zu müssen oder dem Unternehmen bei einem Nichtzustandekommen Schaden zuzufügen.

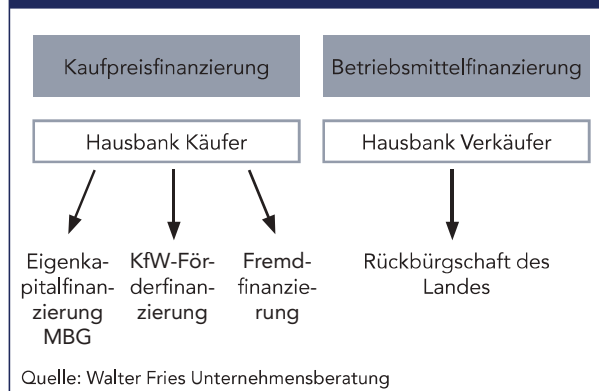
Verkaufsverhandlungen und Closing

In der Vertragsentwicklung verwirklichten sich die Anwälte beider Seiten, sodass entsprechender Verhandlungsbedarf entstand.

Parallel entwickelte der Käufer ein Termsheet, um dieses seinen Hausbanken vorzustellen. Obwohl die Finanzmarktkrise diese Transaktion eingeholt hatte, standen die Banken aufgrund der Bonität beider Seiten dieser Transaktion positiv gegenüber. Die Tatsache, dass verschiedene Förderprogramme der KfW wie auch des Bundeslands eingebunden wurden (sowohl Fremd- wie auch Eigenkapital) stellte an den Zeitplan wie auch der Vertragsgestaltung noch einmal spezielle Anforderungen.

Um den Zeitplan einhalten zu können und zum gewünschten Erfolg zu erlangen, wurde die Finanzierungsstruktur wie in Abb. 2 dargestellt „gestrickt“. Insbesondere die Hausbank des Verkäufers konnte aufgrund der jahrelangen Erfahrung mit dem Unternehmen zeitnah die gewünschte Betriebsmittelfinanzierung zur Verfügung stellen.

Abb. 2: Finanzierungsstruktur der Transaktion



Nach Eingang der Finanzierungsbestätigung kam es zu einem abschließenden Meeting aller Parteien um die Vertragsbestandteile zu besprechen. Gerade hier spielen Emotionen noch einmal eine entscheidende Rolle, da in dem Vertragswerk alle Positionen erfasst werden. Wichtig ist daher die Dokumentation der Gespräche während des kompletten Transaktionsverlaufs. I.d.R. streitet man sich am Ende über „das Geschäftsauto“, welches noch vor Übergang entnommen werden soll oder die Höhe des zukünftigen Beraterhonorars in der Übergangsphase. Oftmals sind dies im Verhältnis zum eigentlichen Kaufpreis eher geringfügige Beträge. Vielmehr geht es in diesen Diskussionen meist um das Prinzip.

FAZIT: Vertragsbestandteile sollten immer in Gegenwart der Parteien besprochen werden. Die rechtliche Gestaltung und Formulierung ist ausgesprochen wichtig, sollte i.d.R. aber nicht zum Scheitern einer Transaktion führen, wenn sich beide Parteien in entsprechenden Positionen einig sind.

In der Umsetzung der Finanzierung sollte gerade bei Investoren aus dem Mittelstand oder Privatinvestoren genügend zeitlicher Puffer eingeplant werden. I.d.R. werden öffentliche Fördermittel benötigt, welche mit einer entsprechenden Bearbeitungs- und Entscheidungszeit verbunden sind. Oftmals hilft die Einbeziehung der bestehenden Bankverbindung des Verkäufers schon zu Beginn des Verkaufsprozesses. In der Schlussbesprechung sollte nicht mehr über Details diskutiert werden. Eine klare und ausführliche Dokumentation durch den M&A-Berater während des ganzen Prozesses ist daher unumgänglich.

Der erfolgreiche Abschluss der Transaktion durch Unterzeichnung des Notarvertrags konnte dann nach insgesamt neun Monaten intensiver Verhandlungen vollzogen werden. Dass die Stolpersteine in diesem Prozess neben all den wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Fragen oft in den spezifischen Strukturen mittelständischer Unternehmen und im Verhalten und den Emotionen der Beteiligten Personen liegen, sollte dieses Praxisbeispiel aufzeigen.

Gerade im Mittelstand, wo über Jahre oder Jahrzehnte eine erhebliche Bindung des Unternehmers zu seinem Unternehmen und den Mitarbeitern entstanden ist, spielt dies eine entscheidende Rolle. Diese Abhängigkeit zwischen Unternehmenserfolg und Unternehmer ist der Käuferseite meist bekannt. Eine professionelle Vorbereitung und Betreuung des Unternehmensverkaufs durch einen erfahrenen Berater kann daher eine wertvolle Unterstützung sein.