
Proventis Partners Praxisratgeber

Unternehmensverkauf

Chancen und Fallen der Transaktion erkennen

Inhalt: Unternehmensverkauf

Grundlagen des Unternehmensverkaufs	Seite 3
Verkaufsanlässe, Arten des Verkaufs, Potenzielle Käufer, Verkaufsprozess, Beteiligte Parteien	
Einflussfaktoren auf den Kaufpreis	Seite 8
Synergieeffekte, Methoden der Unternehmensbewertung, Multiplikatorverfahren, Discounted Cash Flow Verfahren, Preis- und Wertüberbrückung	
Sicherung des Transaktionserfolgs	Seite 13
Verkaufsvorbereitende Maßnahmen, Anreize für das Management, Fallen beim Unternehmensverkauf, Due Diligence, Gestaltung des Kaufvertrags	
Kontakt	Seite 18

Erfahren Sie in unserem Praxisratgeber Wissenswertes zum Verkaufsprozess eines Unternehmens.

Erklärt sind die wichtigsten Kriterien für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf.

Lernen Sie Möglichkeiten kennen, den Wert Ihres Unternehmens zu heben und Stolpersteine aktiv zu beseitigen.

Nicht nur die Realisierung des Unternehmenswertes, sondern beispielsweise auch ein überproportionales Wachstum kann Anlass für einen Unternehmensverkauf sein.

Generationswechsel und Nachfolgeproblematik

Jährlich steht bei rund 70.000 Familienunternehmern aus Altersgründen das Thema Nachfolge im Raum. Rund 90 Prozent davon haben einen Umsatz von weniger als einer Million Euro. Findet sich kein Nachfolger innerhalb der Familie, ist die Suche nach einem geeigneten Investor oft eine Möglichkeit, das Unternehmen als Einheit zu erhalten.

Portfolio Bereinigung

Steigender Innovationsdruck oder unerfüllte Renditeerwartungen führen häufig zu einer Fokussierung des Unternehmens auf seine Kernkompetenzen. Planmäßige Desinvestitionen bzw. Verkauf unrentabler Unternehmens-teile tragen zur Erhöhung der Eigenkapitalrendite und damit zur Wertsteigerung des Gesamtunternehmens bei.

Wachstumsfinanzierung

Ein starkes Unternehmenswachstum und die damit verbundenen Investitionen und Vorfinanzierungen von Aufträgen führen häufig dazu, dass ein Unternehmen in Vorleistung gehen muss. Ein Teilverkauf an einen liquiditätsstarken Investor kann eine sinnvolle Alternative zur Aufnahme zusätzlicher Fremdmittel sein.

Realisierung des aufgebauten Unternehmenswertes

Zum Zwecke der Altersvorsorge, der Umsetzung neuer Projekte oder sonstiger persönlicher Ziele in einem neuen Lebensabschnitt realisieren Inhaber oft den Unternehmenswert. Dabei kann der Unternehmer teilweise trotz Verkaufs seiner Anteile weiterhin Manager des Unternehmens bleiben.

Sonder- und Umbruchsituationen

Eine zu geringe Eigenkapitalausstattung kann zu Handlungsunfähigkeit führen, z.B. wenn Banken aufgrund des schlechten Ratings kein weiteres Fremdkapital zur Verfügung stellen. Ein Verkauf ist dann sinnvoll, wenn der neue Eigentümer zusätzliche finanzielle Mittel (z.B. für Investitionen) bereit stellt.

Uneinigkeit der Gesellschafter

Bei Uneinigkeiten der Gesellschafter über die Geschäftsführung (z.B. Umstrukturierungen, Strategie, Personalpolitik, Gewinnausschüttung) kann der Verkauf eines Unternehmensteils oder des kompletten Unternehmens eine Lösung sein.

Arten des Verkaufs

Ist der Verkäufer eine natürliche Person, wählt er aufgrund der geringeren steuerlichen Belastung und des oftmals reduzierten Risikos häufig den Share Deal.

Arten des Verkaufs		Beispielrechnung
	Asset Deal (Sachverkauf)	Share Deal (Rechtsverkauf)
Art	Übertragung einzelner Wirtschaftsgüter	Übertragung von Unternehmensanteilen
Praxis	<ul style="list-style-type: none"> Vermögenswerte und Verträge werden einzeln übertragen Beispiel: Separate Übertragung der bestehenden Arbeitsverträge 	<ul style="list-style-type: none"> Nur Anteile werden übertragen, die Bilanzstruktur bleibt unverändert Beispiel: Aktien oder GmbH-Anteile
Einfluss der Steuerbelastung auf den Kaufpreis	<ul style="list-style-type: none"> Der Kaufpreis muss auf Ebene der Gesellschaft (KSt) und des Gesellschafters (ESt) versteuert werden (Beispielrechnung) Generierung von Abschreibungspotential durch Aufdeckung stiller Reserven; Käufer zahlt dadurch evtl. höheren Kaufpreis Wegfall der Verlustvorträge: keine Minderung der Körperschaftssteuer für den Käufer möglich Grunderwerbsteuer auf Grundstücke und Gebäude generell fällig 	<ul style="list-style-type: none"> Versteuerung nur auf Ebene der Gesellschafter (ESt) Kein Abschreibungspotential aus der Aufdeckung stiller Reserven möglich Verlustvorträge können unter bestimmten Umständen erhalten bleiben Grunderwerbsteuer nur bei Beteiligung $\geq 95\%$ fällig
Rechtsfolgen	<ul style="list-style-type: none"> Nach Verkauf der Assets verbleibt die Mantelgesellschaft beim Verkäufer Verkäufer haftet grundsätzlich weiterhin für Risiken und Verbindlichkeiten, jedoch mit Ausnahmen, z.B.: <ul style="list-style-type: none"> § 25 HGB: Verbindlichkeiten gehen bei Übernahme der alten Firmenbezeichnung auf die Käufer über § 75 AO: Haftung des Käufers für Steuern bei Übereignung des Unternehmens als Ganzes § 613 a BGB: „Einzelrechtsnachfolge“ – Pflicht zur Übernahme der Arbeitsverträge durch den Käufer 	<ul style="list-style-type: none"> Verbindlichkeiten und Haftungsrisiken der Gesellschaft gehen auf Erwerber über (Haftungskontinuität) Vertragskontinuität, Ausnahme: Change-of-control-Klausel (Kündigungsmöglichkeit von Verträgen) Unkomplizierter Verkaufsprozess (Verträge bleiben unberührt, einfache Übertragbarkeit) Gesamtes Unternehmen wird verkauft, es bleibt keine Rumpfgesellschaft übrig

	Share Deal	Asset Deal
Kaufpreis (brutto)	100	118
KSt (15%)	-	18 *
ESt (25%)	25	25
Gesamtbelastung	25	43
Kaufpreis (netto)	75	75

Beispielrechnung

Vergleich der steuerlichen Belastung für den Verkäufer bei Share- und Asset-Deal

Annahmen: Der Verkäufer ist eine natürliche Person und hält 100% der Anteile; das Target ist eine Kapitalgesellschaft

	Share Deal	Asset Deal
Kaufpreis (brutto)	100	118
KSt (15%)	-	18 *
ESt (25%)	25	25
Gesamtbelastung	25	43
Kaufpreis (netto)	75	75

Um netto den gleichen Kaufpreis zu erhalten, muss der Verkäufer bei einem Asset Deal aus steuerlichen Gründen den ca. 1,2-fachen Kaufpreis erzielen.

*) Sofern Buchgewinn entsteht



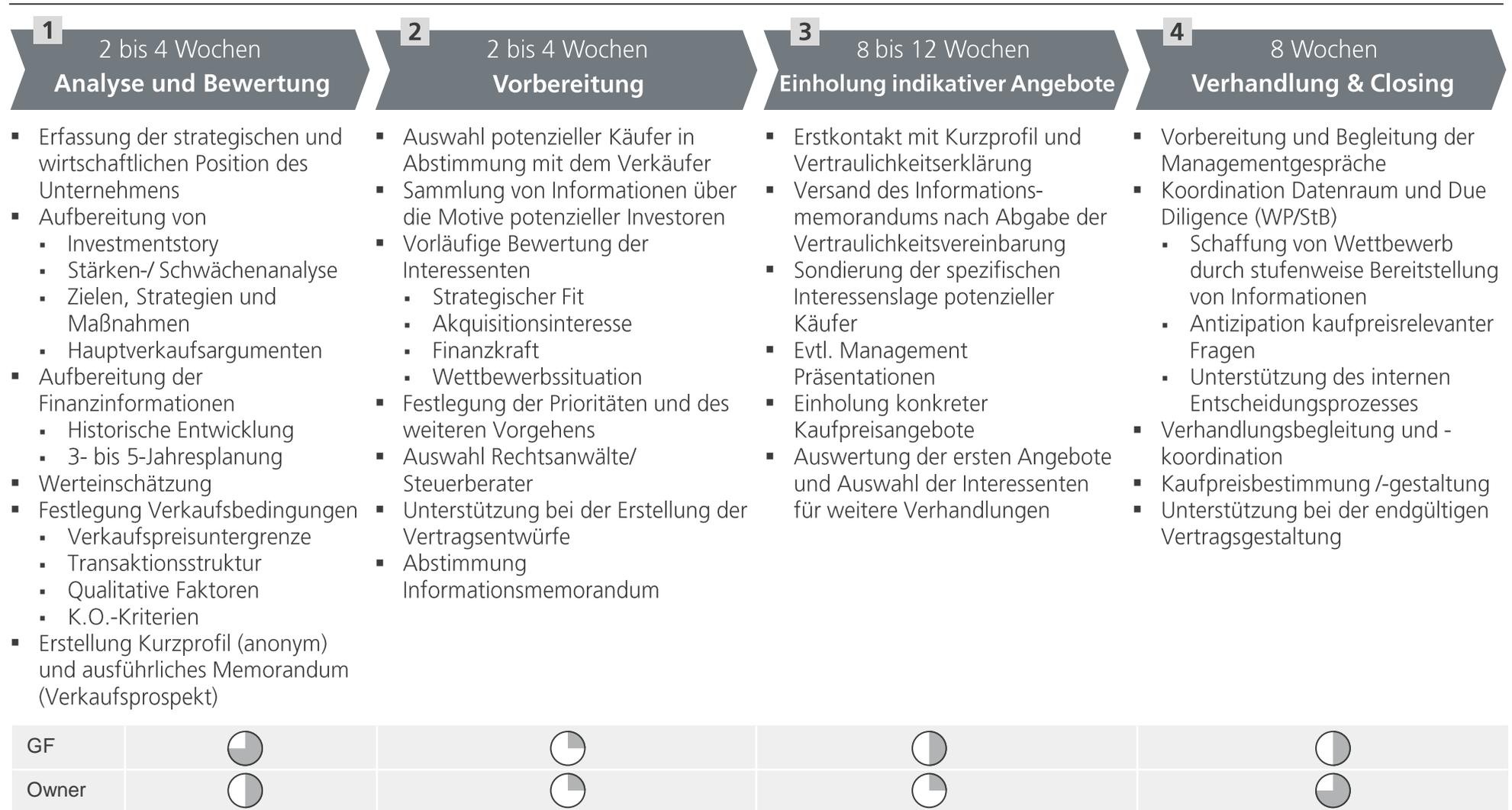
Aufgrund der **geringeren Steuerbelastung** und **geringeren Haftungsrisiken** bevorzugt der Verkäufer meist einen Share Deal. Jedoch kann es für den Verkäufer unter Umständen besser sein, einen Asset Deal einzugehen, wenn z.B. der Verkäufer die Risiken als überschaubar einschätzt und der Käufer im Gegenzug für den Asset Deal einen entsprechend höheren Kaufpreis in Aussicht stellt.

Investoren verfolgen vielfältige Interessen und haben damit unterschiedliche Kaufpreisvorstellungen.

Bei der Auswahl des richtigen Käufers sind die Ziele des Verkäufers entscheidend. Wichtig sind auch Fragen wie: Nimmt der Verkäufer zur Maximierung des Verkaufspreises auch eine Zerschlagung in Kauf? Oder möchte der Verkäufer als Manager im Unternehmen verbleiben und das Unternehmen als Ganzes erhalten? Generell wird zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren unterschieden.

	Strategische Investoren	Finanzinvestoren
Art des Investors	<ul style="list-style-type: none"> Strategische Investoren kommen meist aus dem näheren Marktumfeld. Sie sind entweder Kunden oder Lieferanten (vertikale Akquisition) oder aber Wettbewerber bzw. im gleichen Marktumfeld auftretende Anbieter (horizontale Akquisition) 	<ul style="list-style-type: none"> Finanzinvestoren sind Beteiligungsunternehmen oder Privatpersonen (Private Equity Häuser, Hedge Fonds, Business Angels, etc.) Strebt das Management des zu verkaufenden Unternehmens im Rahmen eines MBO (Management Buy Out) eine Übernahme an, wird das Management i.d.R. durch einen Finanzinvestor finanziert
Ziele	<ul style="list-style-type: none"> Nutzung von Synergiepotenzialen, Know-Hows, Technologie, schnellem Markteintritt etc. Kein „Exit“ geplant, sondern Integration des Targets in das übernehmende Unternehmen Engagement nicht nur mit Kapital und Betreuung, sondern oftmals auch mit Ressourcen (Produktion, Vertrieb etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> Attraktive Gesamtrendite, die sich aus dem gezahlten Kaufpreis, den Erträgen im Beteiligungszeitraum und dem späteren Verkaufserlös ergibt Ausstieg nach 5 bis 10 Jahren „Buy & Build“ (Erwerb von mehreren Unternehmen und Zusammenführung zu größerer Unternehmensgruppe) als mögliche Strategie für eine höhere Gesamtrendite
Beteiligungsgrad	<ul style="list-style-type: none"> Meist 100-prozentige Beteiligung mit Integrationswunsch Geringerer Anteil mit Kooperationswunsch und / oder Absicht einer sukzessiven Übernahme 	<ul style="list-style-type: none"> Von Minderheitsbeteiligung bis hin zu 100-prozentiger Beteiligung, je nach Größe des Targets bzw. des Fonds Möglicherweise Zerschlagung und Weiterverkauf unrentabler Unternehmenssteile
Höhe des Kaufpreises	<ul style="list-style-type: none"> Strategisches Premium: Strategische Investoren zahlen i.d.R. einen höheren Kaufpreis, da der Fokus nicht nur auf dem finanziellen Erfolg liegt 	<ul style="list-style-type: none"> Kaufpreis richtet sich ausschließlich nach Renditegesichtspunkten Ist ein hoher „Leverage“ möglich, d.h. hoher Fremdkapitalanteil am Kaufpreis, steigt die Bereitschaft, einen höheren Kaufpreis zu zahlen
Bevorzugte Zahlung des Kaufpreises	<ul style="list-style-type: none"> Cash in Kombination mit Earn-Out Aktientausch 	<ul style="list-style-type: none"> Cash in Kombination mit Earn-Out Evtl. Rückbeteiligung Oftmals auch Verkäuferdarlehen

Ein transparenter und strukturierter Verkaufsprozess entlastet den Verkäufer und treibt durch das aktive Projektmanagement den Preis.



Involvement der Auftraggeber

Beteiligte Parteien

An einem Unternehmensverkauf sind zur Optimierung des Kaufpreises, zur Risikominimierung und zur Entlastung des Verkäufers verschiedene Parteien beteiligt.

Beteiligte an einem Unternehmensverkauf	Aufgabe	Zweck			Gesetzliche Pflicht
		Erhöhung Unternehmenswert	Risiko-vermeidung	Entlastung Verkäufer	
Management (Mgt), Aufsichtsrat (AR)	Unterstützung des Verkäufers (v.a. bei operativen Fragen, wenn der Eigentümer nicht Teil des Managements ist)	✓	✓	✓	✗
Rechtsanwalt (RA)	Erstellung des Kaufvertrags, Verhandlung der legal Terms (Spezialisierung auf M&A)	✗	✓	✓	✗
Corporate Finance Berater (CFB) / Investmentbank (IB)	Begleitung der kompletten Transaktion (Erstellung der Unterlagen, Suche potenzieller Käufer, Vertragsverhandlung, Abschluss)	✓	✓	✓	✗
Bank	Finanzierung des Kaufpreises für den Käufer	✓ (bei Finanzierungs-zusage)	✗	✗	✗
Steuerberater (StB) / Wirtschaftsprüfer (WP)	Strukturierung der Transaktion aus steuerlicher Sicht	✓ (unter steuerlichen Gesichtspunkten)	✓	✓	✗
Datenraum Provider (DRP)	Bereitstellung eines Datenraums für Due Diligence Prüfung	✗	✓	✓	✗
Insolvenzverwalter (InsVerw)	Übernahme Verkaufsprozess bei Insolvenz	✗	✗	✗	✓ (nur bei Insolvenz)
Kartellbehörde	Prüfung eines Verstoßes gegen Kartell-Recht	✗	✗	✗	✓ (ab bestimmter Transaktionsgröße)
Spezialberater (z.B. Patentanwalt)	Selektiv eingesetzt bei speziellen Themenbereichen	✗	✓	✓	✗

Je nach Größe und Komplexität der Transaktion sind bestimmte Parteien beteiligt. Die Komplexität der Transaktion wird u.a. beeinflusst durch: Gesetzliche Regelungen (z.B. Kartellrecht), Art des Deals (Share vs. Asset-Deal), Insolvenztatbestand, Sitz des Käufers, etc.

Synergieeffekte

Synergieeffekte beeinflussen die subjektiven Wertvorstellungen und spielen gerade bei strategischen Investoren eine entscheidende Rolle für die Kaufpreisfindung.

Definition Synergieeffekte

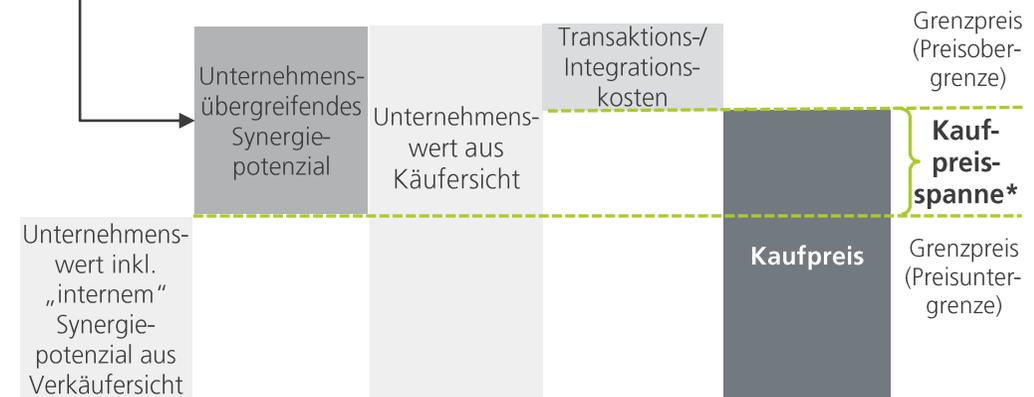
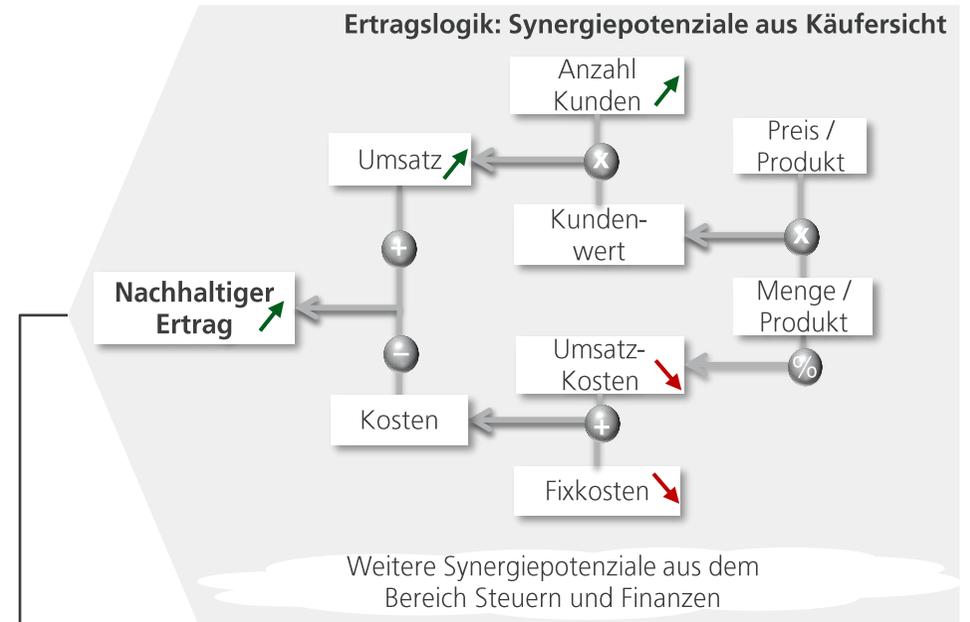
- Positive Effekte und Mehrwert durch den Zusammenschluss einzelner Unternehmen (1+1 = 3)
- Verbesserung der unternehmerischen Leistungsfähigkeit und langfristige Steigerung des Unternehmenswertes

Arten von Synergieeffekten

- **Leistungsprozess:**
 - Wachstum (Erhöhung des Umsatzes aufgrund der Erweiterung der Absatzkanäle, Produktpalette etc.)
 - Kosten (günstige Kostenstruktur etc.)
 - Strategie (größerer Handlungsspielraum für das Management)
- **Steuern:** Nutzung von Verlustvorträgen, Absetzbarkeit der Fremdfinanzierungskosten etc.
- **Finanzen:** Risikoveränderung (Reduzierung des Konkursrisikos durch Akquisition etc.), Kapitalmarktsynergien (günstigere bzw. weiter reichende Eigen- / Fremdfinanzierung)

Einflüsse auf Wertvorstellungen und Kaufpreis

- **Aus Verkäufersicht:** Unternehmenswert als Stand-Alone- bzw. Going-Concern-Wert ergibt sich aus Unternehmenswert plus „internes“ Synergiepotenzial
- **Aus Käufersicht:** Unternehmenswert unter Berücksichtigung möglicher Synergiepotenziale abzüglich der Transaktions- und Integrationskosten
- Der Unterschied zwischen den Grenzpreisen kann als unternehmensübergreifendes Synergiepotenzial interpretiert werden. Es fließt zusammen mit subjektiven Vorstellungen und sonstigen Gegebenheiten in den Kaufpreis ein. Der Kaufpreis ist deshalb Verhandlungssache.



*) Kaufpreisspanne stellt den möglichen Mehrwert bzw. Gewinn für den Verkäufer dar

In der Praxis hat sich das Multiplikatorverfahren als gängige Methode bei der Preisermittlung Cash Flow-positiver Unternehmen etabliert.

Die Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes sind sehr unterschiedlich und nicht verbindlich geregelt. Nachfolgend sind die gängigen Methoden* kurz dargestellt.



*) Eine ausführliche Darstellung der oben genannten Bewertungsverfahren und deren Berechnungsbeispiele befinden sich im Proventis Praxisratgeber *Unternehmensbewertung*.

Je ähnlicher die Unternehmen, desto einheitlicher sind die Marktwerte.

Anwendungsbereiche	Berechnung																																								
<ul style="list-style-type: none"> Leistungseffiziente Schätzung des potenziellen Marktpreises zur Stärkung der Verhandlungsposition Häufig im Mittelstand angewendet aufgrund unkomplizierter Berechnung 	<p>Die Multiples werden auf folgende Bezugsgrößen angewendet:</p> <ul style="list-style-type: none"> Jahresüberschuss (Equity Ansatz) Umsatz, EBIT und EBITDA (Entity Ansatz) <p>In der Praxis sind EBIT und EBITDA am aussagefähigsten, weil sie den operativen Gewinn eines Unternehmens repräsentieren</p>																																								
Berechnungsformel																																									
<p>Bezugsgröße des Zielunternehmens* X Multiple (Median)</p> <p>Unternehmenswert</p>	<p>Multiplikatorverfahren (Praktiker-ansatz)</p>																																								
<p>*) Bezugsgröße: Umsatz, EBIT, EBITDA, Jahresüberschuss etc.</p>	<p>Für die Berechnung stehen folgende Marktdaten zur Verfügung:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Vergleichsunternehmen</th> <th>EBIT (in TEUR)</th> <th>Enterprise Value (EV) (in TEUR)</th> <th>EBIT-Multiple (EV/EBIT)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Unternehmen 1</td> <td>15.500</td> <td>141.050</td> <td>9,1</td> </tr> <tr> <td>Unternehmen 2</td> <td>13.200</td> <td>116.160</td> <td>8,8</td> </tr> <tr> <td>Unternehmen 3</td> <td>11.000</td> <td>94.600</td> <td>8,6</td> </tr> <tr> <td>Unternehmen 4</td> <td>9.200</td> <td>76.360</td> <td>8,3</td> </tr> <tr> <td colspan="3">EBIT-Multiple (Median)</td> <td>8,7</td> </tr> </tbody> </table> <p>Das EBIT des Zielunternehmens beträgt TEUR 11.445</p> <table border="1"> <tr> <td>Unternehmenswert</td> <td>= EBIT</td> <td>x EBIT-Multiple (Median)</td> <td>= 99.572</td> </tr> <tr> <td></td> <td>= 11.445</td> <td>x 8,7</td> <td></td> </tr> <tr> <td colspan="3">– Nettofinanzverbindlichkeiten</td> <td>– 54.090</td> </tr> <tr> <td colspan="3">= Eigenkapitalwert (in TEUR)</td> <td>= 45.482</td> </tr> </table>	Vergleichsunternehmen	EBIT (in TEUR)	Enterprise Value (EV) (in TEUR)	EBIT-Multiple (EV/EBIT)	Unternehmen 1	15.500	141.050	9,1	Unternehmen 2	13.200	116.160	8,8	Unternehmen 3	11.000	94.600	8,6	Unternehmen 4	9.200	76.360	8,3	EBIT-Multiple (Median)			8,7	Unternehmenswert	= EBIT	x EBIT-Multiple (Median)	= 99.572		= 11.445	x 8,7		– Nettofinanzverbindlichkeiten			– 54.090	= Eigenkapitalwert (in TEUR)			= 45.482
Vergleichsunternehmen	EBIT (in TEUR)	Enterprise Value (EV) (in TEUR)	EBIT-Multiple (EV/EBIT)																																						
Unternehmen 1	15.500	141.050	9,1																																						
Unternehmen 2	13.200	116.160	8,8																																						
Unternehmen 3	11.000	94.600	8,6																																						
Unternehmen 4	9.200	76.360	8,3																																						
EBIT-Multiple (Median)			8,7																																						
Unternehmenswert	= EBIT	x EBIT-Multiple (Median)	= 99.572																																						
	= 11.445	x 8,7																																							
– Nettofinanzverbindlichkeiten			– 54.090																																						
= Eigenkapitalwert (in TEUR)			= 45.482																																						
Vor- und Nachteile																																									
<ul style="list-style-type: none"> + Einfache Wertermittlung basierend auf wenigen Daten + Berücksichtigung aktueller Marktdaten und Preise + Keine Prognosen nötig, im Gegensatz zu Ertragswerts- und DCF-Verfahren + Daten sind meist öffentlich zugänglich - Oft erhebliche Einschränkungen bei der Vergleichbarkeit von Unternehmen der Peer Group (Vergleich von börsennotierten Unternehmen) - Individuelle Gegebenheiten des Unternehmens nur bedingt berücksichtigt - Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen und Bestimmung aussagekräftiger Kennzahlen für das Unternehmen problematisch 																																									

Das Ermittlungsschema für den Unternehmens- und Eigenkapitalwert mittels Multiplikatorverfahren finden Sie auf unserer Website www.proventis.de

Das Discounted Cash Flow Verfahren bildet den Wert auf Basis des nachhaltigen, entnahmefähigen Cash Flows ab.

Anwendungsbereiche

- Vorherrschende Bewertungsmethodik im anglo-amerikanischen Raum
- Zunehmende Anwendung seitens Unternehmensberatungen und Investmentbanken (bei grenzüberschreitenden Unternehmens-transaktionen)
- Besondere Bedeutung als strategisches Instrument zur Analyse und Steuerung des Shareholder Value (im Rahmen der internen Unternehmensbewertung)

Berechnungsformel (nach Entity Ansatz)

$$\sum_{t=1}^n \frac{\text{Brutto Free Cash Flow}_t}{(1 + i_{WACC})^t} + \frac{\text{Restwert}_n}{(1 + i_{WACC})^n}$$

WACC* : Weighted Average Cost of Capital

Discounted Cash Flow Verfahren

Vor- und Nachteile

- + International anerkanntes Verfahren
- + Klare Aussage über den fundamentalen Wert des Unternehmens
- + Lediglich Berücksichtigung der Zahlungsebene und damit Unabhängigkeit von Rechnungslegung
- + Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur (und damit des Leverage-Effekts)
- + Zukunftsorientierung
- Sehr komplexes Verfahren
- Abhängigkeit von subjektiver Einschätzung und Erwartung
- Cash Flows teilweise nur indirekt ermittelbar

Berechnung

Die Berechnung erfolgt unter den folgenden Annahmen:

- Der Brutto Free Cash Flow (BFCF) steigt in den folgenden 5 Jahren um 5% pro Jahr bei einem Anfangswert von TEUR 4.260 im letzten Jahr
- Der Brutto Free Cash Flow wächst in den nächsten Perioden nicht mehr
- Aus Vereinfachungsgründen der Berechnung wird ein WACC* von 9,0% p.a. unterstellt

Phase	BFCF (in TEUR)
1 (Erhöhung des BFCF um 5% p.a.)	BFCF _{t1} = 4.260 x 1,05 = 4.697
	BFCF _{t2} = 4.697 x 1,05 = 4.931
	BFCF _{t3} = 4.931 x 1,05 = 5.178
	BFCF _{t4} = 5.178 x 1,05 = 5.437
	BFCF _{t5} = 5.437 x 1,05 = 5.709
2	BFCF _{t6} = 5.709

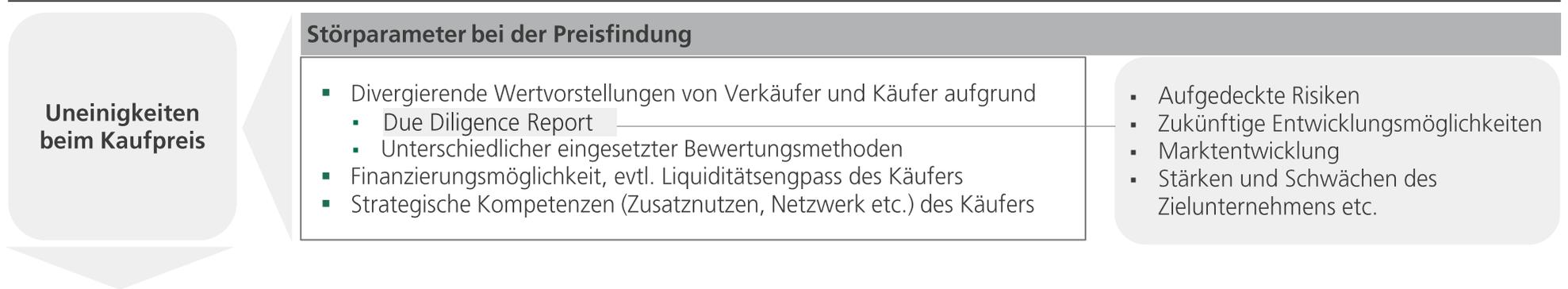
Phase 1 $\frac{4.697}{(1 + 0,09)^1} + \frac{4.931}{(1 + 0,09)^2} + \dots + \frac{5.709}{(1 + 0,09)^5} = 20.020$

Phase 2 $\frac{5.709}{(1 + 0,09)^6} + \dots + \frac{5.709}{(1 + 0,09)^6} = 37.822$ (Restwert = $\frac{BFCF_{t6}}{i_{WACC}}$)

Unternehmenswert(in TEUR)	= 57.842
- Nettofinanzverbindlichkeiten	- 8.918
=Eigenkapitalwert	= 48.924

*) Der WACC (Weighted Average Cost of Capital) ist der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz des Eigen- und Fremdkapitals

Vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten beim Kaufvertrag können Uneinigkeiten beim Kaufpreis überbrücken.



Instrumente zur Überbrückung divergierender Preis- und Wertvorstellungen *

Jedes Instrument bietet Spielraum hinsichtlich vertraglicher Gestaltung und Haftungsrisiko der Beteiligten. Je nach Interessenslage der Vertragspartner lassen sich die Instrumente individuell miteinander kombinieren.

Garantie	Garantieabgabe seitens des Verkäufers gegen Garantiezahlung vom Käufer - insbesondere aufgrund kritischer, in der Due Diligence aufgedeckten Punkte, z.B. Bilanzgarantie und Eigenkapitalgarantie.
Earn-Out	Zusätzliche Zahlung in Form erfolgsabhängiger Kaufpreisbestandteile, die innerhalb der Earn-Out Periode an bestimmte Bedingungen geknüpft sind; nur sinnvoll, wenn Verkäufer im Management des Unternehmens verbleibt.
Verkäuferdarlehen (Vendor Loan oder Seller Notes)	Umwandlung eines Teils der Kaufpreisverbindlichkeit in Darlehen; Laufzeit, Höhe des Zinssatzes etc. individuell gestaltbar; Zinszahlung fällt i.d.R. erst zum Fälligkeitstermin des Darlehens an.
Teilverkauf plus Optionen (partial Sale plus Put / Call Options)	Teilverkauf mit der Verkaufs- / Kaufoption weiterer bzw. restlicher Anteile zu einem späteren fixen Zeitpunkt; Ausübung der Option und durch lediglich einseitige Willenserklärung rechtswirksam.
Rückbeteiligung des Verkäufers	Rückbeteiligung des Verkäufers am Zielunternehmen nach vollständigem Unternehmensverkauf; der Verkäufer beteiligt sich damit am weiteren Erfolg des Unternehmens und unterstützt das Management.
Shoot Out Verfahren**	Verfahren zur Veränderung der Gesellschafterstruktur in Konfliktsituationen; Verkaufsangebot mit Frist und Festpreis.

*) Eine ausführliche Charakterisierung der Instrumente zur Preis- und Wertüberbrückung befindet sich im Proventis Praxisratgeber *Unternehmensbewertung*

**) Weitere Informationen zu Shoot Out Verfahren auf unserer Website unter www.proventis.com

Eine sorgfältige Verkaufsvorbereitung erhöht die Chancen für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf.

1. Eine gründliche Überprüfung der Werttreiber auf sämtlichen unternehmerischen Ebenen kann Stolpersteine bereits vor dem Verkauf beseitigen. Dies leistet einen wesentlichen Beitrag zum Erfolg der Transaktion. Je sorgfältiger die Verkaufsvorbereitung ist, desto schneller und erfolgsversprechender verläuft daher der gesamte Verkaufsprozess.

2. Die Darstellung des „wahren“ Ertragspotenzials des Unternehmens zeigt ein objektives Bild des Unternehmens und bildet Vertrauen bei potenziellen Käufern. Das Interesse und die Wertvorstellungen der Käufer werden dadurch in optimaler Weise erhöht. Ziel ist ein hoher Unternehmenswert und eine hohe Abschlusswahrscheinlichkeit.

1. Checkliste: Ist das Unternehmen bereit für den Verkauf?	ja	nein
Operations		
Besteht Klarheit über die künftige Geschäftsführung?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kann die Kostenstruktur des Unternehmen erklärt werden?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanzen		
Ist eine aussagekräftige Finanzplanung (mind. 3 Jahre) vorhanden?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sind Forecast und Annahmen mit dem Management abgestimmt?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sind die historischen Daten komplett vorhanden und richtig dargestellt?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sind die Finanzaufstellungen investorengerecht aufbereitet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Steuern		
Gibt es offene Steuerforderungen oder ungeklärte Streitfälle mit dem Finanzamt?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sind die steuerlichen Folgen des Verkaufs bekannt?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Buchhaltung		
Gibt es erforderliche Umstellungen im Accounting-Bereich (IFRS/GAAP)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ist eine externe Finanzberichterstattung notwendig?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Strategie		
Gibt es eine Strategie und fließt diese in die Finanzplanung mit ein?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
...		

2.

- Neutrale Darstellung des Unternehmens gegenüber Investoren als vertrauensbildende Maßnahme
- Normalisierte Darstellung der Finanzaufstellungen (Bereinigung um Sondereffekte*) zeigt das „wahre“ Potenzial des Unternehmens
- Präsentation einer nachhaltigen Strategie steigert Interesse des Investors

*) Eine ausführliche Darstellung von Sondereffekten befindet sich im Proventis Praxisratgeber Unternehmensbewertung

Käufer

- **Fehlende Timelines:** Ohne Einhaltung von Fristen kann ein Bieter-Prozess nicht synchronisiert werden; die Folge kann der Verlust aussichtsreicher Bieter sein
- **Exklusivität:** Gewährung einer Exklusivitätsphase, in der der Verkäufer nur noch mit einem Bieter spricht, sollte wohlüberlegt sein; andere Bieter könnten nämlich zwischenzeitlich abspringen
- **Mündliche Zusagen:** Aus verhandlungstaktischen Gründen machen mögliche Käufer manchmal leere Zusagen und Versprechungen

Mitarbeiter

- **Fehlende Diskretion:** Um Mitarbeiter nicht zu verunsichern, sollte die Transaktion im Unternehmen relativ spät kommuniziert werden
- **Verlust von Mitarbeitern:** Wertvolle Mitarbeiter könnten das Unternehmen während des Verkaufsprozesses aufgrund vermeintlicher Unsicherheiten verlassen

Verkäufer

- **Fehlende Unternehmensbewertung:** Eine falsche Einschätzung des Unternehmenswertes kann sich negativ auf die Fortsetzung des Prozesses auswirken; sowohl eine überhöhte als auch eine zu geringe Einschätzung des Wertes sind schädlich
- **Zeitdruck:** Suggestiert der Verkäufer Verkaufsdruck, wird der Käufer einen niedrigeren Preis bieten



Fallstricke beim Unternehmensverkauf

Rechtsanwälte

- **Fehlendes Know-How:** Der Verkäufer-Anwalt sollte unbedingt M&A-Spezialist sein
- **Lange Fragenlisten:** Oft beinhaltet die Due Diligence von Anwälten des Käufers lange Fragenlisten; davon sollte sich der Verkäufer nicht verunsichern lassen

Management

- **Mangelnde Einbindung:** Fehlendes Verständnis beim Management und dessen mangelnde Einbindung in den Verkaufsprozess kann zu Verunsicherung führen
- **Vernachlässigung des operativen Geschäfts:** Vernachlässigung des Tagesgeschäftes während der Transaktion sollte vermieden werden

M&A Berater

- **Unattraktiver Verkaufsprospekt (Investment Memorandum):** Eine unzureichende Darstellung der Stärken des Unternehmens wirkt sich negativ auf die Verhandlungsbasis des Verkäufers aus
- **Finanzzahlen:** Die Darstellung des „wahren“ Potenzials überzeugt den Käufer und hilft ihm auch bei der Verteidigung innerhalb des Unternehmens (Investment Committee)

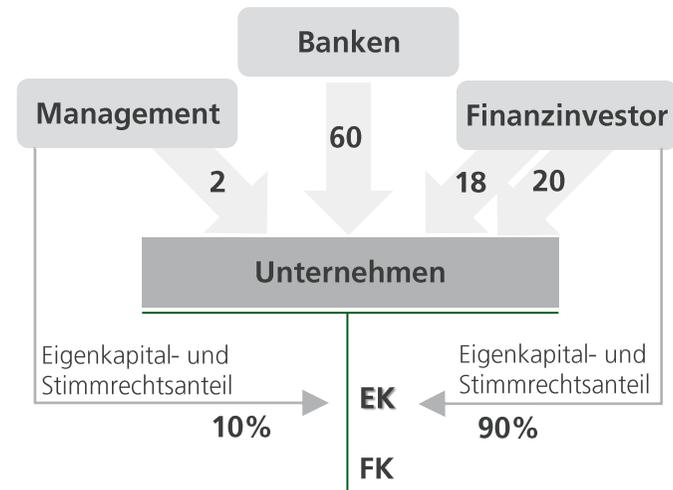
Es gibt verschiedene Möglichkeiten, das Management am Verkauf zu beteiligen und langfristig an das Unternehmen zu binden.

Management-Anreize beim Unternehmensverkauf		
Persönliche, nicht monetäre Anreize		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Übernahme unternehmerischer Verantwortung ▪ Selbstverwirklichung, Umsetzung eigener Ideen ▪ Kompetenzen, Einfluss, Verantwortung ▪ Geringeres Risiko als bei üblicher Unternehmensgründung 		
Finanzielle Anreize		
Kapitalbeteiligung	Sweet / Sweat Equity (Vorzugskonditionen bei Beteiligung)	Phantom Stocks, Stock Appreciation Rights (virtuelles Eigenkapital*)
	Aktienoptionspläne, Genussrechte, Wandel- / Optionsrechte, Stille Beteiligungen	Beteiligung am Verkaufserlös, Equity Kicker (Bezugsrechte für zusätzliche Geschäftsanteile)
Erfolgsbeteiligung	Bleibprämie (Golden Handcuff), Sonderzahlungen, Sachleistungen	Umsatz-, Wertschöpfungs-, Nettoertrags-, Gewinnbeteiligung (geknüpft an Erfolgskriterien)
	Bonusarrangements, Tantiemen, Leistungsprämie, höheres Gehalt, Vesting durch Good / Bad Leaver	Anstellungsgarantie, Vertragsverlängerung

*) Bei virtuellen Eigenkapitalinstrumenten wie Phantom Stocks handelt es sich um fiktive Gesellschaftsanteile, deren Wert sich an der Wertsteigerung des gesamten Unternehmens orientiert und die dem Management als Cash-Zahlungen zufließen. Bei Stock Appreciation Rights ist dagegen keine Anteilszahlung an Dividenden möglich.

Beispiel: Sweet Equity

Im Rahmen eines MBO wird der Kaufpreis des Unternehmens von 100 zu 60% mit Fremdkapital (Bankdarlehen), zu 20% mit Eigenkapital und zu 20% mit Gesellschafterdarlehen finanziert:



Sweet Equity: Das Management muss nur einen relativ geringen Beitrag zum Kaufpreis leisten (2%), um einen überproportional hohen Kapital- und Stimmrechtsanteil (10%) am Unternehmen zu erhalten. Die restlichen Eigenmittel werden meist in Form von Gesellschafterdarlehen von den Investoren zur Verfügung gestellt. Die Anteile werden unter Marktpreisen zum Kauf angeboten, wodurch eine höhere Verzinsung bei einem zukünftigen Verkauf möglich ist.

Der Verkäufer deckt mit einer Pre-Sale Due Diligence vermeintliche Risiken auf und kann Deal Breaker im Vorfeld eliminieren – er trägt damit maßgeblich zum Transaktionserfolg bei.

Als „sorgfältige Prüfung“ wird die Due Diligence meist vom potenziellen Käufer durchgeführt (Buyer’s Due Diligence). Ihr Umfang hängt von der Größe und Komplexität der Transaktion ab. Je nach Anforderung gibt es weitere Due Diligence-Arten, z.B. Market, Cultural, Environmental Due Diligence

Art der Due Diligence	Art der Prüfung / Analyse
Legal Due Diligence	Vertragliche Situation des Zielunternehmens
Financial Due Diligence	Jahresabschlüsse und sonstige Finanzdaten der letzten Jahre anhand von Kennzahlen
Tax Due Diligence	Steuerliche Situation und mögliche Steuerrisiken
Commercial Due Diligence	Zukünftige Marktentwicklung sowie Wettbewerbssituation und Geschäftsmodell des Zielunternehmens
Technical Due Diligence	Technologisches Know-How und gewerbliche Schutzrechte des Unternehmens

Ergebnis: Due-Diligence-Report
 Bericht über das Gesamtbild des Targets mit seinen aufgedeckten Risiken sowie Stärken und Schwächen, u.a. über strategische Positionierung, operative Entwicklung, Qualität des Managements

- **Aufdecken von Risiken der Transaktion**
 - Gezielte Suche nach Deal Breakern
 - Preisabschläge und Garantien vom Verkäufer
- **Entscheidende Erkenntnisse für den Kaufinteressenten zur**
 - Kaufpreisermittlung / Kaufpreisangebot und Vertragsgestaltung
 - Vorbereitung der Integration bzw. des Umstrukturierungskonzepts

Um bei der Buyer’s Due Diligence keine unangenehmen Überraschungen zu erleben, kann der Verkäufer eine Pre-Sale Due Diligence durchführen. Diese deckt im Vorfeld Schwachstellen und potenzielle Deal Breaker auf.

Pre-Sale DD

Beseitigung ↓

- Nur für den Verkäufer bestimmt
- Aufdecken von Schwachstellen und bislang unbekanntem Risiken im Vorfeld des Verkaufsprozesses
 - Suche nach Deal Breakern und Beseitigungsmöglichkeiten
- Aufzeigen von Werttreibern, Optimierungspotenzialen und geeigneten Strategien für die Transaktion
 - Stärkung der Verhandlungsposition des Verkäufers

Typische Deal Breaker :

- Weitergabe unabgestimmter oder sachlich falscher Informationen
- Ungenügende Besetzung von Schlüsselpositionen
- Lückenhafte oder fehlende Mehrjahresplanung
- Fehlen einer Vision und nachvollziehbaren Strategie
- Unzureichende rechtliche Absicherung des Know-Hows

Im Unterschied zur Buyer’s DD ist eine Vendor’s DD zur Abgabe an eine begrenzte Anzahl von Käuferkandidaten bestimmt. Der Verkäufer veranlasst selbst die Prüfung seines Unternehmens und hat damit eine bessere Kontrolle über den Verkaufsprozess.

Vendor DD

- Verringerung von Informationsrisiken und damit des Risikos von Preisabschlägen
- Vereinfachung der Verhandlung und Beschleunigung des Verkaufsprozesses
- Geringere Kosten für den Bieter und dadurch unter Umständen größerer Bieterkreis

Mangels eindeutiger gesetzlicher Regelungen werden die wichtigen Bereiche beim Unternehmensverkauf detailliert im Kaufvertrag geregelt.

Mangels eindeutiger gesetzlicher Regelungen soll der Kaufvertrag als umfangreiches und detailliertes Regelwerk die Transaktion für alle Beteiligten rechtsicher gestalten. Die Schwierigkeit resultiert aus dem hohen Wert und der Komplexität des Kaufgegenstandes, der ständigen Veränderung der Sachlage, der teilweise fehlenden Anwendbarkeit gesetzlicher Regelungen und den steuerlichen Auswirkungen. Wesentliche Bestandteile des Kaufvertrages sind:

Preisermittlung

- Im Kaufvertrag wird oft keine feste Kaufpreis-Zahl vereinbart, sondern die **Methode** festgelegt, wie der Kaufpreis an einem bestimmten Stichtag in der Zukunft zu berechnen ist.
 - ➔ Der Brutto-Unternehmenswert kann um bilanzielle Finanzierungspositionen (vorhandene liquide Mittel sowie Finanzierungsverbindlichkeiten) bereinigt werden (*cash and debt free*). Zudem werden Abweichungen vom betriebsüblichen Stand des Umlaufvermögens berücksichtigt.
- Ein **Kaufpreis-Rückbehalt** für Garantiesprüche des Käufers kann vereinbart werden, wenn der Verkäufer nicht im Unternehmen verbleibt; dieser kann je nach Garantiekatalog zwischen 10 und 50% des Kaufpreises ausmachen.

Prozess

- Zeitliches Auseinanderfallen von Signing und Closing: Bei vielen Unternehmensverkäufen ist der unmittelbare Vollzug der Transaktion (Closing) am Tag der Unterschrift (Signing) aufgrund praktischer oder rechtlicher Umstände nicht möglich.
- *Conditions precedents* (aufschiebende Bedingungen) regeln im Kaufvertrag die Verpflichtungen beider Parteien zwischen Signing und Closing. Beispiele sind:
 - Gremienfinanzierungs- und Kartellfreigaben müssen erteilt sein
 - Carve-Out Maßnahmen (bei Herauslösen eines Unternehmensteils aus einem Konzern) müssen abgeschlossen sein
- *Covenants* sind Regelungen für den Geschäftsbetrieb in der Zeit zwischen Signing und Closing. Sie regeln die Befugnisse von Verkäufer und Käufer in dieser Phase.

Haftung

- Der Kaufvertrag regelt Gewährleistungspflichten des Verkäufers für rechtliche, finanzielle sowie operative Gegebenheiten im Unternehmen
- *Representations and Warranties* sind in der Praxis bewährte Zusagen. Sie beinhalten z.B. folgende Gewährleistungen und Garantien:
 - Rechtliche Existenz der verkauften Gesellschaften
 - Inhaberschaft der verkauften Anteile sowie der Lastenfreiheit
 - Richtigkeit von Bilanzen
 - Rechtswirksames Vorliegen erforderlicher Genehmigungen
 - Unbestrittener rechtlicher Bestand der gewerblichen Schutzrechte
- In der Regel werden ergänzend zu den Garantien sogenannte *Caps* und *de minimis-Regelungen* vereinbart, die einen Haftungshöchstbetrag festlegen (z.B. max. 50% des Kaufpreises) bzw. Garantie-Zahlungen erst bei Überschreitung eines Mindestbetrages vorsehen (z.B. EUR 5.000 für den Einzelfall und 2% des Kaufpreises als Mindestgesamtschaden)
- Freistellungen sind von Garantien abzugrenzen; hierbei stellt der Verkäufer den Käufer von sämtlichen Ansprüchen aus der Vergangenheit frei (z.B. können Steuerforderungen ab dem ersten Euro komplett übernommen werden)

Wir sind an wichtigen Drehkreuzen für unsere Kunden da.

Proventis Partners und Partner Adressen:

**Proventis Partners
Hamburg**



Proventis Partners GmbH
Große Johannisstraße 19
20457 Hamburg - Deutschland
T: +49 40 3609759-0

**Absolvo
Budapest**



Bartók Béla út 105-113
1115 Budapest - Ungarn
T: +36 1 279 1979

**Proventis Partners
München**



Proventis Partners GmbH
Prinz-Ludwig-Str. 7
80333 München - Deutschland
T: +49 89 388 88 1-0

Mergers Alliance



Mergers Alliance SL
Pº de Francia 4
San Sebastian, 20012 - Spanien
T: +34 91 5901660

**Proventis Partners
Düsseldorf**



Proventis Partners GmbH
Suitbertus-Stiftsplatz 14b
40489 Düsseldorf - Deutschland
T: +49 221 54010801

**Proventis Partners
Zürich**



Proventis Partners AG
Feldeggstrasse 58
8008 Zürich - Schweiz
T: +41 44 536 3630

Proventis Partners Web:

www.proventis.com

www.absolvo.hu

www.mergers-alliance.com

Proventis Partners Social Media:

