

F.A.Z.-INSTITUT

EBNER
STOLZ



UNTERNEHMENSKÄUFE

Motivation, Herausforderungen
und Erfolgsfaktoren

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	3
Einleitung	
Zielsetzung von Unternehmenserwerben	4
Befragungsergebnisse	
Wachsen durch erfolgreiche Unternehmenskäufe	8
Die Gespräche	
Kauf junger Digitalunternehmen	
Stefan Hütwohl, CFO, DuMont	20
Steuerrisiken bei Unternehmenstransaktionen	
Dr. Stefan Mayer, Director M&A Tax, und Lennart Wiegand, Director M&A, ProSiebenSat.1	24
Rechtliche Herausforderungen bei Cross-Border-Transaktionen	
Christoph Staber, Director, und Klaus Ackermann, Vice Director Corporate Legal and Compliance, BLANC & FISCHER	28
Strategisch geprägte Minderheitsbeteiligungen	
Tobias Winter, Co-Head, und Dr. Bernhard Tousek, Experte Krankenanstalten und Gesundheitsprodukte, UNIQA Health Invest	31
Unternehmenskauf aus der Krise	
Dr. Matthias Maier, Geschäftsführer, FIDELITAS	35
Glossar	38
Die Gespräche führten	39
Projektleitung, Befragung, Redaktion	39
Ansprechpartner	40

IMPRESSUM

Haftungsausschluss: Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts sowie für zwischenzeitliche Änderungen übernehmen Redaktion, Verlag und Herausgeber keine Gewähr.

© Oktober 2019

Herausgeber:

Ebner Stolz Mönning Bachem,
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte
Partnerschaft mbB, Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart

F.A.Z.-Institut für Management-, Markt- und Medien-
informationen GmbH (Herausgeber; Geschäftsführung:
Dr. Gero Kalt, Hannes Ludwig)

Verlag: FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH
– Der F.A.Z.-Fachverlag (FBM)
(Geschäftsführung: Dominik Heyer, Hannes Ludwig)
Frankenallee 68–72, 60327 Frankfurt am Main

Alle Rechte vorbehalten, auch die der fotomechanischen
Wiedergabe und der Speicherung in elektronischen Medien.

Projektleitung: Dr. Ulrike Höreth, Ebner Stolz

Verantwortliche Redakteurin und Autorin: Jacqueline Preußner, FBM

Gestaltung und Satz: Christine Lambert, FBM
Lektorat: Anna-Luise Knetsch, FBM

Druck und Verarbeitung: Boschen Offsetdruck GmbH,
Alpenroder Straße 14, 65936 Frankfurt am Main,
www.boschendruck.de

Mit Ökofarben auf umweltfreundlichem Papier gedruckt.
Diese Studie wurde klimaneutral hergestellt. Der CO₂-Ausstoß
wurde durch Klimaschutzprojekte kompensiert.

Fotos im Innenteil: Michael Jätschick, Ebner Stolz, S. 32
Reiner Pfisterer, Ludwigsburg,
www.reinerpfisterer.de S. 25, S. 29, S. 36
Volker Schaeffner, Dormagen
www.volkerschaeffner.com, S. 22

Titelfoto: Suriyapong Thongsawang/Stock/Getty Images Plus

ISBN: 978-3-945999-86-8

Vorwort

Die Anlässe für Unternehmenskäufe sind vielfältig: Neue Strategien, Wachstumsthemen und die weitere Firmenentwicklung können durch den Zukauf eines passenden Unternehmens oder eines Unternehmensteils positive Verstärkung erfahren. Auch der bestehende Innovationsdruck und der Technologietransfer motivieren Unternehmer zu Unternehmenskäufen. Nicht zuletzt angesichts der andauernden Niedrigzinsphase ziehen Unternehmenslenker vermehrt den Kauf von Unternehmen in Betracht. Die erforderliche Liquidität hierfür ist in den investierenden Unternehmen auch aufgrund der guten Konjunktur der vergangenen Jahre vorhanden.

Eines ist klar: Der Kauf eines Unternehmens ist eine Aufgabenstellung mit vielen Unbekannten und gehört üblicherweise nicht zum Alltagsgeschäft der Unternehmer und des Managements. Zahlreiche Herausforderungen gilt es zu meistern. Dies ist Ausgangspunkt für die Herausgeber der vorliegenden Studie, um zu fragen: Wie gehen Unternehmer bei dem Erwerb eines Unternehmens oder Unternehmensteils am besten strategisch vor? Wie erfolgt die Ansprache des Unternehmens? Wie wird der Kaufpreis ermittelt? Welche Berater müssen mit ins Boot genommen werden, damit der Deal zu einer Erfolgsgeschichte wird?

Dazu hat das F.A.Z.-Institut im ersten Teil der Studie bei 362 Entscheidern der ersten und zweiten Führungsebene in Unternehmen, die alle in den vergangenen drei Jahren einen Unternehmenskauf oder -teilkaufl begleitet haben, eine exklusive Online-Befragung durchgeführt. 121 Befragungsteilnehmer haben den Fragebogen vollständig ausgefüllt. Ihre Antworten wurden in der Auswertung berücksichtigt.

Im zweiten Teil der Studie werden in fünf Face-to-Face-Gesprächen, die M&A-Experten der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft Ebner Stolz mit Unternehmenslenkern beziehungsweise M&A-Abteilungsleitern führten, tiefergehende Einblicke in die praktischen Herausforderungen von Unternehmenstransaktionen gegeben. Bei allen Hürden, die im Rahmen eines Transaktionsprozesses zu bewältigen sind, liefen die Transaktionen bei den befragten Unternehmen überwiegend erfolgreich ab – Konsens bestand allerdings unter den Befragten auch insoweit, als solche Projekte nicht ohne Hinzuziehung der richtigen Sparringspartner umgesetzt werden können.

Eine gewinnbringende Lektüre wünschen Ihnen

*F.A.Z.-Institut
Ebner Stolz*

Zielsetzung von Unternehmenserwerben

Größer, erfolgreicher, globaler – im Wettbewerb um Marktanteile ziehen Unternehmen auch den Erwerb von anderen Unternehmen in Betracht. Die Motivationen sind vielfältig. Sie reichen von der Erweiterung der Wertschöpfungskette, des Produktportfolios und der Absatzmärkte bis hin zu Know-how-Transfer und Talentgewinnung.

Die richtige Kaufstrategie

Strategisches Vorgehen ist bei der Auswahl des Zielunternehmens unerlässlich. Unabhängig davon, ob eine Ansprache im Rahmen eines Bieterverfahrens oder mit einer aktiven Suche erfolgt, sind zu Beginn die Investitionskriterien festzulegen. Konkret: Welche Eigenschaften soll das potentielle Zielunternehmen besitzen? Des Weiteren ist eine Strategie für die Suche nach Investitionsmöglichkeiten festzulegen. Attraktive Geschäftsmodelle müssen evaluiert und letztendlich potentielle Zielunternehmen gesucht werden. Neben einer Einschätzung zur Kongruenz der Zielgesellschaft mit den gesetzten Kriterien ist die Verkaufsbereitschaft zu eruieren. Die Suche wird in der Praxis entweder durch interne Spezialisten oder externe M&A-Berater beziehungsweise Investmentbanken durchgeführt.

Der richtige Kaufpreis

Dreh- und Angelpunkt bei Unternehmenstransaktionen bildet der Kaufpreis. Bei der Ermittlung des Kaufpreises wird vielfach auf Kennziffern und Multiplikatoren abgestellt. Letztere können an Bezugsgrößen wie Umsatz, Cash Flow oder dem Gewinn anknüpfen. Damit soll die tatsächliche operative Kraft des Zielunternehmens offengelegt und um nicht nachhaltige beziehungsweise außergewöhnliche, nicht dem regelmäßigen Geschäft zuzuschreibende Effekte bereinigt werden. Durch die Multiplikatoren sollen die geschäftsmodell-spezifischen Chancen und Risiken und deren Bepreisung im Markt zum Ausdruck gebracht werden. Zur Plausibilisierung des Kaufangebots wer-

den außerdem Bewertungsmodelle herangezogen, die Zukunftsperspektiven und die historische Ertragslage berücksichtigen.

Meist kommt es zur Anwendung der Ertragswertmethode oder der Discounted-Cash-Flow-Methode. Bei beiden Modellen werden Kapitalwerte ermittelt, die ausschließlich die finanzielle Komponente eines Unternehmenswerts erfassen: Erträge innerhalb eines definierten, in der Zukunft liegenden Zeitraums werden kapitalisiert, wofür künftige Überschüsse risikoadäquat abgezinst werden.

Vertraulichkeit bei der Verhandlungsführung

Vertragsverhandlungen sollten weitestgehend vertraulich geführt werden. Ansonsten drohen Verunsicherungen bei den Mitarbeitern, Lieferanten, Wettbewerbern und Kunden mit unter Umständen nachteiligen Folgen für das laufende Geschäft und den Abschluss der Transaktion. Deshalb gilt: Je weniger Personen beteiligt sind, desto zielgerichteter verlaufen die Verhandlungen. Möglichst sollten die Verhandlungen auch an neutralen Orten geführt werden, um diese Vertraulichkeit zu gewährleisten.

Ein gewisses Taktieren gehört zwangsläufig dazu: So versuchen beide Parteien regelmäßig in der Verhandlung, ihre Ziele weitestgehend durchzusetzen. Neben dem Kaufpreis spielen auch die weiteren Konditionen, wie zum Beispiel Garantien des Verkäufers, eine große Rolle. Im Rahmen der Verhandlungen versuchen die Parteien möglichst viele Argumente für ihre Positionen vorzubringen. Einen erheblichen Einfluss

besitzt der Faktor „Zeit“ und der sich mit dem Fortgang der Verhandlungen und bei fehlender Kompromissbereitschaft aufbauende Entscheidungsdruck.

Letter of Intent

Haben Käufer und Verkäufer eine Einigung über die wesentlichen Eckpunkte der Transaktion erzielt, sollten diese im Rahmen einer schriftlichen Absichtserklärung, dem sogenannten Letter of Intent (LoI), festgehalten werden, auch wenn sich hieraus in der Regel keine Verpflichtung für den Abschluss eines Kaufvertrags ergibt. Käufer lassen sich mit dem LoI in der Regel die Exklusivität in den Verhandlungen zusichern.

Due Diligence – Prüfung auf Herz und Nieren

Die käuferseitige Durchführung einer Due Diligence zur Informationsgewinnung vor einer Transaktion ist globale Praxis; nicht zuletzt gebietet dies die Sorgfaltspflicht des Managements des Erwerbers. Sinn und Zweck einer Due Diligence besteht nämlich darin, mögliche Risiken aufzudecken und das Kaufpreisangebot zu verifizieren. Außerdem sollen Chancen identifiziert, zum Beispiel in Form von Synergien, und Aspekte untersucht werden, die für die spätere Integration des Unternehmens von Bedeutung sind.

Das Problem für den Verkäufer stellt die Vertraulichkeit der internen Informationen dar. Einerseits muss das Informationsbedürfnis des potentiellen Käufers in der Due Diligence befriedigt werden, um letztlich auch den Kaufpreis zu rechtfertigen, andererseits muss die Bereitstellung vertraulicher Informationen wie zum Beispiel Kundenverträge auch sehr restriktiv gehandhabt werden. Dies gilt insbesondere für potentielle Wettbewerber unter den Kaufinteressenten. Gegebenenfalls gibt es wettbewerbsrechtliche Restriktionen in Hinblick auf die Datenbereitstellung durch den Verkäufer.

Die Dokumentenbereitstellung erfolgt in der Regel mittels eines virtuellen Datenraums, über den auch ein Fragen- und Antwortenprozess abgebildet werden kann. Im Rahmen der Due Diligence geht es nicht allein darum, das vorgelegte Datenmaterial zu sichten und zu bewerten. Es ist auch zu prüfen, ob die vorgelegten Informationen ausreichen, um ein vollständiges und zutreffendes Bild vom Zielunternehmen zu

erhalten. Neben der Legal Due Diligence, die sich auf die rechtliche Analyse der Zielgesellschaft bezieht, sind im Rahmen von Tax und Financial Due Diligences auch die steuerlichen sowie finanziellen und wirtschaftlichen Aspekte zu durchleuchten. Aber auch andere Due-Diligence-Formen wie eine Commercial, Technical oder Environmental Due Diligence sind fallabhängig anzutreffen.

Feststellungen in der Due Diligence können unterschiedliche Folgen haben: Sie können zu Kaufpreisanpassungen, Absicherung gegen Risiken über den Kaufvertrag oder sogar zum Abbruch der Verhandlungen führen (bei sogenannten Dealbreakern).

Kaufvertrag richtig gestalten

Sämtliche dieser Schritte sind auf den Abschluss eines Unternehmenskaufvertrags gerichtet. Zentrale Regelungsbereiche sind der Kaufgegenstand und der Kaufpreis. Zahlreiche Anhaltspunkte für die Ausgestaltung des Kaufvertrags ergeben sich bereits aus der Due Diligence. So können die daraus gewonnenen Erkenntnisse möglicherweise dazu führen, von einem Unternehmenserwerb im Ganzen (Share Deal) abzusehen und stattdessen einzelne und weniger risikobehaftete Vermögensgegenstände zu erwerben (Asset Deal).

Auch ergibt sich aus den Verhandlungen nicht immer ein fester Kaufpreis (Locked Box). Geläufig sind variable Gestaltungen mit einem vorläufigen Kaufpreis, der auf den Zeitpunkt des wirtschaftlichen Vollzugs der Transaktion im Rahmen eines Purchase Price Adjustments nach bestimmten Referenzgrößen, wie Betriebsmittel des Unternehmens (Working Capital), Verbindlichkeiten (Debt), Barmittel (Cash) beziehungsweise deren Kombination (Debt/Cash), angepasst wird. Gelegentlich findet man auch Gestaltungen vor, bei denen der Kaufpreis abhängig vom zukünftigen Erfolg des erworbenen Unternehmens ist (Earn-out). Von großer Bedeutung ist die Frage der Haftung des Verkäufers. Wird die gesetzliche Haftung im zulässigen Rahmen ausgeschlossen, kommt ein alternatives Haftungsregime zur Anwendung. Dann steht der Verkäufer im Wege selbständiger verschuldensunabhängiger Garantien für bestimmte Zustände und Verhältnisse innerhalb und in Bezug auf das verkaufte Unternehmen ein.

Die Ausgestaltung und Reichweite der einzelnen Garantien sowie die zahlreichen Möglichkeiten einer

Begrenzung der Verkäuferhaftung für Garantieverletzungen führen vielfach zu langwierigen Vertragsverhandlungen. Typische Haftungsbegrenzungen sind etwa die Haftungsobere- (Cap) oder -untergrenze (de minimis), wodurch die Haftung für Bagatellschäden ausgeschlossen wird, weil Ansprüche nur dann eine Haftung auslösen, wenn der vereinbarte De-minimis-Schwellenwert überschritten wird. Üblich ist zudem der Ausschluss für entgangenen Gewinn und eine Verkürzung der gesetzlichen Verjährungsfristen. „Starke“ Käufer fordern eine Absicherung der Haftungsansprüche, etwa über eine Bankbürgschaft oder durch den Einbehalt eines Teils des Kaufpreises (Holdback), der gegebenenfalls gesondert auf einem Treuhandkonto (Escrow Account) zu hinterlegen ist.

Weitere wichtige Themen in Unternehmenskaufverträgen sind aufschiebende Bedingungen (Closing Conditions) zum Zwecke der Durchführung eventuell notwendiger Fusionskontrollverfahren oder zur Aufhebung des Kaufvertrags wegen besonders negativer Ereignisse mit schwerwiegenden Folgen vor dem Closing (Material Adverse Change). Streitpunkte sind zudem Freistellungen von bestimmten Risiken durch den Verkäufer, insbesondere Steuerfreistellungen (Tax Indemnification) sowie zu Gunsten des Käufers wirkende Wettbewerbs- und Abwerbeverbote (Non-compete and Non-solicitation). Bei einem festen Kaufpreis (Locked Box), der in der Regel auf Basis historischer Finanzzahlen ermittelt wurde, lässt sich der Käufer vom Verkäufer zusichern, dass zwischen dem Stichtag dieser Finanzzahlen bis zum Closing keine Zahlungsmittelabflüsse erfolgen, die außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit liegen (Leakage Clause).

Steuern nicht vergessen!

Bei Unternehmenskäufen sind sowohl bei der Transaktionsstruktur als auch im Rahmen der konkreten Vertragsgestaltung steuerliche Aspekte zu berücksichtigen. Auf der Grundlage der zu Beginn einer Transaktion durchgeführten Tax Due Diligence können die Erwerbsstruktur aus steuerlicher Sicht optimiert und mögliche steuerliche Risiken, etwa aus noch offenen Veranlagungszeiträumen, identifiziert werden. Über eine Steuerklausel im Kaufvertrag kann es gelingen, potentielle Steuerlasten aus der Vergangenheit beim Verkäufer zu belassen. Gegebenenfalls kann hierbei zusätzlich ein Sicherheitseinbehalt hinsichtlich des Kaufpreises wegen eventueller Steuerrisiken vereinbart werden.

Der Erwerber ist regelmäßig daran interessiert, den gezahlten Kaufpreis in steuerminderndes Abschreibungspotential umzuwandeln. Dies ist am besten mit einem Asset Deal oder bei Erwerb von Anteilen an einer Personengesellschaft umzusetzen. Damit kann der Käufer den gesamten Kaufpreis – anteilig auf die einzelnen Assets verteilt – gewinnmindernd abschreiben.

Bei einem Share Deal werden die erworbenen Geschäftsanteile zu den tatsächlichen Anschaffungskosten in der Steuerbilanz des erwerbenden Unternehmens aktiviert, ohne dass eine fortlaufende Abschreibung der Beteiligung und des Kaufpreises erfolgt. Bestehen in der Zielgesellschaft Verlustvorträge, muss das erwerbende Unternehmen bei deren Übernahme strenge gesetzliche Beschränkungen beachten.

SHARE DEAL	ASSET DEAL
<ul style="list-style-type: none"> • Häufiger gewählte Alternative • Aus rechtlicher Sicht weniger komplex • Spezielle Haftungsregelungen erforderlich, Erwerber haftet für die im Unternehmen begründeten Verbindlichkeiten, deshalb Vorsicht bei Erwerb krisenbetroffener Unternehmen • Keine Anwendung von § 613a BGB, so dass beim Personalabbau die Regelungen des Kündigungsschutzgesetzes maßgeblich sind • Notarielle Beurkundung bei Übertragung von GmbH-Anteilen 	<ul style="list-style-type: none"> • Komplexer Vertrag, da jedes einzelne Wirtschaftsgut, das verkauft wird, mit allen dazugehörigen Arbeits-, Vertrags- und Rechtsverhältnissen aufgenommen werden muss • Übertragung der immateriellen Vermögensgegenstände schwierig, unternehmerische und steuerliche Bewertung anspruchsvoll • Keine Haftung des Käufers für Verbindlichkeiten, deshalb vorteilhaft bei Kauf aus der Insolvenz • Notarielle Beurkundung, wenn ein Betriebsgrundstück mitübertragen wird • Zustimmung der Vertragspartner bei Überleitung der Verträge • Arbeitsverhältnisse gehen per Gesetz über, § 613a BGB anwendbar

Aus einer steuerlichen Due Diligence können auch Anhaltspunkte für die spätere steuerliche Integration des Zielunternehmens in die vorhandene Unternehmensstruktur abgeleitet werden. In die Transaktionsentscheidung können deswegen auch die Rechtsform des Zielunternehmens beziehungsweise ein eventuell erforderlicher Formwechsel einfließen. Es könnten auch Anpassungen erforderlich werden, um bestehende Verlustvorträge nutzen zu können.

Neben ertragsteuerlichen Auswirkungen kann noch eine hohe Belastung mit Grunderwerbsteuer entstehen, sofern Immobilien mit übertragen werden. Umsatzsteuer fällt hingegen in der Regel nicht an, da steuerbefreite oder nicht steuerbare Vorgänge vorliegen.

In der Praxis werden zunehmend Versicherungen für Steuerrisiken im Rahmen von Transaktionen abgeschlossen. Damit kann auch der Verkäufer verhindern, dass er aus der Steuerklausel im Kaufvertrag vom Käufer in Anspruch genommen wird, wenn nachträglich unerwartete Steuernachzahlungen für die Vergangenheit auftreten.

Post Merger Integration

Mit dem Signing ist noch nicht der letzte Schritt für einen erfolgreichen Unternehmenserwerb getan. Vielmehr fängt die Arbeit mit der Integration des Zielunternehmens in die bestehende Unternehmensbeziehungsweise Konzernstruktur jetzt erst richtig an, die sogenannte Post Merger Integration (PMI). Viele Unternehmen unterschätzen diesen Aufwand. Zahlreiche Unternehmensübernahmen scheitern sogar, weil in den jeweiligen Unternehmen bestehende Abläufe und Strukturen nicht aufeinander abgestimmt werden. Sinnvollerweise beginnt der operative PMI-Prozess bereits zwischen Signing und Closing beziehungsweise bereits mit der Definition der Deal-Strategie. Schon im Rahmen der Due Diligence sollten die Kernbereiche aus der Integrationsstrategie hinterfragt und in einen PMI-Prozess überführt werden.

Um schnellstmöglich wieder den Zustand des normalen Geschäftsbetriebs herzustellen und die angestrebten Vorteile zu realisieren, ist der Unternehmenskauf als positiver Beitrag zur Unternehmensstrategie intern zu vermitteln und sind offene Integrationsaufgaben strukturiert in das Tagesgeschäft und laufende Geschäftsprozesse zu überführen.

WICHTIGE POST-MERGER-INTEGRATION-THEMEN

- Eingliederung des Zielunternehmens in die Bilanzpolitik des erwerbenden Unternehmens einschließlich Controlling und Management-Reporting-System. Bereits im Rahmen einer Financial Due Diligence können hierzu sogenannte Reporting Units gebildet werden.
- Verlagerung der Finanzierung des Zielunternehmens im Rahmen eines sogenannte Debt-Push-Down- oder Down-Stream-Mergers auf die Zielgesellschaft. Prüfung der Voraussetzungen bereits im Rahmen einer Due Diligence.
- Einbindung der Supply-Chain des Zielunternehmens in das Erwerbsunternehmen.
- Zusammenlegung und Anpassung der Arbeitsprozesse in Käufer- und Zielunternehmen.
- Überprüfung des Personalbedarfs und Anpassung der Vergütungsstrukturen.
- IT-Integration zur Vermeidung von Ineffizienzen.

Fazit

Der Erwerb eines Unternehmens ist ein äußerst komplexes Unterfangen. Um das bestmögliche Ergebnis zu erzielen und keine übermäßigen Risiken einzugehen, empfiehlt es sich, von Anfang an erfahrene Berater aus verschiedenen Disziplinen hinzuzuziehen, die insbesondere die finanziellen, wirtschaftlichen, rechtlichen und steuerlichen Risiken bewerten und dazu beitragen können, den Unternehmenserwerb zu einer Erfolgsgeschichte zu machen. Eine Kombination aus interner Veränderungsbereitschaft, der Bereitstellung von Kapazitäten und der Wille zur Integration des Zielunternehmens sowie externes Know-how bilden damit die Grundlage für einen erfolgreichen Unternehmenserwerb.

*Armand von Alberti
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart*

*Dr. Christoph Eppinger
Wirtschaftsprüfer,
Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart*

Wachsen durch erfolgreiche Unternehmenskäufe

Unternehmenskäufe ermöglichen anorganisches Wachstum, die Erweiterung von Produktangebot und Kundenstamm. Das ist ein zentrales Ergebnis einer quantitativen Befragung von 121 Entscheidern aus großen und mittleren Unternehmen, die in den vergangenen drei Jahren einen Unternehmenskauf getätigt haben. Allerdings ist ein solcher ein Transaktionsprozess alles andere als einfach. Viele Herausforderungen – die größte ist das Festlegen des Kaufpreises – müssen gemeistert werden. Vertraulichkeit und Transparenz gelten im Miteinander von Käufer und Verkäufer als zentrale Voraussetzung für einen erfolgreichen Deal. Das Gros der betrachteten Transaktionen wird durch die Käufer als Erfolg bewertet. So wundert es wenig, dass zahlreiche Befragte auch in Zukunft weitere Unternehmenszukäufe planen.

Im Kampf um Marktanteile bestimmen heute hohes Innovationstempo, kurze Produktzyklen, neue Technologien und eine branchenübergreifende Finanzkraft den Erfolg. Nicht immer sehen sich die Entscheider in der Lage, entsprechende Lösungen im eigenen Unternehmen zu entwickeln und umzusetzen. Anorganisches Wachstum durch Unternehmenskäufe oder Unternehmensteilkäufe ist dann oft eine vielversprechende Option. So lassen sich der Zugang zu neuen Märkten und neuen Kunden, zusätzliches Know-how, aber auch zeitliche Wettbewerbsvorteile sichern.

Alle befragten Unternehmensentscheider haben seit 2016 Verhandlungen über den Kauf von Unternehmen oder von Unternehmensteilen geführt. Falls sie mehrere Unternehmenskäufe oder -teilkäufe getätigt oder verhandelt haben, wurde bei der Beantwortung des Fragebogens in der Regel die jüngste Transaktion betrachtet.

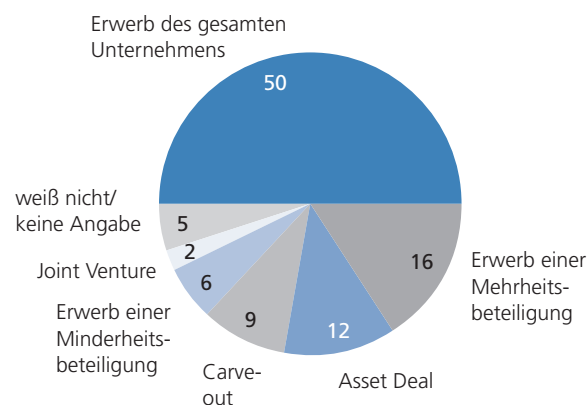
Am häufigsten wird ein komplettes Unternehmen gekauft

Will ein Unternehmen anorganisch wachsen, sind verschiedene Investitionsformen möglich. Über alle befragten Unternehmen hinweg verhandelte die Hälfte

der Entscheider den Kauf eines kompletten Unternehmens. Bei Großunternehmen waren es sogar 59 Prozent. An zweiter Stelle folgt mit weitem Abstand der Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung mit 16 Prozent. 12 Prozent der Investitionen erfolgten in Form eines Asset Deals. Bei einem Asset Deal muss jedes einzelne Wirtschaftsgut, das verkauft wird, mit allen dazugehörigen Arbeits-, Vertrags- und Rechtsverhältnissen im Kaufvertrag stehen. Entsprechend ist der Asset

In der Hälfte der Fälle wurde ein komplettes Unternehmen gekauft

(Form der Investition; in Prozent der Befragten)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Studiendesign

Für die vorliegende Studie führte FRANKFURT BUSINESS MEDIA im Auftrag von Ebner Stolz und des F.A.Z.-Instituts im Mai 2019 eine exklusive Online-Befragung von 362 Entscheidern der ersten und zweiten Führungsebene in Unternehmen durch, die alle in den vergangenen drei Jahren einen Unternehmenskauf oder -teilkaufl begleitet haben. 121 Befragungsteilnehmer haben den Fragebogen

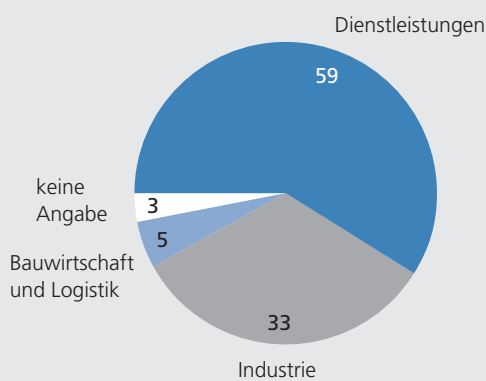
vollständig ausgefüllt. Ihre Antworten wurden in der Auswertung berücksichtigt.

Die befragten Unternehmen kommen aus ganz unterschiedlichen Branchen. Zusammengefasst sind 59 Prozent im Dienstleistungssektor tätig, 33 Prozent kommen aus der Industrie und 5 Prozent aus der Bauwirtschaft.

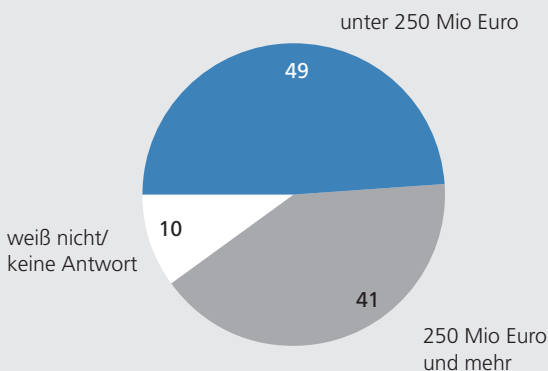
Wo es sinnvoll erscheint, stellt die Studie die Befragungsergebnisse der Entscheider aus Unternehmen mit einem Jahresumsatz unter 250 Millionen Euro – hier als Mittelstand definiert (49 Prozent) – den Ergebnissen der Großunternehmen mit einem Jahresumsatz von 250 Millionen Euro und mehr (41 Prozent) gegenüber. 10 Prozent der Befragten machten zu ihrem Jahresumsatz keine Angaben.

Ein Drittel der befragten Entscheider sind geschäftsführende Gesellschafter, weitere 28 Prozent sind Mitglied der Geschäftsführung oder des Vorstands. 15 Prozent sind Leiter oder Mitarbeiter im Bereich M&A.

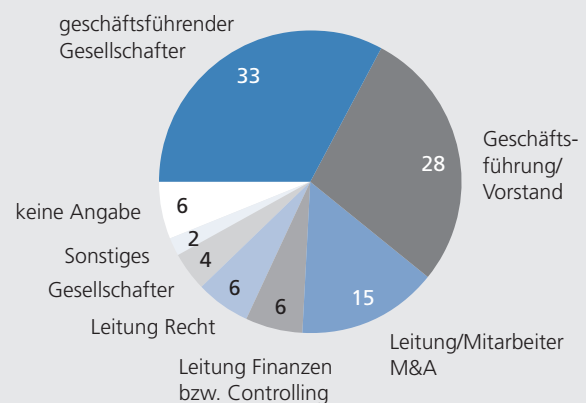
Branche (in Prozent)



Jahresumsatz (in Prozent)



Funktion der Befragten im Unternehmen (in Prozent)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Deal eher selten. In unserer Befragung zeigt sich, dass mittelständische Unternehmen allerdings etwas häufiger Asset Deals tätigen: 20 Prozent der befragten Mittelständler wählten diese Form für die betrachtete Unternehmenstransaktion.

Eine weitere Herausforderung ist hierbei die Übertragung der immateriellen Vermögensgegenstände, also der gewerblichen Schutzrechte wie Marken und Patente, und das sonstige im Unternehmen liegende Know-how. Deren unternehmerische und steuerliche Bewertung ist anspruchsvoll. Der Asset Deal findet häufig bei einem Kauf aus der Insolvenz Anwendung,

wie auch Dr. Matthias Maier, Geschäftsführer der FIDELITAS, im Gespräch „Unternehmenskauf aus der Krise“ (Seite 35 ff.) erklärt.

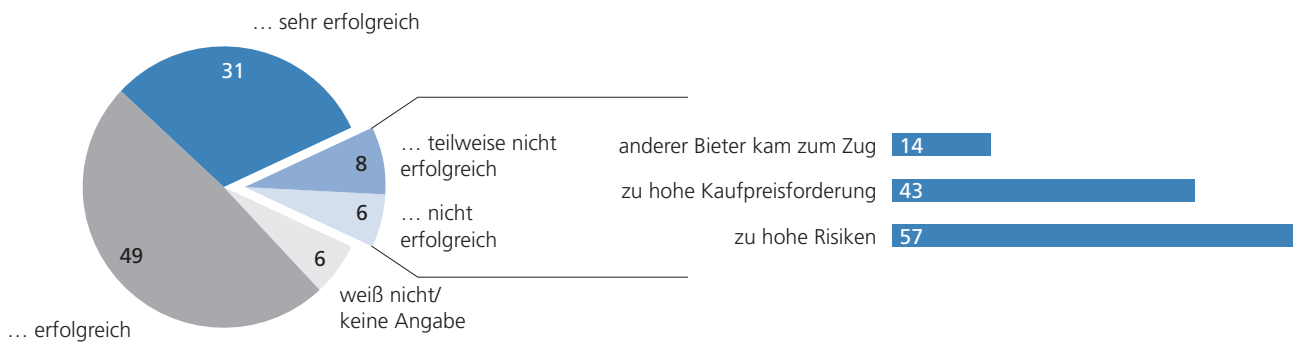
Der Carve-out, also der Erwerb eines bestimmten Unternehmensteils, war in 9 Prozent der betrachteten Fälle die gewählte Investitionsform. Minderheitsbeteiligungen und Joint Ventures spielten nur eine untergeordnete Rolle.

In 83 Prozent der Fälle lag das Investitionsziel in Deutschland, mit jeweils gut 13 Prozent folgten die USA und das restliche Europa. Hier wurde vor allem

Die Transaktionen waren überwiegend erfolgreich

(Einschätzung des Erfolgs der jüngsten Transaktion sowie Gründe für den fehlenden Erfolg; in Prozent der Befragten beziehungsweise in Prozent der Befragten, die die Transaktion als nicht erfolgreich einstufen)

Die Transaktion war ...



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

in Italien, in Schweden, in Frankreich und in Großbritannien investiert.

Im weiteren Verlauf der Studie sprechen wir zur sprachlichen Vereinfachung nur noch vom Unternehmenskauf, schließen dabei aber alle anderen Investitionsformen mit ein.

Vielzahl der Transaktionen sind von Erfolg gekrönt

Die überwiegende Mehrheit der Befragten hat die betrachtete Unternehmenstransaktion erfolgreich durchführen können. 31 Prozent bewerten ihren jüngsten Unternehmenskauf als sehr erfolgreich, 49 Prozent als erfolgreich.

Lediglich in 14 Prozent der betrachteten Fälle wurden die Transaktionen von den befragten Entscheidern als nicht erfolgreich bewertet. In diesem Zusammenhang wurden am häufigsten zu hohe Risiken beim Zielunternehmen identifiziert (57 Prozent). Eine zu hohe Kaufpreisforderung hat fast die Hälfte der nicht erfolgreichen Transaktionen scheitern lassen. Nur in einigen wenigen Fällen kamen andere Anbieter bei der Transaktion zum Zug.

Die praktische Umsetzung eines Unternehmenszukaufs stellt für kleinere Unternehmen eine größere Herausforderung dar. Sie führen solche Transaktionen sicherlich seltener durch, und ihre Personaldecke ist dünner. Vielleicht ist das eine der Ursachen, warum

Großunternehmen ihre Transaktionen seltener als (teilweise) nicht erfolgreich einstufen (10 Prozent) als mittelständische Unternehmen (16 Prozent).

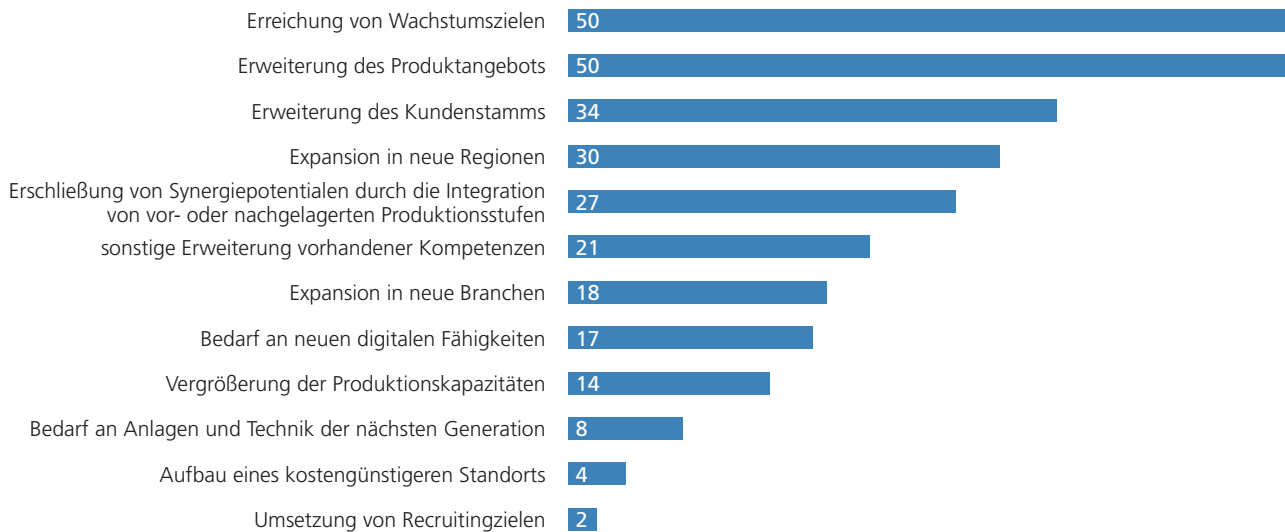
Wachstum und Erweiterung des Produktangebots durch Unternehmenserwerb

Es gibt zahlreiche Gründe, die Unternehmen aktuell dazu bewegen, andere Unternehmen zu kaufen. Die Ergebnisse unserer Befragung zeigen allerdings, dass es vor allem zwei Motive sind, die Unternehmen antreiben, wenn sie sich zum Erwerb eines anderen Unternehmens entschließen. Jeweils die Hälfte der Befragten gibt an, dass für ihre jüngste Transaktion das Erreichen von Wachstumszielen oder die Erweiterung des Produktangebots das wichtigste Motiv für einen Unternehmenskauf waren. Diese beiden Ziele werden von Großunternehmen (je 58 Prozent) stärker betont als von mittelständischen Unternehmen (Wachstum: 46 Prozent; Produktangebotserweiterung: 44 Prozent).

Drei weitere Motive sind bei rund einem Drittel der Befragten Grund für eine Transaktion gewesen: neue Kunden gewinnen, neue Regionen erschließen und vor- oder nachgelagerte Produktionsstufen zu integrieren. Neue Kunden zu gewinnen ist vor allem für Mittelständler ein wichtiges Motiv (39 Prozent). Die Expansion in neue Regionen treibt große und mittlere Unternehmen fast gleichermaßen an. Auch die Integration von vor- oder nachgelagerten Produktionsstufen, um Synergiepotentiale zu heben, ist für

Wachstum ist das wichtigste Motiv für Unternehmenskäufe

(Motivation für den aktuellsten Unternehmens- oder Unternehmensteilkauf; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Mittelständler und Großunternehmen gleichermaßen interessant.

Alle weiteren abgefragten Motive waren eher in Einzelfällen ein Grund für einen Unternehmenserwerb. Nur zwei von zehn Befragten wollten durch die Transaktion vorhandene Kompetenzen erweitern. Die Ergebnisse von mittleren und großen Unternehmen unterscheiden sich hier nur marginal.

Die Expansion in neue Branchen spielt dagegen für Großunternehmen (21 Prozent) eine wichtigere Rolle als für Mittelständler (14 Prozent). Der Aufbau neuer digitaler Fähigkeiten ist für Großunternehmen (23 Prozent) ebenfalls ein deutlich stärkerer Treiber für Unternehmenskäufe als für Mittelständler (12 Prozent). Umgekehrt sind ein Zuwachs an Produktionskapazitäten (23 Prozent) und der Bedarf an Anlagen und Technik der nächsten Generation (12 Prozent) für mittelständische Unternehmen Motive für einen Unternehmenszukauf. Bei Großunternehmen fallen diese kaum ins Gewicht.

Zielunternehmen identifizieren

Wichtige Voraussetzung für den Erfolg eines Unternehmenserwerbs ist es, ein tatsächlich passendes Zielunternehmen zu finden. Die befragten Unternehmen hatten hier vor allem Wettbewerber im Visier. 43 Prozent der Zielunternehmen waren direkte Konkurrenz-

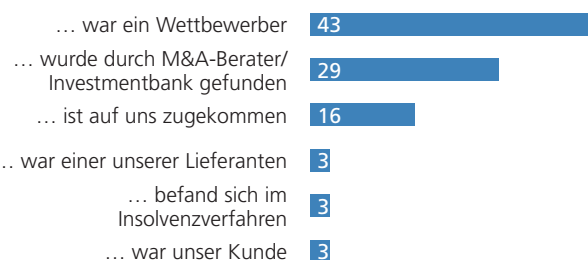
ten des Käufers. Bei den befragten Großunternehmen waren es sogar mehr als die Hälfte (51 Prozent). In fast einem Drittel der Fälle waren M&A-Berater oder Investmentbanken bei der Suche involviert.

In 16 Prozent der betrachteten Fälle ist das Zielunternehmen selbst auf den Käufer zugekommen. Relativ selten wurden Kunden oder Lieferanten in das eigene Unternehmen integriert (jeweils 3 Prozent). Ein Kauf aus der Insolvenz heraus birgt die Chance auf einen günstigen Kaufpreis, aber auch ein großes unternehmerisches Risiko und ist deshalb ebenfalls selten. Die entsprechenden in der Befragung ermittelten Fälle gehen alle auf mittelständische Unternehmen zurück.

Wettbewerber stehen im Fokus

(Identifizierung des Zielunternehmens; in Prozent der Befragten)

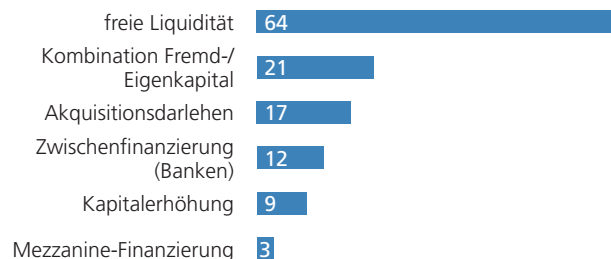
Das Zielunternehmen ...



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Liquiditätsreserven finanzieren oft den Unternehmenskauf

(Finanzierung des Unternehmenskaufs durch; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.
Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Solide finanziert

Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus büßen Anlagemöglichkeiten am Kapitalmarkt an Attraktivität ein. Das macht die Finanzierung von Unternehmen auf Eigenkapitalbasis interessanter.

Die Finanzierung ihrer Unternehmenskäufe bestritten zwei Drittel der Befragten aus freier Liquidität. Die gute Konjunktur der vergangenen Jahre hat die Schattellen der Unternehmen gut gefüllt. Großunternehmen nutzten freie Reserven besonders stark (76 Prozent).

Eine Kombination aus Fremd- und Eigenkapital ist in 21 Prozent der betrachteten Transaktionen zum Einsatz gekommen. Nur für 17 Prozent der Unterneh-

menskäufe wurde ein spezielles Akquisitionsdarlehen verwendet.

Eine Zwischenfinanzierung durch Banken und auch Kapitalerhöhungen haben mittelständische Unternehmen deutlich häufiger genutzt als Großunternehmen. Während 18 Prozent der befragten Mittelständler eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung des Unternehmenskaufs durchführten, waren es bei den Großunternehmen nur 2 Prozent.

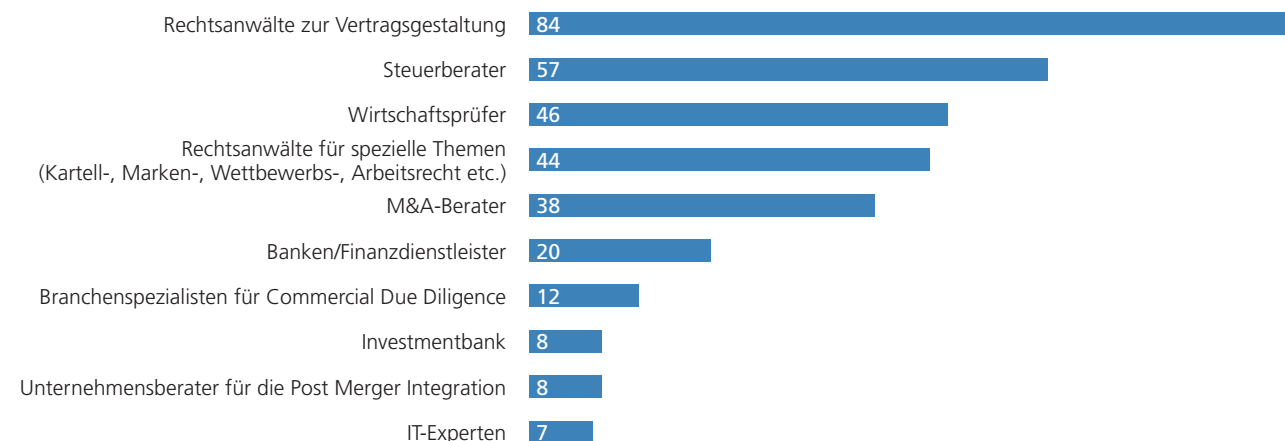
Unterstützung durch externe Dienstleister ist im Transaktionsprozess hilfreich

Der Zukauf von anderen Unternehmen gehört in der Regel nicht zum Alltagsgeschäft der befragten Unternehmen. Dementsprechend stellt die Transaktion für alle Beteiligten eine große Herausforderung dar. Oft wird deshalb auch die Unterstützung von externen Dienstleistern gesucht, die sich auf Unternehmenstransaktionen spezialisiert haben. Vor allem in rechtlichen und steuerlichen Fragen ist Spezialwissen gefragt.

84 Prozent der befragten Unternehmen haben Rechtsanwälte zur Vertragsgestaltung hinzugezogen. Auch Steuerberater (57 Prozent) und Wirtschaftsprüfer (46 Prozent) wurden häufig zu Rate gezogen. In 44 Prozent der Fälle waren Rechtsanwälte für spezielle Themen wie Kartell-, Marken- oder Arbeitsrecht involviert. In 38 Prozent der Fälle kamen M&A-Berater dazu.

Ohne externe fachliche Unterstützung geht es selten

(im Transaktionsprozess einbezogene Dienstleister; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Die Preisfindung ist eine große Herausforderung

(Herausforderungen im Transaktionsprozess; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Der Transaktionsprozess hat viele Herausforderungen

Die faire Bewertung eines Unternehmens und das daraus resultierende Finden eines angemessenen Kaufpreises ist für die Befragten die größte Herausforderung im Transaktionsprozess (53 Prozent). Häufig treffen divergierende Vorstellungen über den Kaufpreis aufeinander (43 Prozent). Diese Punkte beschäftigen mittelständische und Großunternehmen in ähnlichem Ausmaß.

Eine intransparente Situation beim Zielunternehmen ist für 36 Prozent der Befragten eine große Herausforderung. Hiervon sind mittelständische Unternehmen (43 Prozent) häufiger betroffen als Großunternehmen (33 Prozent).

Knapp ein Drittel der Unternehmensentscheider sehen in der Due Diligence eine Herausforderung beim Unternehmenserwerb. Die im Regelfall durch den Käufer veranlasste sorgfältige Analyse der Stärken und Schwächen des Zielunternehmens soll die Risiken des Erwerbs aufdecken und spielt entsprechend eine wichtige Rolle bei der Wertfindung und damit bei der Kaufpreisfestsetzung. Sie erfolgt innerhalb eines engen Zeitfensters. Oftmals werden externe Fachleute zu Rate gezogen.

Drei von zehn Befragten setzt die Abwicklungsgeschwindigkeit unter Druck. Innerhalb eines kurzen

Zeitraums müssen weitreichende Entscheidungen gefällt werden. Für die Due Diligences sind enge Zeitfenster gegeben, da hier der Verkäufer den Zugriff auf unternehmensinterne Daten und Informationen ermöglichen muss.

Jeder fünfte Befragte empfindet bereits die Identifizierung eines Investitionsziels als Herausforderung. Deshalb kommen bereits an dieser Stelle häufig externe Berater ins Spiel.

Unterschiede in der Kultur der Unternehmen kommen nicht nur bei internationalen Transaktionen vor. Sie stellen für 17 Prozent der Befragten eine Herausforderung dar. Jeder zehnte Befragte tut sich mit der Bewertung neuer Technologien schwer.

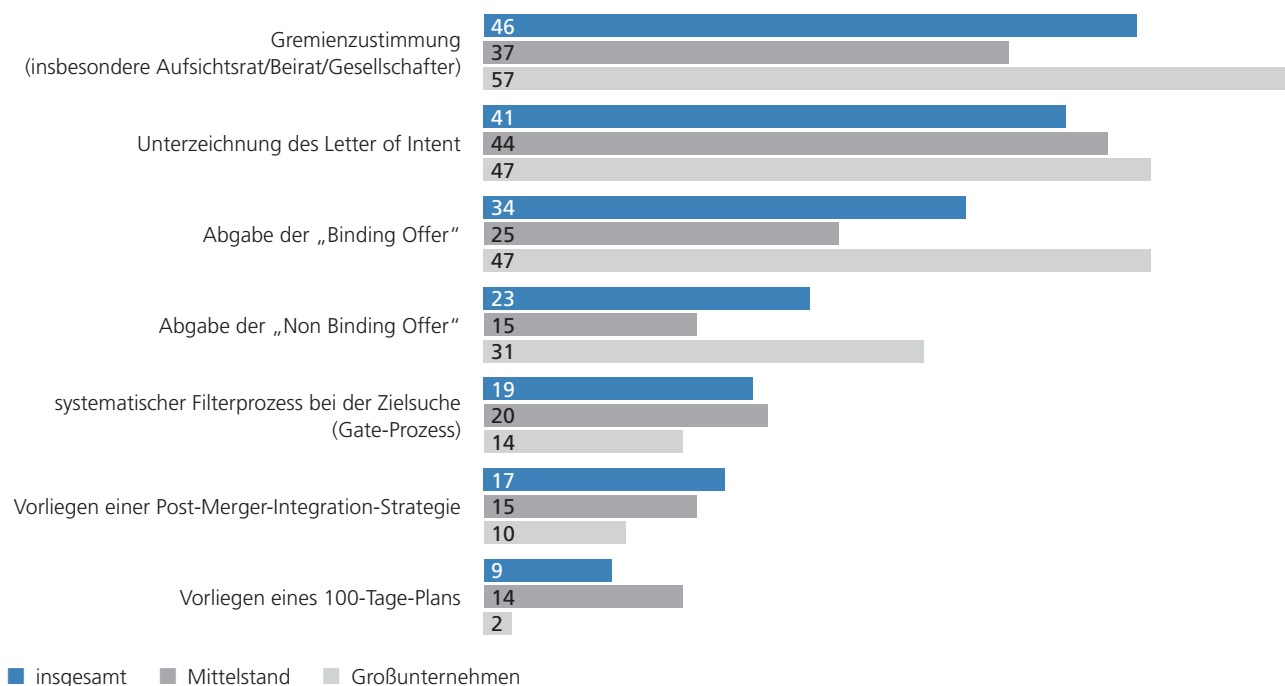
Bei internationalen Unternehmenskäufen stellen gesetzliche und regulatorische Hürden für knapp einen von zehn Befragten eine Herausforderung dar.

Meilensteine im Transaktionsprozess

Im Transaktionsprozess gibt es neben der Vertragsunterzeichnung weitere Meilensteine. Für Großunternehmen steht dabei die Gremienzustimmung durch Aufsichtsrat, Beirat und Gesellschafter oft im Vordergrund. Sie gilt es davon zu überzeugen, dass die Transaktion wirtschaftlich und unternehmenspolitisch sinnvoll ist (57 Prozent). Die Unterzeichnung des

Gremien müssen überzeugt werden

(wichtige Meilensteine im Entscheidungsprozess – abgesehen vom Signing; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Letter of Intent ist für 47 Prozent der Großunternehmen ein wichtiger Meilenstein.

Für mittelständische Unternehmen ist die Unterzeichnung des Letter of Intent neben der Vertragsunterzeichnung am wichtigsten (44 Prozent). Erst dann folgt die Gremienzustimmung (37 Prozent). Das ist sicherlich der Tatsache geschuldet, dass nicht alle mittelständischen Unternehmen über entsprechende Gremien verfügen.

Wählt der Verkäufer ein Bieterverfahren für den Verkauf seines Unternehmens, ist die Abgabe der Binding Offer, die die Kaufkonditionen des Käufers fest schreibt, für 47 Prozent der Großunternehmen ein wichtiger Meilenstein im Transaktionsprozess. Die Abgabe der Non Binding Offer ist für 31 Prozent der Großunternehmen ein bedeutender Schritt. Auf Basis dieses unverbindlichen Angebots entscheidet der Verkäufer, wer weiter im Bieterverfahren bleibt.

Mittelständische Unternehmen bewerten die Binding Offer und die Non Binding Offer deutlich seltener als einen Meilenstein. Es ist zu vermuten, dass die von uns befragten mittelständischen Unternehmen seltener an Bieterverfahren teilnehmen. Für sie ist ein Gate-Prozess, also der systematische Filterprozess bei

der Zielsuche, häufiger ein wichtiger Schritt (20 Prozent).

Das Vorliegen einer Post-Merger-Integration-Strategie halten alle Befragten relativ selten für einen Meilenstein im Transaktionsprozess, ebenso wie das Vorliegen eines 100-Tage-Plans.

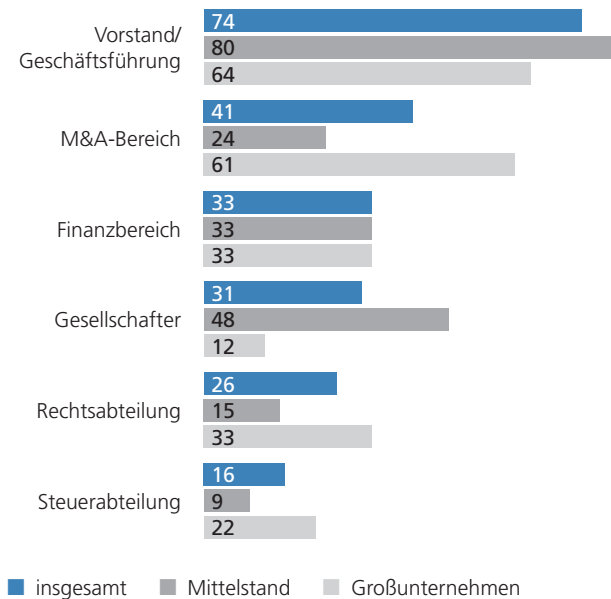
Geschäftsführung steuert die Prozesse

Vorstand oder Geschäftsführung übernehmen in den meisten Fällen die unternehmensinterne Steuerung des Transaktionsprozesses bei einem Unternehmenskauf oder sind zumindest in die Steuerung eingebunden. Dieses Szenario trifft auf die betrachteten Transaktionen unserer Befragten in 80 Prozent der mittelständischen Unternehmen und in 64 Prozent der Großunternehmen zu.

Häufig steuerte die M&A-Abteilung in Großunternehmen die Prozesse (61 Prozent). Nur wenige Mittelständler verfügen tatsächlich über einen eigenen M&A-Bereich, weshalb auch nur in 24 Prozent der Fälle die Prozesssteuerung im M&A-Bereich lag. Dagegen war im Mittelstand in fast der Hälfte der Fälle ein Gesellschafter mit diesen Aufgaben betraut,

Prozesssteuerung beim Unternehmenskauf ist Chefsache

(unternehmensinterne Steuerung des Transaktionsprozesses; in Prozent der Befragten)¹⁾



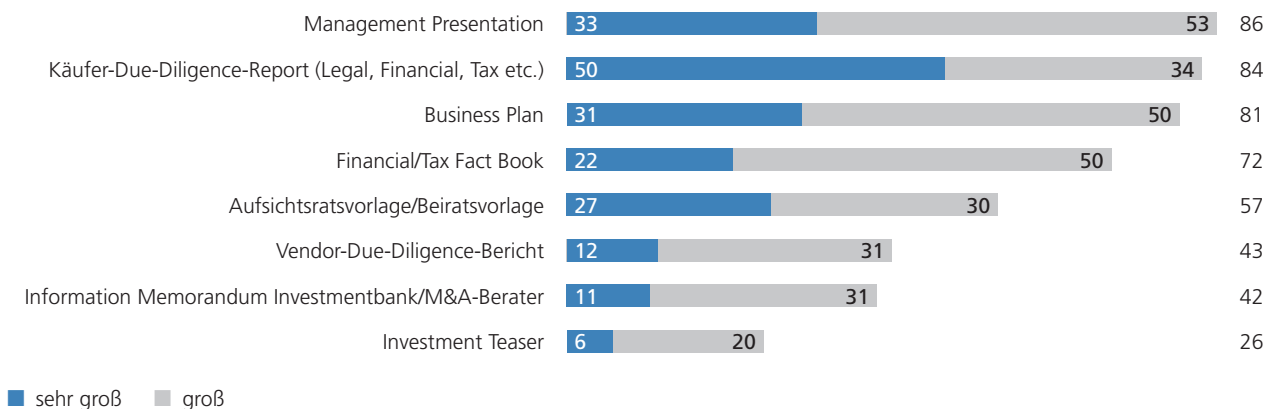
1) Mehrfachantworten möglich.
Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

während in Großunternehmen nur in wenigen Fällen Gesellschafter eingebunden waren (12 Prozent).

Der Finanzbereich ist unabhängig von der Unternehmensgröße in einem Drittel der Fälle mit der Prozesssteuerung betraut. In Großunternehmen ist die Rechtsabteilung genauso oft mit eingebunden, bei Mittelständlern hingegen deutlich seltener (15 Prozent). Dagegen ist die Steuerabteilung insgesamt eher selten mit der Prozesssteuerung betraut.

Zahlreiche Informationsgrundlagen sind wichtig

(Bedeutung der Informationsgrundlagen für die Umsetzungssicherheit der Transaktion; in Prozent der Befragten)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Das erste Treffen ist wichtig

Die wichtigste Grundlage für einen Unternehmenskauf sind Informationen. Eine gute Informationsgrundlage sichert die tatsächliche Umsetzung einer Transaktion.

Die Befragten aus Mittelstand und Großunternehmen sind sich einig: Die Management Presentation, also in der Regel das erste physische Aufeinandertreffen von Käufer und Verkäufer zum Informationsaustausch, und die Due Dilligence Reports des Käufers sind die wichtigsten Informationsgrundlagen für die Umsetzungssicherheit eines Unternehmenskaufs (86 und 84 Prozent).

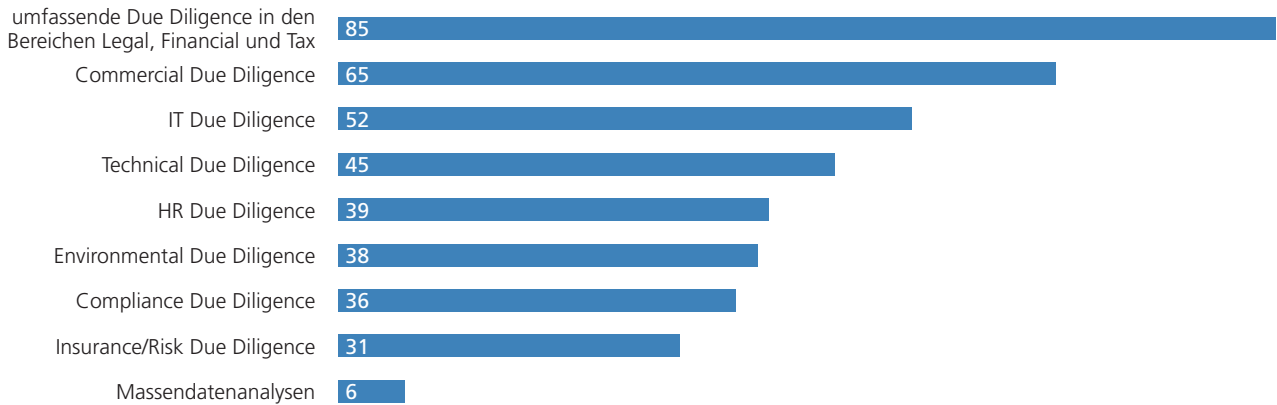
Aus den historischen Kennzahlen des Unternehmens und den getroffenen Annahmen für die Zukunft wird ein Business Plan erstellt, der für die befragten Unternehmen ebenfalls eine sehr wichtige Informationsgrundlage darstellt (81 Prozent). Auch das Financial und Tax Fact Book hat für die Befragten eine große Bedeutung (72 Prozent).

Due Diligences sind für viele Unternehmensbereiche wichtig und notwendig

Due Diligences in den Bereichen Legal, Financial und Tax sind für das Gros der befragten Entscheider unumgänglich, wobei Beschäftigte in Großunternehmen ihre Bedeutung noch stärker betonen als Angehörige mittelständischer Unternehmen. Der Trend geht aber auf jeden Fall dahin, auch andere

Commercial und IT Due Diligence sind weit verbreitet

(zeitgemäße und wichtige Formen der Due Diligence; in Prozent der Befragten)¹⁾



1) Mehrfachantworten möglich.

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Unternehmensbereiche einer Due Diligence zu unterziehen.

Die Bereiche Commercial und IT, also Handelsbeziehungen und den Technologiestand im Bereich der IT, einer sorgfältigen Überprüfung zu unterziehen, ist für mehr als die Hälfte der Befragten wichtig und zeitgemäß.

Die Technical Due Diligence halten 45 Prozent der Befragten für wichtig. HR, Environmental, Compliance und Versicherungen sind Bereiche, in denen rund ein Drittel eine Due Diligence für zeitgemäß hält. Eine Massendatenanalyse hingegen halten nur marginale 6 Prozent der Befragten für sinnvoll.

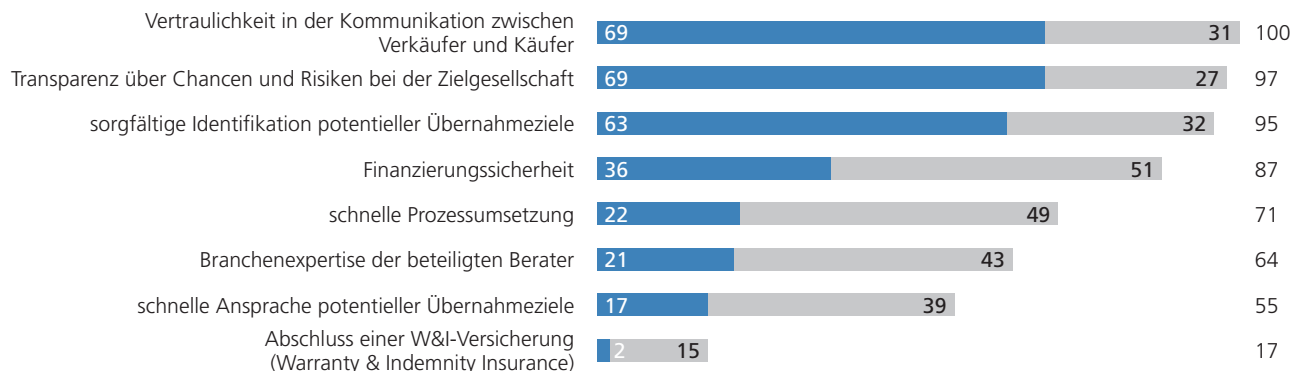
Nicht nur Zahlen sind für eine erfolgreiche Transaktion von Bedeutung

Damit Unternehmenskäufe zum Erfolg werden, sind viele Faktoren wichtig. Alle befragten Entscheider halten es für sehr oder zumindest für wichtig, dass Vertraulichkeit in der Kommunikation zwischen Verkäufer und Käufer herrscht, Transparenz über Chancen und Risiken in der Zielgesellschaft geschaffen wird und bereits bei der Identifikation potentieller Übernahmeziele sehr sorgfältig gearbeitet wird. Finanzierungssicherheit und eine schnelle Prozessumsetzung gewährleisten ebenfalls aus Sicht vieler Befragter den Erfolg (87 und 71 Prozent).

Die Branchenexpertise der beteiligten Berater und die schnelle Ansprache möglicher Übernahmeziele ver-

Vertraulichkeit, Transparenz und Sorgfalt entscheiden über den Erfolg der Transaktion

(Einschätzung der Wichtigkeit für den Erfolg eines Unternehmenskaufs; in Prozent der Befragten)



■ sehr wichtig ■ wichtig

Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Zahlreiche potentielle Dealbreaker

(Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, dass die genannten Punkte zum Dealbreaker werden; in Prozent der Befragten)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

bessern die Erfolgsaussichten für mehr als die Hälfte der Befragten.

Der Abschluss einer Warranty&Indemnity-Versicherung (W&I-Versicherung) hingegen wird nur von geringen 17 Prozent der Befragten als wichtig für das Gelingen einer Transaktion eingestuft. Nur 10 Prozent der Befragten haben bei ihrem jüngsten Unternehmenskauf den Abschluss einer solchen Versicherung in Betracht gezogen. Sie wollten damit vor allem Garantieansprüche, Haftungshöchstgrenzen und die Durchsetzbarkeit von Ansprüchen begrenzen beziehungsweise sichern. Wegen möglicher Steuerisiken, Verjährungsfristen und vorsätzlicher Falsch-aussagen haben nur wenige den Abschluss einer W&I-Versicherung in Betracht gezogen.

Kaufpreishöhe ist häufigster Dealbreaker

Kommt ein Unternehmenskauf nicht zustande, kann es viele Ursachen dafür geben. Die Höhe des Kaufpreises ist aus Sicht der Befragten hier der wichtigste Grund (93 Prozent [sehr] wahrscheinlich). Aber auch die Struktur der Kaufpreisgestaltung, wenn beispielsweise bei Earn-out-Regelungen, Einbehalten oder

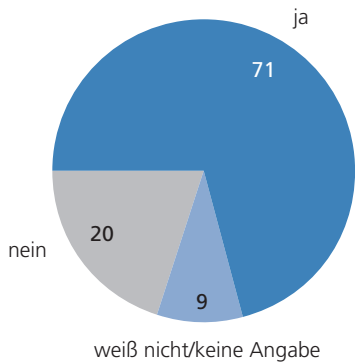
sonstigen Optionen keine Einigung gefunden werden kann, ist dies für mehr als die Hälfte der Befragten ein durchaus wahrscheinlicher Grund für das Scheitern eines Deals.

Fehleinschätzungen hinsichtlich der Ertragskraft sind aus Sicht der Befragten ebenfalls mit hoher Wahrscheinlichkeit der Grund für das Scheitern eines Deals (72 Prozent). Haftungsbegrenzungen und Garantieregelungen sind für 67 beziehungsweise 65 Prozent der Befragten potentielle Dealbreaker.

Auch Compliance-Risiken, Steuerrisiken und die Unternehmenskultur im Zielunternehmen können für mehr als die Hälfte der Befragten einen Unternehmenskauf zum Scheitern bringen. Finanzierungsrisiken sieht die Hälfte der Befragten als einen potentiellen Dealbreaker. Auch die Post-Deal-Bindung des Managements der Zielgesellschaft kann aus Sicht von 49 Prozent der Befragten eine Transaktion zum Scheitern bringen.

Seltener scheitern Unternehmenskäufe an einer starken Kundenkonzentration im Zielunternehmen, einer ungeklärten Patentsituation oder kartellrechtlichen Frage. Ein politisch unsicheres Umfeld ist für

Start-ups sind als Investitionsziele interessant
(grundsätzliche Bereitschaft, in Start-ups zu investieren;
in Prozent der Befragten)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

weniger als ein Drittel der Befragten ein echtes Dealrisiko.

Investitionsziel: Start-up

Junge Unternehmen verfügen über ein großes Wachstumspotential. Setzt sich eine innovative Geschäftsidee erfolgreich auf dem Markt durch, erwirtschaften Start-ups mitunter hohe Renditen, an denen Investoren beteiligt werden.

Den attraktiven Renditeaussichten steht oft ein besonders hohes Risiko gegenüber, weshalb bei Investitionen in Start-ups auch von Venture Capital (Wagnis-

kapital) gesprochen wird. Grund dafür sind die Ungewissheit darüber, wie sich das Start-up zukünftig entwickeln wird, sowie die zahlreichen Hürden, die es überwinden muss.

Trotz der nicht unerheblichen Risiken sind 71 Prozent der Befragten grundsätzlich bereit, in Start-ups zu investieren. Nur 20 Prozent der Befragten schließen ein Investment in junge Unternehmen gänzlich aus.

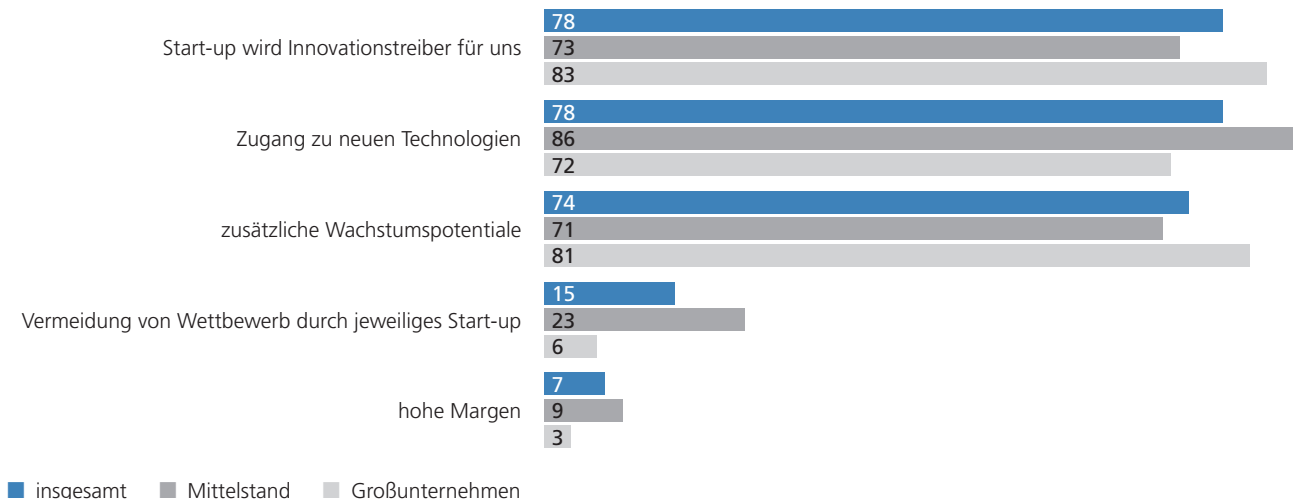
Innovationsschub steht im Vordergrund

Von einem Investment in ein Start-up versprechen sich die befragten Großunternehmen in erster Linie Unterstützung bei Innovationen und damit zusätzliche Wachstumspotentiale (83 und 81 Prozent). In der Regel arbeiten Start-ups deutlich agiler als traditionelle Unternehmen und sind auch oft auf einen speziellen Use Case fokussiert. Dadurch werden sie interessant für traditionelle Unternehmen.

Für mittelständische Unternehmen hingegen steht der Zugang zu neuen Technologien bei einem Investment in Start-ups im Vordergrund (86 Prozent). Mittlere Unternehmen sehen Start-ups auch eher als Konkurrenten als Großunternehmen und investieren deshalb zur Wettbewerbsvermeidung in junge Unternehmen. Mit hohen Gewinnmargen rechnet kaum ein Befragter bei einem Investment in Start-ups.

Start-ups als Innovations- und Technologietreiber

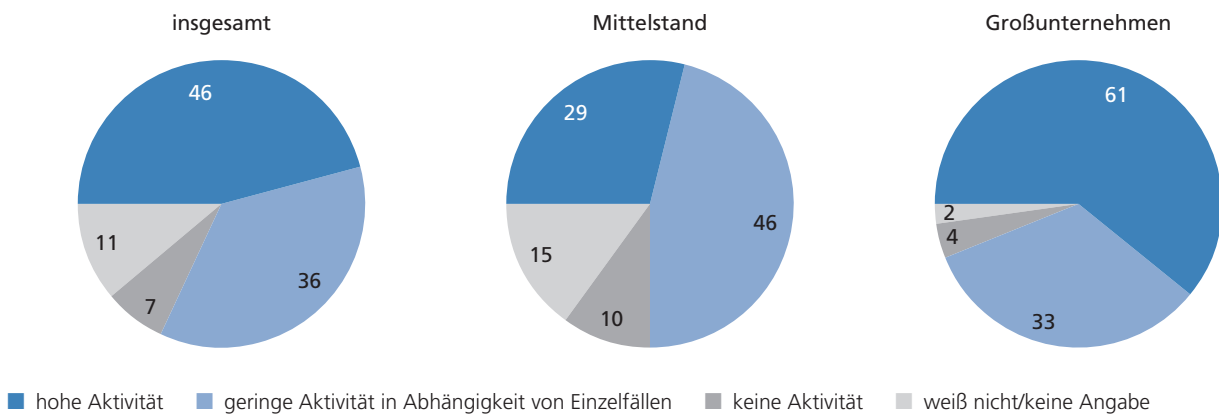
(an Investition in Start-ups geknüpfte Erwartungen der Unternehmen; in Prozent der Befragten, die sich ein Investment in Start-ups vorstellen können)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Weitere M&A-Aktivitäten sind geplant

(geplante M&A-Aktivität in den nächsten zwei Jahren; in Prozent der Befragten)



Quellen: Ebner Stolz; F.A.Z.-Institut.

Positive Aussichten

80 Prozent der Befragten haben ihren jüngsten Unternehmenskauf als erfolgreich bewertet (siehe Seite 10). Trotz der aktuell schwächeren Konjunkturaussichten planen 94 Prozent der Großunternehmen in den kommenden zwei Jahren weitere M&A-Aktivitäten. Im Mittelstand sind es immerhin 75 Prozent.

Dabei stehen bei 61 Prozent der Großunternehmen hohe Aktivitäten im Vordergrund, bei den Mittelständlern hingegen sind es eher geringe Aktivitäten, die von Einzelfällen abhängig sind.

Lediglich in 4 Prozent der befragten Großunternehmen sind gar keine M&A-Aktivitäten für den betrachteten Zeitraum geplant. Auch im Mittelstand trifft das nur auf 10 Prozent der Unternehmen zu.

Fazit

Wachstumsziele und eine Erweiterung des Produktangebots sind die wichtigsten Gründe, warum Unternehmen andere Unternehmen oder auch Unternehmensteile kaufen. Start-ups werden vor allem als Innovationstreiber und Technologielieferanten ins eigene Portfolio geholt.

Häufig sind es Wettbewerber, die aufgekauft werden. Bei der Suche nach geeigneten Kandidaten unterstützen oft M&A-Berater oder Investmentbanken. Aktuell können es sich die meisten Unternehmen leisten, ihre Zukäufe mit freier Liquidität zu finanzieren.

Der Transaktionsprozess wartet mit zahlreichen Herausforderungen auf. Das ganz zentrale Element im M&A-Prozess ist der Preis, der für den Zukauf gezahlt werden soll. Das Finden eines angemessenen Kaufpreises sehen die Befragten als größte Herausforderung im Transaktionsprozess. Aber auch unterschiedliche Vorstellungen über andere Kaufvertragskonditionen beim Verkäufer bereiten oftmals Schwierigkeiten. Zugleich bewerten die Befragten den Preis als den mit Abstand wichtigsten Dealbreaker.

Nicht unterschätzen sollte man weiche Faktoren wie die Vertraulichkeit in der Kommunikation zwischen Käufer und Verkäufer. Sie sind aus Sicht der Befragten für den Erfolg der Transaktion wichtig. Das gilt auch für die Transparenz von Chancen und Risiken bei der Zielgesellschaft.

Ein wichtiges Hilfsmittel zur Bewertung des Zielunternehmens sind die Käufer-Due-Diligence-Reports. Ohne eine umfassende Due Diligence in den Bereichen Legal, Financial und Tax wird heute kaum ein Unternehmenskauf abgewickelt.

Die befragten Unternehmen haben die zahlreichen Hürden im M&A-Prozess zu einem Gutteil erfolgreich gemeistert. 80 Prozent schätzen die betrachtete Transaktion zumindest als erfolgreich, fast ein Drittel sogar als sehr erfolgreich ein.

Da wundert es kaum, dass auch bei vielen Unternehmen weitere Unternehmenskäufe oder -teilkäufe in den kommenden zwei Jahren auf dem Plan stehen.

Kauf junger Digitalunternehmen

DuMont hat bereits vor mehr als zehn Jahren begonnen, mit Risikokapitalinvestments Minderheitsbeteiligungen an Start-ups mit interessanten digitalen Geschäftsmodellen zu erwerben. Zuletzt investierte das Medien- und Technologieunternehmen in das Softwareunternehmen Censhare, einen der führenden Anbieter für Marketing-Cloud-Services in Europa. Mit dem Erwerb des DTAD Deutscher Auftragsdienst erweiterte DuMont erfolgreich die eigene Wertschöpfungskette im Bereich Business Information. Welchen Mehrwert erhofft sich das Unternehmen von derartigen Investments? Und welche Besonderheiten sind beim Kauf junger Digitalunternehmen zu beachten? Darüber spricht Dr. Nils Mengen, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz in Köln, mit Stefan Hütwohl, seit 2015 CFO bei DuMont.

■ *Herr Hütwohl, DuMont investiert viel in Digitalunternehmen. Welche strategische Bedeutung haben diese Investments für DuMont?*

Die Investments haben eine sehr große Bedeutung für uns, denn wir haben bisher einen hohen Anteil an klassischen Verlagsaktivitäten in der DuMont-Gruppe. Im Mediengeschäft herrscht ein großer Strukturwandel. Deshalb haben wir uns vor einigen Jahren Gedanken über unsere Portfolioentwicklung gemacht und eine Diversifikationsstrategie in der Gruppe aufgebaut. Neben dem Geschäftsfeld Regionalmedien sind unsere Geschäftsfelder Business Information und Marketing Technology die zwei weiteren Säulen. Wir wissen natürlich, dass wir bei den Regionalmedien unter Druck stehen. Deshalb bauen wir die anderen Geschäftsfelder aus. Hier sind wir daran interessiert, Unternehmen zu finden, die unsere Aktivitäten ergänzen beziehungsweise uns ein neues Geschäftsfeld eröffnen.

■ *DuMont bezeichnet sich selbst als Start-up mit 400-jähriger Tradition – im Grunde ein Paradoxon. Welcher Anspruch steckt dahinter?*

Unser Gründervater Bertram Hilden war ein „Startupper“ der ersten Stunde. Er hat eine Buchdruckerei zu einem Zeitpunkt gegründet, als der Buchdruck noch nicht weit verbreitet war. Daher liegen die Themen Start-up und Innovation in unserer DNA. Natür-

lich muss sich ein Unternehmen mit einer so langen Geschichte immer wieder an neue Gegebenheiten anpassen. Aktuell sind wir in einer Phase, in der wir als relativer Newcomer in unseren neuen Märkten neue Start-ups aufnehmen. Die Bereitschaft, bestehende Geschäftsmodelle zu überdenken und neue Wege zu gehen, hat bei DuMont eben Tradition.

■ *Warum legen Sie neben dem klassischen Verlagsgeschäft den Fokus auf Digitalunternehmen?*

Die Diversifizierung und Erweiterung der Wertschöpfungskette sind hier die wichtigsten Treiber. Wir fokussieren unsere Investitionen auf die Wachstumsbereiche Datengeschäft und Marketing-Technologie. Im Marketing-Technologie-Geschäft haben wir bereits größere Investments getätigt. Dort geht es jetzt eher darum, die Früchte zu ernten. Hingegen haben wir im Bereich Datengeschäft kleinere Akquisitionen getätigt. Wichtig ist, dass diese Aktivitäten – insbesondere im Bereich Marketing-Technologie – für sich selbst stehen müssen. Das heißt, dass die Synergie mit dem Verlagsgeschäft keine entscheidende Determinante beim Aufbau dieser Aktivitäten gewesen ist. Natürlich kann auch eine Nähe zu unserem Kerngeschäft bestehen, wie im Falle von Facelift. Damit bieten wir Kunden ein Instrument für die Auspielung ihrer Social-Media-Aktivitäten – aber eben keinen Content. Die Nähe sieht man auch am Beispiel des

DTAD Deutscher Auftragsdienst. In unserem Fachverlag Reguvis veröffentlichen wir unter anderem Vergabehandbücher und bieten auch ergänzende Schulungen an. Mit dem DTAD Deutscher Auftragsdienst haben wir nun auch einen Anbieter für die Recherche von Auftragsinformationen im digitalen Vergabeverfahren. Interessenten erfahren, wo im öffentlichen und privaten Bereich die Vergaben stattfinden, und mit welcher Wahrscheinlichkeit sie diese Vergaben gewinnen können. Der DTAD betreibt damit Deutschlands größte Datenbank für Firmen und Vergabestellen. In diesem Bereich würden wir gerne auch noch stärker wachsen – nicht nur organisch, sondern auch anorganisch mit Portfolioerweiterungen.

■ *Wie gehen Sie bei der Suche nach geeigneten Start-ups vor, in die Sie investieren möchten?*

Ich glaube, dass es keinen Königsweg gibt, um an das richtige Asset heranzukommen. Das ist eine Trüffelsuche, und nicht jede Suche führt auch zum Erfolg. Wir haben verschiedene Möglichkeiten ausprobiert und unter anderem Kontakt zu M&A-Boutiquen aufgenommen. Was darüber gekommen ist, fanden wir nicht so spannend. Spannender waren da schon einschlägige Messen. Die besten Erfolge haben wir allerdings mit eigenen Scouts, die relativ gut in der Industrie und in der Branche vernetzt sind. Sie müssen einfach davon ausgehen, wenn Sie letztendlich in drei Assets investieren, dann haben Sie zuvor insgesamt 25 oder 30 einem Screening unterzogen. Bei der Suche sofort einen Treffer zu landen ist extrem unwahrscheinlich.

■ *Wenn Sie Ihren Scout auf Basis einer Bedarfsanalyse losschicken, dann findet er vielleicht das richtige Unternehmen, das aber zu dem Zeitpunkt gar nicht zum Verkauf steht. Was passiert dann?*

Das kann sich schnell ändern. Gerade Start-ups haben oft das Ziel, an große Strategen oder große Investoren zu verkaufen. Insofern ist da die Chance relativ hoch, dass es zu einem Deal kommt. In der Regel spricht es sich in der Branche herum, wenn Gründer bereit sind, ihr Unternehmen zu verkaufen. Es ist klar, dass diese natürlich das Maximum an Erlösen aus einer solchen Transaktion herausholen wollen. Auch wenn die Chemie zwischen den Parteien stimmt und alles passt, kann es trotzdem einfach zu teuer sein. Wir wollen nicht nur nach dem Prinzip „all assets in one basket“

agieren, sondern auch etwas streuen. Denn man kann nicht davon ausgehen, dass jedes getätigte Digitalinvestment zum Erfolg wird. Alles auf eine Karte zu setzen, würde ich deshalb nicht unbedingt empfehlen.

■ *Seed-Phase, Early Stage oder Reifephase: Was ist aus Ihrer Sicht der richtige Zeitpunkt, um als Investor bei einem Start-up einzusteigen?*

Unsere Investments – also DTAD, Facelift, Censhare –, das sind Unternehmen, die zum Übernahmzeitpunkt mindestens acht Jahre oder älter waren. Das waren also keine frühzyklischen Investments. Wir sehen uns selbst nicht als Seed-Investor, wir sind kein Business-Angel. Da ist uns das Risiko zu groß. Wir wollen ja einen Bereich aufbauen, der nachher auch Früchte trägt. Wenn Sie Seed-Investments tätigen, dann tätigen Sie eher kleinere Investments und vielleicht mehrere davon. Das ist ein Investitionsansatz, der mit unserer eigentlichen Investitionsstrategie nicht übereinstimmt.

„Es gibt keinen Königsweg, um an das richtige Asset heranzukommen. Das ist eine Trüffelsuche.“

■ *Was sind die größten Herausforderungen beim Kauf eines jungen Unternehmens?*

Zum einen ist die Auktion eine Herausforderung. Hier muss man Preistreiberei einkalkulieren. Letztendlich ist es aber auch immer eine Herausforderung, ein Geschäftsmodell zu finden, von dem man überzeugt sein kann, dass es auch das Erwartete liefert. In diesen dynamischen Märkten herrscht einfach eine höhere Unsicherheit als beim Kauf eines Unternehmens mit einer langen Historie.

Zum anderen ist es eine große Herausforderung, ein passendes Start-up zu finden. Dafür müssen einige Rahmenbedingungen erfüllt sein: Das Management muss gut sein, denn in der Regel wird es übernommen und bleibt an Bord. Außerdem muss eine gewisse Transparenz existieren: Was versprochen wird, muss auch belegbar sein. Dafür müssen junge Unternehmen auch selbst wissen, wo sie stehen. Wenn die Transparenz fehlt, wird das wirklich schwierig.

■ *Welche Besonderheiten treten im Rahmen einer Due Diligence (DD) bei einem Start-up auf?*

Und worauf ist hier gegenüber einem herkömmlichen traditionellen Unternehmen besonders zu achten?

Uns interessieren Softwareunternehmen. Vor dem Erwerb ist es nötig, die Softwarearchitektur zu beurteilen. Die entsprechende Expertise haben wir nicht. Also ziehen wir externe Berater zu Rate, die für uns eine Tech-DD machen. Sie überprüfen, wie die Dokumentation erfolgt und wie die IT-Landschaft aufgebaut ist. Dabei geht es vor allem um Skalierbarkeit, Nachhaltigkeit, die Lizenzsituation und die genutzten Open-Source-Programme. Die Compliance in puncto Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) ist hier ein Riesenthema. Unsere erste Frage ist immer: Wo ist euer Verzeichnisse? Bei unseren Investments setzen wir zusätzlich noch auf eine Commercial-DD. Wir steigen mit den Investments in Märkte ein, die für uns neu sind. Und als Newcomer fehlt uns die markt- und wettbewerbliche Einschätzung. Deshalb setzen wir auf externe Einschätzungen, die uns zeigen, wie die Produkte in Relation zu den Wettbewerbsprodukten positioniert sind. Bei Facelift hieß es zum Beispiel, dass sie bei Forester sehr gut bewertet und der führende europäische Anbieter für Social-Media-Publishing sind. So eine Einschätzung ist für uns ein Volltreffer. Bei einem Investment in ein Start-up muss auch immer eines klar sein: Das sind keine Unternehmen mit hundertprozentig optimal geführten kaufmännischen Prozessen, die den Standards entsprechen. Dieses Risiko geht man mit einer solchen Investition ein. Dafür bekommt man aber ein Unternehmen, das eine hohe Dynamik hat, das am Markt etwas erreichen kann und will. Deshalb muss man einschätzen können, ob das Risiko insgesamt kontrollierbar ist.

■ *Wie ticken die Jungunternehmer, welche Vorstellungen haben sie, und wie laufen die Vertragsverhandlungen konkret ab?*

Jungunternehmer wollen einen angemessenen hohen Preis für ihre Beteiligung oder ihr Unternehmen erzielen. Deshalb gehen sie oft in eine Auktion oder holen sich Unterstützung durch eine M&A-Beratung. Damit wird es für den Käufer oft teurer. Das erschwert auch die Verhandlungen zum Kaufvertrag. In den Verhandlungen muss man den Verkäufer aber dazu bringen, eine umfangreiche Due Diligence zu ermöglichen. Das ist in der Regel mit einem beachtlichen Aufwand verbunden. Manchmal ist das aber auch schon vorbereitet, weil das Start-up ja verkaufen will und sie bereits die entsprechenden Prozesse kennen. Auf



Im Gespräch: Stefan Hütwohl, CFO bei der DuMont Mediengruppe GmbH & Co. KG (oben und unten), mit Dr. Nils Mengen, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz (Mitte).

unserer Seite führt ein internes Deal-Team die Vertragsverhandlungen. Wenn es auf die Ziellinie zugeht, schalte ich mich als CFO ein. Eine intensive Einbindung aller an der Übernahme beteiligten Abteilungen aus unserem Haus ist hier wichtig. Die Geschäftsführer und Manager der betroffenen Bereiche wie Business Information oder Marketing Technology müssen involviert sein, denn sie verantworten die Weiterentwicklung der erworbenen Unternehmen.

■ *Was sind die neuralgischen Punkte in den Vertragsverhandlungen?*

Das ist zuerst einmal die Kaufpreishöhe. Die Net-Debt-Definition ist auch oft ein Thema: Was fällt eigentlich ins Working Capital und was nicht? Angenommen man investiert in Unternehmen, die Abo-Modelle vertreiben. Dann existieren dort gegebenenfalls Vorauszahlungen von zwölf Monaten oder mehr. Dieses Geld liegt im Cash. Der Verkäufer kann dieses Geld aber auch für sich beanspruchen. Für uns als Käufer ist das aber das Cash der Zukunft. Sonst hätten wir kein Cash aus dem konkreten Abo-Vertrag. Das muss diskutiert werden – eine ziemlich schwierige Angelegenheit. Nicht zu lang laufende Earn-out-Klauseln gehören ebenfalls dazu. In der Regel kann man nur dann einen Earn-out vereinbaren, wenn der Gründer weiterhin aktiv im Unternehmen bleibt, sprich, er die Möglichkeit hat, auch auf die Unternehmensperformance Einfluss zu nehmen. Hinzu kommt auch die Governance. Mitspracherechte und Zustimmungspflichten müssen genau festgelegt werden. Man sollte den Bogen aber nicht überspannen. Hier merkt der Verkäufer natürlich, wie stark die Kontrolle sein wird. Falls die Unternehmensgründer übernommen werden sollen, sind die Konditionen des Geschäftsführungsvertrags ein weiteres Thema. Dabei geht es um die Höhe des Gehalts, die Vertragslaufzeit sowie Kündigungsmöglichkeiten und -fristen. Die Verkäufer wollen in der Regel ihren Job behalten und sicher sein, dass sie nicht einfach abgesetzt werden. Und umgekehrt möchten wir ja auch, dass die Menschen, die uns überzeugt haben, im Unternehmen bleiben.

Der letzte neuralgische Punkt bei der Vertragsgestaltung sind sicherlich die Garantiekataloge. Bei Themen wie Laufzeiten, Kaufpreisrückbehaltung oder auch bei steuerlichen Fragen kommt es nicht selten zu intensiven Diskussionen.

■ *Unter welchen Umständen sollte man unbedingt in ein Start-up investieren – und wann raten Sie von einem Kauf dringend ab?*

Das kann man nicht pauschal beantworten, denn es hängt von der Risikobereitschaft des jeweiligen Investors ab. Sie müssen entscheiden, wie viele Risiko-Assets sie sich in ihr Portfolio legen wollen. Bei absolut horrenden Kaufpreisen, die nicht nachvollziehbar sind, sich nicht mit üblichen Multiples abgleichen lassen und nicht nachhaltig sind, auf denen der Verkäufer aber besteht, sollte man nicht kaufen. Auch wenn man von dem Management nicht wirklich überzeugt ist oder das Geschäftsmodell nicht ganz klar ist, würde ich vom Kauf abraten.

■ *Wie lassen sich diese jungen und kreativen Köpfe eines Start-ups in ein Traditionshaus integrieren?*

Das war in den Verhandlungen tatsächlich immer ein zentraler Punkt. In unseren klassischen Geschäftsbereichen existieren festgelegte Prozesse, Strukturen, Abstimmungsprozedere und Kompetenzregelungen. Das damit verbundene Führungskonzept funktioniert aber nicht für Start-ups. Auf einen Jungunternehmer wirkt es eher abschreckend, wenn man gleich für den Morgen nach dem Closing Compliance-, Datenschutz-, IT-Sicherheits- und Personalbeauftragte ankündigt, damit diese einschätzen können, was in nächster Zeit zu tun sein wird.

Unsere Maxime ist immer: so viel Integration wie nötig und so viel Freiraum wie möglich. Wir begleiten die Jungunternehmer sehr eng bei Business-Reviews und schauen uns die Performance an. Aber wir managen nicht das Tagesgeschäft. Deswegen ist es wichtig, dass wir Leute an Bord haben, die das Tagesgeschäft verstehen und auch richtig umsetzen.

DUMONT

DuMont bezeichnet sich selbst als Start-up mit 400-jähriger Tradition. Das Unternehmen hat sich heute mit den drei Geschäftsfeldern Regionalmedien, Business Information und Marketing Technology als digitales Medien- und Technologieunternehmen aufgestellt. DuMont investiert in Inhalte, Daten und Technologie mit dem Ziel, die Menschen gezielt international und lokal anzusprechen. Seit 2014 weist das Unternehmen steigende Umsätze aus.

Stefan Hütwohl

ist seit November 2015 CFO von DuMont. Zuvor war er in gleicher Funktion bei der Compo GmbH, als Group Finance Director bei der Ströer Media AG und in diversen Senior-Management-Positionen im Finanzwesen bei Lafarge Roofing beschäftigt. Er ist Diplom-Kaufmann und hat an der Otto-Friedrich-Universität in Bamberg studiert.

Steuerrisiken bei Unternehmens- transaktionen

Fernsehen ist die Basis des Erfolgs der ProSiebenSat.1 Media SE. Der Konzern stößt zusätzlich in neue digitale Geschäftsfelder vor. Das Wachstum basiert auf drei Segmenten: ein reichweitenstarkes Entertainmentangebot aus führenden TV- und Digital-Marken, die internationale Programmproduktions- und Vertriebs-tochter Nucom Group sowie ein großes Commerce-Portfolio. Außerdem hat das Unternehmen sukzessive Beteiligungen an interessanten Gesellschaften erworben. Über Steuerrisiken und darüber, worauf bei internationalen Unternehmenstransaktionen besonders zu achten ist, diskutiert Alexander Euchner, Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart, mit Dr. Stefan Mayer, Director M&A Tax, und Lennart Wiegel, Director M&A, von ProSiebenSat.1.

■ *Die ProSiebenSat.1 Media SE hat sich an zahlreichen Unternehmen, wie Aroundhome, eharmony und der Jochen Schweizer GmbH in Deutschland und im Ausland beteiligt. Welche Motive spielen die wichtigste Rolle beim Erwerb solcher Unternehmen?*

Lennart Wiegel: Grundsätzlich resultiert jede M&A-Transaktion aus unserer Gruppenstrategie, die sich auf unsere drei Segmente Entertainment, Nucom und das Produktionsgeschäft konzentriert. Dabei verstehen wir uns als strategischer Investor. Unsere Investitionen sollen somit Synergien mit unserem bestehenden Portfolio schaffen. Der regionale Fokus unserer Akquisitionen liegt auf DACH, da wir mit unserem TV- und Digitalangebot insbesondere im deutschsprachigen Raum vertreten sind. Nicht nur operativ, sondern auch bei den Transaktionen sind die Segmente unterschiedlich. Die Nucom ist beispielsweise in vier Cluster aufgeteilt: das Lifestyle- und das Beauty-Segment mit unter anderem Flaconi, der Consumer-Advice-Bereich mit Verivox, billiger-mietwagen.de und Aroundhome, das Experience&Gift-Voucher-Geschäft mit der Jochen Schweizer MyDays Group und das Dating-Cluster mit Parship/eharmony. Jochen Schweizer, eharmony und zu einem gewissen Teil auch Aroundhome sind somit klassische Add-on-Akquisitionen für das bestehende Nucom-Geschäft, in dem wir durch anorganisches

Wachstum schneller vorankommen möchten. Gerade im Nucom-Bereich gibt es deutlich mehr Chancen für uns, denn dort sind wir in dynamischen Märkten unterwegs. Im Vergleich dazu passiert zum Beispiel im Entertainment-Bereich eher wenig, da die TV-Landschaft sehr stabil ist. Wir investieren hier insbesondere in Tech-Plattformen, um das Wachstum unserer digitalen Kanäle zu beschleunigen.

■ *Wie ist die Herangehensweise der ProSiebenSat.1 Media SE bei Unternehmenstransaktionen?*

Lennart Wiegel: Üblicherweise tritt die Business-Unit an die M&A-Abteilung heran, wenn sie ein interessantes Asset gefunden hat. Wir gehen zunächst einmal die Transaktionslogik gemeinsam mit der Business-Unit durch und bauen im Anschluss daran ein Projektteam auf, in dem alle relevanten Fachbereiche vertreten sind. Dazu gehören unter anderem die Rechts- und die Steuerabteilung, das Accounting und HR. In einem Kick-off mit allen Beteiligten stellen wir das Projekt vor und legen die Aufgaben der einzelnen Bereiche fest. Die M&A-Abteilung koordiniert das Gesamtprojekt. Der Bereich Steuern oder auch die Financial Due Diligence sind Workstreams, bei denen wir oftmals auf externe Dienstleistungen zurückgreifen. Bei der Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern hat die entsprechende Fachabteilung die Federführung. Sie



Dr. Stefan Mayer (oben), Director M&A Tax, und Lennart Wiegel (Mitte), Director M&A, von ProSiebenSat.1 im Gespräch mit Alexander Euchner (unten), Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz.

berichtet dann regelmäßig an uns. Sollte im Rahmen einer Due Diligence (DD) der DD-Provider ein Problem erkennen, entscheiden wir auf Basis der Einschätzung der Fachabteilung, wie wir weiterhin verfahren.

Dr. Stefan Mayer: Die Aufgabenbereiche sind klar aufgeteilt. Um das Organisatorische wie Gremien-Vorlagen oder Ausschreibungen und den Lead kümmert sich das M&A-Team. Bei Steuerthemen unter-

stützen wir dann als Fachabteilung. Wir wollen dem M&A-Team weitgehend den Rücken freihalten und den Kollegen die wirklich transaktionsrelevanten Themen aufzeigen. Auf diese Weise sind beide Abteilungen relativ nahtlos – aus unterschiedlichen Perspektiven – in die Transaktion involviert.

■ *Welche Rolle spielen steuerliche Aspekte bei einem Unternehmenserwerb für Sie?*

Lennart Wiegel: Wir sind kein Unternehmen, das steuerliche Aspekte in den Mittelpunkt von Transaktionsentscheidungen stellt. Unser Hauptaugenmerk liegt bei Transaktionen auf der Vermeidung von Steuerrisiken. Wenn ein scheinbar unkalkulierbares steuerliches Risiko vorliegt, dann versuchen wir, dieses steuerlich zu verifizieren und ggf. zu optimieren. Generell gilt für uns, dass die Transaktionssicherheit Vorrang vor der Nutzung etwaiger steuerlich optimierter Strukturen hat.

Dr. Stefan Mayer: Wir halten uns an die Maxime „Tax follows Business“. Der Auftrag der Steuerabteilung ist, eine risikoarme und sichere Steuerstruktur zu gewährleisten. Transaktionen und Transaktionsstrukturen rein von den steuerlichen Vorteilen abhängig zu machen, entspricht nicht unserem Ansatz. Denn generell muss man Steuervorteile sehr genau darlegen und begründen, wenn man mit einer bestimmten Steuerstruktur den Deal schwerfälliger oder die Struktur komplizierter macht. Im Kern geht es bei unserer Arbeit also um die Vermeidung von Steuerrisiken.

■ *Gibt es „steuerliche Klassiker“, die bei jeder Transaktion betrachtet werden?*

Dr. Stefan Mayer: Weil sich unsere Aktivitäten vor allem auf neue, wachsende Märkte konzentrieren, ist die Umsatzsteuer fast immer ein Thema. Und bei diesen Transaktionen ist sie oft sogar wichtiger als die sonst sehr gern geprüften Ertragsteuern. Bei wachsenden Unternehmen spielt die Ertragsteuer mehr in Form von Verlustvorträgen eine Rolle – nicht als historische Tax-Cash-Risiken. Darüber hinaus ist es für uns wichtig, dass das Geschäftsmodell abgesichert ist. Bei wachsenden Unternehmen sind auch ein sauberes Verhältnis zwischen Gesellschaft und Gründer, die verdeckte Gewinnausschüttung und die Lohnsteuer ein Thema. Ob ein Target da wirklich sauber aufgestellt ist, muss im Rahmen der Tax Due Diligence (TDD) geklärt werden.

■ *Unterscheiden sich die wichtigen steuerlichen Aspekte bei nationalen und internationalen Unternehmenstransaktionen? Wo liegen die größten steuerlichen Risiken bei internationalen Unternehmenskäufen?*

Dr. Stefan Mayer: Im Hinblick auf die historischen Risiken sehe ich eigentlich keine wesentlichen Unterschiede. Bei internationalen Deals muss man eher noch strukturelle Fragen klären. Da wir als ProSiebenSat.1-Steuerabteilung selbst auf das deutsche Steuersystem spezialisiert sind, können wir uns bei rein deutschen Deals natürlich sehr schnell ein eigenes Bild machen. Hingegen müssen wir uns bei internationalen Deals mehr auf unsere ausländischen Berater verlassen. Das ist eine zusätzliche Herausforderung. Entscheidend für eine erfolgreiche Transaktion ist dabei insbesondere, relevante Risiken von einer gewissen Größenordnung rechtzeitig mitzubekommen, um diese so zu einem geeigneten Zeitpunkt in den Verhandlungen berücksichtigen zu können.

■ *Wie definieren Sie die Anforderungen an eine TDD beziehungsweise den Untersuchungsumfang?*

Dr. Stefan Mayer: Wir haben eine relativ klare und konsequente Trennung zwischen Strukturierung und Due Diligence: Um die Strukturierung kümmern sich Rechts- und Steueranwälte. Der Workstream DD liegt bei den DD-Providern (Wirtschaftsprüfer und Steuerberater). Uns ist wichtig, dass die involvierten Rechtsanwälte und DD-Provider zusammenarbeiten und auch wirklich miteinander sprechen. Zudem erwarten wir auf Seiten des DD-Providers, dass die Financial und Tax Due Diligence sehr eng miteinander abgestimmt sind. Dafür müssen sich auf Providerseite das Steuer- und das Finanz-Team über relevante Erkenntnisse austauschen, so dass die wichtigsten Risiken und Restriktionen frühzeitig erkannt und kommuniziert werden. Das verhindert einen Zusatzaufwand auf Seiten unseres M&A-Teams und gewährleistet eine erfolgreiche Verhandlung. Entsprechend ist uns die nahtlose Handhabung von Schnittstellenthemen sehr wichtig.

Lennart Wiegel: Wir sehen die Due Diligence als ein ganzheitliches Konstrukt, auf dessen Basis wir uns als M&A-Abteilung eine gemeinsame Meinung bilden und diskutieren wollen. Die steuerliche und die rechtliche Strukturierung liegen für uns nah beieinander.

Deshalb ist die steuerliche Strukturierung bei unseren Projekten auch ein Teil der Rechtsberatung. Dabei besteht unsere Aufgabe darin, die Workstreams zusammenzuhalten und die Kommunikation unter unseren Dienstleistern zu fördern. Allgemein ist es uns wichtig, mit Beratern zusammenzuarbeiten, die unsere Arbeitsabläufe kennen. Das erhöht die Geschwindigkeit der Transaktion.

„Es ist nicht die Steuer, die den Deal erst wirtschaftlich macht.“

■ *Haben Steuerrisiken schon einmal zu einem No Deal geführt?*

Dr. Stefan Mayer: Es ist nicht die Steuer, die den Deal erst wirtschaftlich macht. Meiner Meinung nach kommt es auf die Art des Risikos an. Offenkundige Risiken sind eigentlich kein Problem, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit und die Größenordnung bekannt sind. Durch einen entsprechenden Kaufpreisabzug lassen sie sich wirtschaftlich lösen. Identifiziert man aber ein großes Risiko, zu dem man bisher wenige Informationen hat, muss man schnell handeln. Dabei kommt es wieder auf eine effiziente Kommunikation zwischen DD-Provider und uns als Auftraggeber an. Wichtig ist dabei, für die Risiken Erwartungswerte zu bilden, die dann Grundlage für die Verhandlungen sind. Zum Beispiel hatten wir jüngst ein Projekt, in dessen Rahmen ein großes Exit-Tax-Risiko identifiziert wurde, das den Deal hätte platzen lassen können. In diesem Fall mussten wir uns schnell einig werden, ob wir noch einmal Geld in eine detaillierte Bewertung des Risikos investieren, um die Größe des Risikos einschätzen zu können. Dadurch konnten wir dann die Argumentation des Verkäufers besser bewerten, so dass letztendlich ein verhandelbares Paket vorlag.

■ *Welche Rolle spielen bei Ihnen W&I-Versicherungen beziehungsweise Versicherungen gegen Steuerrisiken?*

Dr. Stefan Mayer: Erfahrungsgemäß ist eine Lösung sehr schwierig, wenn die für das identifizierte Risiko von beiden Parteien ermittelten Eintrittswahrscheinlichkeiten maximal auseinanderliegen und man sich völlig uneinig ist. Da bietet sich aus meiner Sicht eine

Versicherung als Lösung an. Denn eine Versicherung gewährleistet hier einen objektivierten Blick. Die Versicherbarkeit des Risikos wird damit zum ausschlaggebenden Kriterium. Auch wir als Käufer hatten schon Fälle, bei denen wir das Risiko nur mit Hilfe einer vom Verkäufer abgeschlossenen Versicherung regeln konnten.

■ *Können – nach Ihrer Einschätzung – durch solche Versicherungskonzepte Steuer Risiken eher gelöst werden als davor?*

Dr. Stefan Mayer: Die Einschätzung hängt davon ab, auf welcher Seite des Deals man steht. Wir haben schon in beiden Rollen Versicherungen abgeschlossen. Auf Verkäuferseite ist eine W&I-Versicherung sehr hilfreich, weil man dadurch bezüglich der veräußerten Gesellschaften einen klaren Schnitt bei Verkäufen erreichen kann und keine vorsorglichen Rückstellungen für etwaige Forderungen unter der Steuerfreistellung machen muss. Für den Käufer ist die normale, allgemeine W&I-Versicherung anspruchsvoller als der bisheriger Transaktionsprozess, da mit dem Versicherer ein weiterer Player dazu kommt. Und diesen müssen wir über die Betriebsprüfungen bei den erworbenen Gesellschaften und dergleichen auf dem Laufenden halten.

Lennart Wiegel: Wir als M&A-Abteilung sind generell offen für eine W&I-Versicherung auf beiden Seiten. Sie kann ein sehr hilfreiches Tool innerhalb einer Verhandlung sein. Man muss aber auch realistisch beurteilen, was im Umfang des Versicherungsschutzes gewährleistet ist und wie viel Sicherheit man damit wirklich gewinnen kann. Die Versicherbarkeit

der Risiken nimmt keinen Druck von der Due Diligence. Ganz im Gegenteil: Die Versicherung schaut sich das genauer an und verlangt einen detaillierten DD-Bericht. Dementsprechend muss man den Anforderungen der Versicherung gerecht werden.

■ *Wie wird die Abarbeitung der steuerlichen Fragestellungen im Rahmen der Post Merger Integration sichergestellt?*

Dr. Stefan Mayer: In unserem Konzern haben wir sowohl Gesellschaften, die von unserer Steuerabteilung komplett betreut werden, als auch Unternehmen, die ihren lokalen Steuerberater behalten und ihre Reporting-Packages für die Konzernbilanzierung an uns liefern. Die Erkenntnisse aus der Due Diligence helfen uns dabei, einzuschätzen, wie gut die Finanz- und Steuerabteilung unserer neu erworbenen Unternehmen aufgestellt sind. Falls nötig, können wir auf dieser Grundlage intervenieren.

■ *Wie fließt der Post-Merger-Integrationsaufwand in die Beurteilung eines Targets ein?*

Lennart Wiegel: Das ist ein spezieller Punkt im Kompetenzbereich unserer DD-Workstreams. Dabei begutachten wir sowohl die Businessseite als auch beispielsweise die Buchhaltung und die steuerliche Situation des Targets. Die ProSiebenSat.1 Media SE muss bestimmte Anforderungen erfüllen, die auch für unsere Tochterunternehmen gelten. Sollte ein Unternehmen dem nicht gerecht werden können, müssen wir etwaige Kosten für einen Mehraufwand unsererseits frühzeitig – bevor wir den Deal abschließen – einkalkulieren.

PROSIEBENSAT.1 MEDIA SE

ProSiebenSat.1 ist ein führendes deutsches Entertainment-Unternehmen mit einem starken E-Commerce-Geschäft. 2018 erreichte ProSiebenSat.1 auf den digitalen Plattformen des Konzerns 3 Milliarden Video-Views. Die dazugehörige Nucom Group ist ein schnell wachsender E-Commerce-Player mit führenden Portfoliounternehmen aus den Bereichen Verbraucherberatung, Partnervermittlung, Erlebnisse sowie Beauty & Lifestyle.

Dr. Stefan Mayer

ist als Director M&A Tax innerhalb der Steuerabteilung der ProSiebenSat.1 für die steuerliche Betreuung und Koordination der M&A-Tätigkeiten der Gruppe verantwortlich. Vor seiner Zeit bei ProSiebenSat.1 war er mehrere Jahre als Rechtsanwalt und Steuerberater für die Rechtsanwaltskanzlei Latham & Watkins LLP tätig.

Lennart Wiegel

ist als Director im M&A-Team der ProSiebenSat.1 für die Projektleitung von M&A-Transaktionen der Gruppe verantwortlich. Vor seiner Zeit bei ProSiebenSat.1 war er mehrere Jahre als Unternehmensberater für Bain & Company tätig.

Rechtliche Herausforderungen bei Cross-Border-Transaktionen

Die BLANC & FISCHER Familienholding ist ein klassischer Mittelständler, der weltweit den Lebensraum Küche prägt. Die Unternehmensgruppe ist ein hundertprozentiges Familienunternehmen. Sie gehört zu gleichen Teilen den beiden namensgebenden Familienstämmen und wird familienfremd gemanagt. Das hochprofitable Unternehmen ist auf Expansionskurs. Dabei werden vor allem die ausländischen Standorte ausgebaut. Welchen Herausforderungen sich das Unternehmen in diesen Märkten stellen muss, diskutiert Dr. Christoph Winkler, Rechtsanwalt und Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart, mit Christoph Staber, Director, und Klaus Ackermann, Vice Director Corporate Legal and Compliance, bei BLANC & FISCHER.

■ *Herr Staber, Herr Ackermann, wie ist Ihre Herangehensweise, um im Ausland das passende Zielunternehmen zu finden, das Sie erwerben möchten?*

Häufig gehen wir auf kleinere Unternehmen zu, die eine für uns interessante Technologie besitzen. Bei der Identifizierung von Zielunternehmen arbeiten wir auch mit strategischen M&A-Beratern zusammen.

■ *Wo liegen die größten rechtlichen Fallstricke bei Cross-Border-Transaktionen?*

Das lässt sich generell kaum beantworten, denn das ist von Rechtsordnung zu Rechtsordnung sehr unterschiedlich. Oftmals werden die rechtlichen und vor allem die kulturellen Besonderheiten unterschätzt. Daneben ist eine sorgfältige Due Diligence zwingend.

Diese zu organisieren, um eine solide Entscheidungsbasis für eine Akquisition zu erhalten, kann in bestimmten Regionen herausfordernd sein, insbesondere in den Emerging Markets. Die größten Herausforderungen sehen wir aber nach einer Akquisition in der Integration des Targets in die eigene Unternehmensgruppe.

■ *In welchen Ländern sind die Risiken eines Unternehmenserwerbs eher hoch einzuschätzen?*

Auch hier ist es schwierig, zu verallgemeinern: Selbst in Europa gibt es Länder, die komplex sind. Italien hat eine Rechtsordnung, in der vieles reguliert ist. Frankreich ist ein interessanter Markt mit sehr reifen rechtlichen Rahmenbedingungen. Trotzdem sind Akquisitionen wegen der arbeitsrechtlichen Regulierungen schwierig.

Dann gibt es Länder, in denen der typische M&A-Prozess noch nicht etabliert ist. Dort ist es schon schwierig, die Risiken tatsächlich zu erkennen. In anderen Rechtsordnungen liegen die Risiken weniger in der typischen Durchführung der Akquisition – Stichwort Nordamerika: Dieser Markt ist so reif und alles ist sehr standardisiert. Trotzdem sind die rechtlichen Haftungsrisiken sehr hoch.

■ *Am Anfang einer Transaktion steht oft eine Legal Due Diligence. Worauf sollten Investoren hier vordringlich achten?*

Wir denken, der richtige Weg ist, dass man die Legal Due Diligence sehr weit fasst und ganz umfassend in das Unternehmen hineinschaut. Gibt es Rechtsstreitigkeiten? Wie ist die arbeitsrechtliche Situation im Unternehmen? Und schließlich, wenn man eine Gesellschaft haben möchte, sind die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen intakt? Anschließend kann man Schwer-



Christoph Staber, Director (oben), und Klaus Ackermann, Vice Director Corporate Legal and Compliance (Mitte), bei BLANC & FISCHER, im Gespräch mit Dr. Christoph Winkler, Rechtsanwalt und Partner bei Ebner Stolz (unten).

punkte setzen. Wenn ich noch so schön alles durchgeprüft habe und kein Risiko sehe, stellt sich immer noch die Frage, ob ich darauf geachtet habe, dass ich das Unternehmen auch managen kann, dass ich jemanden habe, der die Erfahrung hat, um das Target-

Know-how ins Unternehmen zu holen. Wir prüfen schon in der frühen Phase, ob das Unternehmen zu uns passt. Hier geht es in erster Linie um die Kultur des Unternehmens und weniger um klar definierte rechtliche Fragen.

■ *In Deutschland verleiht ein sauberer Vertrag ein hohes Maß an Rechtssicherheit. Haben Verträge im Ausland dieselbe Bindungswirkung und Bedeutung wie bei uns?*

Ja und nein. Verträge sind zum Beispiel auch in China sehr wichtig, vor allem der formelle Vertragsabschluss. Mindestens genauso wichtig ist aber der Aufbau einer vertrauensvollen persönlichen Beziehung während der Vertragsverhandlungen. Hierzu ist es zwingend, vor Ort zu verhandeln, was wegen der Sprachbarriere oftmals nicht ganz einfach ist. Das klingt trivial, aber gerade in China beziehungsweise in Asien insgesamt ist die persönliche Schiene fast noch wichtiger. Die beste Vertragsklausel ist dort nichts wert, wenn man das System des Gegenübers nicht durchschaut. Oft sitzt man dort großen Teams von 15 und mehr Leuten gegenüber. Die Kunst ist, zuerst einmal herauszufinden, wer derjenige ist, den man wirklich auf seine Seite bringen muss und der einem dann hilft, den Vertrag abzuschließen.

■ *Nach deutschem Recht kann in Verträgen eine Rechtswahl getroffen werden. Wie war das bei Ihren Cross-Border-Transaktionen? Wurde eher deutsches Recht vereinbart?*

Deutsches Recht durchzusetzen ist schwierig. Gerade in Asien, aber auch in Nordamerika wird in der Regel lokales Recht angewendet. Allenfalls Schweizer Recht als neutrales Recht ist ab und zu eine Option. Daneben arbeiten wir häufig mit Schiedsgerichtsklauseln (zum Beispiel International Chamber of Commerce).

■ *Bei Geschäftsbeziehungen in den asiatischen Raum spielen gewerbliche Schutzrechte eine große Rolle. Worauf ist hier unbedingt zu achten?*

Wir haben noch keine wirklich negativen Erfahrungen gemacht. Natürlich achten wir mit entsprechenden Vertragsklauseln auf einen vernünftigen Schutz des Intellectual Property (IP). Aber man sollte natürlich auch nicht naiv sein und leichtfertig IP preisgeben – auch nicht unter einem bestehendem Non-Disclosure-Agreement (NDA).

■ *Wie wird bei Cross-Border-Transaktionen mit ausländischen Arbeitsverhältnissen umgegangen? Mussten Sie die Arbeitnehmer übernehmen, oder bestehen hier auch Möglichkeiten, sich einfach von Mitarbeitern zu trennen?*

Mit der Kenntniss des deutschen Arbeitsrechts kann man in fremden Rechtsordnungen nichts anfangen. Deshalb ist es wichtig, von Anfang an externe Beratung hinzuziehen. In der Regel wollen wir uns aber nicht von den neuen Mitarbeitern trennen. Sie haben zumeist entscheidende Kenntnisse über Produkte und Märkte. Die Übernahme insbesondere der relevanten Know-how-Träger ist teilweise sogar eine Bedingung für das Zustandekommen einer Transaktion. Wir fragen uns deshalb eher, wie wir die Mitarbeiter halten und sie rechtlich wirksam an das Unternehmen binden können.

„Der beste Vertrag ist in Asien nichts wert, wenn das Vertrauensverhältnis fehlt.“

■ *Wie geht BLANC & FISCHER mit Umweltrisiken um, die mit Investitionen in ausländische Produktionsunternehmen regelmäßig einhergehen können?*

Die Bestimmung von Umweltrisiken ist ein entscheidender Faktor und zwingender Bestandteil einer

jeden Due Diligence. Eine detaillierte Prüfung erfolgt gesamtheitlich, das heißt, Umweltrisiken werden unter verschiedenen Gesichtspunkten unter Einbeziehung von Fachexperten beleuchtet.

Entscheidend ist stets sicherzustellen, dass alle gesammelten Informationen zu einem Gesamtbild zusammengesetzt werden. So kann beispielsweise einem Fachexperten etwas auffallen, was große rechtliche Relevanz hat, umgekehrt kann die Legal Due Diligence auch dem Fachexperten hilfreiche Hinweise liefern. Das ist wichtig, denn habe ich ein Nachhaltigkeitsproblem, habe ich letztendlich auch ein Haftungsproblem.

■ *Wie setzt BLANC & FISCHER im Rahmen der Post Merger Integration die eigenen Compliance-Standards im Zielunternehmen um? Können diese ohne weiteres adaptiert werden?*

Das Compliance-Management-System der BLANC & FISCHER Familienholding verfolgt einen globalen Ansatz, das heißt, es umfasst ausnahmslos alle Gesellschaften weltweit. Jedes Zielunternehmen wird daher im Rahmen der Post Merger Integration in das Compliance-Management-System integriert. Hierbei ist entscheidend, die Mitarbeiter „mitzunehmen“ und bereits bestehende Compliance-Maßnahmen im Zielunternehmen behutsam in das neue System zu überführen und weiterzuentwickeln.

BLANC UND FISCHER CORPORATE SERVICES GMBH & CO. KG

Die BLANC & FISCHER Familienholding ist Mutter- und Dachgesellschaft von fünf Teilkonzernen. Die Unternehmensgruppe ist ein hundertprozentiges Familienunternehmen und gehört zu gleichen Teilen den beiden namensgebenden Familienstämmen. Sie wird familienfremd gemanagt und prägt weltweit den Lebensraum Küche.

Christoph Staber

ist seit März 2016 Director Corporate Legal and Compliance der BLANC & FISCHER Familienholding. Damit hat er die Führungsverantwortung für ein weltweites Team von Juristen und Patentspezialisten und die weltweite Verantwortung für alle Rechts- und Patentangelegenheiten im Unternehmen.

Klaus Ackermann

ist seit 2016 Vice Director Corporate Legal and Compliance und zusätzlich seit 2019 Head of Corporate Compliance. Er trägt weltweite Verantwortung für das Compliance-Management-System des Unternehmens.

Strategisch geprägte Minderheitsbeteiligungen

Als Kapitalsammelstelle leidet UNIQA Insurance Group, der größte private Krankenversicherer in Österreich, im Besonderen unter dem Niedrigzinsumfeld. Um dies auszugleichen, investiert UNIQA zum einen in zukunftsrelevante Innovationen aus dem Healthtechbereich. Zum anderen stärkt das Unternehmen mit Investitionen im Gesundheitsbereich das eigene Kerngeschäft. Hierzu sucht UNIQA vor allem in Deutschland Targets unter anderem im Medtechbereich. Darüber unterhält sich Markus Schmal, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz in Hamburg, mit Tobias Winter, Co-Head bei UNIQA Health Invest, und Dr. Bernhard Tousek, Experte Krankenanstalten und Gesundheitsprodukte bei UNIQA Health Invest.

■ *Für eine Versicherung stellt es eine besondere Herausforderung dar, das Kapital gewinnbringend anzulegen. Wie sieht eine erfolgreiche Anlagestrategie in der Niedrigzinsphase konkret aus?*

Tobias Winter: Sie haben vollkommen recht. Weltweit weisen Anleihen mit einem Volumen von 17 Billionen US-Dollar negative Zinsen aus. Im Bereich der Anleihen mit 5-jähriger Laufzeit gibt es im Euroraum lediglich in Griechenland und Italien eine positive Verzinsung. Deutsche Staatsanleihen sind auf 30 Jahre hinaus negativ. Für Investoren, die traditionell vor allem im Bereich der festverzinslichen Anleihen investiert haben, ist das ein Problem. Der Anlagedruck wächst. Die Branche und auch UNIQA suchen deshalb alternative Anlagen mit positiven, laufenden Erträgen und einem einschätzbaren Risiko. UNIQA hat sich bereits vor einigen Jahren dazu entschlossen, den Bereich alternativer Investments zu stärken. Neben zukunftsrelevanten Investitionen im Bereich Venture Capital, die eine Nähe zu unseren Aktivitäten als Versicherungskonzern haben – Fintech, Insurtech, Digital Health –, sind das die Sparten Infrastruktur, Private Debt und Beteiligungsfinanzierung. Im Bereich Beteiligungsfinanzierungen fokussieren wir auf die Gesundheitsindustrie und streben Minderheitsbeteiligungen an nachhaltig erfolgreichen mittelständischen Familienunternehmen an.

■ *Worin sehen Sie die Vorteile einer Beteiligung an mittelständischen Familienunternehmen?*

Tobias Winter: Familiengeführte Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie langfristig entscheidende unternehmerische Kriterien verfolgen, wie eine nachhaltige Gewinnerzielung, leistungsstarke Mitarbeiter und eine hinreichende Forschungs- und Entwicklungskapazität. Oft gelingt ihnen das besser als Konzernen. Denn es ist das Geld des Eigentümers, das verdient oder verloren wird, und nicht das Geld mehr oder weniger bekannter Aktionäre. Das nutzt auch uns als Minderheitsgesellschafter. Hinzu kommt, dass wir so die Bewertungsvolatilität börsennotierter Unternehmen vermeiden können und mehr Planungssicherheit gewinnen.

■ *Welche Zielunternehmen suchen Sie – national wie auch grenzüberschreitend in Deutschland?*

Tobias Winter: Wir suchen unsere Zielunternehmen innerhalb der Healthcarebranche, vor allem in den Bereichen Gesundheitsversorgung, Diagnostik und Medizintechnik. Die Medizintechnikindustrie ist sehr fragmentiert. In Deutschland beschäftigen nur 10 Prozent der Unternehmen dieser Branche mehr als 20 Mitarbeiter, das sind circa 1.250 Unternehmen. Aber sie produzieren Produkte, für die es weltweit



Tobias Winter, Co-Head UNIQA Health Invest (oben), und Dr. Bernhard Tousek, Experte Krankenanstalten/Gesundheitsprodukte UNIQA Health Invest (Mitte), im Gespräch mit Markus Schmal, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Partner bei Ebner Stolz (unten).

einen Markt gibt. Da schlummert vertriebsseitig ein erhebliches Potential.

Zudem haben sich mit Inkrafttreten der EU-Medizinprodukteverordnung die Rahmenbedingungen epochal verändert. Nach Ende der Übergangsfrist im Mai 2020 werden die Anforderungen an Neuzulassungen von Medizinprodukten deutlich höher sein als in der Vergangenheit. Zudem müssen am Markt be-

reits zugelassene Produkte rezertifiziert werden. Ähnliches gilt auch für die Diagnostikindustrie: Dort endet die Übergangsfrist allerdings im Normalfall im Mai 2022, im speziellen Einzelfall erst in 2024. Aktuell gibt es nur wenige auf Medizintechnikindustrie fokussierte Finanzinvestoren. Ein Investment erfordert ein hohes Maß an Branchen-Know-how. Zudem sind die Exitmöglichkeiten limitiert.

■ *Welchen Anforderungen müssen die für Sie in Frage kommenden Unternehmen genügen?*

Tobias Winter: Wir haben ganz klare Vorstellungen, welche Anforderungen erfüllt sein sollen: Wir beteiligen uns mit einem Minderheitsanteil bis maximal 50 Prozent. Die Investitionshöhe sollte zwischen 20 und 25 Millionen Euro liegen; in Ausnahmefällen kann sie sich auch zwischen 5 und 50 Millionen Euro bewegen. Da wir uns operativ nicht einbringen, ist ein erfahrenes und erfolgreiches Managementteam zwingend. Genauso wie ein etabliertes Rechnungswesen und Controlling. Das heißt, ein einwandfreies Management-Informationssystem muss gewährleistet sein. Außerdem muss Konsens hinsichtlich der strategischen Entwicklung herrschen. Wir sind als Konzern sehr stark im Gesundheitswesen verwurzelt, deshalb liegen für uns Investitionen im Gesundheitsbereich nahe. Zur Erinnerung, wir sind mit einem Marktanteil von 47 Prozent Marktführer im Bereich der privaten Krankenversicherung, die es in Österreich nur als Zusatzversicherung gibt, und darüber hinaus Eigentümer von fünf Privatkrankenhäusern. Zudem sind wir als Vermögensverwalter des Versicherungskonzerns auch in andere, internationale Investmentvehikel investiert, die sich auf den Gesundheitsbereich fokussieren. Damit haben wir Zugriff auf ein sehr breites Know-how: Wissen um medizinische Produkte, um ärztliche Leistungskriterien, um Usancen des medizinischen Tagesgeschäfts, um Kostenerstattungen, um neue Entwicklungen bei Diagnosen und Therapien bis hin zu Zertifizierungs- und Qualitätskriterien. Das hat zur Folge, dass wir die Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken von Unternehmen aus dem Medizinbereich besser verstehen können.

■ *Aus welchen Gründen legen Sie den Fokus auf den deutschen Markt?*

Tobias Winter: Das ist ganz klar die Marktgröße: Die Medizintechnik- und die Diagnostikbranche umfassen in Österreich rund 600 Unternehmen, in

Deutschland sind es rund 12.500. Fast jedes dritte Unternehmen dieser Branche in Europa hat seinen Hauptsitz in Deutschland. Außerdem erleichtern die gemeinsame Sprache und Kultur sowie das ähnliche Rechtssystem die Kommunikation und das Verständnis füreinander.

■ *Vor welchen operativen Herausforderungen des Auf- und Ausbaus des Investmentbereichs Health steht ein institutioneller Veranlager wie UNIQA ?*

Tobias Winter: Wir haben uns mittlerweile die Zahlen von mehr als 2.000 Medizintechnikunternehmen angesehen. Die meisten von ihnen verfügen über eine komfortable Eigenmittelausstattung. Dies stellt uns in der Identifikation von Zielunternehmen vor Herausforderungen. Wir müssen Unternehmen identifizieren, die vor Meilensteinen stehen, wie Veränderungen in der Gesellschafterstruktur, Akquisitionen von Mitbewerbern oder der Expansion in neue Märkte. Diese müssen dann auch noch dazu bereit sein, einen externen Kapitalgeber aufzunehmen. Wir konkurrieren dabei mit Private-Equity-Gesellschaften und strategischen Käufern. Unser Vorteil ist, dass wir Kapital langfristig zur Verfügung stellen können – wie ein strategischer Käufer –, aber die operative Unabhängigkeit des Managements gewährleisten. Wir hegen eine langfristige Beteiligungsabsicht; das bedeutet, dass wir keinen zeitnahen Weiterverkauf oder Börsengang zur Maximierung unserer Rendite benötigen. Unser Beteiligungsansatz zielt auf eine kontinuierliche Wertsteigerung und die Generierung laufender, nachhaltiger Erträge in Form von Dividenden ab.

■ *Wie identifizieren Sie interessante Unternehmen?*

Dr. Bernhard Tousek: Wir bedienen uns beim Sourcing mehrerer Marktzugänge: Durch eigens eingegangene Beteiligungen mit einschlägigen Investmentgesellschaften haben wir uns ein Netzwerk geschaffen. Wir pflegen die Zusammenarbeit mit professionellen Finanzdienstleistern, gleichzeitig suchen wir gerade durch Präsenz auf Fachmessen und Besuche von Clusterveranstaltungen Direktkontakte. So sind wir beispielsweise auf der MEDICA vertreten und nutzen dort die Möglichkeit, mit Unternehmern direkt ins Gespräch zu kommen.

■ *Wie ist Ihre Herangehensweise, wenn Sie ein Target identifiziert haben?*

Tobias Winter: Aus unserer Sicht sind folgende fünf Schritte entscheidend: erstens der Aufbau einer vertrauensvollen und persönlichen Gesprächskultur. Ein mittelständisches Unternehmen hat oft sehr spezifische Unternehmensstrukturen und meist auch andere Unternehmerpersönlichkeiten an der Spitze als Konzerngesellschaften. Zweitens das rasche Herausarbeiten des Geschäftsmodells, das Erkennen der Stärken und Schwächen, aber auch der Chancen und Risiken sowie des Alleinstellungsmerkmals des Unternehmens. Drittens die Erörterung der strategischen Zielsetzungen, um feststellen zu können, inwieweit die Ziele für Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter übereinstimmen und beide dieselben Interessen ver-

„Wir streben Minderheitsbeteiligungen an nachhaltig erfolgreichen mittelständischen Familienunternehmen an.“

folgen werden. Viertens müssen wir das Verständnis schaffen, dass bestimmte Gesellschafterrechte notwendig sind, um Umsetzung und Absicherung der strategischen Zielsetzungen sicherzustellen. Operativ einmischen wollen wir uns damit aber nicht. Fünftens müssen wir uns grundsätzlich über die Bewertungskriterien und damit auf den Unternehmenswert einigen. Solche entscheidenden Schritte erarbeiten wir im Wesentlichen nur in einem Zweierteam mit jeweils jahrzehntelanger fundierter Erfahrung im medizinischen sowie wirtschaftlich/rechtlichen Bereich. Somit können Gespräche diskret und im kleinsten Kreis gehalten werden. Erst nachdem diese Schritte erfolgreich bearbeitet sind, beginnt der handwerklich erforderliche klassische M&A-Prozess. Bei Fachfragen können wir dabei auch auf die Fachabteilungen innerhalb der UNIQA-Gruppe zurückgreifen.

■ *Herr Dr. Tousek, Sie kommen aus der operativen Führung eines Gesundheitsbetriebs. Welche Rolle nehmen Sie bei UNIQA Health Invest ein?*

Dr. Bernhard Tousek: Unser Team bei UNIQA Health Invest besteht aus Mitarbeitern der UNIQA Group mit Expertise im Veranlagungsbereich und Mitarbeitern der Unternehmenstochter PremiQaMed mit Expertise in der Führung von Gesundheitseinrichtungen. Die

PremiQaMed Group ist ein führender österreichischer Betreiber privater Gesundheitseinrichtungen. In fünf Kliniken, einem Rehabilitationszentrum und einem Gesundheitszentrum werden jährlich rund 95.000 Patienten stationär und ambulant versorgt. Durch ein großes Netzwerk aus Ärzten, darunter viele namhafte internationale Experten ihres Fachgebiets, haben wir Zugriff auf klinische Fachexpertise, die wir im Akquisitionsprozess und in weiterer Folge auch im Beteiligungsmanagement einsetzen können. Dies ist auch für Unternehmen der Medizintechnik von Vorteil – sowohl als Marktzugang wie auch für die Entwicklung und Erprobung neuer Produkte und Technologien.

■ *Welche externen Berater ziehen Sie im Rahmen derartiger Akquisitionen hinzu? Haben Sie eigenes Know-how in bestimmten Feldern aufgebaut?*

Tobias Winter: Bei der Beurteilung von Geschäftsmodellkriterien und natürlich bei vertiefenden Due Diligences sind Experten, die sehr viel Erfahrung und Wissen um Branchen-, Wettbewerbs-, F&E-Kriterien mitbringen, für uns essentiell. Selbstverständlich arbeiten wir dann auch mit Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern eng zusammen. Dabei ist insbesondere der Wirtschaftsprüfer und Steuerberater des Unternehmens ein für uns wichtiger und willkommener Gesprächspartner, da dieser sowohl das Unternehmen, aber auch die Persönlichkeiten „hinter“ dem Unternehmen gut kennt.

■ *Erfolgschancen des Geschäftsmodells, Bewertung, Verhandlungen, Garantien – welches sind im Rahmen eines solchen Deals die neuralgischsten Punkte?*

Tobias Winter: Das ist abhängig vom Einzelfall. Es gibt in jeder Transaktion neuralgische Punkte, die oftmals ganz unterschiedliche Beweggründe haben können. In der Regel sind dies allerdings Bewertungsvorstellungen, teilweise auch Gesellschafterrechte oder aber Garantieverpflichtungen. Sollten wir allerdings grundsätzlich Bedenken im Hinblick auf die Erfolgchancen des Geschäftsmodells haben, würden wir von einem Investment absehen.

■ *Wie werden derartige Investments beziehungsweise dann später die erworbenen Gesellschaften innerhalb Ihres Konzerns betreut?*

Dr. Bernhard Tousek: Bei der Betreuung von Beteiligungen gilt es, zwei Themenbereiche zu betrachten: Das klassische Beteiligungscontrolling baut auf einem funktionierenden Rechnungs- und Berichtswesen auf, welches ja auch der Mehrheitseigentümer zur operativen und strategischen Führung seines Unternehmens benötigt. Das ist für uns in der Regel völlig ausreichend. Das Beteiligungsmanagement sorgt für die inhaltliche Unterstützung in Hinblick auf die gemeinsam vereinbarte strategische Weiterentwicklung des Unternehmens. Relevant sind für uns professionell erstellte Unterlagen für rund vier bis fünf Beirats- oder Aufsichtsratssitzungen im Jahr, um die Strategieumsetzung laufend überprüfen und begleiten zu können. Dabei ist uns auch die kontinuierliche und strukturierte Herangehensweise bei Analysen von Märkten und Wettbewerbern wichtig. Auch hier kann wiederum durch die erwähnte Zweierteamregelung optimale Unterstützung und Wahrung der wachstumsorientierten Gesellschafterinteressen geleistet werden.

UNIQA HEALTH INVEST

ist eine Marke der UNIQA Insurance Group, der führenden privaten Krankenversicherung in Österreich. Das Unternehmen mit Sitz in Wien betreibt als Verwaltungs- und Vertriebsorganisation das indirekte Geschäft für die operativen Versicherungsgesellschaften des Konzerns und ist zentraler Rückversicherer. UNIQA ist mit rund 40 operativen Versicherungsgesellschaften in 18 europäischen Ländern als Versicherer tätig.

Tobias Winter

ist Co-Head UNIQA Health Invest. Er ist seit September 2007 bei der UNIQA Capital Markets GmbH beschäftigt und war in verschiedenen Rollen für die Gesellschaft tätig. Zu seinen aktuellen Aufgaben zählt der Aufbau der Marke UNIQA Health Invest mit dem Ziel, insgesamt bis zu 300 Millionen Euro in mittelständische Unternehmen aus dem Gesundheitsbereich zu investieren.

Dr. Bernhard Tousek

ist Experte Krankenanstalten/Gesundheitsprodukte UNIQA Health Invest und Verwaltungsdirektor der Privatklinik Confraternität sowie Geschäftsführer der GeniaConsult Unternehmensberatungs GmbH. Er verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich der Medizin und Medizintechnik und bringt seine Expertise in die Akquisitionen der UNIQA Health Invest ein.

Unternehmenskauf aus der Krise

Geraten Unternehmen in die Krise, gilt es wirtschaftlich vernünftige Lösungen für das Unternehmen insgesamt sowie für Arbeitnehmer, Stakeholder und Geschäftspartner zu finden. Eine gute Gelegenheit für Investoren oder liquiditätsstarke Wettbewerber, um einen Teil oder alle Anteile an dem Unternehmen oder einzelne Vermögensgegenstände zu erwerben. Allerdings bergen derartige Unternehmenskäufe auch Risiken. Wie schätzt man die wirtschaftliche Situation eines krisenbetroffenen Unternehmens richtig ein? Wo bestehen die höchsten Risiken, und wie geht man damit verantwortungsvoll um? Die FIDELITAS Industrieholding GmbH investiert in Mittelständler, die sich entweder in einem beherrschbaren Krisenstadium oder sogar bereits in einer Insolvenz befinden, und legt dabei großen Wert auf die Fortführung der krisenbetroffenen Unternehmen. Dr. Matthias Maier, Geschäftsführer der FIDELITAS, erläutert im Gespräch mit Michael Euchner, Unternehmensberater und Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart, worauf es bei solchen Distressed-M&A-Projekten ganz besonders ankommt.

■ *Herr Dr. Maier, Unternehmenskauf aus der Krise – kann das wirtschaftlich überhaupt sinnvoll sein, oder ist es nicht eher ein Spiel mit dem Feuer?*

So ein Kauf aus der Insolvenz oder aus der Krise ist natürlich riskant. Man sollte schon wissen, was man da tut. Es braucht ein bestimmtes Umfeld für solche Transaktionen. Das beginnt beim Beraterstab, aber auch Bank- und möglicherweise Investorenkontakte sind wichtig, um sich abzusichern. Denn solche Unternehmen haben schon in der Vergangenheit bewiesen, dass irgendetwas nicht geklappt hat. Das ist zu hinterfragen und idealerweise abzustellen.

■ *Wie sieht denn das Geschäftsmodell der FIDELITAS Industrieholding ganz konkret aus?*

Letztendlich suchen wir Unternehmen, die sich in der Krise befinden oder Insolvenz anmelden mussten und bei denen wir zu der Einschätzung kommen, dass die Leistungsfähigkeit deutlich unterschritten wurde. Damit suchen wir eigentlich die Potentiale von morgen. Wir versuchen, herauszufinden, warum sie in der Vergangenheit eben nicht zur Geltung gebracht werden konnten. Das konkrete Geschäftsmodell sieht

damit so aus: Wir beteiligen uns an Unternehmen der Old Economy, die wir dann im wahrsten Sinne des Wortes sanieren und restrukturieren, um ihren noch guten inneren Kern herauszuschälen.

■ *Unter welchen Umständen ist der Kauf aus der Krise auch wirklich sinnvoll?*

Der Kauf macht dann Sinn, wenn wir in der Due Dilligence vorab zur Einschätzung kommen, dass wir für die bestehenden Beschränkungen eine Lösung gefunden haben. Oftmals hat das Management einfach den Schlüssel nicht gefunden, um das Unternehmen erfolgreich zu bewirtschaften.

■ *Was ist aus Ihrer Sicht als Käufer sinnvoller: der Kauf des Unternehmens kurz vor der Insolvenz oder wenn das Unternehmen schon in die Insolvenz geraten ist?*

Das ist eine spannende Frage. Ich glaube, der wichtige Unterschied ist, dass Sie in beiden Fällen mit unterschiedlichen Partnern verhandeln. Vor der Insolvenz ist es noch der Alt- und bisherige Gesellschafter mit häufig einem Bankenpool oder auch schon ersten

Gläubigern, die in den Sanierungsfall einbezogen wurden. Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens haben wir es je nach Art des Verfahrens mit dem Insolvenzverwalter oder dem Eigenverwalter zu tun. Beides hat Vor- und Nachteile. Unsere Präferenz ist allerdings klar ein Kauf aus der Insolvenz, weil dann die Verbindlichkeiten des alten Unternehmens zunächst einmal in der Insolvenzmasse verbleiben.

■ *Wie gehen Sie ganz konkret bei dem Erwerb eines krisenbetroffenen Unternehmens vor? Wie setzt sich Ihr Transaktionsteam zusammen?*

Wir bekommen derzeit zwischen drei und fünf Unternehmen pro Woche auf den Tisch. Im ersten Schritt mache ich viel allein, allem voran eine eher betriebswirtschaftlich geartete Risikoeinschätzung. Dann schätze ich den Input auch aus Ihrem Hause sehr, Herr Euchner, wo wir über mögliche Stolpersteine sprechen und eine gemeinsame Beurteilung des vorhandenen Geschäftsmodells vornehmen. Bei der Beantwortung von Unternehmens- oder juristischen Fragen können wir auf ein inzwischen eingespieltes Transaktionsteam zurückgreifen.

■ *Worauf müssen Interessenten beim Kauf krisenbetroffener Unternehmen ganz besonders achten?*

Zentrale Frage ist, ob mit der Insolvenz und dem Austausch des Managements die tatsächlichen Bremsklötze beseitigt sind. Mit anderen Worten: Wenn der Markt das Problem ist und es für die Dienstleistung oder die Produkte des Unternehmens einfach keinen Markt mehr gibt, macht der Kauf eines solchen Unternehmens auch keinen Sinn. Wenn es aber nicht der Markt ist, sondern sonstige Faktoren, seien es Kunden, Lieferanten oder auch oftmals die Mitarbeiter, Investitionslücken oder IT-Probleme, dann schauen wir uns das genauer an und versuchen, sehr zügig zu einer Einschätzung zu kommen. Im Kern muss es ein Geschäftsmodell geben, das funktionstauglich ist. Klassische Managementfehler, die sehr häufig bei solchen Unternehmen zu finden sind, können durch eine neue Unternehmensführung behoben werden.

■ *Und wo gibt es Punkte, wo Sie sagen, da lasse ich definitiv die Finger davon weg?*

Es gibt Branchen, wo wir als Betriebswirte die Technologie und die Roadmap eher weniger verstehen, da



Im Gespräch: Michael Euchner, Unternehmensberater und Partner, Ebner Stolz (unten), mit Dr. Matthias Maier, Geschäftsführer FIDELITAS (oben).

lassen wir die Finger davon. Aber wenn sich das Sanierungskonzept oder unser buntes Strauß an Lösungen im Rahmen der Betriebswirtschaft bewegt, dann ist es für uns sehr interessant. Es gibt aber auch noch andere Rahmenbedingungen, die erfüllt sein müssen. Da ich übergangsweise immer als Geschäftsführer fungiere, muss ich auch ein gutes Gefühl bezüglich der Menschen dort haben. Das versuche ich in der Anbahnungsphase zu entwickeln.

■ *Der Erwerb eines krisenbetroffenen Unternehmens gleicht vielfach einem Wettlauf gegen die Zeit und setzt bestimmt auch den Käufer unter Druck. Wie strukturiert man sinnvollerweise einen solchen Transaktionsprozess?*

Ich glaube, da gibt es kein Patentrezept. Das Wichtigste ist, die Kundenbeziehungen stabil zu halten. Wir fangen in der Regel bei den Kunden an und

versuchen schon vor Abschluss der Transaktionen zu einer Einschätzung zu kommen, ob wir belastbare Kundenbeziehungen antreffen. Danach analysieren wir das Mitarbeiter- und das Lieferanten-Portfolio. Wir machen uns Gedanken, wie denn eine Investitionsplanung für die Zukunft aussehen könnte und welche Maßnahmen notwendig sind, die Sanierung auch finanziell erfolgreich werden zu lassen.

■ *Asset Deal oder Share Deal? Welche Übertragungsform eignet sich für krisenbetroffene Unternehmen besser?*

Wir bevorzugen Asset Deals, einfach, weil so die Transaktion einfacher ist und mögliche Altlasten oder Schulden des Unternehmens in der Insolvenzmasse verbleiben. Viele scheuen den Asset Deal, da letztlich alle wichtigen Verträge mit Kunden und Lieferanten einzeln übertragen werden müssen. Beim Share Deal besteht das Risiko, dass sie nicht wissen, welche Risiken sie eingekauft haben, da sie in der Regel nicht die Zeit haben, sich alles genau anzusehen.

■ *Welche Auswirkungen hat ein solcher Unternehmenskauf auf die Unternehmenskultur in dem krisenbetroffenen Unternehmen? Wie sollte die Kommunikation mit den Mitarbeitern ablaufen?*

Da sprechen Sie tatsächlich einen sehr wichtigen Punkt an. Die Unternehmenskultur leidet in solchen Unternehmen genauso wie alles andere. Und es ist natürlich unsere Aufgabe, insbesondere meine als Geschäftsführer, hier eine neue Vertrauensbasis zu schaffen. Das Wort Vertrauen ist hier maßgeblich, denn Vertrauen gab es in diesen Unternehmen in der Regel nicht, ebenso wie es klare Informations- und

Kommunikationsprozesse in der Vergangenheit nicht gab. Viele Mitarbeiter erzählen mir immer wieder, dass gar nicht bekannt war, wie schlecht es dem Unternehmen ging. Das ist ein wesentlicher Erfolgsbaustein für die Zukunft: Wir reden offen und transparent über alle unsere Zahlen. In der Regel gelingt es so, die Betroffenen zu Beteiligten zu machen. Da sehe ich auch einen Vorteil beim Kauf aus der Insolvenz. Hier haben die Mitarbeiter häufig vom Insolvenzverwalter gelernt, dass es ein „Weiter so“ eben nicht geben kann. Die Bereitschaft zu Einschnitten, die wir vollziehen müssen, um zur Rentabilität zurückzukehren, ist dann oft höher.

„Unsere Präferenz ist klar ein Kauf aus der Insolvenz.“

■ *So eine Veränderung der Unternehmenskultur geht ja nicht auf Knopfdruck. Wie lange dauert ein solcher Prozess Ihrer Erfahrung nach?*

Da ist sehr viel Geduld gefragt, sicherlich auch mehr, als ich selber manchmal habe. Ich komme mit meinem Team in der Regel schnell zu einer Einschätzung hinsichtlich der Mitglieder des Führungskreises. Wenn diese nicht zu unserer Kultur passen, trennen wir uns schnell und klar. Bis eine tatsächlich neue Unternehmenskultur gebildet wird, die von Grund auf ihre Daseinsberechtigung und eine Verwurzelung hat, dauert es sicherlich drei bis fünf Jahre. Ehrlicherweise muss man aber auch zugeben, dass es manchmal auch gar nicht gelingt, die Verhaltensmuster der letzten 20 oder 30 Jahre zu ändern.

FIDELITAS INDUSTRIEHOLDING GMBH

Die FIDELITAS Industrieholding GmbH investiert seit 2014 in kleinere und mittlere mittelständische Unternehmen, die sich in einem (noch oder wieder) beherrschbaren Krisenstadium oder in der Insolvenz („Distressed M&A“) befinden. Dabei steht für sie der Grundsatz der Unternehmensfortführung an erster Stelle. Aktuell gehören die PROGRESSIO Feinblechtechnik GmbH, die PHOENIX Metalltechnik GmbH und die INTUS Elektronik GmbH zur FIDELITAS Industrieholding GmbH.

Dr. Matthias Maier

entdeckte Anfang der 2000er Jahre sein Faible für kleinere und mittlere mittelständische Unternehmen in Süddeutschland. Er verfügt über umfangreiche Erkenntnisse als Gesellschafter-Geschäftsführer in mittelständischen Unternehmen sowie als alleinverantwortlicher Fremdmanager in international ausgerichteten Konzernstrukturen. 2014 beschloss er, eine Industrieholding für kleinere und mittlere mittelständische Unternehmen aufzubauen.

Glossar

Binding Offer / Non Binding Offer

Damit ein geplanter Unternehmensverkauf zunächst nicht an die Öffentlichkeit gelangt, bietet sich ein von M&A-Beratern zunächst anonym durchgeführtes Bieterverfahren an. In der ersten Phase kann jeder Bieter ein unverbindliches Angebot aufgrund von zunächst eingeschränkten Unternehmensinformationen abgeben, eine Non Binding Offer. Der vorgegebene Rahmen dient der Vergleichbarkeit der von den Bietern eingereichten Angebote. Anhand dieser Non Binding Offer wird der Bieterkreis sukzessive eingeschränkt. Die verbliebenen Bieter erhalten die Möglichkeit, eine Due Diligence in Bezug auf das zum Verkauf stehende Unternehmen durchzuführen. Auf dieser Grundlage geben die Bieter dann ein verbindliches Angebot zum Kauf des Unternehmens ab, die Binding Offer.

Carve-out

Der Carve-out bezeichnet eine Transaktionsform, bei der aus einem Konzern eine Unternehmenseinheit verkauft wird, die nicht in einer Tochtergesellschaft gebündelt ist, sondern über mehrere Gesellschaften verteilt operiert, in denen auch andere nicht zum Verkauf stehende Einheiten enthalten sind. Eine Transaktion kann nur dann erfolgen, wenn die zum Verkauf stehende Einheit aus der Konzernstruktur herausgelöst wird. Die Bereitstellung von sogenannten Carve-out-Finanzzahlen ist eine komplexe Aufgabe. Potentielle Käufer erwarten für die Vergangenheit Informationen, die die Unternehmenseinheit so darstellen, als wäre der Carve-out bereits erfolgt.

Earn-out-Klauseln

Bei Unternehmensverkäufen sind sich Käufer und Verkäufer aufgrund unterschiedlicher Perspektiven nicht immer über den Kaufpreis einig. Deshalb wird vielfach ein erfolgsabhängiger Zusatzpreis vereinbart, den der Käufer eines Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt zusätzlich zum festen Basispreis an den Verkäufer zahlt. Die Art des Erfolgs und die Berechnung des Earn-outs werden mit einer entsprechenden Earn-out-Klausel im Kaufvertrag festgeschrieben.

Financial Fact Book

Im Rahmen eines Unternehmensverkaufs gilt es, relevante Informationen zum Unternehmen für poten-

tielle Interessenten umfassend aufzubereiten und darzustellen. Zur Objektivierung und bei hoher Komplexität des Zahlenwerks kann die Aufbereitung der Finanzinformationen in Form eines Financial Fact Books erfolgen. Im Rahmen eines solchen Financial Fact Books können sowohl die Darstellung der Finanzdaten als auch die daraus abgeleiteten Analysen vorausschauend beeinflusst werden. In einem Financial Fact Book erfolgt eine bloße Darstellung der Daten ohne kritische Würdigung und Bewertung der dargestellten Informationen. Davon abzugrenzen ist die Financial Vendor Due Diligence, bei der der Ersteller eine eigenständige Würdigung der vom Management der Zielgesellschaft zur Verfügung gestellten Finanzzahlen vornimmt.

Investment Teaser

Ein Investment Teaser liefert erste Information für potentielle Käufer, die vom Verkäufer zur Verfügung gestellt werden. Es geht darum, das Interesse des potentiellen Käufers zu wecken, ohne bereits zu viele Informationen zur Verfügung zu stellen. Oftmals wird der Name der Zielgesellschaft noch nicht genannt.

Letter of Intent (LoI)

In einem LoI verständigen sich die Parteien auf die Hintergründe und die Geschäftsgrundlage für den geplanten Erwerb. So werden zentrale Einigungsbeiriche, wie zum Beispiel der Kaufgegenstand, Kaufpreismechanismus oder Kaufpreis sowie Übergabezeitpunkt festgelegt. Es wird klargestellt, ob und unter welchen Umständen die Parteien zum Vertragsabschluss verpflichtet sind. In dem LoI wird der Verhandlungszeitraum auf einen überschaubaren Zeitraum von wenigen Wochen oder Monaten befristet. Weiterer Inhalt sind die Verpflichtung zur Exklusivität sowie Verschwiegenheitsvereinbarungen.

W&I-Versicherung

Die Warranty&Indemnity-Versicherung (kurz W&I-Versicherung oder Gewährleistungsversicherung) ist eine Versicherung, die der Absicherung von Garantien, Gewährleistungen und Freistellungen aus dem Kaufvertrag dient. Unter anderem können im Rahmen von W&I-Versicherungen auch Steuerrisiken abgesichert werden.

Die Gespräche führten



Alexander Euchner
Steuerberater, Fachberater
für internationales Steuerrecht,
Partner bei Ebner Stolz



Michael Euchner
Diplom-Jurist,
Partner bei Ebner Stolz



Dr. Nils Mengen
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Partner bei Ebner Stolz



Markus Schmal
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Partner bei Ebner Stolz



Dr. Christoph Winkler
Rechtsanwalt,
Partner bei Ebner Stolz

Fachliche Leitung



Armand von Alberti
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Partner bei Ebner Stolz



Dr. Christoph Eppinger
Wirtschaftsprüfer,
Partner bei Ebner Stolz

Projektleitung, Befragung, Redaktion



Dr. Ulrike Höreth
Rechtsanwältin, Fachanwältin
für Steuerrecht, Leiterin Know-
ledge-Management,
Ebner Stolz



Jacqueline Preußer
Leiterin Research und Studien,
F.A.Z.-Institut

Ansprechpartner

Ebner Stolz
Dr. Ulrike Höreth
Kronenstraße 30
70174 Stuttgart
Telefon: (0711) 20 49-13 71
ulrike.hoereth@ebnerstolz.de
www.ebnerstolz.de

FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH –
Der F.A.Z.-Fachverlag
F.A.Z.-Institut
Jacqueline Preußner
Frankenallee 68–72
60327 Frankfurt am Main
Telefon: (069) 75 91-19 61
jacqueline.preusser@frankfurt-bm.com
www.frankfurt-bm.com

