

# ADVISORY NOTES.

N°4 | Februar 2009

Die verantwortungsvolle  
Übergabe von Unternehmenswerten.

Der Verkauf des Lebenswerks ist in aller Regel ein einmaliges Ereignis und zugleich ein einschneidender Wendepunkt in der Laufbahn eines Unternehmers. Wahrscheinlich ist die Gestaltung der Unternehmensnachfolge sogar komplexer als es die Unternehmensgründung einst war. Schließlich geht es nicht alleine um eine monetär als angemessen erscheinende Honorierung der in der Vergangenheit überdurchschnittlich erbrachten Leistungen. Denn neben der erzielten Höhe des Verkaufspreises sollte zusätzlich die Zukunft des Unternehmens durch einen geeigneten Nachfolger geistig und materiell als gesichert gewusst werden. All dies muss dazu in einem möglichst lautlosen Prozess umgesetzt werden, welcher weder Irritationen im Markt, noch unter den eigenen Mitarbeitern auslöst.

---

### Mittelständler benötigen hochindividuelle Betreuung

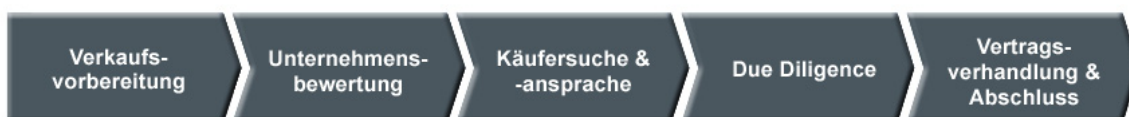
---

Eine professionelle Handhabung der aufgezeigten Herausforderungen kann gewährleistet werden, wenn der Verkaufsprozess durch geeignete und zugleich erfahrene M&A-Advisor begleitet wird. Bei der gewissenhaften Auswahl seiner Berater

selbstverständlich erscheinen sollte, so muss doch festgestellt werden, dass die meisten M&A-Häuser auf ein Instrumentarium und Standardprocedere aufsetzen, welches ursprünglich von angelsächsischen Investmentbanken für die Domäne der managergeführten Konzernwelt entwickelt wurde. Und diese Welt ohne Unternehmer ist typischerweise davon geprägt, dass, wenn einmal der Abverkauf z.B. einer Konzerntochter beschlossen wurde, dies auch möglichst schnell und emotionslos von statten gehen muss. Genau dies trifft jedoch im Normalfall bei Nachfolgelösungen eigentümergeführter Mittelständler nicht zu. Auf deren Betrieb angewandt kann ein industriell geprägter Verkaufsprozess, v.a. wenn er ins Stocken gerät, im Extremfall all jene Werte zerstören, die der Unternehmer über Jahre hinweg aufgebaut hat.

Woran erkennt man aber einen von der „Wall-Street-Denke“ geprägten, jedoch für mittelständische Unternehmen tendenziell wenig geeigneten M&A-Prozess?

Die idealtypische Prozessstruktur beim Verkauf eines Unternehmens umfasst normalerweise die



sollte der Unternehmer allerdings darauf achten, dass in der Folge seinen speziellen Anforderungen als Mittelständler genügend Rechnung getragen wird. Auch wenn dies

fünf Phasen „Verkaufsvorbereitung“, „Unternehmensbewertung“, „Käufersuche & -ansprache“, „Due Diligence“ sowie „Vertragsverhandlung & Abschluss“ (vgl. Abbildung).

Diese allgemeine Struktur ist für sich allein genommen noch nicht schädlich, sondern erst die Art und Weise, mit welcher ein solcher Prozess vorangetrieben wird. Gegenüber folgenden drei industriell geprägten Philosophien sollte der Unternehmer daher eine besondere Skepsis entwickeln:

1. Eine hoch strukturierte, vielfach standardisierte Vorgehensweise soll eine hohe Prozessgeschwindigkeit gewährleisten.
2. Bei der Bewertung des Unternehmens wird vornehmlich mit Vergleichsmultiplikatoren (z.B. 6 mal EBIT) argumentiert.
3. Es wird der Standpunkt vertreten, dass ein hoher Verkaufspreis am besten in einem Auktionsverfahren erzielt werden kann.

---

## Sorgfalt und Ruhe sind die wichtigsten Komponenten

---

(1) Der Verkauf eines Lebenswerks sollte sorgfältig vorbereitet und gewissenhaft durchgeführt werden. Bei dieser verantwortungsvollen Aufgabe besitzt sicherlich nicht die Geschwindigkeit oberste Priorität, sondern die Qualität der Lösung.

So ist es zunächst notwendig, dass der Unternehmer in seinem M&A-Berater einen Sparringspartner auf „Augenhöhe“ findet, mit dem er die strategischen Ziele und möglichen Transaktionsstrukturen diskutieren kann. Typischerweise werden in dieser Phase denkbare Optionen gemeinsam generiert und vor dem Hintergrund der hieraus resultierenden Zukunft des Unter-

nehmens – aber eben auch vor dem Hintergrund der persönlichen Vorstellungen des Unternehmers bewertet. Wichtiges Nebenergebnis dieser Arbeiten ist die Identifikation potentieller „Deal-Breaker“. Hierbei handelt es sich um die Definition von Rahmenbedingungen für den Unternehmer, die für den Verkauf essenziell sind – können diese nicht erfüllt werden, sind weitere Gespräche mit Interessenten sinnlos.

Darüber hinaus lohnt es sich vielfach auch, für das Unternehmen im Vorfeld der Übergabe ein Programm entsprechend dem Motto „Schmücke die Braut“ zu entwickeln. Auf diese Weise lässt sich nämlich nicht nur die Attraktivität für potentielle Käufer, sondern meist auch deren Zahlungsbereitschaft deutlich erhöhen.

Neben den unternehmensbezogenen Vorbereitungen empfiehlt es sich ausdrücklich, auch die steuerrechtliche Gestaltung der im Vorfeld der Transaktion gültigen Unternehmensstruktur zu durchdenken. Denn diese kann erhebliche Implikationen für das Vermögensmanagement des Unternehmers nach dem Verkauf mit sich bringen. Im Gegensatz zum industriellen M&A-Geschäft sollte daher beim unternehmerorientierten Verkaufsmanagement nicht allein der Veräußerungserlös im Mittelpunkt der Bemühungen stehen, sondern der persönliche Vermögenszuwachs fokussiert werden [=Resultierende aus (a) Verkaufserlös, (b) der sich hieraus ergebenden Steuerlast und (c) den anschließenden Möglichkeiten einer steueroptimierten Reinvestition].

Mit welcher Zeitspanne sollte man also rechnen, wenn es um die Umsetzung der Nachfolgeregelung im Mittelstand geht? Aus der täglichen Praxis entstammt die Erfahrung und gleichzeitig die Empfehlung, dass ein Verkaufsprozess in jedem Fall mit ausreichend zeitlichem Vorlauf und einer gewissen inneren Ruhe anzugehen ist. Die vorbereitenden Maßnahmen zur Wertsteigerung des Unternehmens müssen erarbeitet werden und auch schon greifen können. Auf diese Weise können vom Abschluss einer Vereinbarung mit einem M&A-Berater bis zur Unterzeichnung eines Kaufvertrages leicht acht bis zehn Monate vergehen. Hinzu kommt ein psychologischer Faktor: Nur wenn man bereit ist, manchen Interessenten auch abzusagen, kann man auch einen Preis erzielen, der das oft über Generationen getragene unternehmerische Engagement widerspiegelt.

---

### **Einmalige Werte lassen sich schon rein logisch nicht durch Vergleich ermitteln**

---

(2) Um kaum eine M&A-Tätigkeit wird soviel Tamtam gemacht, wie um die Unternehmensbewertung. Regelmäßig streiten die bei industriellen Verkaufsprozessen auf beiden Seiten eingeschalteten M&A-Berater darüber, welcher Multiplikator bzw. welches Bewertungsverfahren im vorliegenden Fall nun Gültigkeit hat. Trotz des hierbei durchaus auf hohem bilanzwissenschaftlichen Niveau ausgetragenen Argumentationsaustauschs können alle zitierten finanztechnischen Ansätze und Rechenverfahren eines nicht leugnen, nämlich dass ein objektiver Unter-

nehmenswert schlicht nicht existiert. Denn vereinfacht lässt sich das Grundprinzip des M&A-Geschäfts auf folgenden Punkt bringen: Der Wert eines Unternehmens ist derjenige Preis, den der „beste“ Käufer vor dem Hintergrund seiner subjektiven Überlegungen zu zahlen bereit ist.

---

### **Strategische Käufer zahlen die höchsten Preise**

---

Die industriell geprägten finanztechnischen Verfahren der Unternehmensbewertung (z.B. das Multiplikatorverfahren, bei dem das bekannte Verhältnis zwischen EBIT und Wert eines vergleichbaren Unternehmens auf das zu bewertende Unternehmen übertragen wird) können daher auch höchstens als Ausgangsbasis für die Verhandlungen mit dem potenziellen Käufer dienen – wenn sie überhaupt sinnvoll angewandt werden können. Denn vielfach sind die geschaffenen Werte eines mittelständischen Unternehmens zu einzigartig, als dass eine Gruppe vergleichbarer Transaktionen bzw. börsennotierter Unternehmen gefunden werden kann, aus der sich Multiplikatoren ableiten lassen. Ob dies nun gelingt oder nicht – welcher Preis letztlich gezahlt wird, ist jedoch von einer ganzen Reihe anderer Faktoren abhängig.

Viele strategisch motivierte Käufer zeichnen sich nämlich vor allem dadurch aus, dass nicht primär die finanziellen Aspekte im Vordergrund stehen, sondern der Erwerb ganz spezifischer Werte. Diese können für den Käufer z.B. sein: Technologien, Marken, Möglichkeit zur Produktdiversi-

fikation, Möglichkeiten zur Kostenreduktion durch Synergieeffekte, geografische Expansion über existierende Vertriebsstrukturen des Verkäufers, Branchenzugänge. Der Preis, der für diese Werte zu erzielen ist, geht normalerweise deutlich über das hinaus, was eine Abzinsung der zukünftig zu erwartenden Cash Flows oder ein EBIT-Multiple ergeben würde.

Die geforderte Fertigkeit eines M&A-Beraters besteht somit auch darin, einen potentiellen Käufer mit hoher strategischer Passung zu finden. Zur hohen Kunst wird diese Fertigkeit immer dann, wenn dieser „beste“ Käufer nicht nur gefunden, sondern zuvor „geschaffen“ wird. Hiermit ist gemeint, dass man sich bei dessen Auswahl nicht passiv auf die vom ihm geäußerte Zahlungsbereitschaft verlässt, sondern diese durch eine subjektive Ansprache nachhaltig erhöht. Dies gelingt immer dann, wenn beim potentiellen Käufer durch das glaubhafte Aufzeigen von für ihn so noch nicht erkannten Synergie und Wertsteigerungspotentialen der inständige Wunsch erzeugt wird, das betreffende Unternehmen zu übernehmen – im Idealfall: koste es was es wolle.

---

## Diskretion gegenüber Kunden und Mitarbeitern als oberstes Gebot

---

(3) Die dritte, industriell geprägte M&A-Philosophie, gegenüber der ein mittelständischer Unternehmer Skepsis walten sollte, ist der allgegenwärtige Glaube an Auktionen. Denn letztlich steht eine derartige Gestaltung des Verkaufsprozesses nur im logischen Einklang mit den

beiden bereits zuvor kritisierten Verfahrensweisen. Geht man nämlich von einem möglichst schnellen Abverkauf und einer (deswegen) nur schwach ausgeprägten Bereitschaft aus, sich in die strategischen Überlegungen potentieller Käufer hinein zu denken, scheint die „Verauktionierung“ eines Unternehmens geradezu ideal. Schließlich muss man nur unter Zuhilfenahme finanztechnischer Bewertungsmodelle einen Mindestpreis definieren, um den „besten“ Käufer im Rahmen eines breit angelegten Bieterwettbewerbs sich selbst erwählen zu lassen.

Ob sich hierbei allerdings ein optimaler Veräußerungserlös erzielen lässt, darf trotz landläufig gegenteiliger Behauptungen getrost bezweifelt werden. Die strategische Prämie lässt sich nämlich im Verkaufsprozess nur dann aktiv maximieren, wenn – wie weiter oben bereits hervorgehoben – der potentielle Käufer bei der Bildung seiner subjektiven Wertschätzung des Unternehmens beeinflusst werden kann. Voraussetzung hierfür ist eine individuelle, vertrauensvolle Kommunikation, die am besten durch das Gewähren einer frühzeitigen Verhandlungsexklusivität geschaffen wird. Auf diese Weise lässt sich eine gemeinsame strategische Vision entwickeln, welche nun psychologisch im Mittelpunkt der Gedanken des Käufers steht – und nicht wie bei der Auktion die alleinige Fixierung auf den Kaufpreis.

Darüber hinaus sprechen aber noch weitere Argumente gegen eine breit angelegte Auktion. Normalerweise lässt sich nämlich vor dem Hin-

tergrund strategischer Überlegungen ein überschaubarer Kreis von Unternehmen mit der besten strategischen Passung und einer grundsätzlich denkbaren Expansionsbereitschaft einkreisen. Dies ermöglicht es dann, sich zunächst einmal auf die zwei bis drei „besten“ potentiellen Käufer zu konzentrieren, um dann relativ schnell mit einem Kandidaten in eine vorläufige exklusive Verhandlung eintreten zu können. Dass auf diese Weise die Vertraulichkeit sehr viel eher gewahrt bleiben wird, als wenn man im Rahmen einer Auktion einer ganzen Reihe von Unternehmen seine Verkaufsbereitschaft veröffentlichen muss, erscheint klar.

Weiterhin spricht gegen die Durchführung eines Auktionsprozesses, dass nicht wenige Investoren einer Teilnahme an einem solchem Verfahren reserviert gegenüber stehen und damit schon im Vorfeld als potentielle Käufer ausscheiden.

Zu guter Letzt eröffnen die Ansprache eines begrenzten Kreises potentieller Käufer sowie das frühzeitige Eingehen einer vorläufigen Exklusivität den Freiraum für die Anwendung zahlreicher, sonst in dieser Form so nicht möglicher Verhandlungstaktiken. Denn im Gegensatz zu einem zeitlich eng getakteten Auktionsprozess lässt sich nicht nur die Geschwindigkeit des Prozesses je nach Bedarf beschleunigen bzw. verlangsamen, sondern es besteht auch genug Flexibilität innezuhalten, die gegenwärtige Situation zu prüfen und gegebenenfalls neue Wege einzuschlagen. So lässt sich jederzeit der Prozess wieder für neue Bieter öffnen, um den Druck auf

den potentiellen Käufer zu erhöhen oder diesen ganz abzulösen.

**Fazit:** Der Verkauf eines Lebenswerks in Form eines über Jahrzehnte aufgebauten Unternehmens ist eine zu verantwortungsvolle Aufgabe, als dass man sie dem Zufall überlassen dürfte. Erfahrene M&A-Berater können hierbei helfen. Allerdings ist bei deren Auswahl darauf zu achten, dass diese sich nicht zu stark an Verfahren orientieren, welche ihren Ursprung in der managergeführten Konzernindustrie haben. Denn im Gegensatz zu den dort normalerweise auf einen schnellen Verkauf abzielenden Bedingungen gibt es beim Mittelstand neben dem Unternehmen eben auch einen Unternehmer. Und dessen persönliche Interessen sind ebenso individuell wie die von ihm einzigartig geschaffenen Werte, welche es zu verkaufen gilt.

Dr. Karsten Zippel

*Kontakt: [zippel@aquin-cie.com](mailto:zippel@aquin-cie.com)*

© Aquin & Cie. AG 2007 - 2009. All rights reserved.

#### ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD  
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

[www.aquin-cie.com](http://www.aquin-cie.com)

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing