



Fokusbericht

Unternehmensnachfolge im Mittelstand





Inhalt

04 Executive Summary

05 Einleitung: Die Herausforderung

06 Der richtige Zeitpunkt

07 Die Suche nach dem richtigen Weg

07 Familieninterne Unternehmensnachfolge

08 Trennung zwischen Eigentum und Geschäftsführung

09 Familienexterne Unternehmensnachfolge

09 Management-Buy-out (MBO)

09 Management-Buy-in (MBI)

10 Verkauf an ein anderes Unternehmen (Strategischer Investor)

10 Sonstige Regelungen: Fusion, Börsengang (IPO), Familienstiftung, Stilllegung

13 Der Verkaufs- und Übertragungsprozess

13 Mehrwert einer M&A-Beratung im strukturierten Verkaufsprozess

18 Informationsasymmetrien

18 Kommunikation

19 Unternehmensübergabe oder die Kunst, loszulassen

19 Nachhaltigkeit und Unternehmensnachfolge

21 Steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen

22 Corona und Unternehmensnachfolge

24 Kaufpreis vs. Unternehmenswert

24 Kaufpreis

24 Unternehmenswert

26 Finanzierung

26 Finanzierungsbedarf

28 Finanzierungsprozess einer entgeltlichen Unternehmensübertragung

32 Wealth-Management: Fahrplan für das Vermögen des Verkäufers

33 Von der Unternehmerfamilie zur Investorenfamilie

34 Anhang

Executive Summary

- Der Unternehmer sollte die Übergabe frühzeitig planen und angehen, um am Ende nicht unter Zeitdruck handeln zu müssen. Der gesamte Prozess, von den ersten Gedanken bis zur finalen Umsetzung, dauert im Regelfall mehrere Jahre.
- Idealerweise sollte ein ungefährer Zeitpunkt bestimmt werden, bis wann die Übergabe vollzogen werden soll. Interne sowie externe Rahmenbedingungen können die Planung erheblich beeinflussen (z. B. die aktuelle Coronakrise).
- Der Alteigentümer sollte rechtzeitig im Familienkreis die Präferenz für eine familieninterne oder eine externe Nachfolgeregelung diskutieren und kritisch prüfen. Es ist ratsam, neben der präferierten Nachfolgelösung A gedanklich auch einen Plan B in der Schublade liegen zu haben.
- Für viele Unternehmer ist der Unternehmensverkauf (externe Nachfolgelösung) ein emotionales und in der Regel auch einmaliges Ereignis. Aufgrund der Komplexität eines Verkaufsprozesses bietet sich daher die professionelle Begleitung durch erfahrene Berater (z. B. die Hausbank, M&A-Berater, Rechtsanwälte etc.) an.
- Professionell vorbereitete und strukturierte Verkaufsprozesse helfen, mögliche Fallstricke frühzeitig zu identifizieren, die Erfolgswahrscheinlichkeit zu erhöhen und die Ziele der Verkäufer zu optimieren.
- Bei den Preisverhandlungen sollte der Alteigentümer den Unternehmenswert realistisch einschätzen und nicht mit der „Herzblut-Rendite“ kalkulieren.
- Eine wesentliche Rolle bei der entgeltlichen Übertragung von Unternehmensanteilen spielt die Finanzierung. Externe Unterstützung beziehungsweise Beratungsangebote sind hier ebenfalls ratsam.
- Die Unternehmensübergabe sollte von einer ausgearbeiteten Kommunikationsstrategie begleitet werden. Zielgruppen sind Mitarbeiter, Geschäftspartner und die Öffentlichkeit am Unternehmenssitz.
- Der Verkäufer sollte sich rechtzeitig Gedanken über die weitere Verwendung des Verkaufserlöses machen.
- Schließlich: Der Alteigentümer muss loslassen können! Dazu gehört auch eine persönliche Lebensplanung für die Zeit danach.



Einleitung: Die Herausforderung

Der Nachfolgebedarf in mittelständischen Unternehmen ist hoch und wird noch zunehmen. Als Begründung für diese Prognose verweist die Bundesregierung Mitte 2020 darauf, dass die Zahl der Unternehmen mit älteren Inhabern steigt und weit über früher üblichen Werten liegt. Gegenwärtig sind 44 Prozent der Inhaber 55 Jahre oder älter. Zum Vergleich: Im Jahr 2002 waren es lediglich 20 Prozent. In absoluten Zahlen ausgedrückt geht es um über 1,5 Millionen Unternehmensinhaber. Diese Zahlen weisen bereits darauf hin, dass eine gelungene Unternehmensübergabe nicht nur für die beteiligten Unternehmen, Unternehmer und Familien relevant ist, sondern in der Summe auch für die gesamte deutsche Volkswirtschaft. Misslingt der Übergang, droht der Verlust von Produktivvermögen und Arbeitsplätzen.

Die Nachfolgeprozesse verlaufen bisher noch nach Plan, stellt die Kreditanstalt für Wiederaufbau im Nachfolge-Monitoring vom Dezember 2020 fest. Die für die nächsten zwei Jahre vorgesehenen 260.000 Übergaben seien zur Hälfte fertig verhandelt, bei einem weiteren Drittel liefen die Verhandlungen. Das seien Bestwerte im KfW-Nachfolge-Monitoring. Darüber hinaus sollen weitere 260.000 Übergaben in drei bis fünf Jahren umgesetzt werden. Übergaben mit dieser Perspektive sind jedoch seltener in Planung als im Vorjahr (7 vs. 10 Prozent).

Die Unternehmensnachfolge ist „hochgradig individuell“, kein Fall ist wie der andere. Im Rahmen dieses Fokusberichts sollen wichtige Ansatzpunkte herausgearbeitet werden, die dabei helfen, den individuellen Prozess zu strukturieren und erfolgreich zu gestalten. Dabei wird sowohl die Perspektive des Übergebenden/des Verkäufers wie die des Übernehmenden/des Käufers betrachtet. Als Unternehmensnachfolge wird nicht nur die familieninterne Übergabe – Generationswechsel im Familienunternehmen – verstanden, sondern auch die Möglichkeit der Veräußerung an familienfremde Käufer. Der idealtypische Prozess hält sieben Herausforderungen bereit, die im Folgenden diskutiert werden (**siehe Grafik 1**).

Grafik 1: Herausforderungen bei der Unternehmensnachfolge



Quelle: HRI

Der richtige Zeitpunkt

Für viele Familienunternehmer steht die schwierigste Entscheidung ganz am Anfang der Unternehmensnachfolge: Die Frage nach dem richtigen Zeitpunkt der Übergabe. Sie machen sich häufig erst spät Gedanken über das Thema Nachfolge, weil sie sich emotional von ihrem Lebenswerk nicht lösen können oder die Diskussionen in der Familie vermeiden wollen. Zudem unterschätzten sie den Zeitbedarf und die Komplexität bei der Übergabe des Unternehmens. Die Lösung „verbindliche Altersgrenze“ funktioniert bei (familienfremden) Managern, nicht aber bei der überwiegenden Zahl der Eigentümerunternehmer.

Experten empfehlen einen zeitlichen Vorlauf von mindestens drei, besser noch fünf oder sieben Jahren. Wer bereits mit Mitte 50 die Übergabe plant, hat ausreichend Zeit, zwischen den Optionen interne oder externe Nachfolge auszuwählen beziehungsweise Plan B umzusetzen, wenn Plan A nicht funktioniert hat. Zudem ist es noch früh genug, das Unternehmen durch wertstiftende Maßnahmen auf die Nachfolge vorzubereiten. Zu nennen wären beispielsweise der Aufbau einer funktionierenden zweiten Managementebene, Gedanken zu steuerlichen Weichenstellungen, die Optimierung von Betriebsprozessen oder die Entscheidung, ob beispielsweise eine Trennung von operativem Geschäft und Immobilie sinnvoll ist.

Wer erst mit Mitte 60 oder Anfang 70 den Prozess startet, gerät unter Zeitdruck und strategisch in die Defensive, potenzielle Käufer könnten dann den Preis drücken. Gravierender ist allerdings, dass eine späte Nachfolgeregelung die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens gefährdet:

- Die Innovationsbereitschaft korreliert häufig negativ mit dem Alter des Unternehmers: Je älter der Unternehmer, desto geringer die Veränderungsbereitschaft.
- Dieses Problem wird durch den mit der Digitalisierung einhergehenden schnellen technologischen Wandel noch verschärft.
- Dazu zählt auch das Versäumnis, neue Geschäftsfelder zu entwickeln, was von 62 Prozent der von der Commerzbank befragten Mittelständler als wichtigste Herausforderung genannt wurde.
- Zudem entsteht in vielen Fällen ein Investitionsstau. Entscheidungen über die Anschaffung neuer Maschinen werden auf die lange Bank geschoben, weil man einem Nachfolger nicht vorgreifen möchte.
- Wenn die Zukunft des Unternehmens lange Zeit unklar bleibt, können Wettbewerber unsichere Kunden abwerben, verlassen wichtige Mitarbeiter das Unternehmen und Lieferanten werden unruhig.
- Im Ergebnis sinken die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität des Unternehmens und somit der nachhaltig Unternehmenswert.
- Dazu kommt: Kreditinstitute berücksichtigen das Alter des Unternehmers und die Perspektiven des Unternehmens bei ihren Kreditentscheidungen. An diesem Punkt kann die Hausbank helfen, wenn sie die Frage der Nachfolgeregelung frühzeitig anspricht und mit ihrem Kunden diskutiert. Möglicher Anknüpfungspunkt des Dialogs: Das „Loslassen-Können“ – die rechtzeitige und geglückte Übergabe des Unternehmens gehört ebenso zum erfolgreichen Lebenswerk eines Unternehmers wie dessen Gründung, Weiterentwicklung, Übernahme oder Kauf.



Frage: Ist das Gespräch mit der Familie erfolgt? Habe ich mit den Kindern gesprochen?

Die Suche nach dem richtigen Weg

Bei der Suche nach einem Nachfolger steht ein Familienunternehmer vor der Wahl, sich für eine familieninterne, für eine unternehmensinterne oder für eine externe Lösung zu entscheiden. Dabei kann es eine sinnvolle Strategie sein, von den genannten Optionen neben der präferierten Lösung A konzeptionell eine Alternative zu erstellen – den Plan B. Denn nicht immer ist sicher, dass eine beabsichtigte familieninterne Nachfolgeregelung auch greifen kann. Auch wenn die Übergabe der Unternehmensleitung an die nächste Generation für viele familiengeführte Unternehmen die anfangs favorisierte Lösung ist. Am Ende wählen jedoch nur noch 40 Prozent eine innerfamiliäre Lösung, 60 Prozent aber den Weg eines externen Verkaufs. Andere Untersuchungen kommen zu ähnlichen Ergebnissen: Danach schafft nur etwa die Hälfte der Unternehmen den familieninternen Übergang in die zweite Generation und sogar nur rund 3 Prozent den in die dritte Generation.

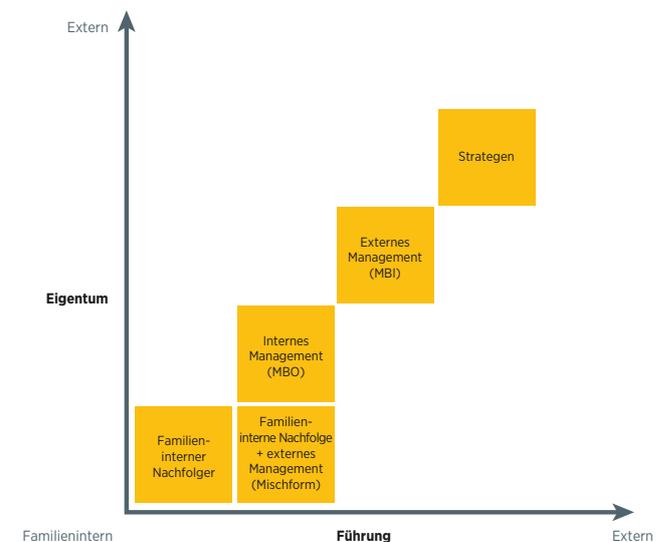
Die externe Lösung kann eine nachvollziehbare Entscheidung sein. Je länger das Unternehmen existiert, desto schwieriger wird es für Familienunternehmen, eine geeignete familieninterne Nachfolge zu finden. Das Unternehmer-Gen ist nicht immer vererbbar. Führungstalent ist selten und das dynastische Prinzip verengt den Talentpool weiter. Im Hinblick auf die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens sollte die Qualifikation des Nachfolgers jedoch grundsätzlich eine größere Bedeutung haben als die Wahrung familiärer Traditionen.

Im Folgenden sollen unterschiedliche Möglichkeiten der internen und externen Unternehmensnachfolge idealtypisch dargestellt und hinsichtlich ihrer Vor- und Nachteile analysiert werden. Wie in Grafik 2 zu erkennen ist, kann die Familie dabei in unterschiedlichem Maße operative Führung und Kontrolle des Unternehmens behalten (siehe Grafik 2). Idealtypisch heißt, dass nicht alle Einzelfälle dargestellt werden können. So ist es durchaus möglich, dass im Rahmen eines Management-Buy-in (MBI) oder eines Management-Buy-out (MBO) ebenso 100 Prozent des Unternehmens erworben werden wie bei einem Verkauf an einen strategischen Investor.

Familieninterne Unternehmensnachfolge

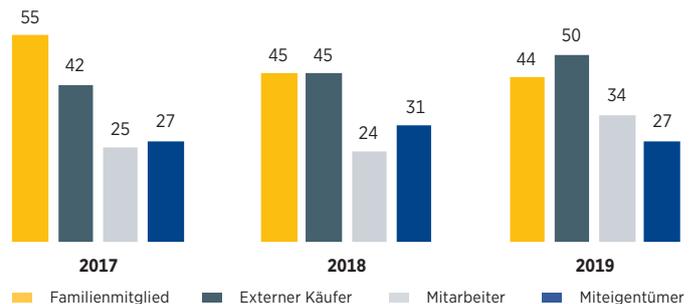
Die Übergabe des Unternehmens an ein Familienmitglied ist für die von der KfW befragten Mittelständler nicht mehr die bevorzugte Option (siehe Grafik 3). Zwar bleibt die dauerhaft mit den größten positiven Emotionen verbundene Lösung im Mittelstand äußerst wichtig. Schließlich verbleibt das Unternehmen für mindestens eine weitere Generation in der Familie. Doch der Anteil externer Übergaben werde allein demografisch bedingt zunehmen, erwartet die KfW.

Grafik 2: Formen der Unternehmensnachfolge



Quelle: Pörschmann/Oberhumer/Kurzweil: M&A als Instrument der Unternehmensnachfolge, S. 483

Grafik 3: Bevorzugte Nachfolgeregelungen im Mittelstand, in %



Quelle: KfW, Mehrfachnennungen möglich

Im Idealfall übernimmt ein Nachkomme oder ein anderes Familienmitglied die operative Leitung und wird alleiniger Eigentümer des Unternehmens. Kapital und Geschäftsführung verbleiben so in einer Hand.

Vorstellbar ist auch, dass Geschwister die beiden Funktionen gemeinsam übernehmen. Skeptische Stimmen merken allerdings an, dass die gleichberechtigte Geschäftsführung grundsätzlich streitträchtig sei und raten daher von dieser Lösung ab. Der Begriff des „ungesunden Tandems“ ist zwar auf das manchmal schwierige Verhältnis von Senior- und Junior-Chef gemünzt, kann aber auch auf zwei Geschwister zutreffen.

Eine weitere Variante der familieninternen Nachfolge besteht darin, dass ein Nachkomme zwar die operative Geschäftsführung übernimmt, nicht jedoch das alleinige Eigentum am Unternehmen. Die Geschäftsanteile bleiben geschlossen in Familienbesitz, verteilen sich aber auf mehrere Familienangehörige.

Der Vorteil: Damit wird auf die möglicherweise begrenzten finanziellen Ressourcen des Nachfolgers Rücksicht genommen, der ansonsten seine Geschwister auszahlen müsste. Zwar können die Unternehmensanteile auch unentgeltlich übertragen werden, wahrscheinlicher ist aber eine entgeltliche Übertragung als Altersversorgung.

Der Nachteil: In beiden Fällen werden Geschäftsanteile aufgesplittert. In der dritten Generation kann der Gesellschafterkreis bereits sehr groß werden. Strategische Diskussionen und Entscheidungsprozesse dauern dann länger. Differenzen können z. B. darüber entstehen, ob Gewinne reinvestiert oder ausgeschüttet werden sollen oder wer sich für die Position des Geschäftsführers qualifiziert. Schon vorher entstehen Informationsasymmetrien zwischen den Familienstämmen, die in der Geschäftsführung vertreten sind und denen, die dort keinen Sitz haben. Diese Lösung bedarf daher eines auf diese Gesellschaftersituation abgestellten Gesellschaftervertrags, der dem „Familien-Geschäftsführer“ zudem die für die Weiterentwicklung des Unternehmens erforderlichen Freiheiten lässt. Bei komplexen Gesellschafterstrukturen finden sich daher häufig entsprechende Family- oder Corporate Governance-Strukturen.

Nach außen ist die familieninterne Nachfolge ein positives Signal. Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten sehen, dass die Familie zu ihrem Unternehmen steht und sich weiterhin engagiert.

Der langfristige Erfolg ist vor allem von der persönlichen Eignung des Nachfolgers abhängig. Dessen kaufmännische, fachliche und unternehmerische Qualifikation sowie sein Wille, die Position dauerhaft zu übernehmen, sind kritisch zu prüfen. Vielfach haben nämlich die Eltern aus verständlichen Gründen ein zu positives Bild von den Fähigkeiten ihrer Kinder. Dieser Aufgabe kommen Unternehmer immer häufiger nach, indem sie z. B. mehrere potenzielle Nachfolger in Betracht ziehen. Vor dem Hintergrund niedriger Geburtenraten liegt eine einfache Möglichkeit zur Vergrößerung des Talentpools darin, Töchter stärker zu berücksichtigen, die im Regelfall ebenso qualifiziert sind wie ihre Brüder. Noch immer dominieren jedoch männliche Familiennachfolger. Gibt es einen Bruder, sinkt die Wahrscheinlichkeit der Tochter, als Nachfolgerin ausgewählt zu werden. Hier sind in der jüngsten Vergangenheit jedoch Veränderungen zu erkennen. Im Juni 2020 gab es den ersten bundesweiten Aktionstag „Unternehmensnachfolge durch Frauen“, um auf das bislang unausgeschöpfte Potenzial aufmerksam zu machen.

Selbst wenn der Elterngeneration mehr am Erhalt ihres Lebenswerks als an einem möglichst hohen Erlös aus der Übertragung des Unternehmens gelegen ist – und der oder die

Nachfolger(in) Eigenmittel einbringen kann –, so kann doch ein erheblicher Finanzierungsbedarf entstehen, weil zum Beispiel Geschwister ausgezahlt werden müssen. Die Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens sollte dennoch gegeben sein, d. h., der fremdfinanzierte Kaufpreisanteil darf Zukunftsinvestitionen nicht gefährden.

Trennung zwischen Eigentum und Geschäftsführung

Nicht zwingend sind Tochter oder Sohn die geeigneten Nachfolger – oder sie haben eine abweichende Lebensplanung und daher kein Interesse daran, das Unternehmen weiterzuführen. Für sie ist das Familienunternehmen dann eher Last als Lust. Die Entscheidung der Kinder, nicht in die Geschäftsführung einzutreten, kann für die Elterngeneration emotional sehr belastend, aber dennoch die richtige Entscheidung sein. Denn ohne den Willen, das Unternehmen zu führen, wächst die Gefahr des Misserfolgs.

Mit der Entscheidung, als Geschäftsführer keinen Nachfolger aus der Familie zu installieren, emanzipiert sich das Unternehmen ein Stück weit von biologischen Determinanten, bleibt aber dennoch im Eigentum der Familie. Informationsasymmetrien entstehen so nicht.

Ab einer Umsatzgröße von rund 5 Millionen Euro kann eine Professionalisierung der Nachfolge eine sinnvolle Lösung sein. Die Familie behält die Kontrolle (Kapitalmehrheit) des Unternehmens und delegiert das Management, d. h. sie lässt eine „externe Expertise einfließen“.

Dabei hat die Familie zwei Möglichkeiten: Entweder entscheidet sie sich für einen Manager, der bereits im Unternehmen tätig ist oder sie greift auf einen von außen kommenden Geschäftsführer zurück. Vorteil der ersten Lösung: Die Führungskraft kennt das Unternehmen, seine Mitarbeiter, Kunden sowie Lieferanten. Vorteil der zweiten Lösung: neue Impulse von außen und das leichtere Erkennen von notwendigen Veränderungen.

Nach außen signalisieren auch diese beiden Modelle die Kontinuität des Familienunternehmens. Da sich die Gesellschafterstruktur nicht ändert, entsteht zunächst kein zusätzlicher Kapital- und Finanzierungsbedarf aus der Übernahme, möglicherweise dann aber durch von der neuen Geschäftsführung angestoßene Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen. Zukünftig ist jedoch möglicherweise eine Gewinnausschüttung an den Altgeschäftsführer als Ersatz für dessen Gehalt erforderlich.

Zu beachten ist bei dieser Lösung, dass die Chance, wieder in das operative Geschäft eingreifen zu können, umso geringer wird, je länger die Familie nicht mehr in der Geschäftsführung vertreten ist.

Familienexterne Unternehmensnachfolge

Management-Buy-out (MBO)

Hat sich die Familie dazu entschlossen, das Unternehmen zu verkaufen, gibt es mehrere Optionen. Eine davon ist die Übernahme durch eine familienfremde Führungskraft aus dem eigenen Unternehmen. Dieser „Management-Buy-out“ (MBO) ist sinnvoll, wenn z. B. der Geschäftserfolg des Unternehmens von der Kontinuität des übernahmewilligen Managers sehr stark abhängt, dieser selbst noch (deutlich) jünger ist als der Alteigentümer – und das Unternehmen verlassen könnte, wenn er bei der Nachfolgeregelung übergangen wird. Denkbar ist auch hier der Verkauf an mehrere Führungskräfte. Allerdings werden in diesem speziellen Fall die Geschäftsanteile aufgesplittert, mit allen damit zusammenhängenden Problemen (**siehe S. 8**).

In allen Fällen gilt: Der neue Eigentümer kennt die Branche, die Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie die Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten. Der Verkäufer wiederum weiß sein Lebenswerk in guten Händen. Der Übergang kann gleitend gestaltet werden, indem der Manager schrittweise mehr Verantwortung übernimmt und der Noch-Eigentümer sich Stück für Stück aus dem Tagesgeschäft zurückzieht. Wegen der Kontinuität in der Geschäftsführung hat auch diese Lösung nach außen eine positive Signalwirkung.

Ob aus dem guten Manager auch ein guter Unternehmer wird, muss sich jedoch erst noch zeigen. Problematisch ist zudem, wenn der Nachfolger nicht in ausreichendem Maße Eigenmittel einbringen kann. Die Finanz- und Innovationskraft des Unternehmens könnte in diesem Fall durch eine hohe Verschuldungsquote, durch hohe Ausschüttungen oder Privatentnahmen zur Bedienung des notwendigen Fremdkapitals (zu) stark belastet werden.

Management-Buy-in (MBI)

Findet sich weder in der Familie noch im Unternehmen ein geeigneter Nachfolger, kommt die Übernahme durch einen externen Übernehmer in einem „Management-Buy-in“ (MBI) als Möglichkeit in Betracht. Der Alteigentümer zeigt in diesen Fällen große Verantwortung gegenüber seinen Mitarbeitern, wird doch die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens gesichert. Zudem weisen Untersuchungen darauf hin, dass familienexterne Nachfolger vielfach größeren geschäftlichen Erfolg haben als familieninterne.

Diskretion ist dabei wichtig, denn wenn die Verkaufsabsicht zu früh öffentlich wird, gerät der Verkäufer strategisch gegenüber Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten und Wettbewerbern in die Defensive.

Das „Einkaufen“ in ein eingeführtes Unternehmen bietet dem Käufer einige Vorteile: Das Geschäftsmodell und Produkt, das Markenimage, die Position auf dem Markt sowie ein qualifizierter Mitarbeiterstamm können bereits vorhanden sein. Das Risiko ist transparent, wenn die Qualität des Unternehmens vorher sorgfältig geprüft wurde („Due Diligence“). Allerdings übernimmt der Käufer damit auch die Unternehmens- und Führungskultur, die Rechtsform und etwaige Beteiligungen, die sich als Nachteil erweisen können.

Die Signalwirkung eines MBI nach innen und außen ist anfangs nicht eindeutig zu bestimmen: Der neue Eigentümer und Geschäftsführer muss sich seine Akzeptanz bei den Geschäftspartnern und Mitarbeitern vielfach erst noch erwerben – was allerdings auch bei einer Übernahme durch ein Familienmitglied der Fall sein wird. Eine gemeinsame Einarbeitungs- und Überleitungsphase erleichtern diesen Prozess ebenso wie fundierte Branchenkenntnisse des externen Nachfolgers. Die möglichen Auswirkungen auf die Finanz- und Innovationskraft des Unternehmens sind ebenso wie beim MBO von der Fähigkeit abhängig, Eigenmittel einzubringen.

In der Regel werden Management-Buy-ins (MBIs), Management-Buy-outs (MBOs) oder auch Leveraged-Buy-outs (LBOs) nur in einem geringen Umfang durch Eigenmittel der Geschäftsführer finanziert. Vielmehr erfolgt ein Großteil der Finanzierung durch den Einstieg von Finanzinvestoren oder Family Offices, die entsprechendes Eigenkapital zur Verfügung stellen und sich um eine zusätzliche Fremdfinanzierung durch Banken oder Debt Funds kümmern. Der Finanzinvestor oder das Family Office übernehmen in diesem Fall häufig die Kapitalmehrheit, während der Geschäftsführer die Position des Minderheitsgesellschafters einnimmt, ihm aber die operative Führung des Unternehmens obliegt. Lag der Fokus ursprünglich auf größeren Unternehmen, gibt es mittlerweile eine beachtliche Anzahl an Investoren, die sich auf mittelständische Unternehmen fokussiert haben.

Im Vergleich zu strategischen Investoren sind Finanzinvestoren häufig Partner auf Zeit, da sie im Regelfall kein langfristiges Engagement, sondern einen gewinnbringenden Verkauf des Unternehmens in naher oder ferner Zukunft anstreben. Family Offices verfolgen häufig einen längerfristigen Investitionsansatz, die Unterschiede zu klassischen Finanzinvestoren verschwimmen jedoch zunehmend. Während es in der

Vergangenheit oft Vorbehalte gegenüber Finanzinvestoren gab oder teilweise immer noch gibt, sind diese zu einem wichtigen Partner für die Realisierung von Unternehmensnachfolgen geworden. Eine weitere Investorengruppe sind sogenannte Industrieholdings, die ebenfalls in mittelständische Situationen investieren und zumeist einen langfristigen Investitionsansatz verfolgen.

Verkauf an ein anderes Unternehmen (Strategischer Investor)

Entscheidet sich der Senior-Unternehmer gegen ein MBO oder ein MBI, kann der Verkauf an ein anderes Unternehmen eine sinnvolle Lösung sein, weil damit doch die Zukunft gesichert werden kann.

Stammt der strategische Investor aus der eigenen Branche, hat das neue Unternehmen einen größeren Marktanteil und möglicherweise umfassende Synergie- und Wertschöpfungspotenziale, die genutzt werden können, um die Rentabilität zu steigern und weiter zu wachsen. Vor diesem Hintergrund ist ein strategischer Investor womöglich bereit, für sein strategisches Investment einen höheren Kaufpreis zu zahlen. Eine solche Nachfolgelösung wirkt sowohl nach innen auf die Mitarbeiter wie auch nach außen auf die Geschäftspartner positiv.

Möglich ist jedoch auch ein in- oder ausländischer Käufer aus einer verwandten Branche, der in ein neues Geschäftsfeld expandiert, um das Unternehmen breiter aufzustellen und damit zyklische Schwankungen oder einen absehbaren Rückgang der Umsätze im Kerngeschäft auszugleichen. Schließlich können auch Unternehmen aus der Wertschöpfungskette „benachbarte Unternehmen“ übernehmen, sodass ihre Wertschöpfungstiefe zunimmt. Somit sind auch Lieferanten oder Abnehmer potenzielle Käufer.

Ein Risiko der Übernahme entsteht in beiden Fällen aus den unterschiedlichen Unternehmenskulturen, die die Integration bzw. das Zusammenwachsen erschweren können. Zudem sind die betriebswirtschaftlichen Synergien – Skalen- und Verbundeffekte – womöglich nicht so groß wie erwartet. Unsicherheit kann über die wahren Motive und Absichten des Käufers bestehen: z. B. darüber, ob er das Unternehmen nur übernimmt, um sich die Kundenkartei zu sichern, die Produktion aber schließt. Der Fremdfinanzierungsbedarf ist von der Kapitalkraft des Übernehmers abhängig und seiner Bereitschaft, echtes Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

Sonstige Nachfolgeregelungen: Fusion, Börsengang (IPO), Familienstiftung, Stilllegung

Fusion

Der Zusammenschluss mit einem anderen (Familien-)Unternehmen aus der Branche kann eine geeignete Nachfolgeregelung sein, falls keines der bisher diskutierten Nachfolgemodelle umsetzbar ist. Das Management geht dann auf den Fusionspartner über. Die Familie bleibt am neuen Gemeinschaftsunternehmen beteiligt. Sie behält Einfluss, verliert aber möglicherweise die Kapitalmehrheit und damit die Kontrolle. Auf die operative Geschäftsführung und den Unternehmenserfolg hat sie dann nur noch indirekt über einen Beirat, Aufsichtsrat oder die Gesellschafterversammlung Einfluss. Die betriebswirtschaftlichen Vor- und Nachteile dieser Lösung sind weitgehend identisch mit denen eines Verkaufs an ein anderes Unternehmen. Diese Form der Nachfolgelösung ist aber eher selten.

Börsengang (IPO)

Das „Initial Public Offering“ (IPO) ist eine spezielle Form des Unternehmensverkaufs. Das Familienunternehmen geht an die Börse. Die Aktionäre werden zu neuen (Mit-)Eigentümern des Unternehmens. Dabei stehen die Alteigentümer vor der Entscheidung, sich vollständig aus der Aktiengesellschaft – oder Kommanditgesellschaft auf Aktien – zurückzuziehen oder eine Minderheits- bzw. Mehrheitsbeteiligung an ihr zu behalten. Ein Börsengang verfolgt jedoch primär das Ziel, neues Eigenkapital aufzunehmen, um das weitere Wachstum des Unternehmens sicherzustellen. Ein Verkauf aller Anteile der Altgesellschafter im Zuge eines IPOs ist eher unwahrscheinlich. Daher dient ein Börsengang in den seltensten Fällen ausschließlich der Lösung der unternehmerischen Nachfolge.

Neben der Stärkung der Eigenkapitalbasis erhöht ein Börsengang häufig die Attraktivität des Unternehmens für Führungskräfte. Damit kann durch den IPO auch ein etwaiges Managementproblem behoben werden.

Allerdings ist ein Börsengang aufgrund der damit verbundenen hohen Kosten und Publizitätsanforderungen vielfach nur für große Familienunternehmen eine realistische Option. Außerdem sträuben sich Familienunternehmen häufig grundsätzlich gegen den Börsengang wegen des damit verbundenen Wandels in der Unternehmens- und Kommunikationskultur.

Als Begleiter und Partner beim Börsengang kommen im Regelfall nur größere Kreditinstitute infrage, die über das nötige Know-how sowohl im Mittelstands- wie im Investmentbanking verfügen.

Familienstiftung

Besteht das primäre Ziel der Nachfolgeregelung darin, das Unternehmen dauerhaft im Familieneigentum zu belassen, bietet sich für größere Unternehmen die Einrichtung einer Familienstiftung an – selbst wenn deren Gründung vielfach wie ein Misstrauensvotum gegenüber den nachfolgenden Generationen wirkt. Für kleinere Mittelständler liegen die mit der Einrichtung einer Stiftung verbundenen Kosten vielfach zu hoch.

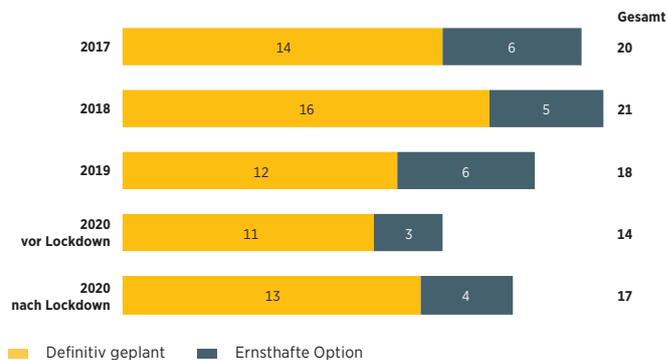
Ziel der Familienstiftung ist es, das Familienvermögen zusammenzuhalten und zu bündeln. Die Unternehmenssubstanz wird dem Zugriff einzelner Familienmitglieder auf Dauer entzogen, denn die Stiftung hat kein Ablaufdatum. Gleichzeitig wird damit die Familie finanziell abgesichert – die zu versorgenden Destinatäre (Begünstigte der Stiftung) profitieren von den künftigen Erträgen des Unternehmens. Das häufigste Modell ist die Beteiligungsstiftung, bei der die Stiftung an die Stelle des Unternehmers tritt und damit alle Gesellschaftsanteile oder eine Mehrheit daran hält.

Die Familienstiftung ist zwar kein Steuersparmodell – Schenkung- oder Erbschaftsteuer fallen auch hier an –, bringt aber Vorteile: Neben den Verschonungsmöglichkeiten für unternehmerisches Vermögen fällt die Erbschaftsteuer regelmäßig alle 30 Jahre an, ist also planbar. Die Geschäftsführung kann in diesem Fall aus der Familie selbst oder von außen kommen.

Stilllegung

Findet sich kein geeigneter Nachfolger, sind die Zukunftsaussichten des Unternehmens negativ oder lassen sich die Preisvorstellungen des Verkäufers am Markt nicht durchsetzen, kann die geordnete Einstellung des Betriebs eine durchaus rationale Entscheidung sein. Immerhin 16 Prozent der Mittelständler planen oder denken zumindest am Ende ihrer Unternehmertätigkeit laut KfW an eine Aufgabe der Geschäftstätigkeit. Offen ist noch, ob Stilllegungen nach der Coronakrise häufiger werden. Bisher dürften nach Einschätzung der KfW noch nicht viele Nachfolgepläne gescheitert sein, doch mit zunehmender Krisendauer steigt das Risiko. Eine Einstellung des Betriebes ist jedoch eher bei kleinen Strukturen zu finden (**siehe Grafik 4**).

Grafik 4: Stilllegungsabsicht, in %



Frage: Lieber Unternehmer, wenn Sie Ihr Lebenswerk betrachten – was wollen Sie am Ende erreicht haben?

Erfolgsgeschichte: Zytomed Systems GmbH, Berlin, ZytoVision GmbH & 42 life sciences GmbH & Co. KG, Bremerhaven

Im Sommer 2019 wurde die Commerzbank M&A exklusiv von den drei Gesellschaftern der Zytomed Systems für einen Verkaufsprozess mandatiert. Zytomed Systems entwickelt und vertreibt Antikörper und Reagenzien mit Schwerpunkt auf die Immunhistochemie sowie Reagenzien für die In-situ-Hybridisierung. Das Unternehmen gehört zu den Top-5-Anbietern in Deutschland. Auslöser für den Verkauf waren persönliche Gründe eines Gründergesellschafters, die seine Mitgesellschafter dazu bewegten, sich über ihre Zukunft und eine geordnete Nachfolgeregelung Gedanken zu machen. Zunächst arbeitete sich das Commerzbank-Team tief in die Materie ein, um die Verkaufsunterlagen (Teaser und Fact Book) zu erstellen. Nach erfolgreicher Finalisierung führte die Commerzbank M&A dann einen internationalen kompetitiven Auktionsprozess mit qualifizierten Parteien durch. Zahlreiche Interessenten erhielten die Verkaufsunterlagen und gaben indikative Angebote ab. Anschließend wurden ausgewählte Parteien zu einer detaillierten Analyse des Unternehmens im Rahmen einer Due Diligence-Phase eingeladen. Auf Grund der COVID-19-Pandemie und des damit verbundenen ersten Lockdowns musste der Prozess offiziell pausieren. In diesem Zuge konnte das international aufgestellte Team der Commerzbank M&A erfolgreich die Gespräche zwischen dem französischen, auf Europa fokussierten Healthcare-Investor ArchiMed und den Gesellschaftern vertiefen.

Im Rahmen dieser Gespräche kam der Gedanke auf, den Transaktionsparameter um das der Zytomed nahestehende Unternehmen, ZytoVision, zu erweitern da zwei der Zytomed-Gesellschafter dort eine Minderheitsbeteiligung hielten. Das Unternehmen ZytoVision selbst ist ein Pionier für IVD-Produkte auf der Grundlage von In-situ-Hybridisierungstechniken mit Schwerpunkt auf der Diagnose solider und hämatologischer Tumore, dessen Produkte ebenfalls durch Zytomed vertrieben werden.

Die Überlegungen zur Veräußerung und Kombination der Unternehmen waren nicht neu, in der Vergangenheit kam es jedoch zu keiner Einigung unter den Gesellschaftern. ArchiMed brachte nun die benötigte strategische Erfahrung mit, um zusammen mit den Gründern eine Vision für die gemeinsame Gruppe zu entwickeln. Nun waren auch die beiden Mehrheitsgesellschafter der ZytoVision – nicht zuletzt aufgrund der positiven Erfahrung der Zytomed mit dem M&A-Team der Commerzbank – bereit, ihre Anteile zu veräußern, sodass ZytoVision in die Verkaufsgespräche mit ArchiMed eingegliedert wurde.

Zu diesem Zeitpunkt riet die Commerzbank den beiden ZytoVision-Mehrheitsgesellschaftern, auch den Verkauf der 42 life sciences in Erwägung zu ziehen – um den Erlös für alle Gesellschaften zu maximieren. Dadurch erhöhte sich auch der Wert der anderen Gesellschaften, da mit diesem Schritt die volle Wertschöpfungskette in der neuen Gruppe abgedeckt werden könnte. 42 life sciences ist ein führender Entwickler und Hersteller innovativer OEM-Reagenzien für Immunhistochemie- und In-situ-Hybridisierungsanwendungen, der als Zulieferer für ZytoVision agiert.

Letztlich wurde auch die 42 life sciences in die Verkaufsgespräche mit ArchiMed eingebunden. Eine parallel strukturierte Due Diligence mit allen drei Unternehmen konnte trotz der COVID-19-Pandemie reibungsfrei durchgeführt werden, da ArchiMed als internationaler spezialisierter Investor im Gesundheitswesen über langjährige Erfahrung im Diagnostikmarkt verfügt. Transaktionen im Gesundheitswesen erfordern in Deutschland eine Zustimmung des Ministeriums für Wirtschaft und Energie im Rahmen des kürzlich erweiterten Außenwirtschaftsgesetzes (als Antwort auf die COVID-19-Pandemie), welche die Verhandlungen verlängerte, aber mit Unterstützung der Commerzbank letztlich erfolgreich eingeholt werden konnte. Die Kaufvertragsverhandlungen zwischen ArchiMed und den fünf Gesellschaftern der drei Unternehmen wurden im November 2020 erfolgreich abgeschlossen. Dies beinhaltete, dass die Verkäufer je einen Teil ihrer Verkaufserlöse, wie bei Private Equity-Investitionen üblich, in die neue Gruppe reinvestierten und somit weiterhin als Minderheitsgesellschafter den Unternehmen erhalten blieben. Die Gesellschafter wiederum konnten bei der Anlage der Verkaufserlöse auf die Beratung der Commerzbank zurückgreifen.

Der Verkaufs- und Übertragungsprozess

Insbesondere bei inhabergeführten Unternehmen ist die Nachfolgeregelung durch einen Verkauf zumeist ein emotionales und in der Regel auch einmaliges Ereignis. Der familieninterne Übertragungsprozess verläuft im Regelfall weniger formal – es existiert ein größeres gegenseitiges Vertrauen und eine weitreichende Transparenz bezüglich des Unternehmens und relevanter Informationen sowie sensibler Unternehmenskennzahlen. Bei einem Verkauf gilt es für die Alteigentümer hingegen, einen Partner zu finden, der eine bestmögliche Lösung ermöglicht – sei es im Hinblick auf die Optimierung des Verkaufspreises und vertraglicher Regelungen oder die Sicherung von Arbeitsplätzen und Standorten. Diese Transparenz lässt sich am besten durch einen strukturierten Verkaufsprozess erzielen. Die meisten mittelständischen Unternehmen verfügen jedoch nicht über die relevante Erfahrung bzw. unterschätzen das notwendige Know-how sowie die benötigten zeitlichen und personellen Ressourcen, die für ein solchen M&A-Prozess notwendig sind.

Kleine Unternehmen sind in dieser Phase in der Regel auf sich allein gestellt, sie nehmen aus Kostengründen nur in Ausnahmefällen externe Hilfe in Anspruch. Mittelgroße Unternehmen greifen im Normalfall in Teilbereichen auf fachliche Unterstützung zurück. Große Familienunternehmen mit mehr als 20 Millionen Euro Jahresumsatz sollten aufgrund der Komplexität eine fachliche Begleitung in Form einer M&A-Beratung hinzuziehen, wie es in Steuer- und Rechtsfragen selbstverständlich ist.

Mehrwert einer M&A-Beratung im strukturierten Verkaufsprozess

Die Erfolgsaussichten für einen Unternehmensverkauf können durch das Engagement eines erfahrenen M&A-Beraters signifikant verbessert werden. Der große Vorteil einer M&A-Beratung liegt dabei primär in der langjährigen Erfahrung der Berater aber auch in den Kapazitäten, die der M&A-Berater als „verlängerte Werkbank“ zur Verfügung stellt und somit das Management zeitlich entlastet. Neben der Erfahrung in der Strukturierung und Durchführung von M&A-Prozessen übernimmt der Berater auch die Koordination aller Prozessparteien sowie die stringente Kommunikation mit allen involvierten Investoren. Der durch diesen reibungslosen und effizienten Prozessablauf entstehende Bieterwettbewerb vermindert das Risiko des Scheiterns und optimiert die Ziele der Verkäufer. Grundlage für einen solchen strukturierten Verkaufsprozess ist eine sorgfältige Vorbereitung sowie die Erstellung professioneller Prozessdokumente. Hierbei unterstützt der M&A-Berater ebenso wie bei einer marktgerechten Unternehmensbewertung und der Validierung der Unternehmensplanung.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die systematische Identifizierung geeigneter Investoren sowie der qualifizierte Zugang zu deren Entscheidungsträgern. Die Erfahrung zeigt, dass im Vergleich zu Einzelverhandlungen die zeitgleiche Einbindung mehrerer interessierter Parteien in eine kontrollierte Auktion das Transaktionsergebnis optimiert (**siehe Grafik 5**).

Grafik 5: Einzelverhandlung vs. kontrollierte Auktion

	Einzelverhandlung	Kontrollierte Auktion
Anzahl Investoren	Verhandlung mit einzelnen Investoren	Zeitgleiche Einbindung mehrerer, sorgfältig ausgesuchter Investoren
Verkaufsbedingungen	Selten optimiert	Optimiert
Zeitbedarf	Theoretisch gering, i. d. R. jedoch langwieriger Prozess, da kein Wettbewerbsdruck entsteht	Im Durchschnitt 6-9 Monate; stringenter Prozess durch Wettbewerb
Transaktionsrisiko	Hoch. Fehlende Alternativen bei Verhandlungsabbruch	Gering. Vorhandene Alternativen sowie Prozesskontrolle durch Verkäufer
Vertraulichkeit	Hoch	Gegeben. Limitierte Anzahl an Investoren

Quelle: Commerzbank

Die M&A-Abteilung der Hausbank kann über ihr Beziehungsnetzwerk bei der weltweiten Suche nach geeigneten Kaufinteressenten helfen und ihren Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern zur Verfügung stellen. Die Auswahl geeigneter Partner erfolgt dabei unter Berücksichtigung aller Investorenklassen – wie strategischer Investoren, Finanzinvestoren, Family Offices oder Industrieholdings.

Ein strukturierter Verkaufs- und Übertragungsprozess verläuft idealtypisch in vier Phasen (**siehe Grafik 6**) und kann, in Abhängigkeit vom Vorbereitungsgrad und der Verfügbarkeit der notwendigen Informationen, in sechs bis neun Monaten abgeschlossen werden. Um einen reibungslosen Ablauf sowie eine klare Zuteilung von Verantwortlichkeiten zu gewährleisten, sollten die Verkäufer möglichst frühzeitig alle benötigten Berater auswählen und mandatieren.

Grafik 6: Strukturierter Verkaufs- und Übertragungsprozess

Phase	Vorbereitungsphase	Marketingphase	Due Dilligence-Phase	Verhandlungsphase
Ziele	<ul style="list-style-type: none"> Vorbereitung aller transaktions-bezogenen Unterlagen und Informationen 	<ul style="list-style-type: none"> Bereitstellung aussagekräftiger Informationen für Investoren Erhalt der Wettbewerbsspannung über den gesamten Prozess 		<ul style="list-style-type: none"> Endverhandlungen Vertragsunterzeichnung mit dem „besten“ Investor
Arbeits-schwerpunkte	<ul style="list-style-type: none"> Mandatierung aller Berater Festlegung Prozessstrategie Erstellung Prozessdokumente (Teaser, Fact Book, Management Präsentation, etc.) Identifizierung potenzieller Investoren Vorbereitung Datenraum Indikative Unternehmensbewertung 	<ul style="list-style-type: none"> Investorenansprache (Kurzprofil, Vertraulichkeits-erklärung) Versand Fact Book und Prozessbrief Laufende Investoren-kommunikation Vervollständigung Datenraum Erhalt und Auswertung indikativer Angebote 	<ul style="list-style-type: none"> Öffnung Datenraum und Start Due Diligence Management Präsentation und Standortbesichtigung Q&A Prozess / Expertengespräche Erstellung Kaufvertrags-entwurf (SPA*) Laufende Investoren-kommunikation Erhalt und Auswertung verbindlicher Angebote inkl. SPA Kommentierung 	<ul style="list-style-type: none"> Bereitstellung sensibler Informationen (Confirmatory Due Diligence) Finale Verhandlungen Unterzeichnung SPA (Signing) Abschluss der Transaktion (Closing)
Ergebnis	<ul style="list-style-type: none"> Prozessdokumente Indikative Unternehmensbewertung Liste potenzieller Investoren (Short List) 	<ul style="list-style-type: none"> Datenraum Indikative Angebote Auswahl Investoren für Due Diligence-Phase 	<ul style="list-style-type: none"> Verbindliche Angebote Auswahl Investoren für Verhandlungsphase 	<ul style="list-style-type: none"> Ermittlung des „besten“ Investors Endverhandlung der Konditionen Signing / Closing

* SPA = Share Purchase Agreement
Quelle: Commerzbank

1. Vorbereitungsphase

Grundlage für einen erfolgreichen Verkaufsprozess ist eine sorgfältige Vorbereitung sowie die frühzeitige Identifizierung möglicher Fallstricke. In der **Vorbereitungsphase** übernimmt der M&A-Berater die Planung sowie die professionelle Vorbereitung des gesamten Verkaufsprozesses. Üblicherweise umfasst die Vorbereitungsphase folgende wesentlichen Schritte:

Festlegung der Prozessstrategie und -taktik: Am Anfang steht die Entscheidung, wie der Verkaufsprozess strukturiert werden soll. Bei M&A-Prozessen hat sich die „kontrollierte Auktion“ weitgehend als das ergebnisoptimale Verfahren etabliert. Hierbei wird eine limitierte Anzahl sorgfältig ausgewählter Investoren in den Prozess eingebunden und deren Anzahl im Laufe des Prozesses schrittweise reduziert. Am Ende stehe die Unterzeichnung des Kaufvertrages mit dem „optimalen“ Partner. Die Alternative zur „kontrollierten Auktion“ ist die Durchführung des Verkaufs mittels Einzelverhandlungen.

Erstellung der Prozessdokumente: Voraussetzung für jeden M&A-Prozess ist die professionelle und investorengerechte Aufbereitung und Erstellung aller benötigten Prozessdokumente/Verkaufsunterlagen (Teaser, Fact Book, Prozessbrief, Management-Präsentation). Die Erstellung erfolgt federführend durch den M&A-Berater in enger Abstimmung mit den Verkäufern/dem Management und auf der Basis angeforderter Unternehmensinformationen. Beim Teaser handelt es sich um eine anonymisierte Kurzdarstellung des Unternehmens, welche zur Erstansprache der ausgewählten Investoren verwendet wird. Das Fact Book/„Information Memorandum“ ist das wichtigste Referenzdokument im gesamten Prozess. Es enthält eine ausführliche Beschreibung des zu verkaufenden Unternehmens und dient den Investoren als Basis für die Abgabe unverbindlicher, indikativer Angebote. Die Qualität des Fact Books/Information Memorandums sowie die Schlüssigkeit der darin enthaltenen Informationen (Strategie, Equity Story, Finanzplanung) sind daher von erheblicher Bedeutung für die Beurteilung der Attraktivität des Unternehmens. Der Prozessbrief dient der Strukturierung der Transaktion und beinhaltet neben organisatorischen Details zum weiteren Prozessablauf qualitative Anforderungen an die abzugebenden Angebote. Die Management-Präsentation, als ein weiteres Dokument im Verkaufsprozess, enthält neben allgemeinen Informationen zum Unternehmen häufig auch detailliertere Ausführungen zur Strategie bzw. zum aktuellen Geschäftsverlauf.

Identifizierung potenzieller Investoren: Ein wesentlicher Aspekt ist die Identifizierung und die qualitative Auswahl potenzieller Investoren. Häufig fehlt den Unternehmern hierzu das notwendige Netzwerk oder die Kenntnis der relevanten Investorengruppen. Die M&A-Abteilung der Haus-

bank kann über ihr Beziehungsnetzwerk bei der weltweiten Suche nach geeigneten Kaufinteressenten helfen und ihren Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern zur Verfügung stellen. Die Auswahl geeigneter Partner erfolgt dabei unter Berücksichtigung aller Investorengruppen – wie strategischer Investoren, Finanzinvestoren, Family Offices oder Industrieholdings. Zunächst wird gemeinsam mit den Eigentümern eine ausführliche Liste möglicher Investoren erstellt („Long List“). Aus dieser werden anschließend die Investoren identifiziert, die in den späteren Prozess eingebunden werden sollen („Short List“). Die finale Entscheidung, welche Investoren in den Prozess eingebunden werden sollen oder nicht, liegt bei den Auftraggebern. Die gesamte Investorenkommunikation läuft – wie in allen weiteren Phasen – über den M&A-Berater.

Indikative Unternehmensbewertung: Die Frage der Unternehmensbewertung ist häufig ein Knackpunkt im Verkaufsprozess. Erschwert wird die Einigung oft durch divergierende Kaufpreisvorstellungen von Alteigentümer und Käufer. In der Regel ist die Ermittlung des Kaufpreises das Ergebnis langwieriger und oft intensiver Verhandlungen zwischen beiden Parteien. Auch hier kann der M&A-Berater durch eine indikative Unternehmensbewertung eine Objektivierung der Bewertungsvorstellungen vornehmen und mögliche Optimierungspotenziale aufzeigen. Die Bewertung erfolgt dabei auf Basis marktgängiger Bewertungsmethoden. Der Vorteil eines strukturierten Bieterprozesses liegt häufig in der Optimierung des Verkaufspreises.

Vorbereitung Datenraum: Vor Unterzeichnung eines Kaufvertrages bzw. vor der Abgabe bindender Angebote wird durch die Investoren eine eingehende Analyse und Prüfung des zu erwerbenden Unternehmens vorgenommen. Dieser Vorgang wird als Due Diligence bezeichnet. Basis für die Due Diligence bildet der sogenannte Datenraum, in dem sämtliche relevanten Informationen zum Unternehmen zur Verfügung gestellt werden. Der Datenraum enthält üblicherweise Dokumente, die eine inhaltliche Abdeckung u.a. folgender Themenbereiche ermöglichen: Recht, Finanzen & Steuern, Organisation & Personal, Markt & Wettbewerb, Genehmigungen & Auflagen, Umweltthemen sowie Sonstiges. Um Verzögerungen im späteren Prozessverlauf zu vermeiden, sollten alle benötigten Informationen bereits in der Vorbereitungsphase sorgfältig zusammengestellt werden. Des Weiteren wird entschieden, welche Dokumente zu welchem Zeitpunkt den Investoren zur Verfügung gestellt werden. Sensible Informationen wie z.B. Kunden- oder Lieferantenverträge, Kalkulationen oder Details zu Managementverträgen werden erst zu einer späten Phase bereitgestellt. Die Bereitstellung der Informationen erfolgt über einen virtuellen Datenraum (VDR). Bei komplexeren Transaktionen kann es sich anbieten, vorab eine sogenannte Vendor Due Diligence (VDD) durchführen zu lassen.

2. Marketingphase

Mit dem Abschluss der Vorbereitungsarbeiten und der Freigabe der anzusprechenden Investoren durch die Auftraggeber beginnt die **Marketingphase**. Sie startet mit der diskreten Investorenansprache und endet mit der Entscheidung der Auftraggeber, ob der Prozess auf Basis erhaltener indikativer Angebote fortgesetzt werden soll.

Investorenansprache: Die Erstansprache der Investoren erfolgt durch den M&A-Berater auf Basis des anonymen Teasers. Die Identität des Verkäufers und des Zielunternehmens bleiben somit zunächst geheim. Idealerweise nutzt der M&A-Berater seine bestehenden Kontakte für eine persönliche Ansprache der jeweiligen Investoren. Dadurch wird sichergestellt, dass die Informationen den richtigen Ansprechpartner erreichen und die richtigen Kommunikationskanäle etabliert werden. Bei der zeitlichen Planung der Investorenansprache sollten des Weiteren individuelle Besonderheiten der Investoren berücksichtigt werden. Während z. B. strategische Investoren oder Family Offices aufgrund von längeren Entscheidungsprozessen möglicherweise mehr Zeit für eine Rückmeldung benötigen, kommen Finanzinvestoren üblicherweise kurzfristig zu einer Entscheidung. Aufgrund sprachlicher oder kultureller Unterschiede sollte z. B. bei Investoren aus dem asiatischen Raum ebenfalls mehr Zeit einkalkuliert werden. Vor diesem Hintergrund ist eine zeitlich versetzte Ansprache oftmals zielführend. Bei Teilnahmeinteresse am weiteren Prozess wird dem Investor, nach Unterzeichnung eines Vertraulichkeitserklärungs, der Prozessbrief sowie das Fact Book/Information Memorandum zur Verfügung gestellt. Der Prozessbrief

enthält unter anderem das Abgabedatum für die indikativen Angebote. Der M&A-Berater bleibt über den gesamten Zeitraum mit den Investoren in Kontakt, steht für angemessene Rückfragen zur Verfügung und entwickelt somit ein Gespür für das Interesse der einzelnen Investoren.

Analyse indikativer Angebote: Am Ende der Marketingphase ist jeder Bieter aufgefordert, ein indikatives Angebot auf Grundlage der im Prozessbrief vorgegebenen qualitativen und quantitativen Kriterien abzugeben. Die im Prozessbrief enthaltenen Vorgaben sorgen für eine Vergleichbarkeit der jeweiligen Angebote. Der M&A-Berater analysiert die erhaltenen Angebote und stellt diese in einer Übersicht gegenüber. Neben der Vorstellung der Bieter zum Unternehmenswert („Enterprise Value“), Kaufpreis („Equity Value“) oder angestrebter Beteiligungshöhe spielen auch Faktoren wie Finanzierung, Weiterführungskonzept oder Zustimmungserfordernisse eine wesentliche Rolle. Des Weiteren erlaubt die Qualität der erhaltenen Angebote häufig Rückschlüsse auf die Ernsthaftigkeit des jeweiligen Bieters. Nicht immer ist das höchste Angebot auch das Beste. Auf Basis der Analyse wird entschieden, welche Investoren – üblicherweise zwischen zwei und vier – in die nächste Prozessphase, die Due Diligence-Phase, eingeladen werden. Neben den oben beschriebenen Tätigkeiten werden in der Marketingphase weitere Vorbereitungsarbeiten abgeschlossen. Dazu gehört die Vervollständigung des Datenraumes, die Finalisierung der Management-Präsentation inklusive Probelauf sowie die Erstellung eines Kaufvertragsentwurfs (Sale & Purchase Agreement, SPA) durch den Rechtsanwalt des Verkäufers. Letzterer wird den Investoren in der Due Diligence-Phase zur Verfügung gestellt.

Grafik 7: Potenzielle Hürden entlang des Verkaufsprozesses



Quelle: Commerzbank

3. Due Dilligence-Phase

Mit der Einladung der ausgewählten Bieter in die **Due Diligence-Phase** beginnt die zeitlich aufwendige und detaillierte Prüfung aller wirtschaftlich und rechtlich relevanten Themengebiete durch die Investoren und ihre Berater. Die Due Diligence-Phase endet mit der Abgabe und Analyse bindender Angebote und der Auswahl der präferierten Bieter für die Verhandlungsphase.

Datenraum und Q&A-Prozess: Mit der Einladung in die Due Diligence-Phase erhalten die Bieter Zugang zu dem Datenraum, überwiegend in Form einer Zugangsberechtigung zu einem Virtuellen Data Room (VDR). Der Datenraum enthält umfassende Informationen zur Zielgesellschaft und ermöglicht den Investoren und dessen Beratern eine Risikobewertung des Unternehmens sowie eine Beurteilung der wertbildenden Faktoren vorzunehmen. Diese Beurteilung bildet die Grundlage für die Kaufentscheidung, die Kaufpreisermittlung sowie die späteren Kaufvertragsverhandlungen. Im Rahmen der Prüfung erhalten die Bieter die Möglichkeit, Fragen (Q&A) zu stellen. Je nach Komplexität werden diese schriftlich oder im Rahmen von Expertengesprächen beantwortet. Entsprechend der Themengebiete setzen sich die Expertenteams aus Vertretern des Managements beider Seiten bzw. deren Beratern zusammen (Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater). Der M&A-Berater koordiniert den Q&A-Prozess und unterstützt bei der Beantwortung der Fragen. Bei der Bereitstellung der Informationen im Datenraum sollte darauf geachtet werden, dass in Abhängigkeit von den jeweiligen Bietern sensible oder vertrauliche Dokumente erst zu einer späteren Phase im Prozess („Confirmatory Due Diligence“) zur Verfügung gestellt werden.

Management Präsentation und Betriebsbesichtigung (Site Visit): Die Management-Präsentation ist häufig das erste offizielle Treffen zwischen dem Verkäufer/Management und der Käuferseite. Im Mittelpunkt steht die Präsentation des Unternehmens durch die Eigentümer bzw. das Management des Zielunternehmens sowie die Beantwortung der sich aus der Präsentation ergebenden Fragen. Der Bieter erhält ebenfalls die Möglichkeit, sich und sein Unternehmen vorzustellen und die Gründe für sein Interesse darzulegen. Wichtig ist, dass die Management-Präsentation überwiegend von den Personen gehalten wird, die auch nach der Transaktion in einer führenden Position im Unternehmen verbleiben und dadurch die Chance erhalten, sich und das Unternehmen zu präsentieren. Neben fachlichen Aspekten spielen auch hier der menschliche Faktor bzw. die Chemie zwischen beiden Parteien eine entscheidende Rolle. Im Rahmen von Probe-läufen bereitet der M&A-Berater das Management auf das Treffen vor. In Verbindung mit der Management-Präsentation findet häufig eine Betriebsbesichtigung („Site Visit“) statt. Um Unruhe im Unternehmen zu vermeiden, sollte die Anzahl der Beteiligten begrenzt werden.

Analyse bindender Angebote: Die Due Diligence-Phase endet mit der Abgabe bindender Angebote durch die verbleibenden Bieter. Analog zur Marketingphase werden die Abgabefrist sowie die erwarteten Angebotskriterien vorab durch den M&A-Berater mittels eines Prozessbriefs vorgegeben. Neben dem bindenden Angebot werden die Bieter aufgefordert, ihre Änderungsvorschläge hinsichtlich des erhaltenen Kaufvertragsentwurfs in Form einer überarbeiteten Version („SPA Mark-Up“) zur Verfügung zu stellen. Änderungen im Kaufvertrag können die Attraktivität eines Angebots entscheidend beeinflussen. Gleiches gilt im Hinblick auf gemachte Aussagen zur Finanzierung. Auf Basis des Gesamtpakets wird entschieden, welche Investoren – üblich sind ein bis zwei – in die Verhandlungsphase eingeladen werden.

4. Verhandlungsphase

Am Ende eines strukturierten Verkaufsprozesses steht die **Verhandlungsphase**, die mit der Unterzeichnung eines Kaufvertrages („Signing“) mit dem präferierten Bieter und dem dinglichen Übergang der Geschäftsanteile auf diesen („Closing“) ihren Abschluss findet. Des Weiteren erhalten die präferierten Investoren in dieser Phase Zugang zu den bisher zurückgehaltenen, sensiblen Informationen („Confirmatory Due Diligence“). Am Anfang der Verhandlungsphase legt der Verkäufer gemeinsam mit seinem M&A-Berater und seinem Rechtsanwalt eine Verhandlungsstrategie fest. Aus taktischen Gründen bietet es sich an, die Verhandlungen zunächst durch die beiden Berater vorantreiben zu lassen und die Prinzipale erst zu einem späteren Zeitpunkt an den Verhandlungstisch zu holen. Neben der finalen Einigung auf den Kaufpreis steht die Verhandlung des Kaufvertrages im Vordergrund. Je nach Transaktionsstruktur können weitere Dokumente (Gesellschaftsvertrag, Gesellschaftervereinbarung, Darlehensverträge etc.) hinzukommen. Aufgrund der Komplexität und der Bedeutung der zu verhandelnden Verträge empfiehlt sich für die rechtliche Begleitung die Mandatierung eines erfahrenen M&A-Anwalts.

Alles in allem kann die Einbindung eines erfahrenen M&A-Beraters nicht nur die Erfolgswahrscheinlichkeit des Verkaufsprozesses erhöhen, sondern auch das Transaktionsergebnis für die Altgesellschafter optimieren, wodurch sich ein echter Mehrwert ergibt.

Informationsasymmetrien

Noch vor Aufnahme des formalen Verkaufsprozesses oder während der Verhandlungen können aussichtsreiche Gespräche ins Stocken geraten oder sogar scheitern, weil beide Seiten das Gefühl haben, die wahren Absichten und Fähigkeiten ihres Verhandlungspartners bzw. die Qualität des Unternehmens nicht genau einschätzen zu können. Es herrscht eine Informationsasymmetrie. Wichtige Informationen sind zwischen Verkäufer und Käufer ungleich verteilt, beide wissen viel über sich selbst und wenig über den jeweils anderen.

Das Problem tritt bei einer familieninternen Nachfolgelösung in der Regel nicht auf und ist bei einem MBO nur von geringer Bedeutung, da sich Übergebender und potenzieller Nachfolger gut kennen. Wichtig sind Informationsasymmetrien bei einer externen Nachfolgelösung, z.B. einem MBI oder dem Verkauf an einen strategischen Investor, wenn sich beide Seiten noch nicht kennen.

Hier sollen vier Fälle von Informationsasymmetrien erläutert und Lösungen aufgezeigt werden:

1. Der Verkäufer kennt die Fähigkeiten des Käufers nicht

Der Alteigentümer möchte, dass sein Lebenswerk in gute Hände kommt. Er weiß aber nicht, ob der mögliche Nachfolger die fachlichen, kaufmännischen und unternehmerischen Fähigkeiten mitbringt, das Unternehmen erfolgreich in die Zukunft zu führen. Seine Sorge: Der Käufer ist ungeeignet und die Firma in kurzer Zeit insolvent. Um diese Bedenken aus dem Weg zu räumen, sollte der Käufer offensiv mit der Qualität seiner Ausbildung sowie seinen beruflichen Erfahrungen und Erfolgen werben.

2. Der Verkäufer kennt die wahren Absichten des Käufers nicht

Ein weiteres Informationsdefizit des Alteigentümers betrifft die langfristigen Absichten des potenziellen Käufers. So besteht das Risiko, dass der Käufer nach Vertragsabschluss sein Verhalten zum Nachteil des Verkäufers ändert, er also z.B. Schließungen von Standorten vornimmt oder Mitarbeiter entlässt. Um das von solch opportunistischem Verhalten ausgehende Risiko zu minimieren, kann der Verkäufer dem möglichen Käufer Handlungsalternativen anbieten, die seine wahren Absichten offenlegen – z.B. ein zeitaufwendiges Coaching, eine Probearbeitszeit oder die gemeinsame operative Leitung für eine Übergangszeit. Dahinter steckt die Erwartung, dass ein Käufer mit „guten“ Absichten viel Zeit und hohe Kosten in Kauf nehmen wird, um den Verkäufer von sich zu überzeugen. Rechtssicher können die „guten“ Absichten allerdings nur durch Regelungen im Kaufvertrag festgezurrert werden.

3. Der Käufer kennt die Qualität des Unternehmens nicht

Dem potenziellen Käufer mangelt es möglicherweise an Informationen hinsichtlich der Qualität und Zukunftsfähigkeit des Unternehmens – trotz Due Diligence. Der Alteigentümer kann diese Bedenken aus dem Weg räumen, indem er zustimmt, dass ein Restkaufgeld oder eine Earn-out-Struktur Teil des Kaufvertrags wird. Dabei wird der Kaufpreis aufgeteilt in einen fixen Teil, der bei Vertragsabschluss zu zahlen ist, und einen variablen, an die Ertragsentwicklung des Unternehmens gebundenen Teil in der Zukunft. Die Zustimmung des Verkäufers zu einer Risikoaufteilung durch die Earn-out-Struktur signalisiert eine gute Unternehmensqualität und positive Erwartungen hinsichtlich der künftigen Erträge.

4. Der Käufer kennt die wahren Absichten des Verkäufers nicht

Der Käufer hat keine Informationen über die wahren Absichten des Verkäufers – d.h. darüber, ob er sich tatsächlich zur Ruhe setzt. Er könnte z.B. nach Vertragsabschluss ein neues Unternehmen in derselben Branche gründen und alte Kunden abwerben. Um dieses Risiko opportunistischen Verhaltens auszuschließen, kann der Verkäufer einer sanktionsbewehrten Wettbewerbsklausel zustimmen, die es ihm verbietet, in der Branche noch einmal tätig zu werden. Im Übrigen ist auch die Zustimmung zu einer Earn-out-Struktur bereits ein Signal für die „guten“ Absichten des Alteigentümers.

Kommunikation

Der Verkaufs- und Übertragungsprozess sollte mit einer geeigneten Kommunikationsstrategie nach innen und außen begleitet werden. Zielgruppe der internen Kommunikation ist dabei die Belegschaft des Unternehmens – die Familie und mögliche weitere Anteilseigner sollten bereits in die Entscheidung über die Übergabe oder den Verkauf eingebunden gewesen sein.

Die umfassende und rechtzeitige Benachrichtigung der Mitarbeiter und Führungskräfte ist insbesondere bei einem Verkauf an einen unternehmensexternen Nachfolger wichtig. Die laufende Information dient ebenso der Vertrauensbildung wie die externe Kommunikation. Adressaten sind hier einmal die Geschäftspartner – Kunden, Lieferanten, Banken – zum zweiten die Öffentlichkeit, d.h. die Medien sowie die Lokalpolitik.

Die Menschen vor Ort einzubeziehen ist wichtig, spielen Familienunternehmen doch vielfach eine zentrale ökonomische Rolle in ihrer Heimatregion, aus der ihnen eine große Verantwortung erwächst. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Familienunternehmen eher in der Provinz – jedoch mit Nähe zu Oberzentren – zu finden sind. Sie bilden häufig das wirt-

schaftliche Rückgrat dieser ländlichen Gebiete. Schon durch eine kommunikativ missglückte Unternehmensübergabe kann die Reputation der Eigentümerfamilie in ihrer Heimatregion Schaden nehmen – ihr Sozialprestige steht dann auf dem Spiel. Der Alteigentümer möchte sich auch nach dem Ende des Berufslebens in seinem Wohnort noch sehen lassen können.

Unternehmensübergabe oder die Kunst, loszulassen

Eine familieninterne Unternehmensnachfolge und -übergabe mag formal weniger aufwendig sein, emotional ist sie aber häufig noch schwieriger als ein Verkauf. Trifft beim Generationswechsel innerhalb des Familienunternehmens doch das System „Familie“ mit der Währung „Liebe“ auf das System „Unternehmen“ mit der Währung „Geld“. Hier begegnet der Vater oder die Mutter ihrem Sohn oder ihrer Tochter und gleichzeitig der Noch-Seniorchef bzw. die Noch-Seniorchefin dem Noch-Juniorchef oder der Noch-Juniorchefin, die künftig an der Unternehmensspitze stehen. Werden die Ebenen/Systeme nicht sauber getrennt, entstehen Konflikte. Sie lassen sich allerdings vermeiden, wenn sich beide Seiten vertrauen, klare Absprachen treffen und gegenseitig akzeptieren.

Auch die Trennung vom eigenen Unternehmen fällt bei einem Generationswechsel innerhalb der Familie vielfach noch schwerer als bei einem Verkauf, hat der Seniorchef doch jederzeit Zugang zum Firmengelände. Unabhängig von einer internen oder externen Nachfolgelösung gilt: Der Alteigentümer oder die Alteigentümerin muss loslassen können. Auf Wunsch des Nachfolgers kann er oder sie zwar vorübergehend noch als Senior-Experte zur Verfügung stehen, um den Übergang reibungslos zu gestalten. Er sollte sich jedoch rechtzeitig eine Aufgabe für die absehbare Zeit danach suchen.

Bei einer familieninternen Nachfolgeregelung sollte sich nicht nur der Senior, sondern auch der Junior auf die neue Situation vorbereiten, z.B. durch ein Coaching. Treten dennoch Konflikte auf, empfiehlt sich eine gemeinsame Mediation von Jung und Alt.

Nachhaltigkeit und Unternehmensnachfolge

Der Umgang mit den natürlichen Ressourcen steht seit geraumer Zeit im Mittelpunkt der öffentlichen Diskussion. Unternehmen reagieren auf den erkennbaren politischen und gesellschaftlichen Wandel, indem sie ihre Produkte, Produktionsprozesse und Wertschöpfungs- bzw. Lieferketten nachhaltiger gestalten.

Obwohl der Begriff der Nachhaltigkeit weit gefasst ist, werden die deutsche und die europäische Politik dominiert vom Bestreben, die Treibhausgasemissionen – hierbei vor allem die CO₂-Emissionen – zu mindern. Nachhaltigkeit bedeutet in diesem Kontext eine signifikante Verringerung der Treibhausgasemissionen.

Die von der Politik ergriffenen Maßnahmen reichen von Verboten über einzuhaltende Grenzwerte bis zu ökonomischen Hebeln – wie Subventionen oder die CO₂-Bepreisung bzw. Einführung eines Emissionshandelssystems.

Auf den Prozess der Unternehmensnachfolge bzw. -übergabe wirken diese Maßnahmen auf drei Wegen: Zum einen kann die Nachhaltigkeits- und Klimaschutzpolitik das bestehende Geschäftsmodell des Unternehmens vollständig in Frage stellen, also dessen Existenz oder Zukunftsfähigkeit. Dies könnte für Unternehmen aus der Automobilzulieferindustrie gelten, die vor allem im Bereich der Verbrennermotoren aktiv sind, die perspektivisch von Elektromotoren abgelöst werden.

Zweitens werden Produkte mit einem großen CO₂-Fußabdruck in Zukunft auf der Grundlage der aktuellen Technologie nur zu höheren Kosten herzustellen sein. In diesem Fall werden Investitionen in CO₂-senkende Technologien erforderlich, um im Markt bestehen zu können oder weil etwa bestimmte Grenzwerte eingehalten werden müssen.

Beide Entwicklungen haben negative Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung und damit auf den bei einem Verkauf zu erzielenden Preis.

Schließlich ist es aber auch möglich, dass Unternehmen, die schon immer nachhaltige Geschäftsmodelle verfolgt haben, nun Marktanteile und damit an Wert gewinnen.

Die Gesellschafter der MDV Group verkaufen ihr Unternehmen im Zuge eines strukturierten Verkaufsprozesses an die französische Arjobex Gruppe und sichern somit die Unternehmensnachfolge

Die MDV Group mit Hauptsitz in Karlstein ist ein führender Nischenhersteller und Beschichter von Spezialpapieren und -folien u.a. für die Druck-, Verpackungs-, Medizin-, Display- und Bauindustrie. Die Gruppe ist europäischer Marktführer bei fluoreszierenden Papieren unter der Marke Fluolux und ein wichtiger Akteur im Markt für Folien und synthetische Papiere mit Marken wie Robuskin und Satinex. Neben der MDV Papier- und Kunststoffveredelung GmbH (Karlstein) gehören die Reisewitz GmbH (Penig) sowie die in Liverpool beheimatete Tech Folien Ltd. zur internationalen Firmengruppe. Der Umsatz der Gruppe liegt bei rund 28 Millionen Euro.

Angesichts einer fehlenden familieninternen Nachfolge wurde die Commerzbank im Sommer 2019 von den beiden Gesellschaftern als exklusiver M&A-Berater mandatiert, einen Verkaufsprozess in die Wege zu leiten, um eine optimale Unternehmensnachfolge und den Fortbestand des Unternehmens sicherzustellen. In enger Zusammenarbeit zwischen der Commerzbank M&A und den Gesellschaftern wurde der Verkaufsprozess sorgfältig vorbereitet und im Rahmen eines maßgeschneiderten, globalen Investorenprozesses wurden potenzielle Partner angesprochen. Nachfolgend wurde das Investorenfeld auf Basis erhaltener Angebote weiter eingegrenzt und ausgewählten Parteien die Teilnahme an einer Management Präsentation und Betriebsbesichtigung ermöglicht. Nach einer Unterbrechung infolge der weltweiten COVID-19-Pandemie entschieden sich die Gesellschafter im Sommer 2020 für exklusive Gespräche mit dem französischen Finanzinvestor Prudentia Capital und dessen Portfoliounternehmen Arjobex. Im Dezember 2020 wurde das Projekt nach intensiver Due Diligence und komplexen Kaufvertragsverhandlungen erfolgreich abgeschlossen.

„Mit Produktions- und Vertriebsstandorten in den USA, Frankreich und Großbritannien ist Arjobex ein idealer Partner, um die MDV Group noch internationaler und erfolgreicher zu machen“, sind sich die beiden Altgesellschafter Ashok Krishna und Bernd Reichert einig. „Arjobex ist mittelständisch geprägt und hat viele Parallelen zur MDV Group, ob im Bereich der Beschichtung/Ausrüstung oder in unseren Zielmärkten. So entsteht eine ideale Ergänzung.“ „MDV passt perfekt zum Kerngeschäft von Arjobex, der Herstellung von nachhaltigen Spezialsubstraten für Nischen- und Wachstumsmärkte und wird von unserem starken internationalen Vertriebs- und Marketingnetzwerk in den USA und Asien profitieren“, ergänzt Arnaud Roussel, CEO von Arjobex.

„Das Commerzbank M&A-Team hat hervorragende Arbeit geleistet und uns über alle Projektphasen hinweg professionell beraten und unterstützt. Ohne erfahrene Berater wäre dieser komplexe und zeitintensive Prozess für uns neben dem Tagesgeschäft nicht möglich gewesen“, zeigt sich Ashok Krishna zufrieden. „Neben der Identifizierung und Ansprache potenzieller Investoren war insbesondere die Unterstützung während der intensiven Due Diligence-Phasen und den komplexen Vertragsverhandlungen eine große Hilfe“, bestätigt Bernd Reichert.

Steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen

Bei der Unternehmensnachfolge spielen auch rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen eine wichtige Rolle. Im Folgenden sollen einige relevante Gesichtspunkte kurz skizziert werden. Für eine detaillierte Ausarbeitung und umfassende Beratung zu steuerlichen Fragestellungen im Rahmen der Unternehmensnachfolge ist es im Regelfall erforderlich, Steuerberater, Rechtsanwälte und/oder Notare zu konsultieren.

Es sei allerdings schon an dieser Stelle gesagt: Problemen der steuerlichen Optimierung wird vielfach eine zu große Bedeutung eingeräumt. Sie stehen immer erst am Ende des Nachfolgeprozesses, niemals am Anfang. Die Nachfolgeplanung ist zu umfassend, um sie allein auf Steuerfragen zu reduzieren.

Zu den zentralen rechtlichen Aspekten bei Unternehmensübertragungen zählen unter anderem Fragen der Nachfolgeregelung (familienintern oder -extern, entgeltlich oder unentgeltlich, Berücksichtigung von Nachlassvereinbarungen) und gesellschaftsrechtliche Vereinbarungen (Rechtsform des Unternehmens, Unternehmensstruktur, Gesellschaftervertrag). Außerdem gehören auch Fragen der Haftung für Verbindlichkeiten und Steuerschulden dazu, die während der Zeit des früheren Unternehmenseigners angefallen sind.

Die genannten rechtlichen Aspekte, die im Zuge der Unternehmensübertragung von Bedeutung sind, haben auch Implikationen auf steuerrechtlicher Ebene – wie auch umgekehrt. Sowohl Alteigentümer als auch Nachfolger sind daran interessiert, die aus der Unternehmensübertragung für sie resultierenden Steuerlasten möglichst gering zu halten. Deren Höhe wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst – wie beispielsweise der Art der Übertragung, der Rechtsform des Unternehmens, der Zahlungsweise des Kaufpreises und den persönlichen Freibeträgen.

Die entgeltliche Übertragung von Unternehmen kann für den abgebenden Unternehmer mit Belastungen durch die Einkommensteuer verbunden sein, wenn er durch die Transaktion einen Veräußerungsgewinn erzielt. Die Rechtsform des zum Verkauf stehenden Unternehmens bestimmt dabei maßgeblich die Gewinnermittlung und ertragssteuerrechtliche Behandlung beim ausscheidenden Unternehmer. Aus Sicht des Nachfolgers kann der Kauf von Unternehmen, die über Grundbesitz verfügen, der Grunderwerbsteuer unterliegen.

Bei unentgeltlicher Unternehmensübertragung in Form einer Schenkung, Vererbung oder Stiftungsgründung hat der Unternehmensnachfolger in der Regel Erbschaft- oder Schenkungsteuer zu zahlen. Am 4. November 2016 hat der Gesetzgeber mit dem Gesetz zur Anpassung der Erbschaft-

steuer- und Schenkungsteuer an die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes die erbschaft- und schenkungsteuerlichen Vergünstigungen von Betriebsvermögen neu geregelt.

Die Umsetzung des Gesetzes wird in Richtlinien für die Verwaltung geregelt. Der Bundesrat hat am 11. Oktober 2019 der zuvor vom Bundesfinanzministerium mit den obersten Finanzbehörden der Länder abgestimmten „Allgemeinen Verwaltungsvorschrift zur Anwendung des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuerrechts 2019“ (ErbStR 2019) zugestimmt. Die Erbschaftsteuer-Richtlinien 2019 sind auf alle Erwerbsfälle anzuwenden, für die die Steuer nach dem 21. August 2019 (Tag des Kabinettsbeschlusses) entsteht. Sie gelten auch für Erwerbsfälle, für die die Steuer davor entstanden ist, soweit sie geänderte Vorschriften des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetzes und des Bewertungsgesetzes betreffen, die vor dem 1. Mai 2019 anzuwenden sind.

Das neue Erbschaftsteuergesetz hält grundsätzlich an der Abgrenzung zwischen Verwaltungsvermögen und begünstigtem (Betriebs-)Vermögen sowie der Wahlmöglichkeit des Erwerbers zwischen Regelverschonung und Optionsverschonung fest. Im Detail sieht das Gesetz vor, dass Betriebsvermögen bis zu einem Wert von 26 Millionen Euro unter bestimmten Voraussetzungen zu 85 Prozent (Regelverschonung) oder zu 100 Prozent (Optionsverschonung) von der Erbschaftsteuer befreit sind. Die Regelverschonung kann in Anspruch genommen werden, wenn der Betrieb mindestens fünf Jahre fortgeführt wird, in Abhängigkeit von der Beschäftigtenzahl im gleichen Zeitraum bestimmte Mindestlohnsummen nicht unterschritten werden und das Verwaltungsvermögen maximal 90 Prozent beträgt. Entscheidet sich der Erwerber für eine vollständige Befreiung von der Erbschaftsteuer (Optionsverschonung), so gelten eine Behaltefrist des Betriebs von sieben Jahren, eine siebenjährige Mindestlohnsummenregelung und eine Verwaltungsvermögensgrenze von 20 Prozent.

Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass in normalen Zeiten auch nach der Reform der Erbschaftsgesetzgebung bei der Vererbung der allermeisten KMU in Zukunft wenig oder gar keine Erbschaftsteuer anfallen wird. Sondersituationen ergeben sich allerdings möglicherweise durch die Coronakrise.

Corona und Unternehmensnachfolge

Die Coronapandemie hat zu einer der tiefsten Wirtschaftskrisen in der deutschen Nachkriegszeit geführt. Die gesamtwirtschaftliche Leistung ist im Jahr 2020 um 5,0 Prozent zurückgegangen. Im folgenden Jahr soll das Bruttoinlandsprodukt wieder um 4,5 Prozent anwachsen.

Vom Wirtschaftseinbruch infolge der Lockdowns sind insbesondere das Hotel- und Gaststättengewerbe, der Tourismus sowie Teile des Einzelhandels betroffen. Vor allem Unternehmen aus diesen Branchen, die die Übergabe an einen Nachfolger geplant haben, dürften aktuell vor großen Problemen stehen. Hier ist nicht absehbar, wie lange der erzwungene Umsatzrückgang noch anhält und ob dadurch möglicherweise die Existenz des Unternehmens gefährdet wird.

Die Coronakrise legt die Zukunftsplanung vieler Mittelständler auf Eis. Zu diesem Ergebnis kommt die KfW im Dezember 2020. Erstmals sei im Nachfolge-Monitoring von KfW Research im Jahr 2020 bei über der Hälfte der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) unklar, ob und wann das Unternehmen an eine Nachfolgerin bzw. einen Nachfolger übergeben werden soll. Sollte die durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise länger als erwartet andauern, könnten mittelfristige Nachfolgepläne zu lange verschleppt werden und selbst weit fortgeschrittene Nachfolgeberhandlungen noch scheitern.

Verschiedene Erschwernisse für die Unternehmensnachfolge könnten durch die Coronakrise ausgelöst werden. Wenn ein Unternehmer z. B. Einlagen in sein Unternehmen vornehmen muss, handelt es sich erbschaftsteuerlich um junge Finanzmittel. Sie könnten dazu führen, dass die Brutto-Verwaltungsvermögensquote von 90 Prozent überschritten wird. Diese Quote ist die Eingangsvoraussetzung zur Gewährung der Betriebsvermögensverschonung nach §§ 13a, 13b ErbStG. Es entstünde also durch solch einen Wirkungsmechanismus das Risiko, dass eine Übertragung der Gesellschaftsanteile für die folgenden zwei Jahren erheblich erschwert würde oder sogar gänzlich ausgeschlossen wäre.

Auch Kurzarbeit und Entlassungen im Zuge der Coronakrise können sich negativ auf die Unternehmensnachfolge auswirken. Denn diese Maßnahmen haben Einfluss auf die Entwicklung der Lohnsummen und könnten eine Nachversteuerung mit Erbschaft- und Schenkungsteuer zur Folge haben. Die FDP-Fraktion im Deutschen Bundestag hat daher Mitte 2020 vorgeschlagen, die Lohnsummenregelung und die 90 Prozent-Prüfung des Verwaltungsvermögens vorübergehend auszusetzen, bis die wirtschaftlichen Folgen der Coronapandemie nachgelassen haben.

Die Bundesregierung hat diese Probleme 2020 noch nicht aufgegriffen. In einer Antwort auf eine Anfrage der FDP (BT-Drucksache 19/19763) hieß es nur allgemein, das Bundesfinanzministerium prüfe in enger Abstimmung mit den Bundesländern die Auswirkungen der Coronapandemie auf Erbschafts- und Schenkungsvorgänge. Ziel der Regierung sei es, unverhältnismäßige Folgen für die Unternehmen mit Blick auf die Dauer der Coronakrise zu vermeiden.

Ist die Existenz zwar nicht gefährdet, der Unternehmenswert infolge der Wirtschaftskrise jedoch gesunken, dürfte zumindest die familieninterne Unternehmensnachfolge davon profitieren – verringert sich doch die Belastung aus Erbschaft- bzw. Schenkungssteuer. Durch die Krise erhöht sich überdies die Chance, auch größere Betriebe erbschaft- oder schenkungsteuerfrei zu übergeben. Dabei spielt möglicherweise auch der Wert des Gewerbeimmobilienvermögens eine Rolle. Gesunkene Immobilienpreise können wichtig für die steuerlichen Freigrenzen sein.

Wesentlich bessere Aussichten, im Jahr 2021 einen familieninternen oder externen Nachfolger zu finden, haben Unternehmen, die sich aufgrund ihres Geschäftsmodells, der Branchenzugehörigkeit sowie einer starken Eigenkapitalbasis und Liquidität als krisenresilient erwiesen haben – oder sogar von dauerhaften Veränderungen der Nachfrage infolge der Krise profitieren. Deren Unternehmenswert bzw. Attraktivität könnte infolge der Pandemie sogar ansteigen.

Über diese kurzfristigen Auswirkungen hinaus könnte die Krise auch längerfristige Folgen für die Familienunternehmen haben. Herausforderungen der Coronakrise haben sowohl Gesellschafterinnen und Gesellschafter als auch eine designierte Nachfolgeneration zum Nachdenken gebracht. Daraus ergeben sich wichtige Fragen: Ist Unternehmertum eigentlich Lust oder (manchmal auch) Last? Sollte ein größerer Teil des Familienvermögens nicht „hinter die Brandschutzmauer“ gebracht werden, anstatt so dominierend wie zuvor im eigenen Unternehmen gebunden zu sein? Ist das zuvor bewährte Geschäftsmodell dauerhaft zukunftsfähig? War Corona ein Beschleuniger, der Anpassungsnotwendigkeiten gezeigt hat? Sind Gesellschaft und Gesellschafter dazu in der Lage? Haben sich in der Coronakrise Kräfteverhältnisse zwischen den branchenführenden Gesellschaften verschoben? Waren Wettbewerber wettbewerbsfähiger? Durch die Analyse der Erkenntnisse aus der Coronakrise werden sich auch neue Ansätze ergeben, über Nachfolgesituationen in Unternehmen nachzudenken und zu sprechen!

NIBE Industrier übernimmt die WATERKOTTE GmbH und unterstützt das weitere Wachstum im attraktiven Markt für Wärmepumpen – ein strukturierter M&A-Prozess führt zum Erfolg

Die 1976 gegründete WATERKOTTE GmbH mit Hauptsitz in Herne gehört zu den führenden Herstellern von innovativen und modernen Wärmepumpensystemen sowie integrierten, nachhaltigen Energielösungen für Wohnhäuser und kommerzielle Anwendungen. Das Unternehmen betreibt zwei Standorte in Deutschland sowie Vertriebsorganisationen in Österreich, Italien und der Schweiz. Der Umsatz liegt bei rund 26 Millionen Euro.

WATERKOTTE wurde im Jahr 2011 durch die DRICON CAPITAL AG erworben. Die DRICON CAPITAL AG beteiligt sich an mittelständischen Unternehmen in Umbruchsituationen. Ziel ist es, Unternehmen durch strukturelle Maßnahmen zu verbessern, neu auszurichten und eine nachhaltige Wertsteigerung zu erreichen. Nach umfassender Modernisierung des Unternehmens und steigendem Interesse seitens der Wettbewerber hat DRICON vereinzelte Sondierungsgespräche mit potenziellen Investoren geführt, jedoch nicht weiter vertieft. Aufgrund der Branchenexpertise aus vorherigen Prozessen sowie der langjährigen Begleitung als Hausbank mandatierte DRICON die Commerzbank im Sommer 2019 als exklusiven M&A-Berater.

Gesteuert durch die Commerzbank M&A und in enger Abstimmung mit den Anteilseignern wurden im Rahmen eines globalen Investorenprozesses potenzielle Partner für WATERKOTTE angesprochen. Der Fokus lag hierbei auf internationalen Wettbewerbern mit umfassenden Synergie- und Wachstumspotenzialen sowie industrieerfahrenen Finanzinvestoren. Nach einem rund sechs Monate dauernden wettbewerbsintensiven Prozess konnte im ersten Quartal 2020 mit dem schwedischen Unternehmen NIBE Industrier, einem Spezialisten für nachhaltige Energielösungen, die Vereinbarung zur Übernahme von 100 Prozent der Anteile unterzeichnet werden.

„Durch WATERKOTTE stärken wir unsere Position auf dem europäischen Markt für Wärmepumpen weiter, insbesondere in Deutschland. Dort wächst der Markt im Zuge der neuesten Gesetzesänderungen, die darauf abzielen, die Nutzung von nachhaltigeren Klimatisierungslösungen zu stimulieren“, sagt Gerteric Lindquist, CEO von NIBE Industrier.

„Das Commerzbank M&A-Team hat hervorragende Arbeit geleistet und binnen weniger Monate mit NIBE einen erstklassigen Käufer gefunden. Diese neue Konstellation wird für Synergien sorgen und Vorteile sowohl für unsere Kunden als auch für unsere Mitarbeiter haben. Innerhalb der NIBE-Familie kann WATERKOTTE unter anderem einen Beitrag zur Erweiterung des Produktportfolios leisten, vor allem bei größeren Wärmepumpen. Das wird jetzt besonders bedeutsam, da der deutsche Wärmepumpenmarkt deutlich zu wachsen beginnt“, so Dr. Johannes Book, Vorstandsvorsitzender von DRICON.

Durch die Veräußerung von WATERKOTTE an NIBE Industrier konnten die Grundpfeiler für ein zukünftiges beschleunigtes Wachstum gesetzt und dem Unternehmen Zugang zu einem globalen Umfeld ermöglicht werden. Das Commerzbank M&A-Team konnte hierbei insbesondere bei der Identifizierung und Ansprache der internationalen Investoren, taktischer Beratung und Begleitung aller Verhandlungsphasen sowie der Koordination der Due Dilligence-Prozesse einen wesentlichen Mehrwert für die Anteilseigner erbringen. Zusätzlich konnte die Commerzbank ihre Finanzierungsexpertise einbringen und eine attraktive Lösung anbieten.

Kaufpreis vs. Unternehmenswert

Kaufpreis

Die Einigung auf den Kaufpreis stellt bei entgeltlichen Unternehmensnachfolgen einen wesentlichen Knackpunkt im Übertragungsprozess dar. Erschwert wird die Einigung durch die divergierenden Kaufpreisvorstellungen von Alteigentümer und Unternehmensnachfolger. In der Regel ist die Ermittlung des Kaufpreises das Ergebnis langwieriger und oft intensiver Verhandlungen zwischen beiden Parteien. Dabei existieren nicht selten Informationsasymmetrien zwischen dem abgebenden Unternehmer, der die wahren Absichten und die maximale Zahlungsbereitschaft des Käufers nicht kennt, und dem Nachfolger, der die Qualität des Unternehmens trotz Due Diligence-Prozess (noch) nicht richtig einschätzen kann (**siehe S. 16**).

Gerade beim Verkauf inhabergeführter Unternehmen gehen die bisherigen Eigentümer häufig mit überzogenen Erwartungen hinsichtlich des Kaufpreises in die Verhandlungen. Das liegt unter anderem daran, dass sie mit ihrem Unternehmen einen hohen emotionalen Wert verbinden und folglich mit ihrer „Herzblut-Rendite“ kalkulieren und nicht mit dem realistischen Unternehmenswert. Der Nachfolger hingegen hat ein gesteigertes Interesse, einen möglichst niedrigen Kaufpreis zu zahlen, um die mit der Übernahme verbundenen Finanzierungskosten langfristig zu erwirtschaften und damit die Kapitaldienstfähigkeit sowie den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. Bei der Kaufpreisermittlung spielen neben ökonomischen auch nicht-ökonomische Faktoren eine wichtige Rolle. Somit sind ökonomischer Wert und Kaufpreis eines Unternehmens nie identisch.

Grundlage der ökonomischen Preisfindung ist die Bestimmung des Unternehmenswerts. Dieser basiert im Wesentlichen auf betriebswirtschaftlichen Faktoren wie z. B. der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens, dem Alter und Zustand von Maschinen und Anlagen sowie den zu erwartenden Cashflows aus der Geschäftstätigkeit.

Zu den nicht ökonomischen Einflussfaktoren auf den Kaufpreis zählen beispielsweise das Verhandlungsgeschick der Vertragsparteien, Zeitdruck, die Anzahl der Kaufinteressenten und die Art des Käufers (Wettbewerber, strategischer Investor, Finanzinvestor, übernehmender Manager etc.).

Unternehmenswert

Um die unterschiedlichen Vorstellungen von Alteigentümer und Nachfolger in Einklang zu bringen, empfiehlt es sich, den Unternehmenswert von unabhängiger Seite (z. B. M&A-Berater) näherungsweise ermitteln zu lassen, sofern das Unternehmen deutlich dem Bereich der Gewerbetreibenden entwachsen ist. Laut einer Commerzbank-Umfrage unter den Führungskräften von mittelständischen Unternehmen in Deutschland erwarten 38 Prozent der Befragten, die in den nächsten fünf Jahren von einem Wechsel an der Führungsspitze ihres Unternehmens ausgehen, von ihrer Hausbank Unterstützung bei der Erstellung einer Unternehmensbewertung. In diesem Zusammenhang gilt es, sich zu vergegenwärtigen, dass es kein allgemeingültiges Bewertungsverfahren gibt, mit dem sich der Wert eines Unternehmens eindeutig bestimmen lässt. Aus diesem Grund gibt es auch keinen objektiven Unternehmenswert. Der Wert eines Unternehmens lässt sich unter Rückgriff auf eine Vielzahl von mathematischen Bewertungsverfahren ermitteln. Diese unterscheiden sich methodisch teilweise deutlich voneinander und lassen Spielraum für subjektive Werturteile. Die in der Praxis relevantesten Bewertungsmethoden werden im Folgenden kurz skizziert:

Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren zählt zu den zukunftsorientierten Methoden der Unternehmensbewertung. Seine Ursprünge gehen auf die Investitionsrechnung zurück. Im Fokus stehen die zukünftigen Erträge des Unternehmens und die Frage, ob diese ausreichend sind, um neben den erforderlichen Investitionen auch die Zins- und Tilgungszahlungen der Kaufpreisfinanzierung zu leisten.

Als Grundlage der Berechnung des Ertragswerts dienen die aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zu erwartenden zukünftigen Betriebsergebnisse (Ebit), die über einen Planungshorizont von ca. 5 Jahren prognostiziert werden. Da diese Betriebsergebnisse zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen, werden sie mit einem Kapitalisierungszinssatz auf einen einheitlichen Zeitpunkt (z. B. den Zeitpunkt des Unternehmenskaufs) abgezinst. Dem Kapitalisierungszinssatz kommt dabei eine besondere Bedeutung zu. Er entspricht der Verzinsung, die der Unternehmer für eine alternative Kapitalanlage mit identischem Risikoprofil erhalten würde und entspricht daher der Mindestverzinsung, die das Unternehmen erwirtschaften muss. Die Höhe des Kapitalisierungszinss-

satzes bestimmt sich nach der Verzinsung einer risikofreien Kapitalanlage zuzüglich einer Risikoprämie für das interne und externe unternehmerische Risiko.

Discounted Cashflow-Verfahren

Das Discounted Cashflow-Verfahren (DCF) stellt eine Variante des Ertragswertverfahrens dar. Im Unterschied zum Ertragswertverfahren wird der Wert des Unternehmens allerdings über die Diskontierung der zukünftigen Cashflows des Unternehmens ermittelt. Der Cashflow gibt den Zahlungsmittelüberschuss an, den ein Unternehmen aus seiner betrieblichen Tätigkeit selbst erwirtschaftet hat und der für Investitionen, Tilgung von Verbindlichkeiten, Ausgleich von Liquiditätsengpässen u. ä. zur Verfügung steht.

Mittelwertverfahren

Beim Mittelwertverfahren wird der Unternehmenswert als arithmetisches Mittel von Substanz- und Ertragswert berechnet. Dahinter steckt die Überlegung, dass weder das Nettovermögen eines Unternehmens noch die zukünftigen aus der Geschäftstätigkeit erzielbaren und diskontierten Einnahmeüberschüsse für sich alleine den Wert eines Unternehmens korrekt widerspiegeln.

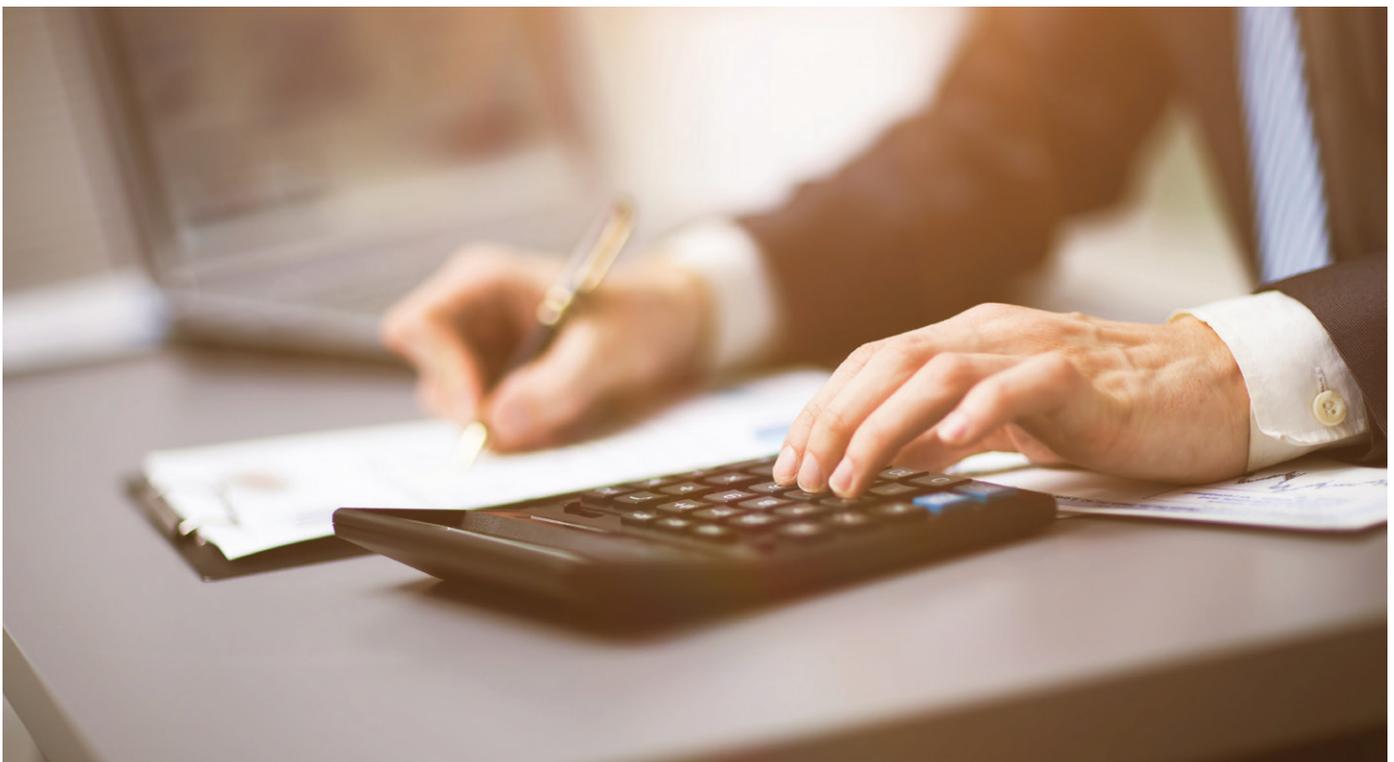
Multiplikatorverfahren

Das Multiplikatorverfahren zählt zu den marktwertorientierten Vergleichsverfahren. Bei diesem Verfahren wird der Unternehmenswert ermittelt, indem eine bestimmte Betriebskennzahl des zu bewertenden Unternehmens mit einer entsprechenden Verhältniskennzahl (Multiplikator) multipliziert wird. Als finanzielle Bezugsgrößen werden in der Regel Unternehmenskennzahlen wie das Ebit (Gewinn vor Zinsen und Steuern), Ebitda (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) oder der Jahresüberschuss herangezogen.

Beim Multiplikatorverfahren wird der Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens (Bewertungsobjekt) entweder aus dem Marktpreis vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen, der sogenannten Peer Group, abgeleitet (Börsenmultiplikator). Oder er wird auf Basis von Preisen ermittelt, die im Rahmen von Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen erzielt wurden (Transaktionsmultiplikator).

Neben den vorstehend genannten Bewertungsverfahren existieren noch weitere Methoden, mit denen sich der Wert von Unternehmen berechnen lässt. Dazu zählen u. a. das Substanzwertverfahren und das Liquidationsverfahren. Beide besitzen in der Praxis allerdings keine Relevanz.

In M&A-Transaktionen kommt dem Multiplikatorverfahren und dem DCF-Verfahren die größte Bedeutung zu.



Finanzierung

Finanzierungsbedarf

Für den Nachfolger ist eine Unternehmensübernahme in den meisten Fällen mit einem hohen Finanzierungsbedarf verbunden. Gleichzeitig verfügen übernommene Unternehmen in der Regel über ein bereits am Markt etabliertes Geschäftsmodell und erwirtschaften aus der laufenden Geschäftstätigkeit Erträge, auf die der Nachfolger zurückgreifen kann.

Die Basis der Übernahmefinanzierung und der Beschaffung notwendiger Kapitalmittel bildet der im Businessplan enthaltene Finanzplan. Er stellt ein wichtiges Kriterium für die Bonitätsbeurteilung von Kreditnehmern im Rahmen von Übernahmefinanzierungen mittels Fremdkapital dar. Aus diesem Grund werden Finanzpläne von den Banken einer kritischen Analyse und Bewertung unterzogen. Eine ganz wesentliche Voraussetzung für eine positive Finanzierungsentscheidung durch Kreditinstitute ist, dass über die gesamte Kreditlaufzeit die Kapitaldienstfähigkeit des Kreditnehmers sichergestellt ist, d.h. die Fähigkeit, die aus dem Kreditvertrag resultierenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen fristgemäß zu erfüllen.

Um die Kapitaldienstfähigkeit angemessen beurteilen zu können, verlangen Banken vom Kreditantragsteller einen detaillierten Überblick über die Liquiditäts- und Finanzierungsplanung, die Rentabilitätsvorschau sowie den benötigten Kapitalbedarf inklusive Break-even-, Simulations- und Szenarioanalyse (Worst Case, Most Probable Case, Best Case). Szenarioanalysen werden verwendet, um darzustellen, wie sich Änderungen bestimmter Parameter (z. B. Umsatzeinbrüche infolge von Wirtschaftskrisen) auf die Liquidität und Solvenz des Unternehmens auswirken. Die Liquiditäts- und Finanzierungsplanung dient dazu, die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens und die Finanzierung der unternehmerischen Tätigkeit darzustellen. Die Rentabilitätsvorschau zeigt über einen Planungshorizont von zumeist drei Geschäftsjahren, ob die unternehmerische Tätigkeit wirtschaftlich erfolgversprechend ist.

Kommen die Kreditinstitute im Rahmen ihrer Kreditprüfung zu dem Ergebnis, dass die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens nicht ausreichend gegeben ist, muss der Unternehmensnachfolger entsprechende Anpassungen der Finanzierungsstruktur vornehmen. Hierfür kommen beispielsweise die Stärkung der Eigenkapitalquote über die zusätzliche Aufnahme von Eigenkapital oder die Finanzierung über nachrangige (Verkäufer-)Darlehen infrage. Eine Laufzeitverlängerung bestehender Kredite eignet sich nur bedingt, da Finanzierungen für den Unternehmenserwerb in der Regel nach sieben bis zehn Jahren vollständig getilgt sein sollten.

Grafik 7: Beispiel für einen Kapitalbedarfsplan

Kaufpreis

+ Handelsregistereintragung

+ Beratungskosten

+ Steuern

+ Investitionen

Grundstücke, Gebäude

Maschinen, Ausrüstungen

Reserve für Unvorhergesehenes

+ zusätzliche Betriebsmittel

Warenlager

Mitarbeiter

Marketing

Sonstiges

Summe Kapitalbedarf

Quelle: Bundesverband deutscher Banken e. V.

Mithilfe der Kapitalbedarfsplanung kann der Nachfolger die Höhe der Finanzmittel bestimmen, die für die Übernahme benötigt werden. Der gesamte Kapitalbedarf ergibt sich dabei nicht nur aus dem vereinbarten Kaufpreis, sondern umfasst weitere Finanzierungsbestandteile, die je nach Übertragungsart und Größe des zur Übernahme stehenden Unternehmens variieren. Der Verkauf großer Unternehmen erfolgt in der Regel schuldenfrei („debt-free“), d. h., sämtliche bestehende Finanzverbindlichkeiten werden vor Vollzug der Übernahme (zumeist gegen die Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung) getilgt. Der Unternehmensnachfolger hat sich daher auch mit Fragen der Betriebsmittel- und fristengerechten Langfristfinanzierung auseinanderzusetzen. Bei der Übernahme kleinerer Unternehmen werden bestehende Finanzierungen zumeist fortgeführt, sodass sich für den Käufer über den zu zahlenden Kaufpreis hinaus kein zusätzlicher Kapitalbedarf ergibt. Im Folgenden werden die wesentlichen Finanzierungsbestandteile dargestellt (**siehe Grafik 7 auf der vorigen Seite**):

- **Kaufpreis**

Der zwischen Verkäufer und Käufer vereinbarte Betrag für die Übertragung des Unternehmens (**siehe S. 24**).

- **Kosten der formalen Unternehmensübernahme**

Kosten, die im direkten Zusammenhang mit der Übernahmetransaktion stehen. Dazu zählen beispielsweise Notar- und Beraterkosten sowie Gebühren für Handelsregistereintragen/-änderungen, Gutachten und Beurkundungen.

- **Steuern**

Bei der Finanzierung von Unternehmensübertragungen sind auch steuerrechtliche Aspekte zu berücksichtigen. Untergeltliche Übertragungen durch Schenkung oder Vererbung können für den/die Unternehmensnachfolger unter Umständen hohe steuerrechtliche Belastungen durch die Erbschaft- und Schenkungssteuer nach sich ziehen. Weiterhin unterliegt der Kauf von Unternehmensgrundstücken der Grunderwerbsteuer. Für den ausscheidenden Unternehmer unterliegt der Erlös aus dem Unternehmensverkauf in der Regel der Einkommensteuer (**siehe S. 21**).

- **Betriebsmittel**

Ausgaben, um die kurz- bis mittelfristige Weiterführung der Geschäftstätigkeit zu gewährleisten. Dazu zählen beispielsweise Ausgaben für Materialien und Waren, Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Personal, Verwaltung und Vertrieb.

- **Investitionen**

Ausgaben, um den langfristigen Fortbestand des Unternehmens sicherzustellen. Darunter sind Neu-, Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen in Grundstücke, Gebäude, Maschinen und Anlagen zu subsumieren. Nach einer erfolgreichen Unternehmensübernahme sehen sich Unternehmensnachfolger häufig mit einem hohen Investitionsbedarf konfrontiert. Der Grund: Alteigentümer haben aus rationalen Gründen im Zuge des Unternehmensnachfolgeprozesses oftmals eine niedrige Investitionsneigung. Gerade bei langfristigen Investitionen ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich die Erwartungen von Alteigentümer und Nachfolger hinsichtlich der zukünftigen Erträge dieser Investitionen deutlich unterscheiden. Für den Alteigentümer besteht somit das Risiko, dass sich seine Investitionen nicht in ausreichender Form im Verkaufspreis widerspiegeln. Im Ergebnis weisen Unternehmen, die sich im Nachfolgeprozess befinden, häufig einen Investitionsstau auf.

- **Kapitaldienst**

Finanzielle Mittel, die für die Ablösung/Bedienung bestehender und neu aufzunehmender Verbindlichkeiten benötigt werden.

- **Sonstige Kosten**

In der Kapitalbedarfsplanung sollte ebenfalls ein Liquiditätspuffer für unvorhergesehene Ausgaben vorgesehen werden.

Finanzierungsprozess einer entgeltlichen Unternehmensübertragung

Finanzierungsstruktur

Bei einer entgeltlichen Unternehmensübertragung steht der Nachfolger vor der Herausforderung, das für die Übernahme und den Fortbestand des Unternehmens notwendige Kapital aufzubringen. Dafür ist der Zugang zu ausreichenden finanziellen Ressourcen entscheidend.

Ein wichtiger Bestandteil im Nachfolgeprozess ist die Festlegung der Finanzierungsstruktur. Dabei geht es um die Frage, wie die Übernahmefinanzierung im Hinblick auf das Verhältnis der verschiedenen Finanzierungsinstrumente unter Berücksichtigung ihrer Kapitalkosten, ihrer Fristigkeit und notwendiger Sicherheiten strukturiert werden soll. In diesem Zusammenhang ist ebenfalls zu beachten, dass die Einsatzmöglichkeiten der verschiedenen Finanzierungsinstrumente von der Rechtsform des Zielunternehmens und des Käufers abhängen. So steht beispielsweise eine Finanzierung über den Kapitalmarkt (z.B. mittels Börsengang, Anleiheemission etc.) nur kapitalmarktfähigen Unternehmen offen. Des Weiteren sind auch steuerrechtliche Aspekte und die Rahmenbedingungen bereits bestehender Finanzierungen des Zielunternehmens in die neue Finanzierungsstruktur miteinzubeziehen. In diesem Zusammenhang spielt die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdkapital eine wichtige Rolle. Die Fremdfinanzierung einer Unternehmensübernahme weist gegenüber einer eigenkapitalbasierten Finanzierung steuerliche Vorteile auf. Das liegt daran, dass Zinsaufwendungen für Fremdkapital als Betriebsausgabe steuerlich geltend gemacht werden können und somit die Unternehmenssteuerlast reduzieren. Kosten für die Aufnahme von Eigenkapital mindern dagegen nicht die steuerliche Bemessungsgrundlage.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Finanzierung einer Unternehmensakquisition ein facettenreicher Prozess ist, der mit zunehmender Unternehmensgröße des Zielobjekts an Komplexität gewinnt. Daher erfordert die Übernahme großer Unternehmen im Regelfall eine Finanzberatung.

Fast die Hälfte der Unternehmen, die mit Blick auf die kommenden fünf Jahre vor einem Wechsel an der Führungsspitze stehen, erwarten im Zuge dieses Nachfolgeprozesses von ihren Bankpartnern Unterstützung bei der Optimierung der Finanzierungsstruktur. Bei Unternehmen, bei denen in den letzten fünf Jahren bereits ein Wechsel an der Unternehmensspitze stattgefunden hat, erwartet dies immerhin noch gut ein Fünftel. Das ist das Ergebnis der Commerzbank-Umfrage unter Führungskräften mittelständischer Unternehmen in Deutschland.

Dem Käufer stehen zur Deckung seines Kapitalbedarfs eine Vielzahl an Finanzierungsarten und -instrumenten zur Verfügung. Zum besseren Verständnis soll zunächst ein Überblick über die unterschiedlichen Finanzierungsarten gegeben werden, bevor im Anschluss daran die wichtigsten Finanzierungsinstrumente dargestellt und zugeordnet werden.

Finanzierungsarten

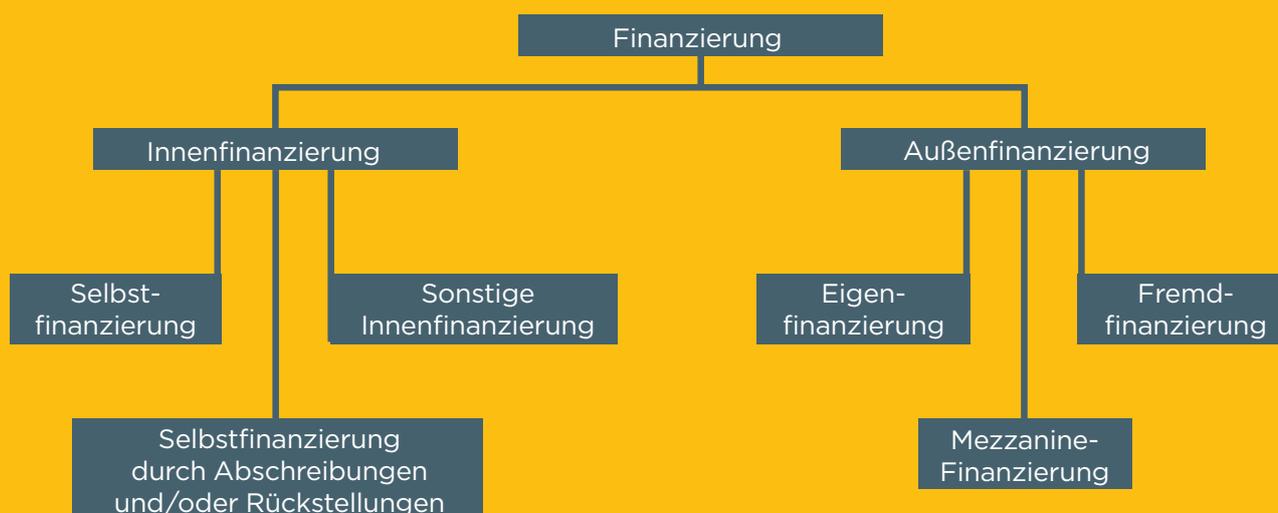
Eine gute Orientierung bietet die Finanzwirtschaftslehre. Bei der Unternehmensfinanzierung sind unterschiedliche Formen der Kapitalbeschaffung möglich, die in der Regel nach der Kapitalherkunft/Herkunft der Finanzmittel und der Rechtsstellung der Kapitalgeber/des Kapitals systematisiert werden (**siehe Grafik 8 auf der nächsten Seite**).

Des Öfteren werden Finanzierungsarten noch zusätzlich hinsichtlich der Dauer der Kapitalüberlassung (Fristigkeit) unterschieden.

Nach der Herkunft des Kapitals lassen sich die Finanzierungsarten in Innenfinanzierung und Außenfinanzierung klassifizieren. Bei einer Innenfinanzierung wird dem Unternehmen kein Kapital von außen zugeführt, vielmehr wird verhindert, dass Kapital aus dem Unternehmen abfließt. Es handelt sich um eine Finanzierung aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit heraus – d.h. Kapital, das im Betriebsprozess gebunden ist, wird freigesetzt. Nach Art des freigesetzten Kapitals kann die Innenfinanzierung weiter in Selbstfinanzierung (Finanzierung durch Thesaurierung von Gewinnen), Selbstfinanzierung durch Abschreibungen und/oder Rückstellungen sowie sonstige Innenfinanzierung (z. B. durch Vermögensumschichtungen) untergliedert werden. Kennzeichen der Außenfinanzierung ist, dass finanzielle Mittel aus unternehmensexternen Quellen (z. B. Banken, Investoren, Beteiligungsgesellschaften) in das Unternehmen eingebracht werden. Die Außenfinanzierung kann weiterhin nach der rechtlichen Stellung des zugeführten Kapitals in Eigenfinanzierung, Fremdfinanzierung und Mezzanine-Finanzierung unterteilt werden.

Bei einer Eigenfinanzierung fließen externe finanzielle Mittel in Form von Eigenkapital in das Unternehmen. Damit werden die Kapitalgeber in Abhängigkeit von der Unternehmensrechtsform zu (Teil-)Eigentümern. Somit partizipieren sie in voller Höhe am unternehmerischen Erfolg. Darüber hinaus haften sie für Verbindlichkeiten des Unternehmens mindestens in Höhe ihrer Einlage (beschränkte Haftung). Als Ausgleich für das unternehmerische Risiko erwarten Eigenkapitalgeber eine Rendite, die deutlich über dem Niveau von Fremdkapital liegt. Eigenkapital steht dem Unternehmen langfristig und unbefristet zur Verfügung.

Grafik 8: Idealtypische Finanzierungsarten



Quelle: eigene Darstellung

Für eine Fremdfinanzierung ist kennzeichnend, dass dem Unternehmen Fremdkapital von außen zugeführt wird. Im Unterschied zur Eigenfinanzierung überlassen die Fremdkapitalgeber ihre Mittel in der Regel nur befristet. Sie werden zu Gläubigern des Unternehmens und haben keinerlei Mitwirkungsrechte. Für die Kapitalüberlassung besteht gewöhnlich ein fester Anspruch auf Zins und Tilgung.

Mezzanine-Finanzierungsformen vereinen Charakteristika von Eigenkapitalfinanzierungen, wie der Beteiligung am Unternehmenserfolg, mit typischen Merkmalen von Fremdkapitalfinanzierungen – wie regelmäßigen Zinszahlungen. Sie nehmen daher eine Hybridstellung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ein. Mezzanine-Kapital ist in der Regel nachrangig gegenüber Fremdkapital sowie vorrangig gegenüber Eigenkapital und wird dem Unternehmen für einen begrenzten Zeitraum überlassen. Dementsprechend wird Mezzanine-Kapital höher verzinst als Fremdkapital.

Instrumente der Außenfinanzierung

Im Folgenden werden einige in der Praxis relevante Finanzierungsinstrumente dargestellt. Der Fokus liegt dabei auf Instrumenten der Außenfinanzierung. Zu beachten ist, dass einige Instrumente nur einem eingeschränkten Unternehmenskreis zur Verfügung stehen. Dazu zählt beispielsweise die Mittelbeschaffung am Kapitalmarkt. Für die Mehrheit der KMU ist ein Gang an den Kapitalmarkt unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten nicht attraktiv. Die Gründe hierfür sind u. a. die mit dem Kapitalmarktzugang verbundenen hohen Kosten und strengen Zulassungsvoraussetzungen (z. B. Publizitätspflichten, Mindestemissionsvolumen). Auch werden die meisten Finanzierungsinstrumente in der Praxis auf die spezifischen Bedürfnisse des Kunden zugeschnitten. Sie unterscheiden sich daher stark in ihrer Ausgestaltung. Eine Klassifikation der Finanzierungsinstrumente in Eigen-, Fremd- und Mezzanine-Kapital hängt somit immer vom konkreten Einzelfall ab. Die Praxis zeigt, dass für die Finanzie-

rung des Übernahmekaufpreises in den meisten Fällen auf eine Kombination verschiedener Instrumente zurückgegriffen wird. Übergeordnetes Ziel im Finanzierungsprozess ist, eine an den individuellen Gegebenheiten und Wünschen des Übernehmenden ausgerichtete, optimale Finanzierungsstruktur zu finden. Erster Ansprechpartner hierfür sind die Kreditinstitute.

Instrumente der Eigenfinanzierung

Eigenkapital spielt auch bei Nachfolgefinanzierungen eine wichtige Rolle. Zum einen verlangen Kreditinstitute bei Übernahmefinanzierungen grundsätzlich einen bestimmten Eigenkapitalanteil, um die Übernahme des unternehmerischen Risikos auch bei den Unternehmensnachfolgern dokumentieren zu können. Daneben erwarten Kreditinstitute auch die Vorhaltung einer bestimmten Eigenkapitalquote in der Unternehmensbilanz als Risikopuffer. Eine Vollfinanzierung von Unternehmensübernahmen im Bereich KMU ist daher eine absolute Ausnahme. Banken und Förderbanken setzen gegenwärtig mindestens 20-30 Prozent Eigenkapital bzw. banktypische Sicherheiten bei Übernahmefinanzierungen im KMU-Segment voraus. Die Höhe des zu erbringenden Eigenkapitalanteils richtet sich nach dem zu zahlenden Kaufpreis und der damit parallel einhergehenden Eigenkapitalquote in der Zielbilanz. Dabei gilt die Faustformel, dass mit steigendem Kaufpreis ein überproportionaler Anteil an Eigenkapital eingebracht werden muss.

Die Eigenkapitalausstattung wirkt sich unmittelbar auf die Bonität des Unternehmens aus und beeinflusst somit maßgeblich die Konditionen, zu denen Fremdkapital aufgenommen werden kann. Dieser Zusammenhang ist insbesondere vor dem Hintergrund der vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht verabschiedeten Regulierungsvorschriften für Banken (Basel II und Basel III) von Bedeutung. Demnach richtet sich die Höhe des Eigenkapitals, das Banken für ausgereichte Kredite vorhalten müssen, nach der Bonität bzw. dem Rating

des jeweiligen Kreditnehmers. Kredite an Unternehmen mit guter Bonität müssen demnach mit weniger Eigenkapital unterlegt werden und verursachen aus Sicht des Kreditinstituts geringere Kosten. Das hat wiederum positive Auswirkungen auf die Kreditkonditionen bonitätsstarker Unternehmen.

- **Eigenmittel des Käufers**

Die Grundlage der Übernahmefinanzierung bilden in der Regel Eigenmittel des Unternehmensnachfolgers. Eigenmittel können in Form von Barmitteln und sonstigen Vermögenswerten (z.B. Kapitalanlagen), Sacheinlagen sowie in wenigen Ausnahmefällen als Eigenleistungen in das Unternehmen eingebracht werden. Zu den Sacheinlagen zählen z.B. Immobilien, Fahrzeuge, Einrichtungsgegenstände oder Maschinen. Unter Eigenleistungen versteht man Arbeiten, die der Unternehmensnachfolger im Unternehmen selbst verrichtet (z.B. Renovierungsarbeiten). Eigenleistungen zählen im engeren Sinne zwar nicht zu den Eigenmitteln, reduzieren allerdings den für die Unternehmensübernahme notwendigen Kapitalbedarf. Sacheinlagen und Eigenleistungen sind in der Regel allerdings nur für kleinere Unternehmen (Jahresumsatz bis ca. 5 Millionen Euro) von Bedeutung.

- **Beteiligungskapital (Emission, Kapitaleinlagen)**

Die Aufnahme von Beteiligungskapital stellt eine weitere Möglichkeit zur Eigenkapitalbeschaffung im Rahmen der Nachfolgefinanzierung dar. Die Beteiligungsfiananzierung, die bei Unternehmen mit weniger als 5 Millionen Euro Jahresumsatz keine Rolle spielt, umfasst sämtliche Finanztransaktionen, durch die einem Unternehmen zusätzliches Eigenkapital von neuen Kapitalgebern oder den bisherigen Eigentümern zufließt. Je nach Rechtsform des Unternehmens existieren verschiedene Beteiligungsinstrumente. Börsennotierten Kapitalgesellschaften (AG, KGaA) können zur Eigenkapitalbeschaffung neue Aktien emittieren. Bei Personengesellschaften, Einzelunternehmen und Gesellschaften mit beschränkter Haftung erfolgt die Aufnahme von Beteiligungskapital in der Regel über Einlagen in das Vermögen bzw. das Stammkapital des Unternehmens.

- **Beteiligungskapital mittelständischer Beteiligungsgesellschaften**

Neben öffentlichen Beteiligungen können KMU zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis auch auf die Beteiligungsprogramme der mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer und/oder privatwirtschaftlicher Beteiligungsgesellschaften zurückgreifen. Beteiligungen dieser Art erfolgen zumeist in Form einer offenen Kapitaleinlage und über einen befristeten Zeitraum. Die Kapitalgeber erhalten durch die Beteiligung für gewöhnlich keinen Einfluss auf die operative Geschäftstätigkeit des Unternehmens.

Instrumente der Fremdfinanzierung

- **Langfristige Bankkredite**

Die Aufnahme von Fremdkapital bei Banken stellt nach wie vor eines der wichtigsten Finanzierungsinstrumente bei Unternehmensübernahmen dar. Gerade Privatpersonen und mittelständische Unternehmen greifen häufig auf dieses Finanzierungsinstrument zurück, da ihnen der direkte Zugang zum Kapitalmarkt und somit eine Finanzierung über die Emission von Anleihen oder Aktien aufgrund ihrer Rechtsform, der damit verbundenen hohen Kosten und/oder eines zu geringen Kapitalbedarfs häufig verwehrt bleibt. Die Kreditgewährung durch die Bank erfolgt gewöhnlich nach einer umfangreichen Bonitätsprüfung des Kreditnehmers und gegen die Stellung von Sicherheiten bzw. die Vereinbarung von Covenants im Kreditvertrag.

- **Öffentliche Förderkredite**

Zur Finanzierung einer Unternehmensübernahme mittels Fremdkapital stehen neben dem klassischen Bankdarlehen zahlreiche Förderkredite von Bund, Ländern und Kommunen zur Verfügung. Öffentliche Förderkredite können für gewöhnlich jedoch nicht nur für die Finanzierung eines Unternehmenskaufs oder den Kauf von Unternehmensanteilen herangezogen werden. Auch Investitionen und Betriebsmittel lassen sich damit finanzieren. Öffentliche Förderkredite richten sich in erster Linie an Existenzgründer, Unternehmensnachfolger und KMU. Kennzeichnend sind der deutlich unter dem Kapitalmarktniveau liegende Zinssatz und die tilgungsfreien Zeiten zu Kreditbeginn.

Die Kreditvergabe erfolgt nach dem Hausbankprinzip. Demnach werden öffentliche Förderkredite nicht direkt von den Landesförderbanken oder der KfW vergeben, sondern müssen vom Unternehmensnachfolger vor dem Unternehmenskauf über seine Hausbank beantragt werden. Dementsprechend liegt das Haftungsrisiko aufseiten der Hausbank. Oftmals bieten die Förderinstitute des Bundes und der Länder öffentliche Förderkredite mit Haftungsfreistellung an, wodurch die Hausbank von einem Teil des Kreditausfallrisikos befreit wird. Das wiederum ermöglicht einem größeren Kreis von Unternehmen den Zugang zu öffentlichen Förderkrediten.

Zu den Förderkrediten, die gegenwärtig von der KfW angeboten und für die Finanzierung einer Unternehmensübernahme genutzt werden können, zählen unter anderem:

- ERP-Gründerkredit
- ERP-Kapital für die Gründung
- KfW-Unternehmerkredit

Daneben bieten auch die Förderbanken der Bundesländer wie beispielsweise die NRW.Bank in Nordrhein-Westfalen, die L-Bank in Baden-Württemberg, die LfA Förderbank in Bayern oder die WI Bank in Hessen Förderkredite für die Finanzierung einer Unternehmensübernahme an.

- **Bürgschaften**

Kreditinstitute und staatliche Förderbanken vergeben Kredite in der Regel nur gegen die Stellung ausreichender Sicherheiten. Dazu zählen beispielsweise Grundschulden oder die Sicherungsübereignung von Anlagen und Maschinen. Form und Umfang der zu stellenden Sicherheiten sind Teil der Kreditverhandlungen zwischen Bank und Unternehmen. Verfügt ein Unternehmen nicht über ausreichende Sicherheiten, besteht die Möglichkeit, eine Ausfallbürgschaft bei einer der in den Bundesländern existierenden Bürgschaftsbanken zu beantragen. Bei einer Ausfallbürgschaft haftet die Bürgschaftsbank für bis zu 80 Prozent des zu besichernden Kreditbetrages der Haus- oder Förderbank bis zu einem Höchstbetrag von 1,25 Millionen Euro. Für höhere Bürgschaftsbeträge (bis 50 Millionen Euro bzw. 10 Millionen Euro in den neuen Bundesländern) können die Länder bzw. Landesförderinstitute mit Risikobeteiligung des Bundes Bürgschaften übernehmen. Im Unterschied zur Haftungsfreistellung kann eine Ausfallbürgschaft nicht nur für öffentliche Förderkredite, sondern auch für Betriebsmittel- und Kontokorrentkredite beantragt werden. Eine Ausfallbürgschaft als Sicherheit ist allerdings auch für die kreditgebende Hausbank von Vorteil: Zum einen stellt eine Ausfallbürgschaft einer öffentlichen Bürgschaftsbank eine werthaltige Kreditsicherheit dar. Zum anderen prüft die Bürgschaftsbank im Rahmen des Bürgschaftsantrags das Finanzierungsvorhaben des beantragenden Unternehmens. Ein positiver Bürgschaftsbescheid verschafft allen Beteiligten zusätzliche Sicherheit, da ein unabhängiges öffentliches Institut das Vorhaben gegebenenfalls auch als plausibel und betriebswirtschaftlich tragfähig einstuft.

- **Verkäuferdarlehen**

Bei der Nachfolgefinanzierung mittels Verkäuferdarlehen verzichtet der Alteigentümer zum Zeitpunkt des Eigentumsübergangs auf die vollständige Bezahlung des Kaufpreises. Der Verkäufer stundet dem Käufer ganz oder teilweise den vereinbarten Kaufpreis, wodurch die Kaufpreisverbindlichkeit de facto in ein verzinsliches Darlehen umgewandelt wird. Für den Unternehmensnachfolger besteht somit die Möglichkeit, den Kapitaldienst (Zins und Tilgung) aus den Cashflows des Unternehmens zu leisten. Darüber hinaus kann der Alteigentümer das Verkäuferdarlehen als nachrangig erklären, wodurch er seine finanziellen Ansprüche im Insolvenzfall des Unternehmens erst hinter den anderen Gläubigern geltend machen kann. Für den Unternehmensnachfolger ergibt sich der Vorteil, dass ein nachrangiges Verkäuferdarlehen wirtschaftlich als Eigenkapital erfasst wird und somit die Bonität des Unternehmens stärkt (Mezzanine-Kapital). In der Praxis besitzt allerdings die Erfassung eines Verkäuferdarlehens als Fremdkapital eine deutlich höhere Relevanz.

- **Mezzanine-Finanzierungsinstrumente**

Unter dem Begriff Mezzanine sind hybride Finanzierungsinstrumente zu subsumieren, die sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalcharakter aufweisen. Mezzanine-Kapital kommt in der Regel ins Spiel, wenn eine reine Finanzierung über Eigenkapital und Bankkredite aufgrund des hohen Kapitalbedarfs der Transaktion (z. B. bei einer Unternehmensakquisition) an ihre Grenzen stößt. Mezzanine-Instrumente können individuell und der spezifischen Kundensituation entsprechend ausgestaltet werden. Ein wesentlicher Vorteil für Unternehmen ist, dass Mezzanine-Kapital wirtschaftlich als Eigenkapital, steuerlich aber als Fremdkapital eingestuft wird. Unternehmen können somit ihre Eigenmittelbasis stärken, wodurch der Zugang zu weiterem Fremdkapital erleichtert wird. Mezzanine-Kapitalgeber haben in der Regel keine Mitsprache- und Mitbestimmungsrechte am Unternehmen. Ein weiterer Vorteil von Mezzanine-Finanzierungsinstrumenten ist, dass Unternehmen die zu leistenden Kapitalkosten steuerlich geltend machen können.

- **Genussscheine**

Genussscheine stellen ein rein schuldrechtliches Kapitalüberlassungsverhältnis dar. Sie räumen ihrem Inhaber bestimmte Vermögensrechte ein, wie beispielsweise die Beteiligung am Unternehmensergebnis, ohne ihm jedoch gleichzeitig Mitbestimmungsrechte zu übertragen. Genussscheine können individuell ausgestaltet werden und sind nicht an eine bestimmte Unternehmensform gebunden. Sie weisen in der Regel eine begrenzte Laufzeit und eine erfolgsabhängige Vergütung auf, d. h. Ausschüttungen werden nur aus erwirtschafteten Unternehmensgewinnen geleistet. Erleidet das Unternehmen dagegen einen Verlust, partizipiert der Genussscheininhaber daran in voller Höhe.

- **Mezzanine-Beteiligungskapital mittelständischer Beteiligungsgesellschaften (MBG)**

Aus Sicht von KMU sind besonders auch Mezzanine-Finanzierungsinstrumente von mittelständischen Beteiligungsgesellschaften von Interesse. Neben privatwirtschaftlichen Beteiligungsgesellschaften wie beispielsweise der CBG Commerz Beteiligungsgesellschaft mbH, einem der führenden Mezzanine-Kapitalgeber in Deutschland, sind bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen auch die mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer und die KfW von Bedeutung. Wichtigste Beteiligungsformen sind dabei Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen oder Mezzaninefonds. Zu Letzteren zählt beispielsweise der Mikromezzaninefonds Deutschland, der sich mit maximal 50.000 Euro an kleinen und jungen Unternehmen sowie Existenzgründungen beteiligt.

Wealth-Management: Fahrplan für das Vermögen des Verkäufers

Die Entscheidung für eine externe Unternehmensnachfolge zieht fundamentale Veränderungen für den Unternehmer, seine Familie und sein Gesamtvermögen nach sich. Haben der Unternehmensverkäufer und der Käufer im Rahmen der Vertragsverhandlungen erst einmal eine Einigung über die Modalitäten des Unternehmensverkaufs erzielt, steht der Vertragsunterzeichnung und Abwicklung der Unternehmensübertragung nichts mehr im Wege. Aus Sicht des Verkäufers ist die Erfüllung der Zahlungsverpflichtung des vereinbarten Kaufpreises die wichtigste Bedingung, die für einen erfolgreichen Verkaufsprozess erfüllt werden muss.

Meist hat der Unternehmensverkauf spürbare Auswirkungen auf das Vermögen des Unternehmers. So fließt ihm aus dem Verkauf ein hoher, an seinem Vermögen gemessen überdurchschnittlicher Geldbetrag zu, der je nach Vertragsvereinbarung in einer Summe oder mehreren Raten gezahlt wird, wie z.B. im Fall einer Earn-out-Struktur (**siehe S. 18**). Weiterhin ist zu bedenken, dass der gewöhnlicherweise sofort ausscheidende Unternehmer aus dem vereinnahmten Kaufpreis noch etwaige mit der Verkaufstransaktion in Zusammenhang stehende Beratungskosten sowie Steuerzahlungen abführen muss.

Aus Sicht des Unternehmensverkäufers stellt sich weiterhin die entscheidende Frage, ob und wenn ja wie er die zufließenden finanziellen Mittel verwendet bzw. strukturiert anlegt, um möglicherweise auch seinen bisher gewohnten Lebensstandard weiter aufrechtzuerhalten. Häufig entfallen mit der Unternehmensübertragung gewohnte Einnahmequellen, auf die der Unternehmer bisher zugegriffen hat. Dazu zählen insbesondere die Vergütung für seine bisherige Geschäftsführertätigkeit oder die Möglichkeit regelmäßiger Gewinneinnahmen als Eigentümer.

Die so entstehenden Einnahmeausfälle sind gegebenenfalls zu kompensieren, wenn die laufenden Ausgaben anders nicht gedeckt und andere Verpflichtungen nicht beglichen werden können. Alternative Einnahmequellen sind dann Rentenzahlungen von Pensionskassen oder Einnahmen aus Lebens- bzw. Rentenversicherungen sowie meist Kapitalerträge aus Vermögensanlagen. Wenn diese nicht ausreichen, wird der Verzehr der Vermögenssubstanz zwangsläufig eintreten.

Die veränderten finanziellen Rahmenbedingungen machen es notwendig, die bestehende Vorsorgeplanung und Vermögensstruktur des künftigen Privatiers zu optimieren. Aufgrund der hohen Komplexität sollte damit bereits frühzeitig, idealerweise bereits vor dem Unternehmensverkauf und unter Hinzuziehung von Vermögensmanagement-Experten von Banken (Private Banking, Wealth-Management, Family Office) begonnen werden. Den Ausgangspunkt der Vermögensstrukturierung bildet die Analyse der bestehenden Gesamtvermögens- und Finanzstruktur des ehemaligen Unternehmers und ggf. seiner Familie. Daneben müssen noch weitere Aspekte wie beispielsweise die familiäre Situation, die persönlichen Anlageziele und Wertvorstellungen, die Risikobereitschaft, der für den Lebensunterhalt notwendige Liquiditätsbedarf sowie steuerliche und rechtliche Faktoren berücksichtigt werden. Insbesondere letztere Aspekte bedingen die Hinzuziehung steuerlicher und rechtlicher Fachberatung.

Nicht außer Acht gelassen werden sollte die Berücksichtigung der Verantwortung, die dem Inhaber hoher Kapitalvermögen zuwächst. Mittlerweile bestehen vielfältige Möglichkeiten, verantwortungsbewusst zu investieren, ohne Renditeeinbußen in Kauf nehmen zu müssen. Erst wenn hierüber Klarheit und Überblick bestehen, lässt sich eine auf die individuellen Bedürfnisse des Vermögensinhabers zugeschnittene langfristige und auch an seinen ethischen Wertevorstellungen orientierte Vermögensstrukturierung entwickeln. Diese sollte bei Bedarf oder sich verändernden Rahmenbedingungen regelmäßig überprüft und gegebenenfalls angepasst werden.



Frage: Was will man als Alteigentümer mit seinem Vermögen machen?

Von der Unternehmerfamilie zur Investorenfamilie

Stehen die Modalitäten des Unternehmensverkaufs fest und ist dieser vollzogen, gibt es neue Herausforderungen und Aufgaben. Der Verkäufer erhält nicht nur den Verkaufserlös – entweder als Einmalzahlung oder in Raten –, sondern gewinnt auch die Zeit zurück, die er bisher für die Unternehmensführung einsetzte. Daraus resultiert häufig eine völlig neue Lebenssituation. Auch soziale Beziehungen können neu gedacht, müssen vielleicht auch reaktiviert werden.

Zunächst zum Vermögen: Hier ist es wichtig, einen realistischen Blick auf das Vermögen zu erhalten, welches nach Abzug sämtlicher noch zu begleicher Verbindlichkeiten aus dem Verkauf (wie z.B. Steuerlasten oder Rechnungen für die Berater, Anwälte etc.) für die neue Lebensphase zur Verfügung steht. Auch können im Sinne der zukünftigen Vermögensnachfolge erbschaft- oder schenkungsteuerliche Aspekte bereits zu diesem Zeitpunkt eine Rolle spielen. Sollten die Familie/die nächsten Generationen bereits jetzt mit in die Vermögensstrukturierung eingebunden werden? Spätestens diese Überlegung bedingt die Hinzuziehung steuerlicher und rechtlicher Fachberatung. Zugleich ist zu berücksichtigen, dass durch die neue Situation zukünftig ein ganz anderer „privater Cashflow“ – also nicht mehr aus aktiver Unternehmertätigkeit resultierend – stattfinden wird. Kurzum: Die dauerhafte Wahrung des Lebensstandards ist auch unter den neuen, veränderten Umständen zu planen und sicherzustellen.

Dieser Lebensstandard kann entweder durch entsprechende auskömmliche Einnahmen und Erträge oder durch den ergänzenden Verzehr der vorhandenen Vermögenssubstanz finanziert werden. Das Konzept sollte jedoch – so oder so – für existenzielle Risikoszenarien krisenfest aufgestellt sein. Zugleich ist das Thema der nun privaten Vermögensnachfolge neu zu denken oder schon bestehende Vorstellungen zu hinterfragen, denn die Zusammensetzung des Vermögens und die daraus resultierenden Liquiditätsströme haben sich geändert. Nicht nur ereignisbezogen, wie bei einem Unternehmensverkauf, auch im Zeitablauf ändern sich die Umstände, die auf das Vermögen und seinen Inhaber einwirken können – wie z.B. (steuer-)gesetzliche Regelungen oder die Lebenssituationen der Familienmitglieder und deren Beziehungsstruktur untereinander.

Sind Meinungen und Wertvorstellungen innerhalb der Familie sehr heterogen, kann z.B. eine sogenannte „Family Governance“ bzw. „Familiencharta“ ein Grundverständnis schaffen, wie mit dem Vermögen zukünftig umgegangen werden soll und wer darüber wie bestimmen darf. Wer entscheidet, wie die Kontrolle, die Aufsicht und das Reporting über das Vermögen organisiert wird? Soll dies familienintern oder extern geschehen? Sollte das Vermögen oder Teile daraus unter dem Aspekt „Asset Protection“ betrachtet werden, also dem Schutz vor unerwünschten inner- oder außerfamiliären Zugriffen?

Vielleicht entsteht der Wunsch, sich gesellschaftlich oder gemeinnützig zu engagieren oder gar eine Stiftung unter eigenem Namen gründen zu wollen. Und sollte die künftige Vermögensstruktur zudem unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit gestaltet werden, um der Verantwortung für zukünftige Generationen gerecht zu werden?

Für die meisten Unternehmer ist dieser Zeitpunkt stets anspruchsvoll und für viele einmalig im Leben. Häufig jedoch kommt der Wunsch auf, auch weiterhin als Investor unternehmerisch tätig zu sein. Hier kann es helfen, bei der Gesamtvermögensplanung, die substanzuell unmittelbar das Privatvermögen betrifft, professionell begleitet zu werden. Es empfiehlt sich, auch hier den Rat von Experten (bspw. aus dem Wealth-Management oder dem Family Office) einzuholen.

Anhang

Exkurs: Die ungeplante Unternehmensnachfolge – der Notfallkoffer

Bei Unternehmensnachfolge unterscheidet man grundsätzlich zwei Fälle: zum einen die ungeplante Unternehmensnachfolge – z.B. durch eine schwere Krankheit, einen Unfall, den Tod des Unternehmers. Die Vorkehrungen für diesen Fall beginnen im Grunde bereits mit dem Tag der Übernahme oder des Kaufs. Um Nachfolgeprobleme zu vermeiden – und

sicherzustellen, dass das Unternehmen erfolgreich weitergeführt werden kann –, empfiehlt sich bereits frühzeitig, mit einem „Unternehmertestament“ für den Fall der ungeplanten Unternehmensnachfolge vorzusorgen. Dies ist besser als eine Nachfolgebestimmung aufgrund der gesetzlichen Erbfolge. In einem solchen „Notfallkoffer Unternehmensnachfolge“ sind Regelungen zur Geschäftsführung, zum Gesellschaftsvertrag sowie zum Testament enthalten.

COMMERZBANK 

Notfallkoffer Unternehmensnachfolge – die Vorsorge für den Ernstfall



Bitte packen Sie Ihren Notfallkoffer rechtzeitig und aktualisieren Sie ihn regelmäßig!

Diese Checkliste wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Sie erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Disclaimer

Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG vorbereitet und erstellt. Die Veröffentlichung richtet sich an professionelle und institutionelle Kunden.

Alle Informationen in dieser Ausarbeitung beruhen auf als verlässlich erachteten Quellen. Die Commerzbank AG und/oder ihre Tochtergesellschaften und/oder Filialen (hier als Commerzbank Gruppe bezeichnet) übernehmen jedoch keine Gewährleistungen oder Garantien im Hinblick auf die Genauigkeit der Daten.

Die darin enthaltenen Annahmen und Bewertungen geben unsere beste Beurteilung zum jetzigen Zeitpunkt wieder. Sie können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Die Ausarbeitung dient ausschließlich Informationszwecken. Sie zielt nicht darauf ab und ist auch nicht als Angebot oder Verpflichtung, Aktien oder Anleihen zu kaufen oder zu verkaufen, die in dieser Ausarbeitung erwähnt sind, wahrzunehmen.

Die Commerzbank Gruppe kann die Informationen aus der Ausarbeitung auch vor Veröffentlichung gegenüber ihren Kunden benutzen. Die Commerzbank Gruppe oder ihre Mitarbeiter können ebenso Aktien, Anleihen und dementsprechende Derivate besitzen, kaufen oder jederzeit verkaufen, wenn sie es für angemessen halten. Die Commerzbank Gruppe bietet interessierten Parteien Bankdienstleistungen an. Die Commerzbank Gruppe übernimmt keine Verantwortung oder Haftung jedweder Art für Aufwendungen, Verluste oder Schäden, die aus oder in irgendeiner Art und Weise im Zusammenhang mit der Nutzung eines Teils dieser Ausarbeitung stehen.

Beratung und Terminvereinbarung für Firmenkunden



Filialen

Die Commerzbank ist an mehr als 100 Standorten für Firmenkunden in Deutschland und weltweit in knapp 50 Ländern vor Ort vertreten.



Online

www.commerzbank.de/firmenkunden

Commerzbank AG

Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
SectorDesk@commerzbank.com

Der Bericht beruht auf Analysen und Einschätzungen der Branche durch die Commerzbank AG.

Die redaktionelle und grafische Aufbereitung des Berichts erfolgt in Kooperation mit dem Handelsblatt Research Institute.

Dieser Bericht wurde im Januar 2021 erstellt.