



Mandanten-Information Mergers & Acquisitions (M&A)

teamur

- M&A was ist das?
- Möglicher Ablauf eines M&A Prozesses
- Besonderheiten MBO
- Sonderfall Distressed M&A
- Teaser, Infomemorandum und Managementpräsentation
- Planung und Unternehmensbewertung
- Due Diligence
- Kaufpreisfinanzierung

M&A was ist das?

- ▶ Unter Mergers and Acquisitions (abgekürzt M&A) versteht man alle Arten von Transaktionen, die den Zweck des Erwerbs bzw. der Übernahme eines Unternehmens oder den Zusammenschluss mindestens zweier Unternehmen verfolgen.
 - ▶ Ein Merger ist hierbei der Zusammenschluss von zwei selbständigen Unternehmen oder Unternehmensteilen zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit. Bei einer Akquisition werden Unternehmen bzw. Unternehmenseinheiten gekauft, die dadurch mehr oder weniger ihre rechtliche, nicht jedoch wirtschaftliche Selbständigkeit behalten.
 - ▶ Eine Transaktion kann entweder in Form eines Share-Deals (Anteilsverkauf) oder Asset-Deal (Verkauf der Vermögenswerte) erfolgen.
 - ▶ M&A Prozesse findet man in unterschiedlichen Unternehmensphasen, wie z. B. im Rahmen der Unternehmensnachfolge, der Krise (Distressed M&A) oder im Rahmen von Expansionsplänen des Käufers. Verkäufe können aber auch stattfinden, wenn der Verkäufer die Zukunftsfähigkeit seines Unternehmens sichern möchte, hierfür aber nicht ausreichend Ressourcen im Wettbewerbsumfeld selber generieren kann. Daneben gibt es eine Vielzahl weiterer denkbarer Fälle.
- ▶ M&A-Transaktionen können auch anhand des potenziellen Erwerbers unterschieden werden. Exemplarisch sind an dieser Stelle mögliche Erwerber genannt:
 - ▶ Finanzinvestor – ein Private Equity Unternehmen erwirbt Anteile am Unternehmen.
 - ▶ Strategischer Investor – ein Wettbewerber oder Kunde oder ein anderes Unternehmen oder eine Person mit strategischem Interesse erwirbt Unternehmensanteile.
 - ▶ Management Buy Out (MBO) – das Management des Unternehmens erwirbt Unternehmensanteile.
 - ▶ Management Buy In (MBI) – ein fremdes/ externes Management erwirbt Unternehmensanteile.
 - ▶ M&A-Transaktionen können sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer initiiert werden.
 - ▶ Im Rahmen einer Transaktion werden üblicherweise folgende externe Berater auf Käufer- und Verkäuferseite unterstützend tätig:
 - ▶ M&A-Berater (Strukturierung Prozess, Einbringen von Netzwerkkontakten als mögliche Interessenten, Begleitung Prozess)
 - ▶ Unternehmensberater (Planung, Vorbereitung Datenraum, Begleitung im Rahmen der DD)
 - ▶ Rechtsanwälte und Steuerberater (Begleitung des Prozesses, DD, steuerliche und rechtliche Beratung bei der Umsetzung gesellschaftsrechtlicher Strukturen, SPA, Begleitung Signing und Closing)

1. Vorbereitung der Transaktion

- Erstellung Planung (GuV, Bilanz, Cash Flow)
- Erstellung Unternehmensbewertung für Kaufpreisindikation und Festlegung des Finanzbedarfs
- Aufbau Datenraum für die Due Diligence (DD)
- Liste potenzieller Interessenten erstellen
- Teaser erstellen
- Infomemorandum (fact book) erstellen
- Coaching des Managements für Managementpräsentationen
- Erstellung möglicher Fund Flow (Finanzierungsbausteine und deren Verwendung)

2. Ansprache potenzieller Interessenten

- Versand des Teasers an Interessenten und Auswertung Rückmeldungen für weitere Runden

3. Ansprache verbleibender Interessenten

- Non-Disclosure-Agreement (NDA, Vertraulichkeitsvereinbarung) mit Interessenten (kann ggf. bereits auch früher erfolgen)
- Versand des Informationsmemorandums an Interessenten
- Managementpräsentationen
- Rückmeldung der Interessenten bezüglich weitergehenden Interesses und Abgabe eines Non-Binding-Offer (NBO, indikatives Angebot). Auswahl einer eingeschränkten Zahl von Interessenten für den nächsten Schritt.
- Gegebenenfalls können Interessenten an der Stelle um Exklusivität im weiteren Prozess bitten.

4. Letter of Intent (LoI), Term Sheet, Heads of Agreement, Memorandum of Understanding (MoU)

- In einem Letter of Intent (LoI, Absichtserklärung) - eine Art Vorvertrag - werden mit dem zukünftigen Erwerber Modalitäten (Kaufpreis, Zeitschiene, ggf. Finanzierung,, rechtliche und steuerliche Fragestellungen, Exklusivität, Vertraulichkeit, ...) geklärt. Der LoI ist prinzipiell rechtlich unverbindlich, kann aber je nach Formulierung einzelner Vereinbarungen (z. B. Exklusivität) verbindliche Wirkung haben.
- Der LoI kann ggf. bereits auch früher im Prozess schon unterzeichnet werden. LoI und NDA sollen in dem Prozess eine Art Vertrauensbasis bilden. Der LoI soll den Ernst des Interessenten dokumentieren, bevor erheblicher Aufwand entsteht

5. Due Dilligence (DD)

- Öffnen des Datenraums für die verbliebenen Interessenten zur Durchführung der Due Diligence und Diskussion über kritische Erkenntnisse im Rahmen der DD

6. Vertragsverhandlungen

- Abgabe eines Binding Offers (verbindlichen Angebots) durch die Interessenten und Erstellung des SPA (Share Purchase Agreement, Kaufvertrags)

6. Signing

- Unterzeichnung des Kaufvertrags - das Signing stellt die schuldrechtliche Verpflichtung zum Abschluss der Transaktion dar.

7. Closing und Vollzug

- Das Closing ist der dingliche Vollzug. Hierzu gehört zum Beispiel die Zahlung des Kaufpreises. Außerdem gibt es im Regelfall Closing-Bedingungen, die dann Zug um Zug vollzogen werden, wie z. B.
 - die Zustimmung der Wettbewerbsbehörde,
 - der Herstellung von Lastenfreiheit bei bestimmten Vermögensgegenständen,
 - die Ablösung von Bankverbindlichkeiten,
 - die Umsetzung einer Personalkostenrestrukturierung durch den Veräußerer,
 - die Einbringung bestimmter Vermögensgegenstände in die Gesellschaft (Lizenzen, Patente, , ...),
 - der Verzicht von Dritten auf bestimmte Rechte,
 - der Rücktritt der früheren oder aktuellen Geschäftsführung.

M

&

A

Besonderheiten MBO

- ▶ Der MBO stellt eine besondere Form einer M&A-Transaktion dar und lässt sich unterscheiden in:
 - ▶ **Leveraged Management Buy Out** (hoher Anteil Fremdkapital)
 - ▶ **Going private MBO** (bei einer börsennotierten AG)
 - ▶ **Employee Buy Out** (Anteile durch die Masse der Belegschaft)
 - ▶ **Institutioneller Buy Out** (Mehrheitseigener ist institutioneller Investor)
 - ▶ **Buy In Management Buy Out (BIMBO)** (bestehendes Management als auch Externe kaufen das Unternehmen)
- ▶ Das Management auf Käuferseite kennt das Zielunternehmen (Target) bereits aus der internen Sicht über mehrere Jahre. Das bedeutet, dass die Due Diligence je nach Funktion der Käufer im Unternehmen in bestimmten Bereichen „schlanker“ ausfallen kann und Managementpräsentationen nicht notwendig sind.
- ▶ Hinzu kommt, dass die Käuferseite gerade bei inhabergeführten Unternehmen eng mit dem Verkäufer zusammengearbeitet hat. Das kann Kaufpreisverhandlungen begünstigen oder belasten – insbesondere wenn der Unternehmenswert, die Risiken und die zukünftige Strategie aus der Perspektive des Verkäufers grundlegend anders eingeschätzt werden.
- ▶ Ein weiterer Unterschied zu anderen M&A-Transaktionen kann in der Finanzierung des Kaufpreises bestehen, da das Management nicht über genügend eigene Mittel verfügt. Nicht selten kann eine bestehende Kaufpreislücke dann nur durch einen Beitrag des Verkäufers (Vendor Loan, Earn-Out-Modell, ...) geschlossen werden. Das bedeutet aber, dass der Verkäufer weiterhin das Risiko der zukünftigen Geschäftsentwicklung mitträgt und deshalb dazu neigen könnte, weiterhin operativ mitentscheiden zu wollen.
- ▶ Im Rahmen eines MBO ist der Zeitpunkt und die Art der Kommunikation im Unternehmen und gegenüber den Geschäftspartnern wichtig. So muss sichergestellt sein, dass das neue Management in ihrer neuen Rolle die Belegschaft hinter sich hat und der Abgang von Schlüsselpersonal vermieden wird. Andererseits müssen Key-Accounts und wichtige Lieferanten gehalten werden.
- ▶ Es ist zu beachten, dass neben dem Kaufpreis auch sichergestellt sein muss, dass die Finanzierer an Bord bleiben und ggf. auch zusätzliche Finanzierungen beitragen, um z. B. Investitionen, Working Capital, ... für eine stabile Unternehmensentwicklung zu finanzieren. Grundlage hierfür ist die kommunikative Einbindung der Finanzierer.

M

&

A

Sonderfall Distressed M&A

- ▶ Distressed M&A umfasst die Koordination und Integration aller Maßnahmen, um ein Unternehmen, welches sich in einer finanziellen Krise befindet, in einem eng begrenzten Zeitrahmen zu rekapitalisieren, eine ökonomische Überschuldung zu beseitigen und/ oder zugunsten der Gesellschafter (vorinsolvenzliche Transaktion) oder Gläubiger (Insolvenzverfahren) den bestmöglichen Verkaufserlös zu erzielen.
- ▶ Besonderheiten:
 - ▶ Deutlich schnellere Abwicklung notwendig (in Insolvenzfällen teils nur 8-10 Wochen).
 - ▶ Viele Prozessschritte werden parallel angestoßen und vorangetrieben.
 - ▶ Hauptgläubiger wie Kreditinstitute, Leasinggesellschaften und Warenkreditversicherer (WKV) haben eine deutlich wichtigere Stellung als in klassischen M&A Transaktionen und ein erhöhtes Mitspracherecht.
 - ▶ In der Insolvenz müssen außerdem die gesetzlichen Regelungen wie die Insolvenzordnung berücksichtigt werden. Die Interessen der einzelnen Stakeholder – insbesondere der Gläubiger vertreten durch den Gläubigerausschuss müssen wesentlich stärker berücksichtigt werden.
- ▶ Im Wesentlichen kann man zwei Fallkonstellationen unterscheiden:
 - ▶ Verkauf eines Verlustbringers
 - ▶ Verlustbringer kann z. B. eine Tochtergesellschaft sein.
 - ▶ Fokus des Verkäufers besteht in einem klaren Cut zum Verlustbringer, der Abschirmung von Altrisiken und dem Schutz der eigenen Reputation.
 - ▶ Aus Verkäufersicht ist die Haftung nach §826 BGB (analog Kreditgeberhaftung) zu beachten. Je nach Umständen des Einzelfalls besteht ein Haftungsrisiko für den Verkäufer wegen Mitgift/ negativem Kaufpreis. Die Haftung ist nicht auf externe Kreditgeber beschränkt.
 - ▶ Verkauf des gesamten Unternehmens
 - ▶ Share oder Asset Deal
 - ▶ Fokus des Verkäufers ist die Transaktionssicherheit.
 - ▶ Aus Käufersicht ist die Vorsatzanfechtung gemäß §133 Abs. 1 InsO) zu beachten. Diese kann greifen, wenn für den Verkäufer absehbar war, dass er nicht sämtliche Gläubiger befriedigen kann und der Käufer hiervon Kenntnis hatte. Im ungünstigsten Fall droht eine Rückabwicklung des Verkaufs.

- ▶ Der Distressed M&A Prozess umfasst im Regelfall folgende Prozessschritte:
 - ▶ Vendor Due Diligence
 - ▶ Risiken aus einer möglichen Insolvenz des Targets identifizieren
 - ▶ Market Sounding
 - ▶ Übermittlung von Informationen im Vorfeld einer Kapitalmarkttransaktion an potenzielle Anleger, um das Interesse des Markts und damit die Erfolgsaussichten abschätzen oder die Attraktivität des eigenen Angebots bewerten zu können.
 - ▶ Kick-Off Sanierungsgutachten/ IBR
 - ▶ Verkleinern des Bieterfelds durch z. B. Binding Offer
 - ▶ Entwurf Gutachten auf Basis des Business Plans der Bieter
 - ▶ Achtung bei Austausch wettbewerbsrelevanter Information – insbesondere beim Verkauf an strategische Investoren mit Portfoliogesellschaften in relevanten Märkten.
 - ▶ Lösung: Informationsweitergabe nur an Berater oder eine Clean Team Person der jeweils anderen Partei, Einrichtung von besonderen Datenraumbereichen nur für Berater oder Clean Team Person, Daten möglichst in aggregierter und/ oder anonymisierter Form zur Verfügung stellen.
 - ▶ Signing
 - ▶ Update des Gutachtens
 - ▶ Einzahlung der Mitgift
 - ▶ Closing
- ▶ Im Rahmen des Verkaufs eines Verlustbringers können vertragliche Regelungen gewünscht sein, um Risiken zu adressieren:
 - ▶ **Solvency Covenant** (Der Käufer verpflichtet sich, eine Insolvenz des Targets zu vermeiden)
 - ▶ **Insolvency Indemnity** (Freistellung von allen Ansprüchen Dritter im Zusammenhang mit einer möglichen Insolvenz des Targets, insbesondere Gläubiger und möglicher Insolvenzverwalter). Der Verkäufer ist häufig nicht in der Lage oder nicht willens eine werthaltige/ wasserdichte Zusicherung abzugeben.

M

&

A

Teaser und Infomemorandum

- ▶ Zu Beginn einer Transaktion sind mögliche Interessenten bezüglich des Erwerbs eines Unternehmens erst einmal (zusätzlich zu den frei zugänglichen Informationen) auf weitere Daten angewiesen, die es ihnen ermöglichen sollen, eine Entscheidung darüber zu treffen, ob es sich für sie lohnt, den Prozess weiter zu verfolgen.
- ▶ Wird die Transaktion durch den Verkäufer betrieben, so ist ein Instrument für die Erstansprache ein Teaser. Dieser enthält auf 1-2 Seiten allgemeine Informationen zum Unternehmen und erste wirtschaftliche Eckdaten, wie z. B. Umsatzentwicklung, Ergebnisentwicklung, Anzahl Mitarbeiter. Dieser Teaser ist anonymisiert und wird von einem beauftragten M&A-Berater in seinem Netzwerk und an weitere, identifizierte, potenzielle Interessenten verteilt.
- ▶ Aus den Rückmeldungen werden im Anschluss die Interessenten ausgewählt, mit denen der Verkäufer in die zweite Runde gehen möchte.
- ▶ Im Regelfall wird mit diesen Interessenten eine Vertraulichkeitsvereinbarung (NDA) getroffen, um den Prozess und die in der Folge zur Verfügung gestellten Informationen vertraulich zu halten.
- ▶ Die verbliebenen Interessenten erhalten im Anschluss das Infomemorandum, das einen deutlich größeren quantitativen und inhaltlichen Umfang aufweist, als der Teaser. Das Infomemorandum beschreibt das Unternehmen, die Wertschöpfung, wesentliche Kunden und Lieferanten, Personalentwicklungen, das Management, die Marktstellung, ... Außerdem enthält es GuV-, Bilanz und Cash Flow Darstellungen der vergangenen Jahre und für die folgenden Planjahre. Aus rechtlichen Gründen werden Kunden- und Lieferantenangaben im Regelfall anonymisiert und es werden auch keine Kundenmargen oder besondere Herstellungsprozesse dargestellt.
- ▶ Ergänzend zum Infomemorandum lädt das Management die Interessenten einzeln zu Präsentationen ein, um Sachverhalte zu fokussieren und Fragen der Interessenten zu beantworten. Hier lernen sich Käufer und Verkäufer auch näher kennen und der Käufer erhält einen guten Eindruck vom bestehenden Management.

M

&

A

Planung und Unternehmensbewertung

- ▶ Damit sich der Verkäufer selber einen Eindruck vom Wert seines Unternehmens machen kann, wird eine integrierte Unternehmensplanung (GuV, Bilanz und Cash Flow) für die nächsten drei bis fünf Jahre benötigt.
- ▶ Abgeleitet hieraus kann ein Kaufpreiskorridor bestimmt werden. Gängige Verfahren sind sogenannte DCF-Verfahren (Discounted Cash Flow). In der Praxis trifft man hierbei auf das WACC-Verfahren oder auf Verfahren, die auch das sogenannte „tax shield“ berücksichtigen, wie z. B. das TPC-Verfahren oder das APV-Verfahren. Bei allen dreien handelt es sich um Bruttoverfahren, die den Wert des gesamten Unternehmenswerts (Enterprise Value) ermitteln und nach Abzug der Nettoverschuldung zum Wert des Eigenkapitals (Equity Value) führen. Der Equity-Value entspricht dann dem Kaufpreis für 100% der Anteile.
- ▶ Sollte die Transaktion ein Unternehmen in der Krise betreffen und der Barwert der abgezinsten Cash Flows, die sich bei einer Liquidation ergeben, den Fortführungswert überschreiten, wird in der Folge vom Liquidationswert ausgegangen. Das kann insbesondere bei Distressed M&A-Transaktionen der Fall sein.
- ▶ In der Praxis findet man auch oft sogenannte Multiple-Methoden. Hier wird z. B. der EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) mit einem branchenüblichen Multiplikator multipliziert und die Nettoverschuldung abgezogen, um den Kaufpreis für 100% der Anteile zu ermitteln. Die Multiples basieren auf Transaktionen der jüngeren Vergangenheit in der entsprechenden Branche und hängen auch von der Größe des zu bewertenden Unternehmens ab. Die Multiple-Methode ist letztendlich nur eine Verprobung des Ergebnisses aus der Unternehmensbewertung nach DCF-Methode.
- ▶ Wichtig: ein Unternehmen ist am Ende so viel wert, wie ein Dritter bereit ist dafür zu bezahlen. Allerdings schaffen die Bewertungsverfahren einen möglichst „objektivierten“ Wert anhand transparenter Prämissen und anerkannter Rechenmethoden und können somit auch die Grundlage für Kaufpreisverhandlungen bilden.

M

&

A

Due Dilligence

- ▶ Due Diligence (aus dem Englischen frei übersetzt: "mit gebührender Sorgfalt") ist ein Prüfprozess bei dem Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken im Hinblick auf wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche und finanzielle Verhältnisse analysiert werden und durch die Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer abgebaut werden sollen. Es kann vorkommen, dass im Rahmen der DD „Red Flags“ (Risiken, die eine Transaktion für den Käufer unmöglich machen) gefunden werden, die zum sofortigen Ausstieg eines Interessenten führen können. Geringere Risiken finden dagegen in den weiteren Schritten noch in der Transaktionsgestaltung und im Kaufpreis Berücksichtigung Berücksichtigung.
- ▶ Im Rahmen der Due Diligence stellt der Datenraum die zentrale Informationsstelle dar, auf die verschiedene, spezialisierte Menschen (Unternehmensberater, Rechtsanwälte, Steuerberater, ...) zugreifen.
- ▶ Die wesentlichen Prüffelder einer DD sind:
 - ▶ Commercial Due Diligence (Markt und Wettbewerb)
 - ▶ Financial Due Diligence (vergangene und zukünftige Zahlen)
 - ▶ Legal Due Diligence (sämtliche Verträge, wie Personal, Kunden, Lieferanten, Mieten, Leasing, ... - Ziel ist das Ausschließen von rechtlichen Risiken in bestehenden und ggf. noch fehlenden Verträgen)
- ▶ Tax Due Diligence (Risiken aus Betriebsprüfungen, Lohnsteuerprüfungen sowie das Prüfen von Gestaltungsmöglichkeiten, Nutzung von Verlustvorträgen, ...)
- ▶ Darüber hinaus findet man auch:
 - ▶ Operational DD (zur Bewertung von Risiken und Wertsteigerungspotenzialen des Zielobjekts)
 - ▶ Technology DD/ IT DD (bei digitalen Produkten wird z. B. geprüft welche Plattformen genutzt werden und ob diese zukunftsfähig sind, welches Verhältnis zwischen In- und Outsourcing besteht, ...)
 - ▶ ESG DD - Environmental (Ökologie), Social (Soziales) und Governance (Unternehmensführung, -organisation)
 - ▶ Cultural DD (zur Prüfung der Verträglichkeit von Unternehmenskulturen insbesondere bei Auslandstransaktionen)
- ▶ Die Due Diligence ist sowohl zeitlich als auch inhaltlich in der Vorbereitung und Durchführung ein umfangreiches Projekt, das im Unternehmen Kapazitäten bindet. Insbesondere die Nachfragen durch die „Prüfer“ führen oft zu zusätzlich zu erstellenden Unterlagen.
- ▶ Im Regelfall zahlt der Käufer die Due Diligence. Es ist aber auch eine Teilung der Kosten zwischen Käufer und Verkäufer möglich. Eine Vendor-DD (VDD), d. h. der Verkäufer beauftragt die DD, wird vom Verkäufer bezahlt. In diesem Fall stellt der Verkäufer die Ergebnisse der VDD den potenziellen Interessenten zur Verfügung.

M

&

A

Kaufpreisfinanzierung

- ▶ Für die Finanzierung eines Unternehmens(anteils-)-kaufs gibt es eine Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten. So wird die Finanzierung im Rahmen eines MBO wahrscheinlich andere Finanzierungsbausteine enthalten als der Kauf eines Unternehmens durch eine Private Equity Gesellschaft.
- ▶ Insgesamt wird ein Käufer versuchen, im Rahmen der Finanzierung einen möglichst hohen Anteil an Fremdkapital anzuwerben, um den sogenannten Leverage-Effekt (Hebel-Effekt) zu nutzen. Letztendlich erhöht sich hierbei die Eigenkapitalrentabilität (Rendite des eingesetzten Kapitals, d. h. Gewinn geteilt durch Eigenkapital) durch das Einbringen von Fremdkapital, wenn die Gesamtkapitalrendite größer als die Fremdkapitalzinsen ist.
- ▶ Die Höhe des möglichen Fremdfinanzierungsanteils wird in der Praxis durch die in der Planung dargestellten Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens begrenzt.
- ▶ Private Equity Gesellschaften sind im Regelfall über Fonds finanziert und werben im Rahmen einer Transaktion mithilfe von Debt-Advisory-Gesellschaften und/ oder eigenen Netzwerken zusätzliches Fremdkapital an, um den Kaufpreis zu finanzieren.
- ▶ Im Folgenden werden folgende Finanzierungsbausteine kurz erläutert, die im Regelfall kleinere Transaktionen betreffen, die nicht von Private Equity Gesellschaften angeführt werden:
 - ▶ Förderkredite und Bankfinanzierung
 - ▶ Vendor Loan
 - ▶ Earn-Out-Modell
- ▶ Daneben gibt es gerade im Bereich der „kleineren“ Transaktionen, wie z. B. im Rahmen eines MBO oder MBI oder Nachfolgeregelung auch immer noch die Möglichkeit eigene Mittel über Family & Friends oder eigenen Ersparnissen in eine Transaktion einzubringen oder sogar je nach Höhe des Kaufpreises Private Equity einzubinden.
- ▶ Im Rahmen einer Transaktion kann ein SPV (Special Purpose Vehicle) gegründet werden. Dieses wird mit den benötigten liquiden Mitteln ausgestattet, um den Kaufpreis inklusive weiterer Kosten zu bezahlen. Das ist insbesondere bei mehreren Käufern (MBO, MBI) sinnvoll. Nach abgeschlossener Transaktion kann (muss aber nicht) dann die SPV auf das Target (die gekaufte Gesellschaft) verschmolzen werden. Letztendlich ist es wichtig, dass die operative, gekaufte Gesellschaft in der Folge den Kaufpreis erwirtschaftet und somit auch den Kapitaldienst (Tilgung und Zinsen) auf den Fremdkapitalanteil leistet.

- ▶ Staatliche Förderbanken, wie z. B. die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW, ERP-Darlehen) oder die Bürgschaftsbanken bieten Gründern Unterstützung bei der Gründung oder beim Kauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen an. Die Förderkredite unterscheiden nach Größe des Unternehmens (Anzahl Mitarbeiter, Höhe Umsatz) und haben jeweils Höchstgrenzen. Zu aktuellen Konditionen und Voraussetzungen lohnt es sich die jeweiligen Internetseiten zu besuchen, wie z. B. die Deutsche Förderdatenbank.
- ▶ Diese Förderkredite nimmt der Gründer/ Erwerber auf privater Ebene auf. Ansprechpartner ist z. B. seine Hausbank oder ein anderer Finanzierungspartner. Diese(r) prüft den Antrag und entscheidet auch über die Besicherung. Hier sollte sich der Gründer/ Erwerber darauf einstellen, dass eine selbstschuldnerische Bürgschaft verlangt wird, um ihn auch „privat“ eng in das Finanzierungsvorhaben einzubinden.
- ▶ Grundlage für das Einwerben von Förderkrediten ist eine belastbare Planung und eine Beschreibung des Vorhabens. Die Cash Flow Planung des Targets muss eine ausreichende Kapitaldienstfähigkeit ausweisen, die eine Rückzahlung der Fördermittel ermöglicht.
- ▶ Die Kredite können bis zu zwei Jahre tilgungsfrei vereinbart werden, was insbesondere bei der Übernahme eines kriselnden Unternehmens hilfreich sein kann, um genügend Zeit für einen Turnaround zu haben.
- ▶ Unabhängig von Gründerdarlehen, die im Regelfall auf Seiten der Konditionen besser sind als eine normale Bankfinanzierung kann der Käufer auch direkt mit der Bank über die Finanzierung seines Vorhabens verhandeln. Außerdem wird die Bank im Regelfall den Einsatz von Eigenkapital erwarten. Das ist beim Gründerdarlehen nicht notwendig – aber trotzdem sinnvoll.
- ▶ Trotzdem kann es sein, dass das Gründerdarlehen aufgrund der Ausschlussliste nicht in Frage kommt, so dass eine Bankenfinanzierung eine Alternative darstellt.

- ▶ Bei einem Vendor Loan (Verkäuferdarlehen) wird der Verkäufer in die Kaufpreisfinanzierung eingebunden, in dem ein Teil des Kaufpreises in ein Darlehen umgewandelt wird. Ein Vendor Loan wird in der Praxis oft mit einem Earn-Out-Modell verbunden.
- ▶ Das ist fallweise notwendig, wenn z. B. der oder die Käufer den gewünschten Kaufpreis nicht finanziert bekommen. Durch den Vendor Loan kann der Verkäufer an seinem Kaufpreiswunsch festhalten – geht aber ein mehr oder weniger hohes Risiko ein. Hier kann es sein, dass der Verkäufer Bürgschaften vom Käufer oder Schuldbriefe auf eine Immobilie fordert.
- ▶ Ein Vendor Loan ist im Regelfall ein Nachrangdarlehen (zählt somit in der Insolvenz wie Eigenkapital). Die Laufzeit beträgt in der Praxis maximal bis zu zehn Jahre und wird pro rata (z. B. monatlich) aus dem Excess Cash Flow (überschüssigen, freien Cash Flow) nach Berücksichtigung einer Reserve bedient oder es wird Endfälligkeit vereinbart. Der vereinbarte Zinssatz liegt im Regelfall deutlich über dem Marktniveau. Das kann dazu führen, dass der Cash Flow der Gesellschaft durch die hohe Zinslast zu stark beeinträchtigt wird. Zur Lösung könnten die Zinsen oder Teile davon als PIK-Zinsen (pay in kind – d. h. Bezahlung der Zinsen erst zum Laufzeitende) ausgestaltet werden.
- ▶ Zusätzlich können Vereinbarungen getroffen werden, die dem Verkäufer Sonderzahlungen zum Laufzeitende zusichern, um sein Risiko entsprechend zu würdigen.
- ▶ In der Praxis findet man häufig Vendor Loans in Höhe von rd. 5% bis 20% des Kaufpreises.
- ▶ Beim Vendor Loan unterscheidet man bezüglich der Anteilsübertragung zwei Fälle:
 - ▶ Sofortige Übertragung von 100% der Anteile (Besserungsoptionsmodell)
 - ▶ Dabei wird dem Verkäufer wie auch dem Käufer das Recht auf eine nachträgliche Korrektur des Kaufpreises eingeräumt, wenn sich das zukünftige Ergebnis innerhalb einer Bandbreite verändert. Festlegung eines Caps (maximaler Kaufpreis) und ggf. eines Floors (minimaler Kaufpreis)
 - ▶ Sofortige Übertragung von 50+1% der Anteile (mehrstufiger Unternehmenskauf)
 - ▶ Vereinbarung einer Call-Option für den Käufer auf die restlichen Anteile und ggf. einer Put-Option für den Verkäufer. Wichtig ist in diesem Zusammenhang der Zusammenhang der Regelung des Anteilspreises zum Zeitpunkt der Optionsziehung.
- ▶ Vorteile Vendor Loan
 - ▶ Schließung der Kaufpreisfinanzierungslücke
 - ▶ Besserstellung bei den Banken
 - ▶ Stärkere Einbindung und Sicherstellung eines geordneten Übergangs des Verkäufers, da er ein Interesse daran hat den Vendor Loan ausgezahlt zu bekommen

- ▶ Ein Earn-Out-Modell wird in der Praxis gewählt, wenn sich Verkäufer und Käufer nicht über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung des Zielunternehmens einig sind, der Käufer die Kaufpreisfinanzierung nicht vollständig sichern kann oder andere nicht überbrückbare Differenzen, wie z. B. die unterschiedliche Einschätzung von Risiken bestehen. Somit kann das Scheitern der Transaktion vermieden werden.
- ▶ Bei einem Earn-Out-Modell ist ein Teil des vereinbarten Kaufpreises nicht fix, sondern von der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens abhängig. Gerade in Turnaround-Situationen teilen sich Käufer und Verkäufer somit das Risiko.
- ▶ Der Basispreis, also fixe Teil des Kaufpreises ist sofort fällig. Als Orientierung kann hier der Substanzwert (Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten) dienen.
- ▶ Die Earn-Out-Phase ist zeitlich befristet und ist abhängig von dem noch nicht bezahlten Kaufpreis (Kaufpreis abzgl. Basiszahlung).
- ▶ Der Verkäufer trägt im Rahmen der Transaktion das Risiko eines Kaufpreisteils nicht zu erhalten, wahrt sich aber die Chance auf mehr.
- ▶ Für die Earn-Out-Zahlungen können drei Standards angewendet werden*:
 - ▶ **Fester Standard:** Für eine fest vereinbarte Kenngröße wird eine fixe Bemessungsgrundlage (Standard) als eine Art Schwellenwert, z. B. Gewinn oder Umsatz des letzten Geschäftsjahres, definiert. Die Earn-Out-Zahlung ist in diesem Fall davon abhängig, ob dieser Standard im entsprechenden Zeitraum erreicht bzw. übertroffen wird.
 - ▶ **Variabler Standard:** Hier wird für das erste Jahr der Earn-Out-Periode der Vorjahreswert der Kenngröße als Schwellenwert festgelegt. In den Folgejahren wird jeweils das beste Ergebnis der Kenngröße aus sämtlichen Jahren innerhalb der Earn-Out-Periode als neue Bemessungsgrundlage definiert. In diesem Kontext fallen demnach nur Earn-Out-Zahlungen an, sofern sich der Wert der Kenngröße jährlich verbessert sowie der jeweils gültige Standard mindestens erreicht oder übertroffen wird.
 - ▶ **Kumulativer Standard:** Bei dieser Methode wird der festgelegte Schwellenwert mit der Anzahl der Jahre der Earn-Out-Periode multipliziert und am Ende dieser Periode mit der Summe der tatsächlich erzielten Ergebnisse der Kenngröße verglichen. Der Verkäufer erhält bei dieser Konstellation also, wenn überhaupt, erst am Ende der Earn-Out-Periode eine zusätzliche Zahlung. Bei dieser Methode haben starke Schwankungen der Kenngröße keine Auswirkung, da auf die gesamte Earn-Out-Periode abgestellt wird.
- ▶ Die Earn-Out-Klauseln müssen genau definiert werden, um bei der Ermittlung der Kenngrößen Gestaltungsspielräume auszuschließen. Zusätzlich muss geklärt werden, wie mit dem Earn-Out im Falle eines Weiterverkaufs der Gesellschaft verfahren wird. Hier können Mehrerlösklauseln bzw. ein Besserungsschein zur Anwendung kommen.

Unternehmensberatung

- ▶ Externes Controlling und Berichtswesen,
- ▶ Unternehmensplanung und 13-Wochen-Liquiditätsvorschau,
- ▶ IDW-S6-Gutachten und Restrukturierungsbegleitung,
- ▶ Finanzierung,
- ▶ Vorbereitung und Begleitung Due Diligence,
- ▶ Interimsmanagement,
- ▶ Sparringspartner in sämtlichen kaufmännischen Fragestellungen.

Kaufmännische Assistenz

- ▶ Vorbereitende Buchhaltung und Buchhaltung,
- ▶ Debitoren- und Kreditorenmanagement,
- ▶ Unterstützung im Rahmen von Jahresabschlussarbeiten,
- ▶ Unterstützung im Personalwesen,
- ▶ Einführung von DATEV Unternehmen online,
- ▶ Optimierung kaufmännischer Prozesse,
- ▶ Organisation und Digitalisierung Ihrer Dokumente,
- ▶ Korrespondenz mit Ämtern, Steuerberatern, ...,
- ▶ Private Office, d. h. wir kümmern uns auch um Ihre privaten kaufmännischen Angelegenheiten.



Ihre Beratung aus Berlin
umsetzungsstark - menschlich - pragmatisch
SEIT 2001, ERFAHREN, ZUVERLÄSSIG, KOMPETENT UND DISKRET

Dipl.-Kfm. Christian Witter, Email: christian.witter@teamur.de, Mobil: 0179 7728761
Telefon: 030 2089 8804-0, Fax: 030 2089 8804-9, Melli-Beese-Straße 17a, 12487 Berlin

