

*Herausgeber: Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl*

# Unternehmenskauf und -verkauf

Ein Praxisbuch für den Mittelstand





Herausgeber: Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl

# Unternehmenskauf und -verkauf

Ein Praxisbuch für den Mittelstand

## **Impressum**

### **Herausgeber:**

Dipl.-Kfm. Thomas Fink  
Portus Corporate Finance GmbH  
Friedrichstraße 81  
10117 Berlin

Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl  
Weitnauer  
Französische Straße 13  
10117 Berlin

### **Verlag:**

epubli  
Neopubli GmbH  
Prinzessinnenstraße 20  
10969 Berlin

### **Auflage:**

1. Auflage; 100 Stück  
Berlin: Oktober 2016

### **Bildnachweis:**

Titelbild: Adobe Stock  
Icons: Adobe Stock

### **Satz und Layout:**

Susanne Kwanka  
Freie Mediengestalterin  
[www.susannekwanka.de](http://www.susannekwanka.de)

### **Copyright:**

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt.  
Alle Rechte, auch die der Übersetzung, des Nachdrucks und der Vervielfältigung des Werks oder von Teilen daraus, vorbehalten.

**Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl; Herausgeber**

## Vorwort

Eine Unternehmensübernahme wird für Unternehmer oft dann relevant, wenn es um Strategien, Wachstumsthemen bzw. die weitere Firmenentwicklung geht. Im Vergleich zur organischen Weiterentwicklung kann die Übernahme eines passenden Unternehmens einen Turbo bieten. Auf diesem Wege lassen sich Unternehmen vergrößern, Herstellungskapazitäten gewinnen, neue Produkte erlangen, Märkte erschließen etc.

Gerade wenn es wirtschaftlich gut läuft und finanzielle Ressourcen vorhanden sind sollten Sie sich bietende Chancen ergreifen. Unternehmen, an denen professionelle Finanzinvestoren beteiligt sind, nutzen diese Möglichkeiten sehr systematisch im Rahmen von sogenannten Buy- & Build-Strategien. Es gibt aber auch viele Möglichkeiten für „klassische“ mittelständische Unternehmen, die sich aus ungeklärten Nachfolgen, der Veräußerung von nicht mehr verfolgten Geschäftsbereichen und aus Notsituationen ergeben können.

Bei Übernahmen muss es sich nicht immer gleich um ein ganzes Unternehmen handeln, auch Teilbereiche von Firmen können zur Disposition stehen.

Wichtig ist, dass der Kaufpreis nicht unangemessen ist, die Finanzierung gesichert werden kann und dass die Risiken überschaubar sind.

Aus Sicht des Veräußerers stehen natürlich ein attraktiver Kaufpreis, ein geordneter Veräußerungsprozess und eine geringe Nachhaftung im Vordergrund der Überlegungen zu einem Unternehmensverkauf. Beeinflusst werden Veräußerungen oft auch dadurch, dass damit ein Lebenswerk in neue Hände übergeben wird. In der Anbahnungsphase ist der Verkäufer derjenige, der einem potentiellen Erwerber die Bücher öffnet und damit stark in Vorleistung geht. Insofern spielt dort Vertrauen eine sehr wichtige Rolle.

Es gibt viele Anlässe für Unternehmensverkäufe und mit der Einbettung eines Unternehmens in neue Strukturen können manchmal immense Werte gehoben werden.

Für Unternehmenskäufer und -verkäufer sind Übernahmen in der Regel nicht das Tagesgeschäft und gleichzeitig geht es um strategische, relativ große, komplexe und riskante Geschäfte. Trotzdem sind erfolgreiche Unternehmensveräußerungen und -übernahmen kein Hexenwerk und für jeden Unternehmer machbar.

Mit diesem Buch, das Beiträge praxiserfahrener Autoren zusammenfasst, möchten wir mittelständischen Unternehmern einen Überblick zu den wichtigsten Themen im Zusammenhang mit Unternehmenskäufen und -verkäufen geben.

Wir wünschen eine spannende Lektüre und vor allem geschäftlichen Erfolg.

Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl

# Inhalt

<b>Vorwort</b> . . . . .	<b>2</b>
<b>Unternehmenskauf und -verkauf: Globale Aktivitäten und Entwicklungen im deutschen Mittelstand</b> . . . . .	<b>8</b>
<b>Gründe für den Kauf und Verkauf von Unternehmen</b> . . . . .	<b>11</b>
Gründe für den Kauf von Unternehmen. . . . .	11
Gründe für den Verkauf von Unternehmen. . . . .	13
<i>Unternehmensnachfolge.</i> . . . . .	13
<i>Ausbau und Wachstum</i> . . . . .	13
<i>Ausscheidende Gesellschafter.</i> . . . . .	14
<i>Krisensituationen</i> . . . . .	15
Fazit . . . . .	15
<b>Erfolgsfaktoren für den Unternehmenskauf</b> . . . . .	<b>16</b>
1. Vorbereitung und realistische Prüfung des Unternehmenskaufs . 16	
2. Solide Finanzierung . . . . .	17
3. Strukturierte Due Diligence . . . . .	17
4. Integration des erworbenen Unternehmens . . . . .	17
Fazit . . . . .	17
<b>Erfolgsfaktoren für den Unternehmensverkauf</b> . . . . .	<b>18</b>
1. Langfristige Vorbereitung . . . . .	18
2. Vertraulichkeit . . . . .	19
3. Sichere Prozessbegleitung . . . . .	19
4. Aussagefähige Dokumente . . . . .	19
Fazit . . . . .	20
<b>Phasen eines Unternehmenskaufs und -verkaufs.</b> . . . . .	<b>21</b>
Phase 1: Vorüberlegungen und Vorbereitung . . . . .	21
Phase 2: Ansprache- und Auswahlprozess . . . . .	22
Phase 3: Unternehmensbewertung. . . . .	22
Phase 4: Due Diligence . . . . .	22
Phase 5: Verhandlungen. . . . .	23
Phase 6: Abschluss und Übernahme . . . . .	24

**Phase 1:****Strategische Überlegungen, Positionierung und Vorbereitung . 25**

Kauf eines Unternehmens . . . . .25

Verkauf eines Unternehmens. . . . .26

Fazit . . . . .27

**Phase 2:****Ansprache- und Auswahlprozess . . . . . 28**

Ansprache- und Auswahlprozess

beim Kauf eines Unternehmens . . . . .28

Ansprache- und Auswahlprozess

beim Verkauf eines Unternehmens . . . . .29

**Phase 3:****Unternehmensbewertung im Rahmen****von Unternehmenskäufen bzw. -verkäufen. . . . . 31**

Verfahren zur Wertermittlung . . . . .31

Substanzwertverfahren . . . . .32

Ertragswertmethode. . . . .33

Discounted-Cashflow-Verfahren . . . . .33

Multiplikatorverfahren . . . . .34

Brutto-Unternehmenswert und Eigenkapitalwert . . . . .36

Faktoren der Unternehmensbewertung. . . . .36

Ablauf einer Unternehmensbewertung . . . . .38

Herausforderungen der Bewertung . . . . .39

Fazit . . . . .39

**Phase 4:****Due Diligence . . . . . 40**

Ablauf einer Due Diligence . . . . .41

Vendor Due Diligence . . . . .44

Fazit . . . . .44

**Phase 5:****Verhandlungen . . . . . 45**

Fazit . . . . .47

**Phase 6:****Die Abschlussphase – Signing und Closing. . . . . 48**

<b>Finanzierung von Übernahmen . . . . .</b>	<b>51</b>
Bar-Offerte . . . . .	51
Leveraged-Buy-Out . . . . .	52
Kredit-Finanzierung . . . . .	52
Mezzanine-Kapital . . . . .	52
Vendor Loan . . . . .	53
Earn-Out: Kauf in Tranchen . . . . .	53
Aktientausch . . . . .	54
Aktivtausch . . . . .	54
Fazit . . . . .	54
<b>Der Unternehmenskaufvertrag: Verhandlung und Gestaltung . . . . .</b>	<b>55</b>
Transaktionsstruktur und -verfahren . . . . .	56
<i>Der Share-Deal</i> . . . . .	56
<i>Der Asset-Deal</i> . . . . .	57
<i>Alternative Gestaltungsformen eines Deals</i> . . . . .	57
<i>Die Wahl der Struktur</i> . . . . .	57
Typische Vertragsinhalte . . . . .	58
<i>Kaufpreis</i> . . . . .	58
<i>Sicherung des Leistungsaustausches</i> . . . . .	58
<i>Übertragung</i> . . . . .	59
<i>MAC-Klauseln</i> . . . . .	59
<i>Garantien, Haftungsregelungen, Freistellungen</i> . . . . .	60
<i>Wettbewerbsverbote</i> . . . . .	61
<i>Verschiedenes</i> . . . . .	61
Rechtliche Betrachtung des Signing und Closing . . . . .	62
Haftung des Erwerbers für Altverbindlichkeiten . . . . .	62
Schlussbemerkung . . . . .	64



**Unternehmenskauf aus steuerlicher Sicht:**

<b>Share-Deal oder Asset-Deal?</b> . . . . .	<b>65</b>
Einleitung . . . . .	65
Steuerliche Folgen eines Asset- bzw. Share Deal . . . . .	65
Besteuerung des Kaufs eines Unternehmens einer Kapitalgesellschaft im Wege eines Asset-Deal (Kauf einzelner Wirtschaftsgüter von der Unternehmengesellschaft) . . . . .	66
<i>Verkäuferseite</i> . . . . .	66
<i>Erwerberseite</i> . . . . .	67
Besteuerung des Kaufs eines Unternehmens einer Kapitalgesellschaft im Wege eines Share-Deal (Kauf der Unternehmengesellschaft) . . . . .	67
<i>Verkäuferseite</i> . . . . .	67
<i>Erwerberseite</i> . . . . .	68
Unternehmen ist eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft . . . . .	68
<i>Verkäuferseite</i> . . . . .	68
<i>Erwerberseite</i> . . . . .	69
Fazit . . . . .	69

**Steuerliche Begünstigung des Veräußerungsgewinns**

<b>bei der Veräußerung von Unternehmen</b> . . . . .	<b>70</b>
Einleitung . . . . .	70
Überblick . . . . .	70
Der steuerpflichtige Veräußerungsgewinn . . . . .	72
Veräußerungen durch natürliche Personen . . . . .	73
Steuerliche Vergünstigungen . . . . .	74
<i>Freibetrag gemäß § 16 Abs. 4 EStG</i> . . . . .	75
<i>Freibetrag gemäß § 17 Abs. 3 EStG</i> . . . . .	75
<i>Fünftelregelung gemäß § 34 Abs. 1 EStG</i> . . . . .	75
<i>Ermäßigter Steuersatz gemäß § 34 Absatz 3 EStG</i> . . . . .	76
<i>Gewerbesteuer</i> . . . . .	76
Veräußerung durch eine Kapitalgesellschaft . . . . .	76
Fazit . . . . .	77

<b>Autorenübersicht</b> . . . . .	<b>78</b>
-----------------------------------	-----------

<b>Unternehmensübersicht</b> . . . . .	<b>81</b>
--	-----------

<b>Quellenangaben</b> . . . . .	<b>84</b>
---------------------------------	-----------

<b>Glossar</b> . . . . .	<b>84</b>
--------------------------	-----------

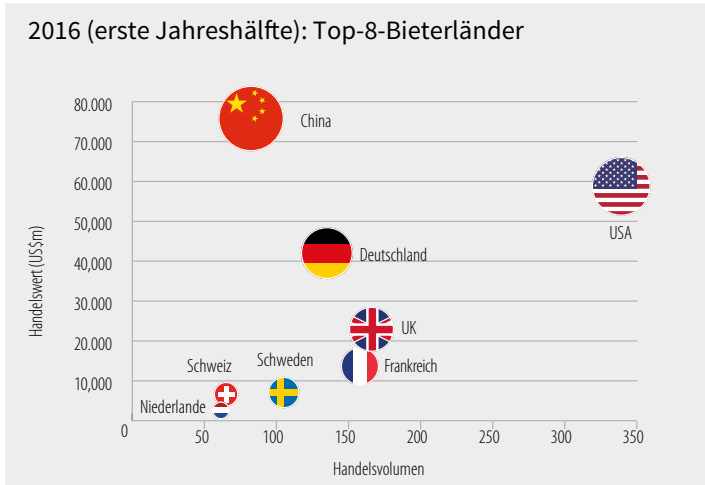
**Timo Heroth**; *Portus Corporate Finance GmbH*

# Unternehmenskauf und -verkauf: Globale Aktivitäten und Entwicklungen im deutschen Mittelstand

Das Jahr 2015 stellte ein Rekordjahr für die internationale M&A-Branche dar. Die Abkürzung steht hierbei für den Begriff Mergers & Acquisitions. Nach einem kontinuierlichen Anstieg des Transaktionsvolumens bei globalen M&A-Transaktionen in den vergangenen Jahren, wurde in 2015 mit einem Gesamttransaktionswert in Höhe von 4,7 Billionen USD ein absoluter Rekordwert erreicht. Rund ein Drittel des Gesamtvolumens im Jahr 2015 stammt hierbei aus grenzüberschreitenden Transaktionen. Die Orientierung hin zu Wachstumsmärkten, attraktive Unternehmensbewertungen, ein günstiges Finanzierungsklima kennzeichnen die Entwicklung von Fusionen und Übernahmen im globalen Kontext und förderten im Rahmen von sogenannten Megadeals (>5 Mrd. USD) Konsolidierungstendenzen in zahlreichen Industrien. Hiervon waren Branchen wie Lebensmittel, Pharma sowie der Öl- und Gassektor verstärkt betroffen.

Im ersten Halbjahr 2016 war ein Rückgang der globalen M&A-Aktivitäten zu erkennen, welcher hauptsächlich durch eine stärkere Volatilität an den Aktienmärkten und durch einen Rückgang in der Nachfrage nach Rohstoffen in China begründet lag. Im Verlauf zum Jahresende 2016 zeigt sich jedoch, dass die Anzahl der Fusionen und Übernahmen angetrieben von potentiellen Milliarden deals auch in diesem Jahr hoch bleibt.

Im Gegensatz zum Rückgang globaler M&A-Transaktionen am Jahresanfang erreichte das chinesische Outbound-M&A-Volumen im Zeitraum von Januar bis Juni 2016 mit insgesamt 121,1 Mrd. USD einen Rekordwert. Damit übersteigt das Transaktionsvolumen bereits jetzt den Vorjahreswert des Gesamtjahres in Höhe von 106,8 Mrd. USD. China ist nach Transaktionswert somit die Nummer eins der Länder, die als Käufer im globalen M&A-Markt aktiv sind.



**Abbildung 1:** Globale M&A-Transaktionen nach Bieter-Ländern

Quelle: Frei übersetzt und adaptiert nach Hengeler Mueller

Hierbei steht vor allen Dingen Europa im Fokus, welches hinsichtlich der aggregierten Transaktionssummen als Zielland für Investitionen aus China weiterhin vor den USA rangiert. Im Zuge sich lockernder Regularien durch Reformen der Zentralregierung erhöhen sich die Möglichkeiten, auch für kleinere und private Investoren grenzüberschreitende Investitionen zu tätigen. Hervorzuheben ist dabei der sich derzeit in Vorbereitung befindliche Entwurf zur Vereinfachung des Registrierungsverfahrens für grenzüberschreitende Investitionsprojekte des Wirtschaftsministeriums und der Nationalen Reform- und Entwicklungskommission (NDRC). Neben einer schlankeren Gestaltung des Registrierungsprozesses läuft die Reform darauf hinaus, dass zukünftig nur noch Investitionen, die sogenannte „sensible“ Industrien und Zielländer betreffen unter ein strengeres Registrierungsverfahren der Regierung fallen.

M&A-Investments aus China nehmen besonders in Bezug auf den deutschen Mittelstand eine immer bedeutendere Rolle ein. Die Zahl von chinesischen Transaktionen in Deutschland nahm in den letzten 5 Jahren stetig zu. Dieser Trend wird sich auch in den Folgejahren mit hoher Wahrscheinlichkeit weiterentwickeln. Schätzungen gehen davon aus, dass zukünftig etwa ein Viertel des nationalen M&A-Volumens auf China entfallen wird. Der Wunsch nach Diversifikation treibt in Zeiten des Transformationsprozesses der chinesischen Wirtschaft Investoren an. Chinesische Firmen suchen nach Marken und Technologien, welche sie akquirieren und im Heimatmarkt vermarkten können. Zudem

begünstigt der relativ schwache Euro-Wechselkurs die ausländischen M&A-Aktivitäten.

Bei der Aufteilung nach Industrien ist zu erkennen, dass der Großteil der grenzüberschreitenden Investitionen aus China im Verlauf des Jahres 2016 in die Bereiche Technologie (36 Prozent), Industrie (17 Prozent), Finanzen und Versicherungen (15,3 Prozent) sowie Konsumgüter (12 Prozent) flossen.

Die aufgezeigte Entwicklung bietet Chancen für den deutschen Mittelstand, da infolge von ausländischen Beteiligungen und Übernahmen, Strategien für eine Internationalisierung im Sinne des Unternehmens leichter umgesetzt werden können. Hierbei können eine enge Abstimmung mit der Investorensseite und ein Vertrauensaufbau entscheidend zu einer Expansion des Unternehmens beitragen.

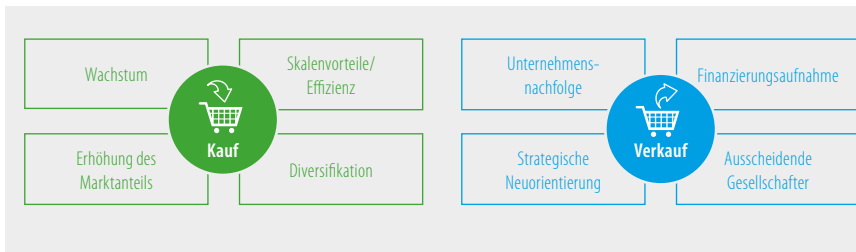
Die Attraktivität von Unternehmenskäufen und -verkäufen im deutschen Mittelstand wird gegenwärtig auch im nationalen Kontext deutlich. Die Verfügbarkeit von günstigem Fremdkapital durch den anhaltenden Niedrigzins kommt dem Markt für Fusionen und Übernahmen zu Gute. Des Weiteren hat der Mittelstand liquide Mittel angehäuft, die nun investiert werden wollen. Gerade in einem Umfeld mit geringem Wachstum bieten Fusionen und Übernahmen einen schnellen Weg den Marktanteil eines Unternehmens zu erhöhen. Dies zeigt sich ebenfalls anhand der Aktivität von auf den Mittelstand ausgerichteten Private-Equity Häusern. Zuwächse sind hierbei vor allen Dingen bei Buy-and-Build-Strategien zu erkennen, in denen Unternehmen eine klare Wachstumsperspektive, beispielsweise nach einer Nachfolgeregelung aufgezeigt wird. Unterstützend als Verkaufsanzreiz wirken hier gegenwärtig die vergleichsweise hohen Unternehmensbewertungen.

Jan Spiegelberg und Sophie Rosenbaum; Portus Corporate Finance GmbH

# Gründe für den Kauf und Verkauf von Unternehmen

Die Gründe für den Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens sind vielfältig. Entscheidend ist die jeweilige Situation des Unternehmens.

Für den Kauf sowie den Verkauf oder Teilverkauf eines Unternehmens kommen verschiedene Anlässe in Frage, die in Abbildung 2 dargestellt sind.



**Abbildung 2:** Gründe für den Kauf und Verkauf eines Unternehmens;  
Quelle: Eigendarstellung

## Gründe für den Kauf von Unternehmen

Auf der Käuferseite gibt es verschiedene Käufergruppen, deren Gründe und Motive für den Erwerb eines Unternehmens unterschiedlich sind.

Eine Käufergruppe stellen Unternehmen derselben Branche oder angrenzender Branchen bzw. Wettbewerber dar. Hier kann bei der Unternehmensübernahme zwischen drei Ausprägungen unterschieden werden. Bei vertikalen Übernahmen wird ein Unternehmen akquiriert, welches eine vor- oder nachgelagert Produktionsstufe darstellt, wie es z. B. bei Kunden und Lieferanten vorkommt. Durch die Übernahme eines Unternehmens auf vor- oder nachgelagerten Produktionsstufen können oft Prozesse, insbesondere koordinative und administrative Abläufe, effektiver gestaltet werden. Horizontale Übernahmen finden statt, wenn sich das Kaufobjekt auf der gleichen Produktionsstufe wie das

Es kann zwischen vertikalen, horizontalen und konglomeraten Übernahmen unterschieden werden

Käuferunternehmens befindet. Die dritte Ausprägung wird konglomerate Übernahme genannt. Dabei wird ein branchenfremdes Unternehmen akquiriert, um neue Teilmärkte oder Segmente zu bearbeiten. Je nach Motivation für die Übernahme kommt es zu einer der oben beschriebenen Ausprägungen.

Einer der Hauptgründe für den Kauf eines Unternehmens ist das Bestreben, Wachstum zu erzielen. Wachstumsstrategien bei Unternehmen können unterschiedlicher Ausprägung sein. Dazu gehören ein großer Marktanteil, höherer Absatz oder Gewinnung von Mitarbeitern. Die Erhöhung des Marktanteils bringt ggf. auch eine Konsolidierung des Marktes mit sich und damit Effizienzvorteile, die vom Käufer ausgeschöpft werden können. Damit kann der Erwerber seine Wettbewerbsfähigkeit steigern. Allerdings werden hierfür finanzielle Mittel in beträchtlicher Höhe benötigt. Wachstum kann auch durch eine Produkt- oder Marktdiversifikation und eine in diese Richtung zielende Übernahme erfolgen.

Gründe für den Kauf eines Unternehmens können auch Skalenvorteile sein. So hat ein höheres Produktionsvolumen zur Folge, dass die Fixkosten pro Einheit sinken. Zusätzlich können sich überschneidende Bereiche wie Marketing oder Kundenservice zentralisiert werden, was wiederum zu Kosteneinsparungen führt.

Ein weiteres Kaufmotiv kann die Erschließung neuer Länder, in denen ausländische Unternehmen nicht ohne weiteres eine Filiale oder eine Niederlassung eröffnen können, sein. Hier kann die Notwendigkeit bestehen, ein Unternehmen, das in dem jeweiligen Zielland bereits tätig ist, zu übernehmen.

Neben der Käufergruppe der Unternehmen aus der gleichen Branche oder angrenzenden Branchen sind Finanzinvestoren wichtige Akteure auf dem Markt für Unternehmenskäufe. Hierbei kann es sich um Beteiligungsgesellschaften, Private-Equity-Fonds, Stiftungen, Unternehmer oder Family Offices handeln. Diese Käufergruppe erwirbt Unternehmen zur Kapitalanlage und um deren Wert durch strategische Weiterentwicklungen oder operative Veränderungen zu steigern. Auf diese Weise wird das Investment für Finanzinvestoren profitabel und schließlich können sie sofern kein Interesse an einem langfristigen Halten besteht, das erworbene Unternehmen gewinnbringend verkaufen.

Als Käufer können auch Manager und Management-Teams auftreten

Als Unternehmenskäufer treten auch erfahrene Manager oder Management-Teams auf. Bei größeren Transaktionen werden diese finanziell durch spezialisierte Investoren unterstützt. Bei einem Management-Buy-In (MBI) kauft ein externer Manager oder ein Management-Team das Unternehmen. Bei einem Management-Buy-Out (MBO) erfolgt die Übernahme

durch das bestehende Management. Dabei zahlt die Geschäftsführung eines Unternehmens den derzeitigen Eigentümer aus und erwirbt das Unternehmen. Das Motiv bei MBI/MBO ist oftmals die besondere Vertrautheit der Käufer mit der Branche und dem Unternehmen sowie eine fundierte Einschätzung der Perspektiven. Dahinter kann unternehmerisches Interesse oder das Ziel einer späteren Weiterveräußerung stehen.

## Gründe für den Verkauf von Unternehmen

Nachdem die Gründe für den Kauf eines Unternehmens erläutert wurden, wird im Folgenden auf die Beweggründe aufseiten der Verkäufer eingegangen.

### » Unternehmensnachfolge

Aus einschlägigen Auswertungen geht hervor, dass viele Transaktionen aus der Regelung der Unternehmensnachfolge resultieren. Die Entscheidung, ob eine Minderheitsbeteiligung, eine Mehrheitsbeteiligung oder gar alle Anteile am Unternehmen zum Verkauf gestellt werden, bedarf einer sorgfältigen Abwägung. Entscheidend sollte dabei der erfolgreiche Fortbestand des Unternehmens sein. Im Rahmen der Unternehmensnachfolge kommt es häufig zu MBI- oder MBO-Transaktionen. Beim MBI wird das Unternehmen an einen externen Unternehmer verkauft. Dagegen zahlt bei einem MBO die Geschäftsführung eines Unternehmens den derzeitigen Eigentümer aus und erwirbt das Unternehmen.

### » Ausbau und Wachstum

Die Finanzierungsfähigkeit bestimmt die strategischen Möglichkeiten jedes Unternehmens, insbesondere wenn Geschäftsfelder ausgebaut werden sollen. Um strategische Ziele zu erreichen, können neue Gesellschafter ins Unternehmen aufgenommen werden. Somit wird nicht das gesamte Unternehmen sondern nur ein Teil verkauft.

Die klassische Variante ist die Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht für den oder die neuen Gesellschafter. Die Eigenkapitalposition der Gesellschaft wird gestärkt. Gleichzeitig werden die Anteile der Altgesellschafter verwässert. Mit verbesserten Bilanzrelationen wird die Finanzierungskraft deutlich erhöht – auch durch den nun verbesserten Zugang zu Fremdkapital. Auf der Verkäuferseite sind dabei keineswegs nur Unternehmen in Umbruchsituationen zu beobachten. Vielmehr nutzen auch kerngesunde Wachstumsunternehmen diese Alternative, um weitere Investitionen zu finanzieren oder um Wettbewerber zu übernehmen. Ergänzend zu einer Kapitalerhöhung können auch bestehende Gesellschaftsanteile an den potentiellen Käufer verkauft werden, so dass der Verkäufer bereits Kapital

außerhalb seines Unternehmens „hinter die Brandmauer“ bringen kann und damit sein Vermögen diversifiziert.

### **Strategische Neuorientierung**

Wer sich unternehmerisch neu ausrichten möchte, sucht folgerichtig das Gespräch mit einem strategischen Käufer. Durch die Integration in ein größeres Unternehmen werden neue Chancen ergriffen, das eigene Geschäftsmodell voranzubringen. Zumeist kennt man sich bereits vom Markt oder aus einer Lieferantenbeziehung. Die Transaktion sollte für die Altgesellschafter ausreichend lukrativ sein, denn ihre Gestaltungsmöglichkeiten werden nach einem Verkauf im Vergleich zu einer alleinigen Inhaberrolle deutlich geringer sein.

Auch hier kommt zunächst ein Teilverkauf infrage. Zumeist werden dabei bereits die Details für einen vollständigen Unternehmensverkauf geregelt.

Ein Komplettverkauf wird immer angestrebt, wenn mit der Neuorientierung der Wunsch verbunden ist, aus einem Geschäftsfeld auszusteigen und in diesem Zuge bestimmte Tochterunternehmen abzugeben.

#### **» Ausscheidende Gesellschafter**

Gelegentlich ist auch der Verkaufswunsch eines der Gesellschafter der Grund für eine Transaktion, beispielsweise vonseiten eines Mitgründers der aus Altersgründen das Unternehmen verlassen möchte.

Ebenso können Probleme im Gesellschafterkreis eine Teil- oder Gesamtveräußerung auslösen. Die Gründe reichen von Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der künftigen strategischen Ausrichtung oder der Gewinnverwendung bis hin zu konkreten Differenzen in einzelnen Feldern der Geschäftspolitik. Ein Anteilsverkauf kann hier zur Lösung führen. Sollten das Unternehmen selbst oder die Mitgesellschafter nicht gewillt oder in der Lage sein, diese Anteile zu erwerben, kommt der Verkauf an Dritte in Betracht.

Das „Tag-along Right“ und „Drag-along Right“ spielen im Rahmen von Anteilsverkäufen eine wichtige Rolle

Sind Venture-Capital-Geber oder Private-Equity-Häuser bereits am Unternehmen beteiligt, gibt es einen weiteren Aspekt für Unternehmensverkäufe – den Ausstieg (Exit) aus einem von vornherein zeitlich befristeten Engagement. Hier ist der Zeitpunkt des Exits zumeist vorab fixiert, fallweise treten dann auch die weiteren Gesellschafter mit als Verkäufer auf (tag-along/drag-along). Das „Tag-along Right“ bietet den übrigen Gesellschaftern die Möglichkeit, wenn ein Mehrheitsgesellschafter seine Anteile verkauft, die eigenen Anteile mit zu verkaufen. Somit können diese mit profitieren. Die „Tag-along“ Regelung soll in diesem Fall Minderheitsgesellschafter schützen. Im Gegensatz



zum „Tag-along Right“ muss der Gesellschafter beim „Drag-along Right“ seine Anteile zu gleichen Bedingungen wie der Mehrheitsgesellschafter veräußern. Hierdurch werden die Rechte der Mehrheitsbeteiligten gesichert. Neben strategischen Interessenten kommen in diesen Fällen wiederum Finanzinvestoren als Erwerber in Frage („Secondary-Deal“). Für die Abfindung ausscheidender Gesellschafter kommen auch klassische Finanzierungen oder Mezzanine-Darlehen in Frage.

In allen Fällen muss die neue Gesellschafterstruktur zur Ausrichtung der Gesellschaft passen, damit das Unternehmen strategisch gewinnt. Die Erfahrungswerte der bisherigen Gesellschafter sind mit den Ideen und der Philosophie der neuen Beteiligten betriebswirtschaftlich und kulturell in Einklang zu bringen.

#### » **Krisensituationen**

Ein Auslöser für Unternehmensverkäufe können auch Krisensituationen sein. Die Spanne reicht dabei vom Teilverkauf, um neues Kapital ins Unternehmen zu holen, bis zum Komplett-Notverkauf.

## Fazit

Sowohl auf der Käufer- als auch auf der Verkäuferseite gibt es zahlreiche Gründe für Unternehmenskäufe bzw. -veräußerungen. Je nach Käufergruppe können verschiedene Motive identifiziert werden. Auf der Käuferseite bestehen die Hauptgründe in strategischen Erwägungen (z. B. Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit oder Wachstum) bzw. der Wunsch nach Kapitalanlage. Auf der Verkäuferseite spielen Nachfolge- und Finanzierungsfragen sowie Strategieüberlegungen oder Krisen eine Rolle.

**Sophie Rosenbaum und Thomas Fink;** Portus Corporate Finance GmbH

# Erfolgsfaktoren für den Unternehmenskauf

*Eine solide Vorbereitung und eine strukturierte Due Diligence sind wichtige Faktoren für einen erfolgreichen Unternehmenskauf.*

Für den Kauf eines Unternehmens können verschiedene Erfolgsfaktoren identifiziert werden. Dabei spielt der Faktor Zeit eine große Rolle.

## 1. Vorbereitung und realistische Prüfung des Unternehmenskaufs

Für den gesamten Prozess sollte ein professionelles Zeit- und Projektmanagement genutzt werden

Vor dem Unternehmenskauf sollte eine Situationsanalyse erfolgen und das Vorhaben abschließend durchgeplant sein. Hierbei ist vor allem wichtig zu analysieren, ob das zu erwerbende Unternehmen zur Strategie und zum eigenen Unternehmen passt.

Wurden auf Grundlage der Akquisitionskriterien passende Zielunternehmen gefunden, erfolgt deren Ansprache. Dabei gilt es, eine vertrauliche Kontaktaufnahme vorzunehmen. Zu einer vertraulichen Kontaktaufnahme gehört vor allem auch, dass der richtige Ansprechpartner im Zielunternehmen identifiziert wird.

Es ist überzeugend nachzuweisen, dass sich das Vorhaben rechnet

Neben der passenden Strategie ist ein weiterer Erfolgsfaktor die Finanzierung. Im Zuge der Übernahme sollte die Tragfähigkeit der gewünschten Transaktion überprüft werden. Daher sollte im Vorfeld eine detaillierte, mittelfristige Finanzplanung erstellt werden, die auch mögliche Belastungsszenarien einbezieht. Damit wird sichergestellt, dass sich der Käufer mit der Transaktion nicht übernimmt und die Finanzierung, einmal umgesetzt, auch langfristig trägt.

Wurden auf Grundlage der Akquisitionskriterien passende Partner gefunden, erfolgt deren Ansprache. Dabei gilt es, eine möglichst vertrauliche Kontaktaufnahme vorzunehmen. In diesem Zusammenhang sollten spätestens bei der Auswahl und Ansprache von möglichen Targets Berater einbezogen werden, denn zu einer vertraulichen Kontaktaufnahme gehört vor allem, dass der richtige Ansprechpartner im Zielunternehmen identifiziert wird.

## 2. Solide Finanzierung

Neben der passenden Strategie ist die Finanzierung ein weiterer Erfolgsfaktor. Im Zuge der Übernahme sollte die Tragfähigkeit der Transaktion überprüft werden. Es ist überzeugend nachzuweisen, dass sich das Vorhaben rechnet. Aus diesem Grund sollte im Vorfeld eine detaillierte, mittelfristige Finanzplanung erstellt werden, die auch mögliche Belastungsszenarien einbezieht. Damit wird sichergestellt, dass sich der Käufer mit der Transaktion nicht übernimmt und dass die Finanzierung langfristig trägt.

## 3. Strukturierte Due Diligence

Ist ein passendes, zum Verkauf stehendes Unternehmen ausfindig gemacht worden, erfolgt die sogenannte Due Diligence. Dabei handelt es sich um eine umfassende Prüfung des zu erwerbenden Unternehmens. Mit Hilfe einer strukturiert durchgeführten Due Diligence wird der Wissensvorsprung der Verkäuferseite abgebaut und der Käufer hat die Möglichkeit, sich ein umfassendes Bild vom Unternehmen und dessen Umfeld zu machen. Anhand der Due Diligence können die Parameter, die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt worden sind, mit den tatsächlichen Verhältnissen abgeglichen und ggf. angepasst werden. Hier ist ein großes Maß an Analysefähigkeit gefordert. Ohne eine Due Diligence ist die Abschätzung spezifischer Risiken so gut wie unmöglich und die Käuferseite könnte später unangenehme Überraschungen erleben.

## 4. Integration des erworbenen Unternehmens

Mit Abschluss der Übernahme ist der Prozess noch nicht vorbei! Die Integration des neu erworbenen Unternehmens in das eigene Unternehmen ist eine große Herausforderung, die gut geplant werden sollte und für die die notwendigen Ressourcen bereitzustellen sind. Möglichkeit, sich ein umfassendes Bild vom Unternehmen und dessen Umfeld zu machen.

## Fazit

Neben einer soliden Vorbereitung, die eine Situationsanalyse und anschließende Planung umfasst, ist ein weiterer Erfolgsfaktor die Finanzierung. Des Weiteren spielt die Analyse der bereitgestellten Informationen eine zentrale Rolle.

**Jan Spiegelberg**; Portus Corporate Finance GmbH

# Erfolgsfaktoren für den Unternehmensverkauf

*Jedes Unternehmen ist einzigartig, doch es gibt einige allgemeine Faktoren für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf.*

Die Veräußerung eines Unternehmens ist für den Verkäufer im Regelfall ein besonderer Vorgang. Die Entscheidung bedeutet die Trennung von gewachsenen Strukturen und Abläufen und vom Umgang mit lang-jährigen Mitarbeitern und Kunden; ggf. auch die Trennung von einem Lebenswerk. Um zum Erfolg zu gelangen, sind vor allem folgende Faktoren ausschlaggebend.

## 1. Langfristige Vorbereitung

Oftmals wird der Zeitaufwand für einen Unternehmensverkauf unterschätzt. Vor dem Beginn des Verkaufsprozesses sollte Klarheit darüber herrschen, welche Ziele der Verkäufer verfolgt. Der Erhalt und die strategische Stärkung des Unternehmens stehen idealerweise im Vordergrund. Ebenso muss die weitere Rolle der verkaufenden Personen klar umrissen werden, insbesondere der Wunsch und die Notwendigkeit einer weiteren Mitarbeit im Unternehmen. Hierbei sind die familiäre Situation, die persönlichen Pläne wie auch die beruflichen Perspektiven der eigenen Kinder zu berücksichtigen.

Die Abstimmung mit dem Steuerberater, den Hausbanken und ggfs. mit weiteren Gesellschaftern und dem Management gehören ebenfalls zur Vorbereitung. Für die Umsetzung des Verkaufsprozesses sind dann ausreichende personelle und zeitliche Ressourcen zu schaffen. Die koordinierende und vermittelnde Unterstützung durch einen Dritten kann dabei helfen, das Management zu entlasten und der Verkäuferseite die erforderliche Zeit dafür verschaffen, sich weiter auf das operative Geschäft zu konzentrieren.

Hinsichtlich der Preisvorstellungen legt der Verkäufer vorab idealerweise einen Zielkorridor fest. Berater können mittels einer fundierten Unternehmensbewertung sowie aus Vergleichstransaktionen mit Unternehmen der gleichen Branche entsprechende Hilfestellungen geben.

## 2. Vertraulichkeit

Vertraulichkeit und Diskretion sind der Schlüssel für einen erfolgreichen Verkaufsabschluss. Es muss vermieden werden, dass vorzeitig Informationen über einen beabsichtigten Verkauf an die Öffentlichkeit gelangen. Die Folgen können Marktgerüchte, verunsicherte Mitarbeiter bis hin zu abwandernden Kunden sein. Deshalb ist es notwendig, dass alle Interessenten eine Vertraulichkeitserklärung unterzeichnen, bevor ihnen detaillierte Informationen über das Unternehmen ausgehändigt werden.

## 3. Sichere Prozessbegleitung

Auch für gestandene Unternehmerpersönlichkeiten, die schon viele Wechselfälle des Geschäfts erlebt haben, ist der Verkauf des eigenen Unternehmens ein Novum. Umso wichtiger ist hier ein erfahrener Lotse, der den Verkäufer auf Augenhöhe und mit steter Verfügbarkeit begleitet. Ein weiterer Vorteil ist, dass der Berater über ein Netzwerk verschiedener potentieller Kaufinteressenten (Strategen, Private Equity, MBI-Kandidaten usw.) verfügt und bei deren Auswahl hilft.

## 4. Aussagefähige Dokumente

Das Unternehmen ist so darzustellen, dass dem Kaufinteressenten ein realistisches Bild vermittelt wird. Dies geschieht zum einen durch eine aussagekräftige Beschreibung des Geschäftsmodells, der Unternehmensgeschichte und der Produkte, und zum anderen über Finanzkennzahlen. Auch hier gibt es nur einmal die Möglichkeit, einen guten ersten Eindruck zu hinterlassen. Sämtliche Dokumente sollten das Unternehmen in einem guten Licht, aber auch zutreffend und realistisch darstellen.

Der Businessplan mit klaren Beschreibungen des Unternehmens und seiner Strategie kann auch als Informations-oder Investment-Memorandum formuliert werden. Dieses Dokument ist eine komprimierte Darstellung des Unternehmens. Er dient der Vorlage bei den potenziellen Käufern. Der Businessplan sollte stets über eine interessante „Story“ verfügen, um das Interesse von potenziellen Käufern zu wecken.

Mögliche Eckpfeiler einer solchen Story sind klare Wachstumsmärkte, ein interessantes Produktportfolio, eine gute Produktentwicklung, sowie ein eingespieltes Team und ein bestehendes Netzwerk. Die Darstellung und Fokussierung dieser Abgrenzungs- und Alleinstellungsmerkmale sollten auf den gewünschten Käuferkreis, der für das Unternehmen begeistert werden soll, angepasst werden.

Der Käufer hat die Möglichkeit, sich hieraus ein Bild vom Unternehmen und seinem Werdegang, wie auch von Management, Markt und Wettbewerb zu machen. Ein wesentliches Kriterium für potenziellen Käufer bei der Beurteilung von Unternehmen ist die Qualität des Managements. Dazu gehören auch die zweite und ggf. sogar die dritte Ebene, die ja auch im Unternehmen verbleiben, wenn der bisherige Inhaber von Bord geht.

Die angebotenen Produkte und Leistungen sowie das damit verfolgte Geschäftsmodell müssen überzeugen. Ein Nachweis über den bisherigen Erfolg kann ergänzt werden durch Darstellungen, wie sich das Modell in Krisenzeiten bewährt hat.

Neben einem aussagefähigen Businessplan sollte auch eine fundierte Finanzplanung vorhanden sein

Die Finanzplanung erlaubt einen Blick in die jüngere Vergangenheit, die Gegenwart und auf die nächsten Jahre. Im Ergebnis werden hier vor allem Umsatz und Gewinn sowie die (Plan-) Bilanz gezeigt. Ebenso werden Kosten und Investitionen dargestellt, so dass sich ein Gesamtbild ergibt, dessen Teile zueinander passen. Hierfür haben sich Excel-basierte Modelle bewährt, die es später auch gestatten, Szenarien zu simulieren.

Auch die weiteren Unterlagen, wie Jahresabschlüsse, aktuelle betriebswirtschaftliche Auswertungen sowie Banken- und Sicherheitspiegel sollten vorbereitet werden und jederzeit aktualisierbar sein.

## Fazit

Es gibt zahlreiche Faktoren, die auf der Verkäuferseite ausschlaggebend für einen erfolgreichen Unternehmensverkauf sind. Eine ausführliche Planung und Vorbereitung sowie ein vertraulicher Umgang mit dem gesamten Prozess und den Informationen sind essentiell. Das Hauptaugenmerk liegt auf der sauberen und vollständigen Vorbereitung der Unterlagen, da auf ihnen die Verhandlungen und die Kaufpreisfindung aufbauen.

**Thomas Fink und Sophie Rosenbaum;** Portus Corporate Finance GmbH

# Phasen eines Unternehmenskaufs und -verkaufs

*Spezialisierte Corporate-Finance-Berater helfen Unternehmen während des gesamten Prozesses des Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs.*

Ein Unternehmenskauf bzw. -verkauf ist ein komplexer Prozess, der typischerweise sechs bis zwölf Monate, teilweise auch deutlich länger, in Anspruch nimmt. In einen solchen Prozess sind viele Parteien involviert. Neben Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern sollten auch spezialisierte M&A-Berater konsultiert werden. Diese unterstützen den Unternehmer bei der Festlegung der Strategie, setzen einen seriösen Business- und Finanzplan auf und begleiten das Unternehmen von der Interessentenansprache bis zur Realisierung.



**Abbildung 3:** Ablauf eines Unternehmenskaufs und -verkaufs;

Quelle: Eigendarstellung

Wie in Abbildung 3 dargestellt, kann der Kauf bzw. der Verkauf eines Unternehmens in sechs Phasen unterteilt werden. Dabei sind diese Phasen nicht statisch, sondern können sich teilweise überlappen.

## Phase 1: Vorüberlegungen und Vorbereitung

In Phase 1 werden Vorüberlegungen zu Zielen, Strategie und Vorgehensweise getroffen. Die Gründe für den Kauf oder Verkauf von Unternehmen können sehr vielfältig sein. Bei inhabergeführten mittelständischen Unternehmen spielen häufig Nachfolgefragen eine Rolle für Verkaufsentscheidungen. Verkäufe einzelner Abteilungen oder Tochterunternehmen erfolgen oft aufgrund von strategischen Neuorientierungen oder im

Mehr zum Thema Strategische Überlegungen, Positionierung und Vorbereitung finden Sie auf Seite 25

Rahmen von Restrukturierungsmaßnahmen. Finanzinvestoren verkaufen Portfoliounternehmen aufgrund des begrenzten zeitlichen Anlagehorizonts und zur Realisierung von Wertsteigerungen.

Gekauft wird häufig, um Wachstum zu realisieren, das Produktportfolio zu erweitern, neue Märkte zu erschließen oder Synergieeffekte durch Integration vor- oder nachgelagerter Produktionsstufen zu nutzen.

## Phase 2: Ansprache- und Auswahlprozess

Mehr zum Thema Ansprache- und Auswahlprozess finden Sie auf Seite 28

In Phase 2 befindet man sich im Auswahlprozess möglicher Kaufinteressenten bzw. Zielunternehmen. Bereits im Vorfeld der Ansprache von Kaufinteressenten bzw. Zielunternehmen ist vom Unternehmen oder dessen Inhabern gemeinsam mit den M&A-Beratern festgelegt worden, welche Ziele mit der Transaktion verfolgt werden sollen. Darauf aufbauend wird eine Longlist mit potenziellen Käufern bzw. Zielunternehmen erstellt. Anhand dieser Longlist erfolgt eine erste Auswahl von potenziellen Targets (Shortlist). Diese werden anschließend angesprochen.

## Phase 3: Unternehmensbewertung

Mehr zum Thema Unternehmensbewertung finden Sie auf Seite 31

Für einen erfolgreichen Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens ist die Einigung auf einen Kaufpreis essenziell. Hierfür dient als Ausgangspunkt die Unternehmensbewertung. Die Wahl der geeigneten Methode zur Bewertung des Unternehmens hängt von verschiedenen Bedingungen ab. Neben der Informationsbasis sind hier noch Zweck und Anlass der Bewertung zu nennen. Bei den Bewertungsverfahren kann zwischen Einzelbewertungsverfahren, wie dem Substanzwertverfahren und Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswertmethode, dem Discounted-Cashflow-Verfahren und dem Multiplikatorenverfahren unterschieden werden..

## Phase 4: Due Diligence

Bevor die Phase 4 (Due Diligence) erreicht wird, erfolgt die Vereinbarung eines Letters of Intent (LoI). Dabei handelt es sich um eine erste Absichtserklärung, in welcher der potentielle Erwerber seine Intention erklärt, den Kauf zum Abschluss zu bringen und der Verkäufer dieses zu veräußern. Das Dokument enthält neben dieser Absichtserklärung verschiedene Orientierungspunkte zu den Themen Zeitplan, Kaufpreis etc. Diese



Erklärung ist rechtlich noch nicht bindend. Wichtige Aspekte des Lol sind die Vereinbarungen zur Vertraulichkeit und zum weiteren Ablauf der Übernahme. Oftmals werden potentielle Übernehmer, bevor sie Zeit und Geld für die vertiefte Prüfung des Unternehmens investieren, eine zeitlich befristete Exklusivität anstreben.

Vereinbarungen zur Vertraulichkeit sind wichtig!

Im Anschluss an den Lol beginnt die Due-Diligence-Phase, in der das Unternehmen einer ausführlichen Analyse unterzogen wird. Dabei kann die Due Diligence in vier Hauptteile – Commercial-, Financial-, Tax und Legal-Due-Diligence – unterteilt werden. Je nach Branche und Art des Unternehmens kann es notwendig sein, dass die Due Diligence weitere Dimensionen enthält, etwa eine Environmental Due Diligence, wenn es bspw. bei Industriebetrieben um die Schadstoffbelastung von Grundstücken etc. geht. Die Due Diligence dauert zwischen zwei und acht Wochen. Während dieser Phase wird ein (heute meist virtueller) Datenraum bereitgestellt, in dem die notwendigen Unterlagen zur genauen Durchleuchtung des Unternehmens veröffentlicht werden. Während des Due-Diligence-Prozesses machen sich die Interessenten ein komplettes Bild vom Unternehmen und analysieren mögliche Chancen und Risiken.

Mehr zum Thema Due Diligence finden Sie auf Seite 40

## Phase 5: Verhandlungen

An die Due-Diligence-Phase schließt die Verhandlungsphase (Phase 5) an. Hier erfolgt eine Präzisierung des Angebots. Dabei kommt es unter anderem zu konkreten Kaufpreisverhandlungen (vorbehaltlich eines erfolgreichen Abschlusses der Due Diligence). Verschiedene Bestandteile des Kaufpreises können im Kaufvertrag unterschiedlich ausgestaltet werden. Neben einem festen Kaufpreis gibt es auch die Möglichkeit eines variablen Kaufpreises („Earn out“). Dabei erfolgt ein Teil der Kaufpreiszahlung nach dem „Closing“ und ist in der Höhe abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens.

Mehr zum Thema Verhandlungen finden Sie auf Seite 45

## Phase 6: Abschluss und Übernahme

Mehr zum Thema  
Signing und Closing  
finden Sie auf  
Seite 48

Nach einer erfolgreichen Due Diligence und einer Einigung über die Konditionen der Übernahme wird der Kaufvertrag aufgesetzt. Die vertraglichen Gestaltungen sind in der Regel sehr komplex. Knackpunkte und potentielle Dealbreaker sind oft Garantieregelungen, Haftungsbegrenzungen und ggf. zeitlich nachgelagert zu zahlende Kaufpreisanteile. Wichtig zu wissen ist, dass zwischen der Unterzeichnung des Vertrages (Signing) und dem wirtschaftlichen Übergang des Unternehmens auf den neuen Eigentümer (Closing) in der Regel eine zeitliche Lücke besteht. Hier können u.a. noch bestimmte Bedingungen zu erfüllen sein oder kartellrechtliche Prüfungen stattfinden.

**Thomas Fink und Sophie Rosenbaum;** Portus Corporate Finance GmbH

# Phase 1: Strategische Überlegungen, Positionierung und Vorbereitung

*Eine ausführliche Analyse von Chancen und Risiken ermöglicht einen erfolgreichen Unternehmenskauf bzw. -verkauf. Analysen im Vorfeld sparen Zeit und machen die Transaktion verlässlicher.*

Der Kauf- bzw. Verkaufsprozess bis zum Vollzug der Transaktion zieht sich oft über mehrere Monate hin. Für den Verkauf eines Unternehmens kann dieser Vorgang sogar noch mehr Zeit in Anspruch nehmen, da vorbereitende Tätigkeiten bis zu 18 Monate vor dem gewünschten Verkaufstermin beginnen können. Sowohl beim Kauf als auch bei der Veräußerung eines Unternehmens bedarf es deshalb einer sorgfältigen Planung und Vorbereitung. Im Vorfeld der Transaktion sollte ein Projektteam zusammengestellt werden. Dabei ist es wichtig, Teammitglieder zu haben, die über Transaktionserfahrung verfügen. Hierbei müssen ggf. externe Mitarbeiter mit eingebunden werden.

## Kauf eines Unternehmens

Grundsätzlich müssen vor dem Kauf eines Unternehmens diverse strategische Überlegungen angestellt werden. Während der Vorbereitung findet aufseiten des Käufers vor allem eine Findungs- und Planphase statt. Hierbei erfolgt eine detaillierte Selbstanalyse hinsichtlich der aktuellen Position im Markt, der daraus abzuleitenden Strategie, der Ziele, der Stärken und der Schwächen. Aus der Unternehmensstrategie kann die Akquisitionsstrategie abgeleitet werden. Diese sollte den Zweck der Übernahmen definieren sowie Auswahlkriterien beinhalten, anhand derer die Zielunternehmen ausgewählt werden. Wenn die Akquisitionsstrategie festgelegt wurde, kann das Akquisitionsprofil erstellt werden.

Neben Überlegungen zur Frage, welche Art der Übernahme gewünscht ist, bildet vor allem die Bereitstellung ausreichender finanzieller Mittel einen wichtigen Aspekt bei der Vorbereitung. Insofern die Übernahme nicht mit eigenen Mitteln gestemmt werden kann sollte der Käufer

mit dem Akquisitionsprofil potentielle Finanzierungspartner (Banken, Mezzanine-Finanzierer, Beteiligungsgesellschaften etc.) kontaktieren.

Eine ausführliche Vorbereitung bringt in späteren Schritten des Prozesses deutliche Zeitersparnisse. Es ist daher ratsam, bereits zu Beginn des Prozesses mit Beratern Kontakt aufzunehmen.

## Verkauf eines Unternehmens

Der Verkauf eines Unternehmens ist nicht zu jedem Zeitpunkt vorteilhaft

Jeder Verkauf sollte sorgfältig geplant werden, da er nicht zu jedem Zeitpunkt auch vorteilhaft zu realisieren ist. Um einen adäquaten Kaufpreis zu erzielen, muss das Unternehmen häufig noch zielgerichtet positioniert werden. Dafür bedarf es Zeit sowie einer guten Planung und Umsetzung. Für den Verkäufer eines Unternehmens ist die Erzielung eines angemessenen Kaufpreises essentiell. Ein solides Bewertungsschema kann dabei auch Ansatzpunkte identifizieren, die zu einer Wertsteigerung beitragen. Es wird empfohlen, sich mit einem Unternehmensverkauf möglichst früh auseinanderzusetzen, da viele Maßnahmen erst nach einiger Zeit ihre volle Wirkung entfalten. Da es sehr viele Ansatzpunkte für die Bewertung gibt, werden im Folgenden nur einige Beispiele aufgeführt. Insbesondere Alleinstellungsmerkmale, wie z.B. die Produktion von Nischen- oder Premiumprodukten sollten herausgearbeitet werden. Auch ein nachhaltiger Kundenstamm in Verbindung mit einem konstanten Umsatzwachstum und guten Margen bietet Potenzial. Besonders wichtig sind seriös planbare und konstante Cashflows, weil diese direkt zur Wertermittlung verwendet werden. Weiterhin spielen auch weiche Faktoren, wie das Betriebsklima und die Mitarbeiterzufriedenheit, eine wesentliche Rolle.

In der Vorbereitung müssen unbedingt auch steuerliche und rechtliche Aspekte geklärt werden. Die Vorbereitungen der betriebswirtschaftlichen Analysen und Auswertungen geschehen in enger Zusammenarbeit mit den Beratern. Aus den vorliegenden Informationen erstellen Unternehmer bzw. Berater einen Business- und Finanzplan. Entscheidend ist, dass das Unternehmen attraktiv aufgestellt ist und sich eine gute Story daraus ableiten lässt. Wesentliche Inhalte einer solchen Story sind z. B. klare Wachstumsmärkte, ein interessantes Produktportfolio, das Potenzial einer guten Produktentwicklung sowie ein eingespieltes Team und ein bestehendes Netzwerk des Unternehmens. Die Darstellung und Fokussierung dieser Abgrenzungs- und Alleinstellungsmerkmale werden auf

den gewünschten Investorenkreis, der für das Unternehmen begeistert werden soll, angepasst.

Eine Gliederung der Gewinn- und Verlustrechnungen und der Bilanzen der vergangenen drei Jahre sowie der Planung für die kommenden drei Jahre ist üblich. Mit einem solchen Planungshorizont lässt sich die wirtschaftliche Situation des Unternehmens übersichtlich darstellen. Geordnete finanzielle Verhältnisse vereinfachen den Übergabeprozess enorm; dabei ist fachmännischer Rat hilfreich.

Die Rolle des Beraters sollte weit mehr als die eines reinen Finanzintermediärs sein. Insbesondere bei traditionellen Mittelständlern kann die Veräußerung des „Lebenswerkes“ zu einer emotionalen Reise werden. Gute Berater verfügen über die nötige Erfahrung, auch solche Situationen souverän zu meistern. Wird diesem Aspekt nicht die entsprechende Sorgfalt geschenkt, kann es zu ungewollten Verzögerungen im Prozess und im schlimmsten Fall zu einem Abbruch kommen.

## Fazit

Am Anfang eines Unternehmenskaufs oder -verkaufs stehen eine ausführliche Planung und Vorbereitung. Beim Kauf eines Unternehmens sollte in dieser Phase der Grundstein für eine erfolgreiche Transaktion mit Hilfe einer Analyse des eigenen Unternehmens und einem daraus abgeleiteten Anforderungsprofil an Übernahmeziele gelegt werden. Auch die Frage der Finanzierung sollte schon vorab überlegt werden. Auf der Verkaufsseite liegt der Fokus der Vorbereitung auf möglichen Maßnahmen zur Wertsteigerung und auf der Zusammenstellung der relevanten Unterlagen.

**Jan Spiegelberg und Sophie Rosenbaum;** Portus Corporate Finance GmbH

## Phase 2: Ansprache- und Auswahlprozess

*Bei der Target-Suche ist nicht nur die Identifikation passender Unternehmen, sondern vor allem die diskrete Ansprache der richtigen Ansprechpartner essenziell.*

Der Ansprache- und Auswahlprozess kann aus zwei verschiedenen Perspektiven betrachtet werden. Die eine ist die des Käufers und die andere die des Verkäufers. Beide Blickwinkel werden nachfolgend thematisiert.

### Ansprache- und Auswahlprozess beim Kauf eines Unternehmens

Im ersten Schritt werden potentielle Zielfirmen identifiziert. Es ist ratsam, sich bereits an dieser Stelle mit einem Berater in Verbindung zu setzen, damit anhand von Akquisitionskriterien ein professionelles Anforderungsprofil erarbeitet werden kann. Die Kriterien hängen von den verfolgten Zielen zusammen. Mögliche Zielmerkmale sind die Größe (Umsatz, Gewinn, Mitarbeiteranzahl), Standorte oder die strategische Ausrichtung des potenziellen Targets. Aber auch die Beteiligungsstruktur sowie die Möglichkeiten der Kaufpreiszahlung können wichtige Kriterien sein.

Im Ansprache- und Auswahlprozess sollten Berater mit einbezogen werden

Auf der Grundlage des gemeinsam erarbeiteten Profils kann der Berater dann potentielle Kaufobjekte recherchieren. An dieser Stelle bringt es entscheidende Vorteile, einen externen Berater einzubeziehen. Schließlich besitzt er als Außenstehender eine andere Perspektive als der Inhaber des Unternehmens selbst. Durch „Querdenken“ kann er eine Vielzahl potentieller Kaufobjekte außerhalb des Sichtfelds des Unternehmers entdecken. Des Weiteren besitzen Berater häufig etablierte Netzwerke und Zugriff auf spezielle Datenbanken, die es ihnen ermöglichen, Zielunternehmen zu finden, die die Anforderungen des Käufers optimal erfüllen. Das Ergebnis der Recherche ist eine Long List mit allen möglichen Zielunternehmen (Targets), die auf Grundlage der erarbeiteten Auswahlkriterien in Frage kommen. Anschließend werden die Targets auf der Long List einer detaillierten Analyse unterzogen und somit ggf. von einer möglichen

Ansprache ausgeschlossen. Nach Überarbeitung der Long List erhält man eine Short List. Targets, die auf dieser Liste verblieben sind, sollten gruppiert und priorisiert werden, um einen strukturierten Anspracheprozess gewährleisten zu können.

Anhand der Longlist erfolgt eine engere Auswahl an Targets (Shortlist)

Auf Grundlage der Short List erfolgt im nächsten Schritt die anonymisierte Ansprache. Wichtig ist hierbei, dass im Zielunternehmen der richtige Ansprechpartner identifiziert wurde und dass bei einem ersten Gespräch bereits wichtige Fragen geklärt werden können.

## Ansprache- und Auswahlprozess beim Verkauf eines Unternehmens

Gemeinsam mit einem Berater wird die Gruppe der anzusprechenden potenziellen Interessenten definiert. Die Gesellschaft kann zum Beispiel im Wege eines Management-Buy-In an eine Privatperson verkauft werden, die sich unternehmerisch betätigen möchte. Insbesondere für größere Unternehmen kommt dieser Weg wegen der Höhe des Kaufpreises und der damit verbundenen Finanzierungsbedarfe des Käufers nur in Ausnahmefällen in Betracht.

Als Käufer kommen auch expansive Unternehmen aus der gleichen Branche oder aus dem Kreis der Kunden und Lieferanten in Frage. Diese können unternehmerische Chancen wahrnehmen, indem sie ihre Wertschöpfungstiefe erhöhen. Diese sogenannten strategischen Investoren bezahlen tendenziell auch höhere Preise.

Werden Finanzinvestoren angesprochen, sind besonders solche Gesellschaften von Interesse, die bereits Transaktionen in der Branche durchgeführt haben. Bei dieser Käufergruppe liegt schon eine entsprechende Expertise vor. Zudem kann dort das bestehende Portfolio ergänzt werden – Beteiligungsgesellschaften haben immer Interesse daran, ihre Unternehmen weiterzuentwickeln. Dies wird am ehesten erreicht, indem für die Unternehmen eine nachhaltige Position mit Alleinstellungsmerkmalen geschaffen oder ausgebaut wird.

Für die Ansprache der potenziellen Käufer werden aussagefähigen Dokumente, wie ein Businessplan und eine Finanzplanung, die das Unternehmen widerspiegeln, erstellt. Als Auszug aus dem Businessplan und der Finanzplanung wird üblicherweise ein einseitiges, anonymisiertes Papier erstellt – der One-Pager oder auch Teaser. Darin sind das Unternehmen und seine Branche grob beschrieben, es wird allerdings nicht namentlich

Aussagefähige Dokument wie ein Businessplan und eine Finanzplanung sollten zur Ansprache vorbereitet werden

genannt. Im gesamten Prozess sollte die Vertraulichkeit immer strikt gewahrt bleiben.

Nach Fertigstellen der Unterlagen erfolgt die Ansprache der identifizierten Targets. Dabei werden die potenziellen Käufer entweder auf dem persönlichen Weg oder per Brief angesprochen. Im Rahmen dieser Ansprache erhalten sie erste Informationen mit dem One-Pager bzw. Teaser.

Wenn der Interessent auf den Teaser hin näheres Interesse zeigt, ist zunächst eine Vertraulichkeitserklärung abzuschließen. Auf dieser Grundlage können schrittweise die weiteren Dokumente – Businessplan/ Informationsmemorandum und Finanzplanung – zur Verfügung gestellt werden. Wenn der Verkäufer einen Berater für diesen Prozess zur Hilfe gezogen hat, dann wird der gesamte Prozess der Ansprache permanent tabellarisch vom Berater dokumentiert, so dass der Verkäufer immer über den aktuellen Status informiert ist.

Nun hat der Kaufinteressent ein umfassendes Bild vom zum Verkauf stehenden Unternehmen. Als nächstes steht nun ein Meeting zwischen beiden Parteien an (Management-Präsentation). In diesem Rahmen können offene Fragen geklärt und Interessen ausgelotet werden. Gerade im Fall von Unternehmensnachfolgen ist auf Diskretion gegenüber den Mitarbeitern zu achten, weshalb erste Treffen beim potentiellen Käufer oder auch an einem neutralen Ort stattfinden sollten.

#### Fazit

Beim Ansprache- und Auswahlprozess wird Beratern eine zentrale Rolle zuteil. Dabei ist es die Aufgabe des Beraters, ein professionelles Anforderungsprofil auf Grund von Akquisitionskriterien anzufertigen. Dieses stellt die Grundlage für die anschließende Ansprache dar. Hierbei liegt das Hauptaugenmerk auf der Ansprache der richtigen Person im jeweiligen Zielunternehmen, um vor allem eine zielführende und vertrauliche Ansprache gewährleisten zu können.



**Thomas Fink und Sophie Rosenbaum**; Portus Corporate Finance GmbH

## Phase 3: Unternehmensbewertung im Rahmen von Unternehmens- käufen bzw. -verkäufen

*Unternehmenszahlen dienen als Grundlage für die Planung der zukünftigen Entwicklung. Ihre genaue Kenntnis ist wichtig, denn sie bilden Basis der Unternehmensbewertung und damit des späteren Kaufpreises.*

Eine Unternehmensbewertung im Rahmen des Kauf bzw. Verkaufs eines Unternehmens liefert dem Initiator der Bewertung eine wichtige Entscheidungsgrundlage. Im Folgenden werden neben den wichtigsten Bewertungsmodellen auch relevante Herausforderungen der Unternehmensbewertung erläutert.

Bei Kauf oder Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen dient die Bewertung der Kaufpreisfindung. Für jeden Bewertungsinitiator hat der ermittelte Wert eine unterschiedliche Bedeutung. Der Kaufinteressent ermittelt mit Hilfe der Unternehmensbewertung seine Preisobergrenze und der Verkäufer ermittelt seine Preisuntergrenze für das Bewertungsobjekt.

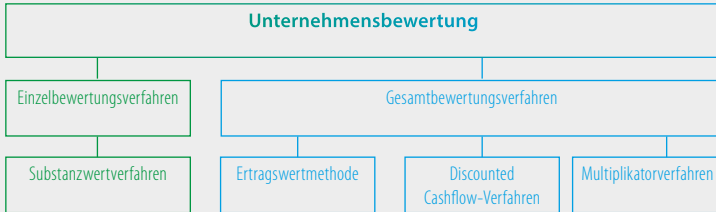
Die Bewertung ist ein „Knackpunkt“ für beide Parteien und von gegensätzlichen Interessen geprägt

Für gewöhnlich wird der Käufer bei einem Unternehmenskauf bestrebt sein, das erworbene Unternehmen als „Goodwill“ zu bilanzieren. Dabei ergibt sich der zu bilanzierende Wert aus der Unternehmensbewertung.

### Verfahren zur Wertermittlung

Jede Unternehmensbewertung ist einzigartig. Weder in der Praxis noch in der Theorie konnte sich in den vergangenen Jahrzehnten ein allgemeingültiges Unternehmensbewertungsverfahren durchsetzen. Zu den gängigen Bewertungsverfahren gehören, wie in Abbildung 4 dargestellt, das Substanzwertverfahren, die Ertragswertmethode, das Discounted-Cashflow-Verfahren und das Multiplikatorverfahren. Bei letzteren kann zwischen Transaktionsmultiplikatoren und Handelsmultiplikatoren – mehr dazu s.u. – differenziert werden. Wir beschränken uns in der Betrachtung auf die im Mittelstand gängigen Methoden. Dabei

wird das Substanzwertverfahren den Einzelbewertungsverfahren und die drei anderen Methoden dem Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.



**Abbildung 4:** Darstellung der Bewertungsverfahren;

Quelle: Eigendarstellung

## Substanzwertverfahren

Beim Substanzwertverfahren wird der Wert des vorhandenen Vermögens berechnet und somit der Preis ermittelt, um das Unternehmen in seiner derzeitigen Form neu zu errichten. Der Nettosubstanzwert entspricht der Summe der Marktwerte (Wiederbeschaffungswerte oder Zeitwerte) der Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten.

Die Bewertung des Unternehmens nach dem Substanzwertverfahren erfolgt in zwei Phasen. In Phase 1 wird das betriebsnotwendige Vermögen nach den jeweiligen Wiederbeschaffungskosten bzw. Zeitwerten bewertet. Dazu kann der Anlagenspiegel bzw. die Inventarliste als Grundlage herangezogen werden. In Phase 2 erfolgt die Bewertung der Bestandteile des Unternehmens, die nicht im Anlagenspiegel oder in der Inventarliste erfasst sind. Dazu gehören immaterielle Vermögensgegenstände sowie Kundenbeziehungen, das Wissen der Mitarbeiter etc. Um die Werte hierfür zu ermitteln, ist man häufig auf Schätzungen angewiesen.

Der Vorteil dieses Verfahrens ist der relativ leicht und kostengünstig zu ermittelnde Wert. Die Vernachlässigung von in der Zukunft liegenden Ereignissen, Entwicklungen und Erwartungen ist dafür ein umso gravierenderer Nachteil des Substanzwertverfahrens. In der Praxis wird dieses Modell daher eher ergänzend angewandt, und zwar vor allem bei Unternehmen, die ihre Erträge aus der Substanz erzielen (wie z. B. Immobiliengesellschaften).

## Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode ist vor allem in Deutschland weitverbreitet. Der Unternehmenswert wird durch die Abzinsung der zukünftigen Erträge mit den Renditeerwartungen der Kapitalgeber ermittelt. Somit betrachtet die Ertragswertmethode nicht die Substanz des Unternehmens, sondern den Erfolg, der sich aus der Unternehmenssubstanz erzielen lässt. Die der Bewertung zugrunde gelegten Erträge sind nicht die betrieblichen Erträge im eigentlichen Sinne, sondern die Überschüsse beziehungsweise die Netto-Cashflows des Unternehmens. Mit zunehmendem Zeithorizont steigt die Komplexität der Planung. Deshalb werden die Cashflows nur für einen Zeitraum von fünf bis acht Jahren detailliert geplant. Für den Zeitraum, der den Planungshorizont übersteigt, werden konstante Cashflows und Wachstumsraten unterstellt. Mit Hilfe der Formel der ewigen Rente werden die Cashflows, die den Planungshorizont übersteigen, unter Berücksichtigung der Wachstumsraten abgezinst.

Sehr vorteilhaft an der Ertragswertmethode ist, dass sie Synergieeffekte, die aus Unternehmenszusammenschlüssen resultieren können, berücksichtigt werden. Das folgt daraus, dass das Verfahren auf die Zukunft des Unternehmens gerichtet ist. Nachteile der Ertragswertmethode sind der hohe Planungsaufwand und die Unsicherheit solcher Planungen über einen langen Zeitraum.

## Discounted-Cashflow-Verfahren

Die derzeit am meisten verbreitete Bewertungsmethode ist das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF), das in den 1990er Jahren entwickelt wurde. Ähnlich wie beim Ertragswertverfahren ist die Grundidee dieser Methode, künftige Zahlungsüberschüsse, die das Unternehmen erzielen wird, zu diskontieren. Die diskontierte Summe der erwarteten Zahlungsströme soll den gegenwärtigen Unternehmenswert widerspiegeln. Hierbei wird zwischen zwei Ansätzen, dem Netto- und dem Brutto-Ansatz, unterschieden. Wird der Netto-Ansatz gewählt, dann erfolgt die Abzinsung der Cashflows, die ausschließlich den Unternehmensinhaber zuzurechnen sind. Dementsprechend werden für die Abzinsung die Eigenkapitalkosten gewählt. Häufig wird der Netto-Ansatz des DCF-Verfahrens mit der Ertragswertmethode gleichgesetzt.

Im Gegensatz dazu werden beim Brutto-Ansatz die erwarteten Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (im Englischen Weighted Average Cost of Capital, „WACC“, genannt) abgezinst. Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz ergibt

Das analytische  
Verfahren

sich aus der Addition der Renditeerwartung der Unternehmensinhaber gewichtet mit dem Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital und der Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber gewichtet mit dem Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital. So wird die Kapitalstruktur des Unternehmens bei der Bewertung berücksichtigt. Daraus resultiert eine Risikobeurteilung für die zukünftige Entwicklung und die Ausfallwahrscheinlichkeit der geplanten Cashflows.

Der Vorteil des DCF-Verfahrens liegt in seiner großen Flexibilität hinsichtlich der Planung der Unternehmensentwicklung und der Ausrichtung auf die Cashflows eines Unternehmens. Im Gegensatz zum Substanzwertverfahren wird der Unternehmenswert hier durch die zukünftige Unternehmensentwicklung beeinflusst. Nachteil des gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes ist die Annahme, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens konstant bleibt. Die Inflexibilität des Verfahrens bezüglich der Kapitalstruktur ist vor allem bei der Ermittlung des Restwerts der Unternehmung problematisch. Der Adjusted Present Value schafft der Problematik Abhilfe, indem zunächst ein Unternehmenswert ermittelt wird, der von einer fiktiven Eigenfinanzierung des Unternehmens ausgeht, zu welchem anschließend der Wert der unternehmenssteuerlichen Vorteile der tatsächlichen anteiligen Fremdfinanzierung addiert wird.

Die Anwendung der Ertragswertmethode und des DCF-Verfahrens bedürfen nicht nur der Planung der zukünftigen Cashflows, sondern auch der Ermittlung der Renditeerwartungen der Kapitalgeber. Die Fremdkapitalrenditen sind üblicherweise vertraglich fixiert und müssen deshalb nicht ermittelt werden. Die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber wird ausgehend von einem risikolosen Zins durch Addition von Risikoprämien, die den Eigenkapitalgeber für die Übernahme von Risiken entschädigen und die nicht im Cashflow des Unternehmens abgebildet sind, hergeleitet.

## Multiplikatorverfahren

Die  
Praktiker-Methode

Die bisher aufgezeigten Verfahren betrachten nur das zu bewertende Unternehmen, bilden aber aktuelle Entwicklungen in der jeweiligen Branche, am Finanzierungsmarkt, sowie in der Volkswirtschaft insgesamt nur zum Teil ab, und haben nur hinsichtlich der Renditeerwartungen einen Kapitalmarktbezug.

Neben den oben angeführten Methoden werden in der Praxis regelmäßig die sogenannten Vergleichsverfahren, die den Unternehmenswert

anhand der Bewertung von ähnlichen Unternehmen herleiten, angewendet. Hier haben sich im Wesentlichen verschiedene Formen von Multiplikatoren-Bewertungen durchgesetzt. Zur Ermittlung des Unternehmenswertes werden Kennzahlen, z. B. Umsatz, EBITDA oder EBIT mit einem Multiplikator multipliziert.

Bei den Multiplikatoren gibt es zwei mögliche Typen, zum einen Handels- und zum anderen Transaktionsmultiplikatoren. Handelsmultiplikatoren sind vergleichsweise einfach zu ermitteln, da sie anhand aktueller Börsendaten errechnet werden können. Werden Transaktionsmultiplikatoren zu Bewertung genutzt, werden zur Ermittlung des Unternehmenswertes die erzielten Transaktionsvolumina bei Käufen und Verkäufen von Unternehmen, die dem Bewertungsobjekt ähneln, herangezogen. Hierbei werden die gezahlten Kaufpreise in Relation zur Kennzahl der Vergleichstransaktion gesetzt. Bei der Nutzung von Transaktionsmultiplikatoren erhält man tendenziell eine höhere Bewertung, da die Preise, die bei tatsächlichen Transaktionen gezahlt wurden, Faktoren wie die Entschädigung von Altaktionären widerspiegeln. Dies ist bei Handelsmultiplikatoren nicht der Fall, denn diese bilden lediglich die Marktbewertung zu einem gegebenen Stichtag ab.

In der Praxis kommen die Vergleichsverfahren aufgrund ihrer Einfachheit und Objektivität häufig zum Einsatz. Diese Berechnungsmethode hat einen hohen Kapitalmarktbezug, da die Wertermittlung auf Basis der aktuellen Transaktionsvolumina bzw. Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen erfolgt.

Der Nachteil dieses Ansatzes besteht in der Notwendigkeit der Identifizierung von Unternehmen, die dem zu bewertenden Unternehmen weitgehend entsprechen. In der Praxis werden deshalb Branchen-Multiplikatoren verwendet, die anhand mehrerer Unternehmen aus derselben Branche ermittelt werden. Verschiedene Finanzzeitschriften veröffentlichen regelmäßig aktuelle Multiplikatoren für die wichtigsten Branchen. Ein weiterer Nachteil der Multiplikatormethode ist, dass Unterschiede in der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen vernachlässigt werden.

Um die fehlende Vergleichbarkeit der Unternehmen auszugleichen, kann auch mit Zu- und Abschlägen auf die mit den Multiplikatorverfahren ermittelten Werte gearbeitet werden.

## Brutto-Unternehmenswert und Eigenkapitalwert

In allen beschriebenen Verfahren gelangt man in der ersten Linie zum Gesamtwert des Unternehmens. Um daraus den Wert des Eigenkapitals abzuleiten, sind noch die Nettofinanzverbindlichkeiten zu bestimmen und vom Bruttowert zu subtrahieren.

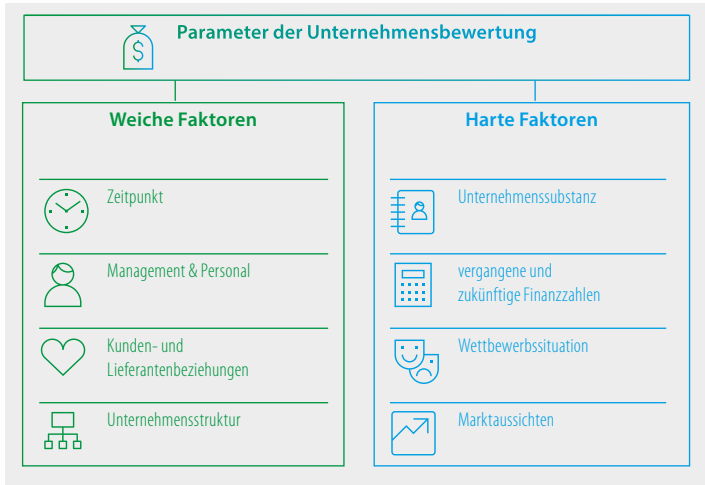
## Faktoren der Unternehmensbewertung

In der Regel dienen die aktuellen und früheren Unternehmenszahlen als Grundlage für die Planung der zukünftigen Entwicklung bzw. als Maßstab für die Einschätzung von Planzahlen. Deshalb sind eine genaue Kenntnis der Unternehmenszahlen und ihre Interpretation wichtig.

Da eine Unternehmensbewertung grundsätzlich auf Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Entwicklungen beruht (außer im Falle des Substanzwertverfahrens), sollten sich Unternehmer frühzeitig mit der Thematik auseinandersetzen, um ggf. wertsteigernde Maßnahmen ergreifen zu können. Diese ergeben sich aus einer Analyse der Finanzplanung sowie aus der Berechnung von Szenarien.

Neben Werttreibern, die der Unternehmer selbst beeinflussen kann, muss auch das Finanzierungsumfeld betrachtet werden. Dieses beeinflusst den erzielbaren Wert eines Unternehmens erheblich. Ist das Finanzierungsverhalten der Investoren regressiv, wie nach dem Scheitern der New Economy oder während der Subprime-Krise, müssen meist erhebliche Abschläge bei der Unternehmensbewertung hingenommen werden. Steht auf dem Kapitalmarkt hingegen genügend Kapital zur Verfügung, kann dies zu einer höheren Unternehmensbewertung führen, weil dann Risikoabschläge tendenziell sinken.

Die Parameter, welche den Unternehmenswert beeinflussen, können in weiche und harte Faktoren unterteilt werden.



**Abbildung 5:** Parameter der Unternehmensbewertung;

Quelle: Eigendarstellung

Weiche Faktoren sind nur schwierig zu quantifizieren und werden durch pauschale Auf- und Abschläge des Diskontierungssatzes in der Bewertung berücksichtigt. Einer der wichtigsten Faktoren des Unternehmenswertes ist eventueller Zeitdruck, der zu einer schwächeren Verhandlungsposition führt. Muss der Verkauf des Unternehmens zügig erfolgen, führt dies zu einer niedrigen Unternehmensbewertung, da wertsteigernde Maßnahmen nicht umgesetzt werden können und nicht genügend Zeit vorhanden ist, um eine ausreichende Zahl an Interessenten zu identifizieren, die miteinander in Wettbewerb treten können.

Das Management und das Personal im Allgemeinen können den Unternehmenswert ebenfalls stark beeinflussen. Neben der Qualifikation und der Erfahrung des Managements und der Mitarbeiter ist vor allem entscheidend, ob diese dem Unternehmen auch nach einem Verkauf zur Verfügung stehen.

Ein gut ausgeprägtes Rechnungswesen sowie flache Hierarchien und ein der Unternehmensgröße angemessenes Reportingsystem können zu einer Wertsteigerung führen. Die Unternehmenskultur des Verkäufers kann den Unternehmenswert ebenfalls positiv beeinflussen, sofern diese identisch oder passend zu derjenigen des Käufers ist. Die Abhängigkeit von wenigen Kunden sowie lange Entscheidungswege können zu einem niedrigen Unternehmenswert führen. Im Allgemeinen lässt sich feststellen, dass ein hoher Unternehmenswert dann erzielbar ist, wenn sich

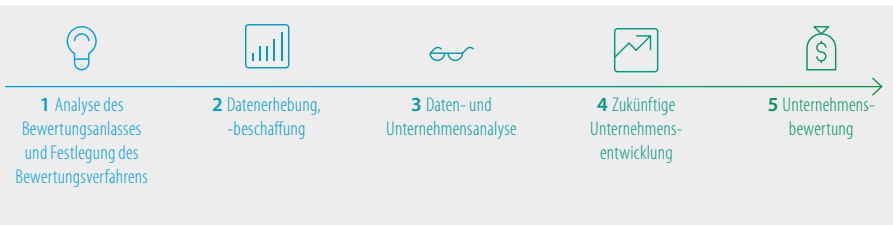
Verkäufer- und Käuferstruktur ähneln, da dem Erwerber auf diese Weise aufwendige (Re-)Strukturierungsmaßnahmen erspart bleiben.

Die bisher aufgezeigten Faktoren gehören zu den sogenannten weichen Faktoren, da diese nur schwierig zu quantifizieren sind und deshalb über Auf- und Abschläge vom Unternehmenswert bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.

Zu den harten Faktoren einer Unternehmensbewertung gehören die Unternehmenssubstanz, die Finanzzahlen der Vergangenheit, die Wettbewerbssituation, die Marktaussichten sowie die Finanzplanung für die kommenden Jahre. Die harten Faktoren werden bei der Ermittlung der Cashflows oder bei der Ermittlung der Unternehmenssubstanz direkt im Bewertungsverfahren berücksichtigt.

## Ablauf einer Unternehmensbewertung

Der Ablauf einer Unternehmensbewertung kann in verschiedene Abschnitte unterteilt werden.



**Abbildung 6:** Phasen der Unternehmensbewertung

Quelle: Eigendarstellung

In der ersten Phase wird analysiert, welche Ziele mit der Unternehmensbewertung verfolgt werden. Ziele der Bewertung können beispielsweise der Verkauf oder der Kauf eines Unternehmens sein. Des Weiteren wird in der ersten Phase das Bewertungsverfahren festgelegt. Dazu wird überprüft, welches Verfahren für das Ziel der Unternehmensbewertung und für das Bewertungsobjekt am geeignetsten ist.

In der zweiten Phase erfolgt die Analyse des Marktumfeldes sowie des Wettbewerbs. Außerdem wird eine Chancen-Risiken-Analyse durchgeführt. Die Analyse der Unternehmensvergangenheit sowie der Werttreiber der Unternehmung erfolgt in der dritten Phase. Auf Basis der Informationen, die in der zweiten und dritten Phase ermittelt wurden, wird die zukünftige Unternehmensentwicklung prognostiziert.



In der letzten Phase wird durch Anwendung des vorab festgelegten Bewertungsverfahrens der Unternehmenswert ermittelt. Zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswertes kann ein weiteres Verfahren eingesetzt werden.

## Herausforderungen der Bewertung

In Theorie und Praxis wird oft gefordert, die Unternehmensbewertung solle einen für alle beteiligten Parteien allgemeingültigen Unternehmenswert (objektiver Unternehmenswert) ermitteln. Die einzelnen Parteien einer Unternehmensbewertung, wie Käufer und Verkäufer, haben unterschiedliche Standpunkte, die den Unternehmenswert beeinflussen. Diese können beispielsweise darin begründet sein, dass der Käufer über bessere Absatzmöglichkeiten verfügt als der Verkäufer. Der Käufer wird dem Unternehmen in diesem Fall einen höheren Wert beimessen, als der Verkäufer. Diesen persönlich höheren Wert wird der Käufer bei der Preisfindung nicht kommunizieren. Da eine Diskrepanz zwischen den beiden Positionen regelmäßig der Fall ist, ist die Ermittlung eines objektiven Wertes nur in den seltensten Fällen möglich.

## Fazit

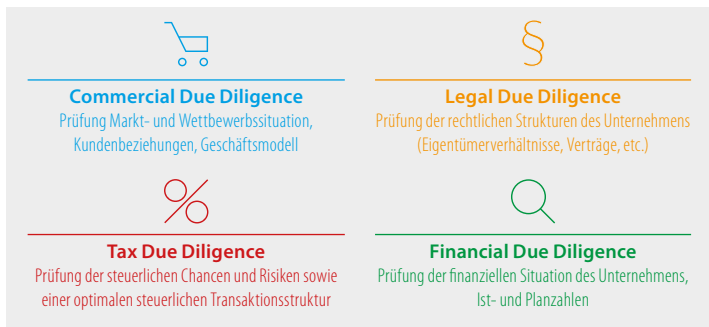
Die verschiedenen Unternehmensbewertungsverfahren haben Vor- und Nachteile. Die genaue Analyse der Vor- und Nachteile hinsichtlich des Bewertungszwecks und -objektes ist für eine aussagekräftige Bewertung unabdingbar. Eine umfangreiche und sorgfältig zusammengetragene Datengrundlage, eine plausible und gewissenhafte Planung sowie der Einbezug von externem Know-how im Rahmen der Unternehmensbewertung sind zur Ermittlung eines aussagekräftigen und verwendbaren Unternehmenswertes zu empfehlen.

**Thomas Fink und Sophie Rosenbaum;** Portus Corporate Finance GmbH

## Phase 4: Due Diligence

*Die Due Diligence ist ein wesentlicher Bestandteil im Prozess eines Unternehmenskaufs oder -verkaufs. Sie muss von qualifizierten Beratern durchgeführt oder begleitet werden.*

Die Due Diligence ist ein wesentlicher Bestandteil des Kaufs bzw. Verkaufs eines Unternehmens. Es handelt sich um einen strukturierten Prüfungsprozess, der einen ausreichenden Einblick in das zu finanzierende Zielunternehmen geben soll. Die Due Diligence bietet dem potenziellen Käufer die Möglichkeit, seinen Informationsnachteil gegenüber dem Eigentümer bzw. gegenüber den Managern des Zielunternehmens, die ja Insider sind, auszugleichen. Eine Due Diligence lässt sich in verschiedene Segmente einteilen, z. B. Commercial-, Tax-, Legal- und Financial-Due-Diligence (siehe Abbildung 7). Insbesondere die Legal- und Tax-Due-Diligence müssen von qualifizierten Beratern (Rechtsanwälten und Steuerberatern) durchgeführt oder begleitet werden.



**Abbildung 7:** Formen der Due Diligence

Quelle: Eigendarstellung

Wie in Abbildung 7 dargestellt gibt es verschiedene Formen der Due Diligence. Bei der Commercial-Due-Diligence erfolgt eine Prüfung des Unternehmens hinsichtlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds. Dabei wird die Marktgröße, das Marktwachstum sowie Markttrends in

den Prüfungsprozess miteinbezogen. Neben dem Markt werden auch Kundenstrukturen sowie das Geschäftsmodell geprüft. Dies erfolgt durch eine Beschreibung und Bewertung des Geschäftsmodells.

Bei der Tax-Due-Diligence liegt der Fokus auf der steuerlichen Situation des Unternehmens und den hiermit einhergehenden möglichen finanziellen Verpflichtungen. Zudem kann die Tax-Due-Diligence genutzt werden, um die optimale Ausgestaltung der Transaktionsstruktur zu entwickeln. Der Umfang der Tax-Due-Diligence hängt dabei maßgeblich von der Art der M&A-Transaktion ab (Share- oder Asset-Deal).

Die Legal-Due-Diligence prüft die rechtlichen Verpflichtungen des Unternehmens sowohl nach innen als auch nach außen. Dies betrifft u.a. die Verträge mit Lieferanten, Kunden und Mitarbeitern. Verträge werden hinsichtlich ihrer Dauer, Kündbarkeit, Risiken sowie möglicher Ausstiegsklauseln untersucht.

Bei der Financial-Due-Diligence wird Ertrags- und Vermögenslage des Unternehmens analysiert. Neben Zahlen aus den vergangenen Jahren (Jahresabschlüsse) werden auch die zukünftigen Erträge und Kosten mit in die Analyse einbezogen. Anhand der zukünftigen Zahlen soll auch eine Aussage über die Plausibilität des Geschäftsmodells gemacht werden. Mit Hilfe der Financial-Due-Diligence sollen mögliche finanzielle Risiken sowie Stärken und Schwächen identifiziert werden.

## Ablauf einer Due Diligence

Die Dauer einer Prüfung richtet sich u.a. nach der Größe, dem Alter und dem Geschäftszweck des Unternehmens. Für kleine und mittelständische Unternehmen, die professionell begleitet werden, sind für einen Due-Diligence-Prozess bis zu acht Wochen zu veranschlagen. Oft dauert die Anbahnung der Due Diligence jedoch länger als geplant, da die Abstimmung zwischen den Parteien und die Zusammenstellung der notwendigen Informationen mehr Zeit beansprucht als zuvor veranschlagt.



**Abbildung 8:** Ablauf einer Due Diligence

Quelle: Eigendarstellung

In einem ersten Schritt erfolgt die Zeitplanung und Vorbereitung. Über Zeitdauer und Ausgestaltung des Prozesses, die Übernahme der Kosten sowie über die Zusammenarbeit mit beteiligten Berater des potenziellen Käufers sollte vorab eine Vereinbarung getroffen werden. Zur Vorbereitung kann das Zielunternehmen schon während der vorhergehenden Verhandlungen den potenziellen Käufer um Bereitstellung einer Due-Diligence-Liste bitten. Anschließend werden alle notwendigen Unterlagen gesammelt bzw. erstellt, die für die Due Diligence benötigt werden. Diese Informationen bestehen aus allen unternehmensrelevanten Dokumenten. Dazu zählen u.a. Jahresabschlüsse, betriebswirtschaftliche Auswertungen, Verträge, Planungsunterlagen, Gremienprotokolle, technische Dokumentationen usw.. Grundlage der Due Diligence ist in der Regel das Term Sheet und eine Vertraulichkeitsvereinbarung. Bei den bereitgestellten Informationen sollte darauf geachtet werden, dass das Unternehmen nicht alle Informationen von Anfang an zur Verfügung stellt. Im Laufe einer Due Diligence verdichtet sich das Bild, wie stark das Interesse des potenziellen Läufer am Unternehmen tatsächlich ist. Während zu Beginn nach Unterschrift der Vertraulichkeitsvereinbarung allgemeine Informationen bereitgestellt werden, sollten sensible Informationen erst offengelegt werden, wenn der potenzielle Käufer grundsätzlich zu einem Abschluss bereit ist. Das Zielunternehmen sollte vorab festlegen, an welchem Punkt des Prozesses welche Informationen bereitgestellt werden. Sofern Unterlagen vorliegen, die schon von dritter Seite geprüft sind (z. B. aus anderen Due-Diligence-Prozessen oder auch geprüfte Jahresabschlüsse usw.), sollten diese verwendet werden.

Zur Darstellung der Informationen werden häufig Datenräume genutzt. Diese Datenräume sind heute in der Regel virtuell ausgelegt, vergleichbar mit einem abgesicherten Internetforum, bei dem sich alle berechtigten Personen einloggen können und somit Zugriff auf die im Datenraum abgelegten Informationen bekommen. Sofern der potenzielle Käufer Erfahrung in dem Prozess des Unternehmenskaufs-/verkaufs hat, wird er auf ein standardisiertes Verfahren zurückgreifen. In diesem Fall wird eine Ordnerstruktur vorgegeben, die die verschiedenen Dokumente kategorisiert. Dafür werden alle ausschlaggebenden Dokumente digitalisiert. Dazu zählen Gesellschafts-, Kredit-, Zulieferer-, Distributions-, Arbeitsverträge und sonstige Dokumente, die wesentliche Aspekte des Unternehmens betreffen. Es gibt unterschiedliche Anbieter für Due-Diligence-Datenräume und häufig lässt sich bei professionellen Plattformen ein Kopier- und Downloadschutz einrichten. Zudem kann der Administrator verfolgen, welches Dokument zu welchem Zeitpunkt und mit welcher Dauer abgerufen wurde. Dies ist immer ein Indiz dafür, wie intensiv sich eine Partei mit dem Unternehmen beschäftigt und wie groß das Interesse

Informationen werden meist in virtuellen Datenräumen bereitgestellt

ist. In diesem Prozess sollten Fehler und fahrlässiges Verhalten unbedingt vermieden werden. Eine unsachgemäße Darstellung des aktuellen Status des Unternehmens kann im Nachhinein zu rechtlichen Auseinandersetzungen und hohen Kosten führen. Das Vertrauen ist die wichtigste Basis für aussichtsreiche Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer.

Im Laufe der Due Diligence ist es üblich, dass potenzielle Käufer eine Besichtigung des Zielunternehmens sowie relevanter Zulieferer, Kunden oder Partnerfirmen durchführen. Dazu gehören auch Interviews mit dem Management und mit Mitarbeitern in Schlüsselpositionen. Diese Gespräche sind natürlich sehr sensibel und sollten erst dann erfolgen, wenn ein positiver Abschluss der Finanzierungsverhandlungen absehbar ist. Eine gute Vorbereitung und ggf. der Einbezug neutraler Dritter können diesen kritischen Punkt etwas entschärfen.

Im Laufe der Analyse und der Durchsicht aller Dokumente erstellt der potenzielle Käufer einen Fragenkatalog. Mit diesen Fragen werden die Informationslücken geschlossen, die auch durch die Due Diligence nicht beantwortet werden konnten. Dieser Fragenkatalog kann je nach Vereinbarung entweder laufend im Prozess oder am Schluss erstellt werden.

In der Regel werden durch die prüfenden Berater oder durch den potenziellen Käufer die Due-Diligence-Berichte eigenhändig erstellt. In den meisten Fällen erfolgt keine Offenlegung gegenüber dem Zielunternehmen. Am Ende des Prozesses ist vom Zielunternehmen eine Vollständigkeitserklärung betreffend der bereitgestellten Informationen zu unterzeichnen.

Die Ergebnisse der Due Diligence sind die Grundlage für die vertragliche Regelung von Gewährleistungen und Garantien. Daher besteht auch seitens des Zielunternehmens ein Interesse an einem ordnungsgemäßen und dokumentierten Due-Diligence-Prozess. Teilweise werden ausgehend von Ergebnissen der Due Diligence die Auszahlungen an bestimmte Bedingungen geknüpft.

Die Ergebnisse der Due Diligence sind die Grundlage für die vertragliche Regelung von Gewährleistungen und Garantien

Ein häufig eingesetztes Instrument sind sogenannte Disclosure Letter oder Disclosure Schedules (Offenlegungsschriften). Damit werden dem potenziellen Käufer Sachverhalte offengelegt, die er dann im Nachhinein nicht mehr zur Begründung von Gewährleistungen und Garantien heranziehen kann.

Der Verlauf einer Due Diligence ist regelmäßig zu dokumentieren. Im Falle von Rechtsstreitigkeiten kann es entscheidend sein, ob dem potenziellen Käufer Informationen vorenthalten worden sind, oder ob es sein eigenes Versäumnis war, sich entsprechend zu informieren.

## Vendor Due Diligence

Durch das Unternehmen beauftragte Prüfungen können Zeit sparen

Je länger eine Due Diligence dauert, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor Informationen findet, die zu einer Korrektur des Kaufpreises führen. Es ist auch zu berücksichtigen, dass ein Due-Diligence-Prozess viel Zeit und Geld kosten kann, insbesondere wenn Anwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer konsultiert werden. Neben einer professionellen Vorbereitung kann es sich anbieten, eine sogenannte Vendor Due Diligence durchzuführen. Dies bedeutet, dass das Zielunternehmen selbst vor dem Prozess eine Due Diligence in Auftrag gibt. Als Ergebnis erhält das Unternehmen eine detaillierte Selbstanalyse unter Einbezug der finanziellen, kommerziellen, rechtlichen und steuerlichen Aspekte. Entscheidend ist selbstverständlich, dass die Prüfung objektiv, transparent und durch renommierte Prüfer erfolgt. Neben dem Einsparen von Kosten und Zeit kann der Verkäufer mit einer Vendor Due Diligence eine Vertrauensbasis zum Käufer aufbauen, da er freiwillig sein Unternehmen prüfen lässt und somit ggf. auch Schwachstellen aufdeckt.

## Fazit

Die Due Diligence ist ein wesentlicher Bestandteil in jeder Transaktion. Der potenzielle Käufer hat ein wesentliches Interesse an einer seriösen Due Diligence, da er sich damit gegen Schäden absichert. Im Rahmen der Analyse gibt es einen Fokus auf geschäftliche, finanzielle, technische, rechtliche, strategische und personelle Aspekte. Um Zeit zu sparen, kann das Unternehmen vorab die Initiative ergreifen und eine Vendor Due Diligence initiieren. Dies kann zudem das Aufbauen einer Vertrauensbasis zum Käufer ermöglichen. Für Due Diligence wird empfohlen, qualifizierte Berater mit einschlägigen Erfahrungen und Expertise einzubeziehen. Der Due-Diligence-Prozess sollte genutzt werden, um Professionalität zu demonstrieren und Vertrauen aufzubauen. Die Ergebnisse des Prozesses berühren unmittelbar die Finanzierungsverträge und -konditionen.

**Thomas Fink**; Portus Corporate Finance GmbH

## Phase 5: Verhandlungen

*Die Verhandlungsstrategie und die Zusammensetzung des Verhandlungsteams sind wichtige Bausteine für eine erfolgreiche Transaktion.*

Für Unternehmer gehören das Verhandeln und Entscheiden zum Alltag. Trotzdem: Verhandlungen über Unternehmenskäufe/-verkäufe drehen sich in der Regel um viel Geld und meist gibt es entweder ein zähes Ringen oder einen hohen Zeitdruck. Auch die Emotionen, insbesondere auf Verkäuferseite, spielen eine große Rolle, so dass solche Verhandlungen oft zu Ausnahmesituationen werden.

Im Folgenden sollen wesentliche Punkte, die bei Verhandlungen über Unternehmenskäufe/-verkäufe eine Rolle spielen, zusammengefasst werden.

Wer nimmt an den Verhandlungen teil? Auf jeden Fall sollte der Unternehmer die Verhandlungen führen. Die notwendigen Berater müssen aber in den Gesamtprozess einbezogen werden. Ein M&A-Team besteht aus einem erfahrenen M&A-Berater, einem transaktions-erfahrenen Rechtsanwalt und einem Wirtschaftsprüfer bzw. Steuerberater. In einem solchen Team können auch Rollenfestlegungen erfolgen, z. B. Good Guy/Bad Guy; Moderator etc.

Insbesondere wenn auf der Gegenseite professionelle Beteiligungs- bzw. Investmentgesellschaften sitzen, sollte mit einem ausgereiften Team für Waffengleichheit gesorgt werden. Transaktionen sind für die Profis Tagesgeschäft und oftmals laufen mehrere parallel. Diese Erfahrung muss wettgemacht werden. Die Berater können in heiklen Situationen auch vorgeschoben werden, z. B. um Grenzen auszuloten oder um schlechte Nachrichten zu überbringen.

Die Auswahl der geeigneten Berater sollte frühzeitig erfolgen. Ein wichtiges Kriterium ist dabei die Erfahrung des Beraters in Transaktionsprozessen

Achten Sie darauf, dass auch auf der Gegenseite die Verhandlungspartner im laufenden Prozess nicht wechseln. Vorab ist die Frage zu klären, wer auf der Gegenseite die Entscheidungen trifft. Bei institutionellen Investoren kann das z. B. ein Investmentkomitee oder Ähnliches sein, das dann nur indirekt adressiert werden kann.

Ein Knackpunkt zu Beginn der Verhandlungen kann die Wahl der Verhandlungssprache sein. Legen Sie die Sprache auch in Bezug auf die auszuarbeitenden Dokumente und Verträge von Anfang an verbindlich fest. Die Nutzung von Fremdsprachen führt in der Regel zu Risiken und zu höheren Kosten.

Ein weiterer wichtiger Eckpunkt der Verhandlungen ist das Eigeninteresse von M&A-Beratern an einer Transaktion, mit dem oftmals hohe Provisionen verbunden sind. Ein positiver Aspekt dieses Interesses ist, dass Berater und Vermittler auch in schwierigen Situationen die Verhandlungen am Laufen halten und nach Kompromissen suchen. Ein solches Eigeninteresse darf aber niemals vor den Interessen des Mandanten stehen.

Der Verhandlungsprozess lässt sich in mehrere Phasen unterteilen

Ein Verhandlungsprozess über Unternehmenskauf oder -verkauf weist mehrere Verhandlungsphasen auf. Es ist wichtig zu beachten, dass die Verhandlungen praktisch mit dem ersten Treffen beginnen. Der Grundstein für ein am Ende zufriedenstellendes Ergebnis wird sehr früh gelegt. Fehler am Anfang lassen sich durch späteres „Armdrücken“ kaum noch aufholen. Eine konstruktive Atmosphäre ist von Anfang an wichtig.

Befassen Sie sich genau mit den Motiven und Interessen der Gegenseite! Auch wenn diese in der Hauptsache klar sind (v.a. Abschluss der Transaktion zu einem guten Preis), gibt es immer noch eine ganze Reihe von Nebenzielen oder verdeckten Motiven. Nebenziele können z. B. Garantien, Zahlungsmodalitäten, Arbeitsplatzzusagen, Immobilien-Nutzungen, Beiratsitze u. Ä. sein. Auch wenn man dabei nur über wenige Prozentpunkte des Transaktionswertes spricht, sind diese dann oft das notwendige Quäntchen zur Überbrückung von Positionen und für eine Einigung. Auch Nebenziele und verdeckte Motive lassen sich bewerten. Ein umfassendes Verständnis von Zielen und Motiven ist unabdingbar für die erfolgreiche Verhandlungsführung. Dazu kommt natürlich auch die Klarheit über die eigene Verhandlungsposition, über die Verhandlungsziele und über mögliche Alternativen. Mit diesen Informationen lassen sich Strategien und Taktiken festlegen.

Im Prozess sind Fakten und belastbare Daten außerordentlich wichtig. Wenn hier die Basis stimmt, dann lassen sich eigene Positionen halten. So vermeidet man die Gefahr, in die Enge getrieben zu werden.

Von großer Bedeutung ist im Verhandlungsprozess auch das richtige Timing. Taktische Beschleunigungen oder Verzögerungen (bis hin zum Aussetzen der Verhandlungen) können sinnvoll sein. Auch in Meetings lassen sich Auszeiten nehmen, um sich im eigenen M&A-Team abzustimmen. Die Frage, für oder gegen wen die Zeit spielt, sollten Sie dabei



im Blick behalten. Auf jeden Fall müssen Sie aber das Eisen schmieden, solange es heiß ist – sonst kann ein gut angelaufener Prozess erlahmen oder gar zum Erliegen kommen.

Was im Großen gilt, das hat auch im Kleinen eine wichtige Bedeutung: Die sorgfältige Vorbereitung des konkreten Gesprächs inkl. ggf. der Vorbereitung von Unterlagen. Und dazu kommt die zeitnahe Nachbereitung durch Ihr M&A-Team. Protokollieren Sie auch Zwischenergebnisse schriftlich.

Machen Sie sich den Verhandlungsprozess vorab klar und legen Sie einen Verhandlungsfahrplan fest. Dieser sollte mit der Gegenseite abgestimmt werden. Auch wenn der Verhandlungsfahrplan sicherlich nicht minutiös umgesetzt werden wird, ist er doch ein Gradmesser für den Gesprächsfortschritt.

Ergänzend zu diesem Plan sollten Sie in Ihrem M&A-Team schriftlich festhalten, welche Punkte für Sie wichtig sind, welche Deal-Breaker und welche Spielräume es gibt, welche Konditionen im Paket verhandelt werden sollen etc.

Behalten Sie die Kontrolle über den Prozess: Agieren statt Reagieren! Das kann zum Beispiel eine ganz konkrete Rolle spielen bei der Ausarbeitung von Dokumenten. Soweit möglich, sollten Sie mit eigenen Entwürfen von Verträgen oder eigenen Berechnungen arbeiten. Dokumente der Gegenseite müssen Sie sich vor der Verhandlungsrunde detailliert zu Eigen machen, um sicheren Boden unter den Füßen zu haben.

Eine Absicherung der Verhandlungsposition lässt sich in der Regel nur erreichen, wenn es mehrere Optionen bzw. Alternativen gibt. Dahingehen muss ein laufender dynamischer Abgleich erfolgen. Auch die Entwicklung der Rahmenbedingungen (z. B. Finanzierungskosten, Branchenkonjunktur, Entwicklungen bei Wettbewerbern u.ä.) wirkt in die Verhandlungen hinein.

## Fazit

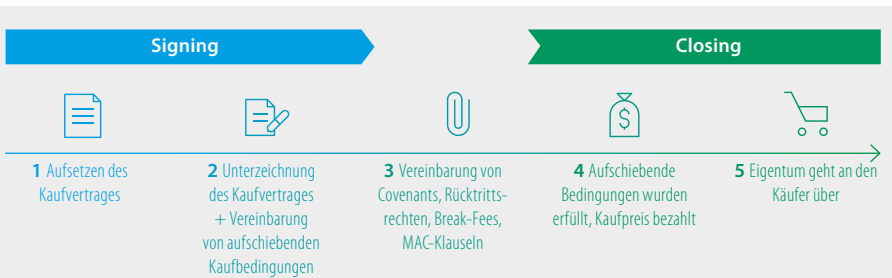
Prozesskenntnis, Wissen über die Interessenlage der Gegenseite, sorgfältige Vorbereitung, zielorientiertes Handeln und eine realistische Einschätzung der Positionen sind die Grundlagen für einen Verhandlungserfolg. Nachlässigkeiten werden z. B. durch schlechtere Bedingungen unmittelbar bestraft. Mit „Unternehmer-Instinkt“, emotionaler Intelligenz und einem Verhandlungsfahrplan lassen sich die Herausforderungen meistern.

**Thomas Fink**; Portus Corporate Finance GmbH

## Phase 6: Die Abschlussphase – Signing und Closing

*Diese Phase birgt nach all der bis dahin geleisteten Verhandlungsarbeit immer noch einige Klippen und Herausforderungen. Die Mechanismen für den Abschluss der Transaktion können sehr komplex sein.*

Die abschließende Phase des Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs beginnt mit dem Aufsetzen des Kaufvertrags und endet mit dem Übergang des Unternehmens vom Verkäufer auf den oder die neuen Eigentümer.



**Abbildung 9:** Abschlussphase – Signing bis Closing

Quelle: Eigendarstellung

Der Abschluss des Anteilskaufvertrags (Share-Deal) oder des Kaufvertrags über Vermögensgegenstände (Asset-Deal) wird als Signing bezeichnet. Der tatsächliche Eigentumsübergang kann zu einem späteren Zeitpunkt stattfinden. Dieser spätere Vollzug wird Closing genannt. Zwischen Signing und Closing können mehrere Wochen oder sogar Monate vergehen. Das gilt auch dann, wenn beides zusammen, z. B. in einer notariellen Urkunde, festgehalten ist.

Zwischen Signing und Closing geht es vor allem um den Eintritt von bestimmten aufschiebenden Bedingungen oder die Erfüllung von Vollzugsvoraussetzungen. Beispielhaft können dies die Beibringung von Dokumenten, die Einholung von Genehmigungen oder Lizenzen, die Klärung von sogenannten Change of Control-Klauseln, nach denen Geschäftspartner ggf. wichtige Verträge kündigen können, wenn ein Unternehmen verkauft wird, die Zustimmung der Organe zum Kaufvertrag,

kartellrechtliche Prüfungen, die Niederlegung von Managementämtern, die Erstellung von Abschluss-Bilanzen etc. sein.

In dieser Phase werden oft noch Gespräche mit den wesentlichen Geschäftspartnern auf der Absatz- und der Lieferantenseite und mit Mitarbeitern geführt.

Ein wesentlicher Aspekt für die Phase zwischen Signing und Vollzug ist die Zahlung des vereinbarten Kaufpreises bzw. die Beibringung von Garantien für spätere Zahlungen. In diese Zeitspanne fällt meist noch die Sicherstellung der Finanzierung.

Für den Zeitraum zwischen Signing und Closing werden oft Covenants (zu Deutsch Nebenabreden, Zusicherungen) vereinbart, die die Vornahme bestimmter Handlungen untersagen, damit das Unternehmen in der Zwischenzeit im Sinne des Käufers weitergeführt wird und keine Maßnahmen ergriffen werden, die seinen Interessen entgegenlaufen. Auch werden oft zwischen Signing und Closing Rücktrittsrechte, Break-Fees (Entschädigungen für den Fall des Abbruchs) und „Material-Adverse-Change“-Klauseln (MAC-Klauseln) vereinbart. MAC-Klauseln geben dem Käufer das Recht, vom Vertrag zurückzutreten, wenn zwischen Signing und Closing eine wesentliche nachteilige Änderung beim Unternehmen oder in dessen Marktumfeld eintritt.

Mehr zum Thema  
MAC-Klauseln  
finden Sie auf  
Seite 59

Solche Klauseln werden von der Verkäuferseite naturgemäß nicht gerne gesehen. Auf der anderen Seite können sie, v.a. verbunden mit entsprechenden Entschädigungen, die Risiken der Zwischenzeit zwischen Signing und Closing angemessen regeln.

Es ist zu klären und festzuhalten, wann der wirtschaftliche Übergang erfolgt. Dabei geht es um die Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg aber auch um mögliche Risiken. Ein Aspekt ist dabei auch der Umgang mit dem Working Capital (wem stehen Forderungen zu, wer stellt dem Unternehmen Liquidität zur Verfügung etc.).

Gegebenenfalls erfolgt die Leistung des Kaufpreises teilweise in einen sogenannten „Escrow Account“. Auf diesem Konto werden Teile des Kaufpreises geparkt und erst dann freigegeben, wenn z. B. bestimmte Garantien eingetreten sind oder bestimmte Risiken (z. B. Steuerrisiken) abschließend geklärt sind. Damit kann ein beträchtlicher Teil des Kaufpreises für eine längere Frist eingefroren bleiben.

In der Regel werden in einem Unternehmenskaufvertrag Garantien des Verkäufers verankert. Oftmals sind diese bei Vollzug ein zweites Mal zu bestätigen bzw. Abweichungen in einem „Disclosure Letter“ offenzulegen.

Mit der Erledigung aller Bedingungen und Voraussetzungen erfolgt die rechtliche und wirtschaftliche Übereignung des Unternehmens an den neuen Eigentümer.

Der Vollzug des Erwerbs kann für den Käufer die Integration des übernommenen Unternehmens in sein bestehendes Unternehmen veranlassen. Alternativ kann es auch der Beginn der Einarbeitungszeit sein, wenn die Übereignung z. B. im Rahmen eines Management-Buy-In erfolgte. Die zu veranschlagenden Zeiträume sind ganz verschieden und natürlich vor allem von der Größe und Komplexität des betreffenden Unternehmens sowie den zur Verfügung stehenden Ressourcen abhängig. Eine Integration kann mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Für eine Einarbeitungsphase in ein schon länger bestehendes und gut geführtes Unternehmen reichen wenige Monate. Die Intensität der Arbeiten nimmt mit der Zeit naturgemäß ab.

Die Integration eines Unternehmens kann mehrere Jahre in Anspruch nehmen

Ggf. erfolgt nach der Übernahme die Neubesetzung von Gremien wie des Aufsichtsrats oder Beirats. Wenn nicht vorab Rücktritte vereinbart waren, so kann es mehrere Jahre dauern, bis ein Aufsichtsrat mit Vertrauenspersonen der neuen Unternehmens-Eigner besetzt ist.

Sind sogenannte Earn-Out-Regelungen vereinbart, nach denen Teile des Kaufpreises z. B. von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens oder vom Eintritt bzw. Nichteintritt bestimmter Bedingungen (z. B. Verbleib von Schlüsselmitarbeitern bzw. Erhaltung von Schlüsselkunden) abhängig sind, kann sich der bindende Abschluss der Transaktion noch über Jahre hinziehen. Die Beendigung des Verkaufs erfolgt dann endgültig erst mit vollständiger Erfüllung oder einvernehmlicher Nichterfüllung der Bedingungen. Gibt es Streit, können langwierige Gerichtsverfahren die Folge sein. In manchen Verträgen sind Schiedsklauseln vereinbart, die den ordentlichen Rechtsweg ersetzen sollen. Der Verkäufer muss auf jeden Fall beachten, dass er nach Vollzug ggf. nicht mehr über die notwendigen Informationen verfügt, den Eintritt der Bedingungen zu kontrollieren.

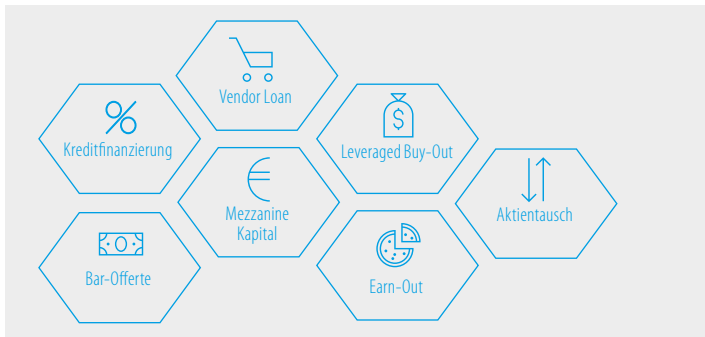
In Ausnahmefällen kann es auch nach dem sicher geglaubten Abschluss der Transaktion ernsthafte Probleme geben, die zu einer Rückabwicklung führen. Auslöser können Betrug oder Täuschung sein. Eine Absicherung ist weitgehend durch sorgfältige Vorabprüfungen des Geschäftspartners und durch juristisch wasserdichte Verträge möglich.

**Jan Spiegelberg;** Portus Corporate Finance GmbH

# Finanzierung von Übernahmen

Das Angebot an Finanzierungsinstrumenten hat sich in den letzten Jahren auch für Mittelständler beträchtlich vergrößert. Unternehmer sollten sich in diesem Zusammenhang mit aktuellen Entwicklungen vertraut machen.

Wenn sich das Übernahme-Target und der Käufer annähern, tritt schnell die Frage nach der passenden Finanzierung der geplanten Transaktion auf den Plan. Während die Kosten für Vermittler, Rechts- und Steuerberatung und die Due Diligence zumeist kurzfristig von der Verkäuferseite zu tragen sind, kommen für den eigentlichen Kaufpreis verschiedene Finanzierungsinstrumente in Frage.



**Abbildung 10:** Finanzierungsinstrumente für Übernahmen

Quelle: Eigendarstellung

## Bar-Offerte

Ist bei dem kaufenden Unternehmen ausreichend Liquidität vorhanden, kann eine Bar-Offerte für die Kaufpreiszahlung gemacht werden. In aller Regel ist das für alle Seiten die attraktivste Variante. Über Kapitalerhöhungen kann die Käuferseite zusätzliche Mittel generieren, das Management kann dabei auch gleich die Gesellschafter von der Akquisition überzeugen.

## Leveraged-Buy-Out

Eine weitere Möglichkeit der Finanzierung von Transaktionen stellt der Leveraged-Buy-Out dar. Dabei erfolgt die Finanzierung hauptsächlich über Fremdkapital, wobei nur wenige Eigenmittel eingesetzt werden. Dabei dienen die zukünftigen Erträge des gekauften Unternehmens zur Finanzierung des Fremdkapitals.

## Kredit-Finanzierung

Eigene Mittel können immer durch Fremdkapital ergänzt werden. Die Kredit-Finanzierung einer Unternehmensübernahme ist in der hiesigen Bankenlandschaft mittlerweile ein klassischer und gern gesuchter Finanzierungsanlass. Auf diese Weise können die Kreditinstitute großvolumige Darlehen vergeben. Oftmals werden dazu Konsortien gebildet. Die Vereinbarung von zu erreichenden Milestones im Rahmen der Integration eines Unternehmens erlaubt es den Banken, ihr Kreditengagement anhand von Kennziffern zu monitoren. Neben klassische Bankdarlehen sind in den letzten Jahren Kreditfonds getreten. Während diese vor einigen Jahren vor allem von Beteiligungsgesellschaften zur Refinanzierung genutzt wurden und in der Regel sehr großvolumig agierten, kommen sie jetzt auch zur direkten Finanzierung von mittelständischen Unternehmen in Frage. Es gibt Angebote in der Größenordnung ab 5 – 10 Mio. EUR. Im Vergleich zu Banken sind Kreditfonds häufig flexibler und im Ansatz individueller.

## Mezzanine-Kapital

Auch Mezzanine-Kapital kommt für die Finanzierung von Unternehmensübernahmen zum Einsatz, zumal es klassischerweise für außerordentliche Finanzierungsanlässe gedacht ist. Mezzanine-Kapital wird als Zwischenform des Eigen- und Fremdkapitals bezeichnet. Dabei vereint das Mezzanine-Kapital einzelne Eigenschaften des Eigen- und Fremdkapitals und zeichnet sich durch seine Nachrangigkeit gegenüber klassischem Fremdkapital aus. Zudem kann dessen hohe Verzinsung durch die erwarteten positiven Effekte einer Transaktion auch verdient werden. Oft ist eine Ergänzung durch klassische Bankdarlehen zu beobachten. Ein großer Vorteil der Mezzanine-Finanzierung ist die Flexibilität der Ausgestaltung, z. B. mit bedarfsgerechten Abrufrmöglichkeiten, ergebnisabhängigen Ergütungen, Zinsänderungen während der Laufzeit, flexiblen Tilgungen u. Ä.

Mezzanine-Kapital ist in verschiedenen Varianten verfügbar und kann sehr flexibel gestaltet werden

## Vendor Loan

Auch der Verkäufer kann ein Darlehen gewähren, indem er einen Teil des Kaufpreises stundet. Hierzu werden konkrete Vereinbarungen inkl. einer Verzinsung getroffen. Alternativ besteht die Möglichkeit, durch Zinszahlungen den Kaufpreis zu erhöhen. Bei einer Finanzierung mit einem Vendor Loan (Verkäuferdarlehen) übernimmt der Käufer also das ganze Unternehmen zum definierten Zeitpunkt. Ein Teil des Kaufpreises wird infolge der Übernahme aus Eigenmitteln bezahlt. Der Restbetrag wird als Darlehen des Verkäufers verrechnet. Durch den regelmäßigen Rangrücktritt hinter alle anderen Fremdkapitalforderungen seitens des Verkäufers im Insolvenzfall wird der Vendor Loan als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet.

Der Vendor Loan kann zwischen Verkäufer und Käufer auch ein besonderes Vertrauensverhältnis schaffen. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass eine Akquisition lediglich eine Minderheitsbeteiligung umfasst, um später eine langfristige strategische Partnerschaft einzugehen.

## Earn-Out: Kauf in Tranchen

Mit Hilfe von Earn-Out-Vereinbarungen wird der Kaufpreis in mehreren Tranchen gezahlt, wobei die Höhe der einzelnen Tranchen vom Erreichen einzelner Meilensteine, also dem Erfolg des Unternehmens, abhängt.

Bei dieser Finanzierungsform ist beim Unternehmensübergang zunächst ein vorab definierter Teil des Verkaufspreises fällig. Erreicht das Unternehmen die vereinbarten Meilensteine, sind zu späteren Zeitpunkten die weiteren Tranchen fällig. Werden die Meilensteine (z. B. Gewinnziele) nicht erreicht, reduziert sich der dem Verkäufer zufließende Betrag. Werden die Ziele übertroffen, erhöht sich die Zahlung. Hier kann es sinnvoll sein, Ober- und Untergrenzen zu definieren, so dass beide Parteien einen minimalen und maximalen Preis kennen.

Earn-Out-Klauseln verhindern auch, dass der Verkäufer sein Unternehmen im Verkaufsprozess zu gut darstellt. Für den Verkäufer haben solche Klauseln den Nachteil, dass er das unternehmerische Risiko weiterhin eine Zeitlang mitträgt.

## Aktientausch

Börsennotierte Unternehmen setzen regelmäßig eigene Aktien als Übernahmewährung ein. Das ist ein relativ einfaches Verfahren, sofern dafür selbst gehaltene eigene Aktien oder genehmigtes Kapital zur Verfügung stehen. Der Verkäufer ist zudem befreit vom Anlagedruck für seinen Erlös und kann indirekt von der Wertentwicklung seines ehemaligen Unternehmens profitieren.

Auch bei nicht börsennotierten Unternehmen ist ein Tausch von Unternehmensanteilen denkbar, scheitert aber häufig an der Komplexität, der fehlenden Fungibilität und unterschiedlichen Bewertungsvorstellungen.

## Aktivtausch

Wenn Unternehmensteile zweier Unternehmen miteinander fusionieren, können Aktiva aus ihren Bilanzen getauscht und so Joint-Ventures gebildet werden. Bei Mischkonzernen sowie Pharma- und Chemieunternehmen ist der Tausch von Vermögensteilen oder Geschäftsbereichen regelmäßig zu beobachten. Gerade solche Unternehmen überprüfen regelmäßig ihr Portfolio und richten es strategisch neu aus.

## Fazit

Zusammenfassend ist festzustellen, dass trotz der Vielzahl von Möglichkeiten die konkrete Finanzierungsform von der Käuferseite bestimmt wird, sich zuweilen auch fast von selbst ergibt. Dennoch ist auf eine ausgewogene Mischung der verschiedenen Varianten zu achten, so dass die Transaktion auch nach Jahren noch für alle Parteien zufriedenstellend ist.



**Dr. Nikolaus Uh;** *Weitnauer*

# Der Unternehmenskaufvertrag: Verhandlung und Gestaltung

*Der Unternehmenskaufvertrag stellt einen der letzten Schritte auf dem Weg zu einer erfolgreichen Transaktion dar.*

Der Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen erfolgt aus unterschiedlichen Gründen und zu unterschiedlichen Unternehmensphasen. Beweggründe sind der erstrebte wirtschaftliche Vorteil, Vervollständigung von Leistungsangeboten oder aber Probleme bei der Unternehmensnachfolge. Die Materie ist komplex. Das Marktverhalten von strategischen Investoren, die in vielen Fällen als Käufer auftreten, sorgt für ein dynamisches Transaktionsklima. Chancen und Herausforderungen bestehen sowohl für Käufer als auch für Verkäufer. Daher ist gerade bei der Ausgestaltung des Vertrages zum Unternehmenskauf eine fundierte rechtliche Beratung und Betreuung unerlässlich, um die Transaktion verlässlich und erfolgreich zu gestalten.

Nachdem die Vorstellungen der Beteiligten über Art und Weise der Transaktion sowie deren wesentliche Eckpunkte in einem Letter of Intent umrissen worden sind und durch die Due Diligence die für den Kauf wesentlichen Erkenntnisse von Chancen und Risiken gewonnen wurden, geht es im Kaufvertrag um die konkrete Umsetzung des zuvor in Grundzügen Vereinbarten. Der Kaufvertrag regelt die wirtschaftliche und rechtliche Struktur der Übernahme. Oftmals stellen die Vertragsparteien bereits während der Due Diligence einen ersten Entwurf auf, der als Grundlage für die Vertragsverhandlungen dienen soll. Grundsätzlich kann es von Vorteil sein, den ersten Entwurf selbst zu verfassen und nicht den Entwurf der Gegenseite abzuwarten, der auf Grundlage der Vorstellungen der anderen Partei erstellt wurde. In der Praxis stammt der erste Entwurf meistens vom Käufer. Die eigentliche Verhandlung des Kaufvertrages sollte durch ein kompetentes Team geführt werden. Dabei sollte der – bestenfalls bereits im Letter of Intent umrissene – Zeitplan kommuniziert und beachtet werden. In der Praxis hat es sich bewährt, ausgehandelte Punkte und Zwischenstände schriftlich zu fixieren, da dies ein effizientes Vorgehen sicherstellt.

## Transaktionsstruktur und -verfahren

Die meisten Unternehmensakquisitionen oder -veräußerungen werden entweder als Anteilskauf (Share-Deal) oder aber Einzelrechtserwerb (Asset-Deal) vollzogen. Wohingegen bei ersterem der Erwerb sämtlicher Geschäftsanteile durch den Investor erreicht werden soll, ist die zweite Alternative auf den Erwerb sämtlicher Wirtschaftsgüter (sog. Assets) gerichtet. Für den Umfang der Verhandlung und die Vertragsgestaltung ist diese Unterscheidung sehr wichtig. Entscheidend für die Wahl der Transaktionsstruktur sind in aller Regel diverse Faktoren, so insbesondere Fragen der Haftung bzw. Haftungsübernahme und des Steuerrechts.

Die Frage nach dem Vertragsgegenstand ist vom Verfahren der Vertragsverhandlung zu unterscheiden: Unabhängig davon, ob der Vertragsprozess in einem klassischen Exklusivverhandlungsverfahren (One-on-One-Verfahren) oder einem (in aller Regel beschränktem oder kontrolliertem) Bietverfahren durchgeführt wird, kann die Ausgestaltung des Vertrags als Asset- oder Share-Deal erfolgen. Die Entscheidung für das jeweils geeignete Verfahren wird von diversen strategischen Überlegungen beeinflusst. So spielen beispielsweise der Kreis der Kaufinteressenten oder die Bedeutung von Verfahrenskosten und -dauer eine wichtige Rolle für die Auswahl des geeigneten Verfahrens für die konkrete Transaktion. Transaktionsstruktur und -verfahren sind daher getrennt voneinander zu betrachten, müssen aber unbedingt inhaltlich aufeinander abgestimmt werden.

### » Der Share-Deal

Beim Share-Deal bleibt das Zielunternehmen in seiner rechtlichen Substanz unberührt. Der Verkäufer überträgt dem Käufer durch Veräußerung und Übertragung der Geschäftsanteile oder Aktien (nachfolgend „Anteile“) die gesellschaftsrechtliche Stellung. Somit bleiben die Vertragspositionen des veräußerten Unternehmens sowie Beteiligungen an anderen Unternehmen bestehen. Ausnahmsweise kann für einen Vertragspartner des Unternehmens ein Kündigungsrecht bestehen, wenn in einem Vertrag zwischen dem Unternehmen und einem Dritten sogenannte Change of Control-Klauseln vereinbart wurden. Damit bietet diese Variante in Bezug auf die Unternehmensmitbestimmung den Vorteil der Kontinuität. Aus steuerlichen Gründen ist der Share-Deal für den Verkäufer regelmäßig günstig, denn die Veräußerungsgewinnbesteuerung wird vom Gesetzgeber privilegiert. In der Praxis stellt der Share-Deal die am häufigsten praktizierte Form des Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs dar.

### » **Der Asset-Deal**

Transaktionsgegenstand des Asset-Deals sind alle bzw. die wesentlichen, konkret beschriebenen Vermögensgegenstände, also das Aktiv- und Passivvermögen inklusive der dazugehörigen Vertrags- und Rechtsverhältnisse, des Zielunternehmens. Nach Abschluss der Transaktion bleibt das Zielunternehmen lediglich als „Hülle“ bestehen, in das der Kaufpreis/die Gegenleistung fließt. Die Vertragsstruktur ist im Vergleich zum Share-Deal komplexer, da die zu übertragenden Positionen wenigstens bestimmbar bezeichnet werden müssen. Das kann dazu führen, dass der Vertrag auf einen nicht unerheblichen Umfang anwächst. Steuerlich gesehen ist der Asset-Deal für den Käufer tendenziell attraktiver, da ihm die Möglichkeit eröffnet wird, den Kaufpreis für die Zukunft steuermindernd abzuschreiben. Dies wird bei der Verhandlung um den Kaufpreis berücksichtigt werden. Auch in Bezug auf die Haftung bietet der Asset-Deal Vorteile für den Käufer: Im Gegensatz zum Share-Deal, wo Haftungsrisiken und belastende Verbindlichkeiten für den neuen Anteilseigner unverändert fortbestehen, findet ein Übergang beim Asset-Deal nur statt, wo dies vertraglich vereinbart wurde oder als Sonderfall gesetzlich vorgesehen ist.

### » **Alternative Gestaltungsformen eines Deals**

Grundsätzlich sind bei der Gestaltung des Kaufvertrages der Phantasie keine Grenzen gesetzt. So ist beispielsweise auch denkbar, die gesellschaftsrechtlichen Strukturen zu nutzen und einen Beitritt des Gesellschafters im Wege einer Kapitalerhöhung oder eines Anteilstauschs durchzuführen. Dies bietet sich an, wenn der bisherige Gesellschafter weiterhin beteiligt bleiben soll. Share-Deal und Asset-Deal sind in der Praxis allerdings die mit Abstand bedeutendsten Gestaltungsformen des Unternehmenskaufs. Im Wesentlichen lassen sich außerdem alle Gestaltungsformen auf diese beiden Grundvarianten zurückführen.

### » **Die Wahl der Struktur**

Von den besonderen Umständen des Einzelfalls ist abhängig, welche Struktur von den Parteien präferiert wird. Von besonderer Bedeutung werden die wirtschaftliche Situation des Unternehmens, seine Entwicklungsphase bzw. die des von ihm produzierten oder entwickelten Wirtschaftsgutes, aber auch Faktoren wie Größe und die interne Organisation sein. Dabei gilt: Nicht alles, was für den Verkäufer gut ist, muss auch für den Käufer vorteilhaft sein und umgekehrt. Vielmehr kann die jeweilige Transaktionsstruktur erhebliche Folgen für den Fortgang des Unternehmens haben und sich daher mittelbar auf die Verhandlungsposition der Parteien auswirken. Von besonderer Bedeutung ist es immer auch, Rechtssicherheit für die Transaktion zu gewährleisten: Beide Parteien

sollten sich vor ungesicherten Vorleistungen hüten, um für den Fall, dass etwas nicht wie geplant abläuft, nicht mit leeren Händen dazustehen.

## Typische Vertragsinhalte

Im Kaufvertrag sollten die Interessen aller Beteiligten Berücksichtigung finden. In aller Regel werden die folgenden Gestaltungselemente für die Parteien wesentlich sein:

### » **Kaufpreis**

Der Kaufpreis stellt einen – wenn nicht den – zentralen Faktor des Vertrages dar. Die Parteien müssen vor allem darüber übereinkommen, wie der Kaufpreis berechnet, gezahlt und abgesichert werden soll. Schon im Grundsatz kann zwischen einem festen und einem variablen Kaufpreis unterschieden werden. Die Höhe des Kaufpreises steht in enger Abhängigkeit zur Unternehmensbewertung, die auch von zukünftigen Ereignissen beeinflusst werden kann. Dieser Ungewissheit kann mit sog. „Earn-Out“-Regeln entgegengetreten werden, die die Zahlung eines Teils des Kaufpreises von den tatsächlichen Entwicklungen nach Vertragsabschluss abhängig machen. Die Bewertung des Unternehmens berechnet sich in der Praxis entweder auf Grundlage einer Discounted-Cash-flow-Methode oder des Ertragswertverfahrens. Als sinnvolles Vorgehen kann zunächst aufgrund dieser Datenlage ein vorläufiger Kaufpreis festgelegt werden, der nach dem Übergangstichtag überprüft und ggfs. angepasst wird. Gerade für die Kaufpreiszahlung ist die Sicherung des Leistungsaustauschs zu achten. Die Parteien sollten auch über Sanktionen einer ausbleibenden oder verzögerten Leistung oder Gegenleistung übereinkommen.

### » **Sicherung des Leistungsaustausches**

Was schon für den Kaufpreis gesagt wurde, gilt im Allgemeinen und sollte im Vertrag geregelt werden: Wie kann der Leistungsaustausch sicher geregelt werden? Dabei muss zwischen der Sicherung des Käufers und der Sicherung des Verkäufers unterschieden werden. Da sich ihre Leistungspflichten unterscheiden, sind auch an die jeweilige Sicherung unterschiedliche Anforderungen zu stellen. Sie müssen zudem auf die jeweilige Gestaltungsform, für die sich die Parteien im Vertrag entscheiden, abgestimmt werden. So kann sich der Verkäufer, wenn er sich nicht für ein Two Step-Modell mit Signing und Closing (dazu unten) entscheidet, die Anteilsübertragung etwa unter der aufschiebenden

Bedingung (Closing Condition) der Kaufpreiszahlung vornehmen.<sup>1</sup> Bei einem Asset-Deal können die üblichen Sicherungsmittel herangezogen werden – etwa eine Vormerkung beim Grundstückskauf oder Zahlung des Kaufpreises auf ein Anderkonto.

### » **Übertragung**

Beim Share-Deal bedarf es oftmals – besonders, wenn es sich um den Erwerb von Anteilen an einer Personengesellschaft handelt – umfangreicher Regelungen betreffend die Anteilsübertragung. Insbesondere wenn der Käufer nicht alle Anteile erwirbt, müssen seine Beteiligungsquote am Gesellschaftsvermögen, sein gesellschaftsrechtlicher Anteil am Gewinn bzw. Verlust der Gesellschaft sowie seine übrigen gesellschaftsrechtlichen Rechte und Pflichten, wie etwa Stimmrechte oder Nachschusspflichten, im Kaufvertrag geregelt werden. Andererseits ist es auch wichtig, über die Sonderrechte der verbleibenden Gesellschafter übereinzukommen.

Im Zusammenhang mit Anteilsübertragungen sind zudem etwaige Zustimmungspflichten der bisherigen Gesellschafter sowie gesetzlich vorgesehene Formerfordernisse zu beachten. Ein Gremienvorbehalt, der die Wirksamkeit des Vertrages von der Zustimmung der Altgesellschafter abhängig macht, ist aus Sicht des Käufers problematisch, da er es dem Verkäufer ermöglicht, aus der Transaktion auszusteigen. Grundsätzlich sollten die entsprechenden Zustimmungen daher bereits vor Abschluss des Vertrages eingeholt werden. Es ist ratsam, Übertragung und Kaufpreiszahlung zu verknüpfen.

Die Übertragung von Anteilen bzw. Wirtschaftsgütern steht in engem Zusammenhang zu den Stichtagsbestimmungen und Abgrenzungsbilanzen. Am Übergangsstichtag geht das Vermögen wirtschaftlich auf den Käufer über. Anhand der Stichtagsbilanzierung findet eine Abgrenzung der Erfolgs- und Vermögenrechnung zwischen den Vertragsparteien statt. Somit kann beispielsweise ein Gewinn, der sich erst nach dem Übergangsstichtag ergibt, aber bereits zuvor wirtschaftlich verursacht wurde, berücksichtigt werden.<sup>2</sup>

### » **MAC-Klauseln**

Sogenannte „Material-Adverse-Change“-Klauseln (MAC-Klauseln)<sup>3</sup> sichern das Risiko wesentlicher negativer Veränderungen des Zielunternehmens zwischen Signing und Closing ab. Sie kommen in verschiedenen

---

1 Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht/Picot, § 21 Rn. 173

2 MüKo/Thiessen Anhang zu § 25 HGB, Rn. 33 ff.

3 Lange NZG 2005, 454; MüKo/Thiessen Anhang zu § 25 HGB, Rn. 37

Ausprägungen und Spielarten vor. Zweck einer solchen MAC-Klausel ist es, in Abweichung von den gesetzlichen Vorgaben die Risiken privatautonome zu verteilen. Falls ein von den Parteien zu definierendes Ereignis eintritt, das sich negativ auf den Kaufgegenstand auswirkt, fällt die Verpflichtung zum Closing weg. Wann dies der Fall ist, wird regelmäßig im Vertrag selbst in recht umfassender Weise definiert. Gute Verträge zeichnen sich dadurch aus, dass sie die Risiken des konkreten Unternehmens/Vorgangs richtig identifizieren und sich nicht damit begnügen, lediglich auf bestehende Formularvorlagen zurückzugreifen. Von Bedeutung sind in diesem Zusammenhang auch Klarstellungen zum Verhältnis von Rücktrittsmöglichkeit und Schadenersatzansprüchen – zum Beispiel für den Fall, dass ein Vertrag aufgrund eines dem Käufer unbekanntem Umstandes nicht hätte vollzogen werden müssen.

Durch die Regelung wird das Risiko einer solchen Veränderung auf den Verkäufer zurückverlagert. Um der Klausel zu praktischer Wirksamkeit zu verhelfen und eine Möglichkeit zur schnellen Beseitigung von Unklarheiten zu schaffen, empfiehlt es sich, eine Schiedsklausel aufzunehmen. Ein „schneller Prozess“ ist hier insbesondere geboten, da es bei einer Änderung im Idealfall nicht zum Ausstieg des Käufers kommt, sondern die Parteien lediglich den Kaufpreis nachverhandeln werden.

#### » **Garantien, Haftungsregelungen, Freistellungen**

In der Praxis enthalten Kaufverträge in aller Regel umfassende Kataloge von Beschaffenheits- und Garantieerklärungen.<sup>4</sup> Zweck dieser Regelungen ist es, die Haftung des Verkäufers zu gewährleisten, denn ein Rücktritt von einem bereits vollzogenen Vertrag wird aus praktischen Erwägungen nur ganz ausnahmsweise in Betracht kommen. Eine Garantie des Verkäufers hat den Vorteil, dass dieser verschuldensunabhängig haftet. Die „Garantiekataloge“ modifizieren damit das gesetzliche Haftungsregime und stimmen es auf die praktischen Bedürfnisse des Vertrages ab. In diese Kataloge sollten alle Einzelheiten aufgenommen werden, die für das Unternehmen von Belang sind. In der Praxis wird oftmals heftig diskutiert, ob sich der Käufer Informationen über die Beschaffenheit des zu erwerbenden Unternehmens, die ihm während der Due Diligence im Datenraum mehr oder minder deutlich zu Verfügung gestellt worden sind, als ihm bekannt vorhalten lassen muss. Verständigen sich die Parteien darauf, wird eine Haftung des Verkäufers für diesen Umstand regelmäßig ausscheiden. Grundsätzlich gilt, dass die Möglichkeit zur Kenntnisnahme gerade Zweck der Due Diligence ist und eine Kenntnis von den bereitgestellten Daten angenommen werden kann. Ergibt sich eine

---

4 Münchener Vertragshandbuch/v. Hoyerberg, Wirtschaftsrecht I, Form I.5 Anm. 81 f.

relevante Information allerdings nur durch einen aufwändigen Abgleich mehrerer voneinander unabhängiger Dokumente oder kann dem Käufer nicht zugemutet werden, entsprechendes Wissen aus der Verknüpfung von einzeln zur Verfügung gestellter Dokumente zu extrahieren, gilt dies nicht. In diesem Fall kann keine Kenntnis seitens des Käufers angenommen werden, selbst wenn sich diese theoretisch aus dem Datenbestand ergibt.

Ergänzt werden die Erklärungen zu Beschaffenheit und Garantie dann in aller Regel um Rechtsfolgenregelungen, in denen die Konsequenzen eines Verstoßes geregelt werden. In Betracht kommen insbesondere Nachbesserungspflichten und Schadenersatzansprüche. Diese Regelungen sollten umfassend und abschließend sein. Prinzipiell liegt es aber auch hier im Ermessen der Parteien, was genau und in welchem Umfang es vereinbart werden soll. Üblicherweise schließt der Vertrag weitere Ansprüche des Käufers im Zusammenhang mit dem Unternehmenskaufvertrag aus, um Rechtssicherheit zwischen den Parteien zu schaffen.

#### » **Wettbewerbsverbote**

Dem Käufer wird regelmäßig viel daran gelegen sein, dass der Verkäufer seine Tätigkeit im Bereich des Unternehmensgegenstands nach der Abwicklung der Transaktion einstellt – zumindest so lange, bis der Käufer die Marktposition des Unternehmens erfolgreich übernommen und gesichert hat. Dies kann mit einem Wettbewerbsverbot gewährleistet werden. Da durch eine solche Regelung der Wettbewerb beschränkt wird, ist aus kartellrechtlichen Gesichtspunkten eine Befristung des Wettbewerbsverbots notwendig. In den meisten Fällen wird eine Dauer von zwei, in besonderen Fällen auch drei Jahren, als zulässig erachtet werden können.<sup>5</sup>

#### » **Verschiedenes**

Ein guter Vertrag enthält diverse weitere Regelungen, die auf die konkrete Transaktion abgestimmt sind. Dazu können beispielsweise Überleitungs- und Übergangsregelungen gehören, die die Mitwirkung des Verkäufers z. B. bei diversen Prüfungen, Verfahren oder etwaigen Auseinandersetzungen vorsehen. Auch die Aufnahme einer Schiedsklausel oder von Verjährungsregelungen können anzuraten sein. Daneben können besondere Risikolagen den Wunsch nach einer speziellen Regelung aufkommen lassen. Letztendlich sind der Vertragsgestaltung kaum Grenzen gesetzt. Wichtig ist es, die wesentlichen Punkte zu identifizieren, zu adressieren und gemeinschaftlich eine tragfähige Lösung zu vereinbaren.

---

5 Münchener Vertragshandbuch/v. Hoyenberg, Wirtschaftsrecht I, Form I.5 Anm. 94 (2)

## Rechtliche Betrachtung des Signing und Closing

In der Praxis hat sich für die weit überwiegende Mehrheit der Transaktionen ein Two-Step-Modell etabliert, bei dem zwischen Signing und Closing unterschieden wird. Das Signing bezeichnet dabei den Abschluss der schuldrechtlichen Vereinbarung über Kauf und Abwicklung. Damit wird zunächst das Schuldverhältnis zwischen den Parteien begründet, das im Anschluss nun noch vollzogen werden muss. Der Begriff des Closing bezeichnet genau diesen dinglichen Vollzug: Die Parteien definieren einen Übergangsstichtag. Bei größeren Transaktionen kann es sinnvoll sein, mehrere Übergangsstichtage für verschiedene Pflichten zu vereinbaren. Der Verkäufer ist aufgrund seiner Vermögensverschaffungspflicht dazu verpflichtet, das Unternehmen so zu übertragen, wie es zum Übergangsstichtag besteht. Unerhebliche Änderungen der Vermögenszusammensetzung seit Abschluss des Kaufvertrages haben hierauf grundsätzlich keine Auswirkung. Die Parteien einigen sich aber in aller Regel auf Kaufpreisanpassungsklauseln, die diesen etwaigen wirtschaftlichen Veränderungen Rechnung tragen.

Dieses Auseinanderfallen von schuldrechtlichem und dinglichem Rechtsgeschäft ist in vielen Fällen aufgrund von Freigabe- und Zustimmungserfordernissen wie bspw. der Fusionskontrolle zwingend. Welche weiteren Umstände zur Bedingung des Vollzugs werden sollen, können die Parteien grundsätzlich autonom vereinbaren (sog. Closing Conditions). Da bei einem zu umfassenden Katalog an Vollzugsvoraussetzungen die Transaktionssicherheit in Gefahr geraten kann, ist vor allem seitens des Verkäufers Vorsicht geboten.<sup>6</sup>

Der Stichtag selbst kann in die Zukunft verlegt werden – aus steuer- und bilanztechnischen Gründen sinnvollerweise auf das Ende des Geschäftsjahres, da somit keine Zuweisung von Gewinnen bzw. Verlusten zwischen Bilanz- und Übergangsstichtag erfolgen muss.

## Haftung des Erwerbers für Altverbindlichkeiten

Die Frage der Haftung für Altverbindlichkeiten stellt sich beim Share-Deal besonders dringlich. In Bezug auf die Haftung für Altverbindlichkeiten sieht sich der neue Anteilinhaber den Ansprüchen von Dritten gegen die Gesellschaft wirtschaftlich ausgesetzt, da er beim Share-Deal wirtschaftlich zum neuen Unternehmensträger wird. Das Verhältnis zwischen Gesellschaft und Forderungsinhabern bleibt also vom Kauf unberührt.

---

6 Beck'sches Formularhandbuch Mergers & Acquisitions/Schrader, C.II.1 Anm. 10



Der Käufer haftet aber möglicherweise auch selbst, beispielsweise für zum Zeitpunkt des Anteilszerwerbs noch offene Einlageverpflichtungen gegenüber der Gesellschaft. Im Fall der Verwendung einer Mantel- oder Vorratsgesellschaft kommt eine Vorbelastungshaftung in Betracht. Da diese Fälle wie eine wirtschaftliche Neugründung behandelt werden, finden die entsprechenden Gründungsvorschriften Anwendung.<sup>7</sup>

Beim Asset-Deal kann ebenfalls ein Haftungsfall eintreten, auch wenn Verbindlichkeiten nicht explizit übertragen worden sein sollten. Das kann zum Beispiel bei Firmenfortführung nach den Vorschriften des allgemeinen Handelsrechts der Fall sein, soweit kein wirksamer Ausschluss vereinbart und ins Handelsregister eingetragen wurde. Erfahrungsgemäß ist eine Haftung bei Steuerverbindlichkeiten des Verkäufers<sup>8</sup> bei nicht im Einklang mit der Rechtsordnung gezahlten Beihilfen<sup>9</sup> sowie bei Betriebsübergang<sup>10</sup> oder der Übernahme von Grundstücken<sup>11</sup> rechtlich möglich.

## Unternehmenstransaktion in Krise und Insolvenz

Die Gefahren, die sich im Zusammenhang mit einem Unternehmenskauf bzw. -verkauf in Krise und Insolvenz ergeben, sind umfangreich und teilweise nur schwer abzuschätzen. Gerade da sich hieraus für den Erwerber empfindliche Nachteile ergeben können, ist besondere Sorgfalt geboten. Als Haftungsgefahren sind unter anderem die Verwirklichung von Straftatbeständen wie dem Bankrott oder der Untreue, die deliktische Haftung wegen existenzvernichtendem Eingriff und die Anfechtbarkeit von vorgenommenen Rechtsgeschäften nach allgemeinem Zivilrecht wie nach Insolvenzrecht zu nennen. Allgemein werden die Interessen der Parteien beim Unternehmenskauf in der Insolvenz im Vergleich zu anderen Konstellationen abweichen, was sich auch auf den Verhandlungsprozess auswirkt. Der Käufer hat ein starkes Interesse daran, sich gegen die drohenden Risiken abzusichern und wird daher zum Beispiel in die MAC-Klausel Insolvenzscenarien aufnehmen wollen.

---

7 BGH NJW 2003, 892; BGH NJW 2003, 3198

8 § 75 AO

9 Töpfer/Butler ZIP 2003, 1677

10 § 613a BGB

11 Haftung für Altlasten nach dem BBodenSchG

## Schlussbemerkung

Die Ausführungen haben gezeigt: Die Vertragsgestaltung und -verhandlung bei Unternehmenskäufen und -verkäufen ist eine diffizile Angelegenheit. Transaktionsstruktur und -verfahren spielen für die Ausgestaltung des Vertrages eine grundlegende Rolle. Viele Problemfelder, die die Parteien nicht immer unmittelbar „auf dem Schirm haben“, müssen durchdacht werden.

Es gibt, über die vorgenannten Vereinbarungen hinaus, viele weitere Regelungen, mit denen die Beteiligten ihre wechselseitigen Rechte und Pflichten vertraglich festhalten können. Trotz der Vielzahl an Gestaltungsmöglichkeiten empfiehlt es sich grundsätzlich, den Vertrag nicht zu „überfrachten“. Auch für die Vertragsgestaltung gilt also: So detailliert wie nötig, so schlank wie möglich. Da der Vertrag die Grundlage für die tatsächliche Abwicklung des Kaufs bzw. Verkaufs darstellt und bei Streitigkeiten die Ansprüche der Parteien regelt, sollten die Parteien hohe Anforderungen an die Qualität des Dokuments stellen. Eine kompetente rechtliche Beratung ist daher für die Vertragsgestaltung und auch -verhandlung unverzichtbar und trägt dafür Sorge, dass die Parteien im weiteren Verlauf kein „blaues Wunder“ erleben.

**Dirk Mahler**; ROSE & PARTNER LLP, Rechtsanwälte Steuerberater

# Unternehmenskauf aus steuerlicher Sicht: Share-Deal oder Asset-Deal?

*Bei der Wahl zwischen Share- oder Asset-Deal sind die steuerlichen Folgen nicht außer Acht zu lassen.*

## Einleitung

Im Falle eines geplanten Unternehmenskaufes stellt sich insbesondere bei der Veräußerung einer Kapitalgesellschaft schnell die Frage, ob die Transaktion durch die Veräußerung von Gesellschaftsanteilen („Share-Deal“) oder durch die Veräußerung von sämtlichen Gegenständen und Rechten („Asset-Deal“) erfolgen soll. Welche Art der Übertragung zu bevorzugen ist, hängt von dem jeweiligen Einzelfall, insbesondere von der Form des jeweiligen Unternehmens, der vertraglichen Ausgangslage und der Zielsetzung der Parteien ab.

Zu beachten ist, dass im Falle eines Einzelunternehmens ein Share-Deal nicht ohne weiteres möglich ist, da es keine „Anteile“ an dem Unternehmen gibt. Soweit die Übertragung zivilrechtlich dennoch im Wege eines Share-Deals erfolgen soll, ist vor dem Unternehmenskauf zunächst eine Umwandlung in eine Gesellschaft vorzunehmen (z. B. durch Ausgliederung des einzelkaufmännischen Vermögens auf eine neu zu gründende GmbH).

## Steuerliche Folgen eines Asset- bzw. Share Deal

Im Zusammenhang mit der Übertragung des Unternehmens entsteht beim Verkäufer häufig ein steuerpflichtiger Veräußerungsgewinn und auf der Seite des Käufers ist zu prüfen, ob und in welcher Form stille Reserven, Finanzierungsaufwand und Verlustvorträge zu berücksichtigen sind. Steuerlich relevant ist dabei zunächst, ob das Unternehmen in der Form einer Kapitalgesellschaft oder durch eine natürliche Person (oder Personengesellschaft) betrieben wird und in welcher Form das Unternehmen zukünftig durch den Erwerber weitergeführt werden soll.

## Besteuerung des Kaufs eines Unternehmens einer Kapitalgesellschaft im Wege eines Asset-Deal (Kauf einzelner Wirtschaftsgüter von der Unternehmergesellschaft)

### » Verkäuferseite

Im Falle des Asset-Deals ist ertragsteuerlich der Veräußerungsgewinn einer Kapitalgesellschaft auf der Ebene der Kapitalgesellschaft gemäß den Vorschriften des KStG stets als laufender Gewinn zu versteuern und unterliegt der Gewerbesteuer. Eine Privilegierung des Gewinnes ist nicht vorgesehen. Die Gesamtsteuerbelastung auf der Ebene der Gesellschaft beträgt ca. 30 Prozent.

Um einen aussagekräftigen Vergleich des Asset-Deal mit einem Share-Deal zu ermöglichen, ist es notwendig, auch die Besteuerung des Anteilnehmers bei Ausschüttung des Veräußerungsgewinns miteinzu-beziehen. Für die Besteuerung des Anteilnehmers kommt es im Falle der Ausschüttung wiederum darauf an, ob es sich bei dem Anteilnehmer um eine Kapitalgesellschaft oder eine natürliche Person handelt und ob eine natürliche Person die Anteile an der Unternehmenskapitalgesellschaft im Privatvermögen oder im Betriebsvermögen hält:

- Anteilseigner ist eine Kapitalgesellschaft: In Abhängigkeit von der Höhe der Beteiligung der Besitzgesellschaft an der Unternehmensgesellschaft kann die Ausschüttung des Veräußerungsgewinns (nahezu) körperschaft- und gewerbesteuerfrei sein oder aber vollständig der Körperschaft- und Gewerbesteuer unterliegen.
- Anteilseigner ist eine natürliche Person oder Personengesellschaft, welche die Beteiligung an der Unternehmenskapitalgesellschaft im Betriebsvermögen hält: Es ist das sog. Teileinkünfteverfahren anzuwenden, so dass die Ausschüttung des Veräußerungsgewinns zu 40 Prozent steuerfrei ist. Die Ausschüttung des Veräußerungsgewinns ist von der Gewerbesteuer befreit, wenn und soweit eine Mindestbeteiligung gegeben ist.
- Anteilseigner ist eine natürliche Person welche die Beteiligung an der Unternehmerkapitalgesellschaft im Privatvermögen hält: Es gilt die Abgeltungssteuer mit der Folge, dass die Ausschüttung pauschal mit 25 Prozent besteuert wird. Unter besonderen Voraussetzungen ist eine Option zur Regelbesteuerung zulässig.

» **Erwerberseite**

Der Erwerber hat ungeachtet seiner Gesellschaftsform die erworbenen Wirtschaftsgüter zu bilanzieren und diese im Rahmen der gesetzlichen Abschreibungsregelungen abzuschreiben. Dabei wird der Kaufpreis anteilig auf die einzelnen Wirtschaftsgüter (bis zur Höhe des Verkehrswerts der Wirtschaftsgüter) verteilt; der hierbei nicht verteilte Kaufpreisrest ist als Geschäftswert anzusetzen und auf 15 Jahre abzuschreiben. Eventuell mit übernommene Schulden erhöhen entsprechend die Anschaffungskosten. Beim Asset-Deal kann letztlich somit der gesamte Kaufpreis gewinnmindernd abgeschrieben werden. Ein möglicherweise bestehender Verlustvortrag geht jedoch nicht auf den Erwerber über. Ein Finanzierungsaufwand kann (unter Berücksichtigung der Einschränkungen der Regelungen der Zinsschranke) ohne weiteres als Betriebsausgabe abgesetzt werden.

## **Besteuerung des Kaufs eines Unternehmens einer Kapitalgesellschaft im Wege eines Share-Deal (Kauf der Unternehmensgesellschaft)**

» **Verkäuferseite**

Die Ertragsbesteuerung auf der Verkäuferseite hängt beim Verkauf von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft grundlegend davon ab, ob sich die Anteile an der Kapitalgesellschaft im Vermögen einer Kapitalgesellschaft, im Betriebsvermögen einer natürlichen Person oder im Privatvermögen einer natürlichen Person befinden:

- Anteilseigner ist eine Kapitalgesellschaft: Aufgrund der Regelung des § 8 b KStG besteht eine weitgehende Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne.
- Anteilseigner ist eine natürliche Person welche die Beteiligung im Betriebsvermögen hält: Es kommen die Regelung des Teileinkünfteverfahrens zur Anwendung nach denen im Ergebnis 40 Prozent des Veräußerungsgewinns steuerfrei und die restlichen 60 Prozent mit dem jeweiligen persönlichen Steuersatz zu besteuern sind.
- Anteilseigner ist eine natürliche Person, welche die Beteiligung im Privatvermögen hält: Je nach Höhe der Beteiligung an der Kapitalgesellschaft kommt das Teileinkünfteverfahren oder die Abgeltungssteuer zur Anwendung.

### » **Erwerberseite**

Auf der Seite des Erwerbers stellt der Kaufpreis zusammen mit den Anschaffungsnebenkosten die Gesamtanschaffungskosten der Beteiligung dar und ist gegebenenfalls in einer Bilanz zu aktivieren. Eine fortlaufende Abschreibung der bilanzierten Beteiligung ist grundsätzlich nicht möglich, mit der Folge, dass die Anschaffungskosten fortgeführt werden und sich erst im Falle einer späteren Veräußerung der Beteiligung steuerlich auswirken. Ein bei der Unternehmensgesellschaft möglicherweise vorhandener Verlustvortrag bleibt bei der Unternehmensgesellschaft, geht jedoch je nach Höhe der übernommenen Beteiligung ganz oder teilweise unter.

Hinsichtlich der Frage der Absetzbarkeit von Finanzierungskosten kommt es wiederum darauf an, in welcher Form die Beteiligung gehalten wird:

- Erwerber ist eine Kapitalgesellschaft: Finanzierungsaufwendungen können uneingeschränkt abgezogen werden
- Anteilseigner ist eine natürliche Person, welche die Beteiligung im Betriebsvermögen hält: Finanzierungskosten sind zu 60 Prozent als Betriebsausgaben abzugsfähig
- Anteilseigner ist eine natürliche Person welche die Beteiligung im Privatvermögen hält: Finanzierungskosten sind grundsätzlich nicht abzugsfähig. Eine Option zur Regelbesteuerung ist unter bestimmten Voraussetzungen zulässig.

## **Unternehmen ist eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft**

### » **Verkäuferseite**

Bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften wird für die Einkommensteuer der Share-Deal (letzterer natürlich nur bei Personengesellschaften rechtlich möglich, s.o.) steuerlich im Wesentlichen wie ein Asset-Deal behandelt. Der Veräußerungsgewinn unterliegt grundsätzlich dem progressiven Tarif der Einkommensteuer. In der Regel entsteht in beiden Fällen auf der Seite des Verkäufers die gleiche steuerliche Belastung.

Dieser Veräußerungsgewinn ist gemäß §§ 16, 34 EStG zu versteuern und kann privilegiert werden. Soweit bestimmte Voraussetzungen erfüllt werden, wird ein Freibetrag in Höhe von bis zu 45.000 EUR und beziehungsweise oder eine Steuerermäßigung auf den Veräußerungsgewinn gewährt.

Dieser Veräußerungsgewinn ist gewerbesteuerfrei. Dies gilt jedoch nicht, wenn und soweit das Unternehmen nicht als Ganzes, respektive ein

Teilbetrieb veräußert wird und daher die Voraussetzungen der §§ 16, 34 EStG nicht vorliegen. Dann handelt es sich um einen laufenden Gewinn, welcher der Regelbesteuerung unterliegt und nicht privilegiert wird.

» **Erwerberseite**

Auch auf der Erwerberseite sind die Folgen des Asset-Deals und des Share-Deals im Wesentlichen identisch, da in beiden Fällen auf die übernommenen Wirtschaftsgüter abgestellt wird. Soweit der Kaufpreis die Summe aller Verkehrswerte übersteigt, wird der übersteigende Restbetrag als Firmenwert angesetzt und über einen Zeitraum von 15 Jahren abgeschrieben. Verlustvorträge gehen in keinem Fall auf den Erwerber mit über.

## **Fazit**

Eine pauschale Empfehlung kann aufgrund der Vielzahl von möglichen Fallkonstellationen und Ausnahmeregelungen nicht ausgesprochen werden. Jede einzelne Situation ist hinsichtlich der Vor- und Nachteile eines Share- oder Asset-Deal sorgfältig zu untersuchen. Hierfür ist im Vorfeld der Veräußerung eine genaue Untersuchung der Ausgangslage des Unternehmens (sogenannte „Due Diligence“) und des Willens der Parteien unverzichtbar.

**Dirk Mahler**; ROSE & PARTNER LLP. Rechtsanwälte Steuerberater

# Steuerliche Begünstigung des Veräußerungsgewinns bei der Veräußerung von Unternehmen

*Im Vorfeld einer Veräußerung sollte eine fundierte steuerliche Beratung eingeholt werden. Gegebenenfalls sind vorgelagerte Umstrukturierungen durchzuführen.*

## Einleitung

Der Gewinn aus der Veräußerung oder der Aufgabe eines Unternehmens oder einer Unternehmensbeteiligung unterliegt in der Regel der Einkommenssteuer und gegebenenfalls der Gewerbesteuer. Der folgende Beitrag befasst sich schwerpunktmäßig mit den ertragssteuerlichen Folgen der entgeltlichen Veräußerung eines gewerblichen Unternehmens durch eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft (im Folgenden einheitlich nur „natürliche Person“) und verdeutlicht vor allem die steuerlichen Konsequenzen, welche sich aufgrund einer Unternehmensnachfolge außerhalb des Familienkreises ergeben können.

Die Veräußerung eines Unternehmens im Ganzen unterliegt nicht der Umsatzsteuer. Wenn und soweit das Unternehmen über Immobilienvermögen verfügt, ist zu prüfen, ob Grunderwerbsteuer zu entrichten ist (worauf im Folgenden nicht eingegangen wird).

## Überblick

Grundsätzlich gibt es zahlreiche Fallkonstellationen, in denen ein steuerpflichtiger Veräußerungsgewinn entstehen kann:

- Veräußerung oder Aufgabe eines ganzen Unternehmens oder eines Teilbetriebes durch eine natürliche Person.
- Veräußerung einer im Betriebsvermögen gehaltenen 100 prozentigen Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft (Tochtergesellschaft) durch eine natürliche Person.
- Veräußerung oder Aufgabe einer Beteiligung an einer Personengesellschaft durch eine natürliche Person.



- Unter bestimmten Voraussetzungen die Verpachtung eines Unternehmens als Unterfall der steuerpflichtigen Geschäftsaufgabe.
- Veräußerung von im Privatvermögen gehaltenen Anteilen an einer Kapitalgesellschaft durch eine natürliche Person, soweit der Veräußerer innerhalb von fünf Jahren vor dem Zeitpunkt der Veräußerung mindestens mit einem Prozent an der Gesellschaft beteiligt war.
- Einbringung des ganzen Unternehmens, eines Teilbetriebes, einer Unternehmensbeteiligung oder von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft eines anderen Unternehmens (wird im Beitrag nicht behandelt).

Der Vollständigkeit halber wird darauf hingewiesen, dass der Veräußerungserlös aus dem Verkauf von im Privatvermögen gehaltenen Gesellschaftsanteilen an einer Kapitalgesellschaft mit einer Beteiligung geringer als einem Prozent (Streubesitzanteile) in der Regel ebenfalls steuerpflichtig ist (als Einkünfte aus Kapitalvermögen). Diese gilt jedoch per Definition nicht als Veräußerung eines Gewerbebetriebes und wird im Folgenden nicht weiter behandelt.

Die jeweilige Rechtsgrundlage der Besteuerung und eine mögliche Privilegierung des Veräußerungsgewinnes hängen von der jeweiligen Ausgangslage und insbesondere der Person des Steuerpflichtigen im Einzelfall ab.

Aus steuerlicher Sicht ist dabei oftmals unbeachtlich, ob die Veräußerung im Wege des Share-Deal oder im Wege des Asset-Deal erfolgt, da beide Veräußerungsformen steuerrechtlich häufig gleich behandelt werden.

Der Gesetzgeber hat bestimmte Veräußerungs- und Aufgabegewinne privilegiert, da die Steuerlast im Veranlagungszeitraum der Veräußerung und Übertragung erheblich steigen oder im Falle der Umstrukturierung eines Unternehmens zu ungewollten Steuerbelastungen führen und somit ein Umstrukturierungshindernis darstellen kann.

Nachfolgende Vergünstigungen kommen im Einzelfall für den Fall der Veräußerung eines Betriebs oder Teilbetriebs unter bestimmten Voraussetzungen in Frage:

- Gewährung von Freibeträgen (gemäß § 16 Abs. 4 und 17 Abs. 3 EStG)
- Anwendung eines niedrigeren Steuersatzes durch fiktive Verteilung des Gewinnes auf fünf Jahre (sogenannte „Fünftelregelung“ gemäß § 34 Abs. 1 EStG)
- Anwendung eines ermäßigten Steuersatzes (gemäß § 34 Abs. 3 EStG)
- Befreiung von der Gewerbesteuer

Auf weitere Vergünstigungen und Steuerfreistellungen im Fall von Kapitalgesellschaften oder im Fall von Um- und Restrukturierungsmaßnahmen wird lediglich hingewiesen ohne dass diese im Einzelnen erläutert werden:

- Freistellung von der Steuer im Falle der Veräußerung von Gesellschaftsanteilen an einer Kapitalgesellschaft durch eine Kapitalgesellschaft (gemäß § 8b Abs. 2 KStG).
- Steuerbefreiung im Falle einer Auflösung oder Teilauflösung einer Gesellschaft bei Übertragung von Betriebsvermögen auf einzelne Gesellschafter soweit der übernehmende Gesellschafter weiterhin ein Unternehmen betreibt (sogenannte „Realteilung“ gemäß § 16 Abs. 5 EStG).
- Steuerbefreiung durch Buchwertfortführung für den Fall der Übertragung von Wirtschaftsgütern von einem Betriebsvermögen in ein anderes Betriebsvermögen des Steuerpflichtigen (gemäß § 6 Abs. 5 EStG).
- Steuerbefreiung durch Buchwertfortführung nach den Vorschriften des Umwandlungssteuergesetzes.

## Der steuerpflichtige Veräußerungsgewinn

Die Veräußerung eines einzelnen Wirtschaftsgutes eines Gewerbebetriebes stellt regelmäßig laufenden, nicht begünstigungsfähigen Gewinn dar.

Einkünfte aus der Veräußerung (oder der Aufgabe) eines Gewerbebetriebes im Ganzen oder eines Teilbetriebes sind neben den laufenden Einkünften aus dem Gewerbebetrieb steuerpflichtig jedoch begünstigungsfähig. Ein Gewinn entsteht, wenn durch die Veräußerung des Unternehmens oder seiner wesentlichen Bestandteile stille Reserven aufgedeckt werden und zwar in Höhe des Unterschiedsbetrages aus dem Veräußerungspreis abzüglich der Veräußerungskosten und dem Buchwert sämtlicher Wirtschaftsgüter.

Schematisch berechnet sich der Veräußerungsgewinn wie folgt:

	<b>Veräußerungspreis</b> (oder Ersatzbemessungsgrundlage im Falle einer Aufgabe oder unentgeltlichen Übertragung)
-	<b>Veräußerungskosten</b>
-	<b>Wert des Betriebsvermögens</b> (beim Einzelunternehmer oder Personengesellschaften) beziehungsweise Höhe der Anschaffungskosten im Falle einer Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft
<hr/>	
=	<b>Veräußerungsgewinn</b>
<hr/> <hr/>	

## Veräußerungen durch natürliche Personen

Bei der Betriebsveräußerung im Ganzen endet die gesamte gewerbliche Betätigung des Unternehmers. Eine Betriebsveräußerung liegt vor, wenn der Unternehmer das Unternehmen als wirtschaftliche und organisatorische Einheit veräußert, indem das wirtschaftliche Eigentum an allen wesentlichen Betriebsgrundlagen im Rahmen eines einheitlichen Vorganges auf einen Erwerber übertragen wird. Zu den wesentlichen Betriebsgrundlagen i. S. v. § 16 EStG gehören zum einen die Wirtschaftsgüter, die nach der Art des Betriebs und ihrer Funktion im Betrieb für diesen wesentlich sind, und zwar unabhängig von der Frage, ob sie stille Reserven enthalten oder nicht (sogenannte „funktionale Betrachtung“). Wesentliche Betriebsgrundlagen eines Unternehmens i. S. v. § 16 EStG sind aber auch Wirtschaftsgüter, die funktional gesehen für den Betrieb zwar nicht erforderlich sind, in denen jedoch erhebliche stille Reserven gebunden sind (sogenannte „finanzielle Betrachtung“). Die Übertragung der einzelnen Wirtschaftsgüter muss dabei innerhalb einer kurzen Zeit erfolgen und der Erwerber muss die Möglichkeit haben, den Betrieb in seiner bisherigen Form fortzuführen.

Die Veräußerung eines Teilbetriebes liegt vor, wenn der Unternehmer lediglich einen von mehreren Geschäftszweigen seines Unternehmens an einen Dritten veräußert. Diese ist einer Veräußerung des gesamten Gewerbebetriebes im Ganzen gleichgestellt und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen steuerlich privilegiert. Voraussetzung ist dabei, dass mehrere selbständig und organisatorisch getrennte Teilbetriebe vorhanden sind, hiervon ein Teilbetrieb im Ganzen in einem Akt veräußert und ein lebensfähiges Unternehmen weiter betrieben wird. Soweit diese Voraussetzungen nicht gegeben sind, liegt bezüglich des Gewinnes aus der Veräußerung der verkauften Wirtschaftsgüter ein nicht begünstigungsfähiger laufender Gewinn aus Gewerbebetrieb vor.

Einer Betriebsveräußerung wird ferner die Veräußerung oder Liquidation einer im Betriebsvermögen eines Einzelunternehmens oder in einer Personengesellschaft gehaltenen 100-prozentigen Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft gleichgestellt. Bei einem solchen Tochterunternehmen handelt es sich wirtschaftlich betrachtet stets um einen Teilbetrieb. Ungeachtet der Höhe der Beteiligung gilt das sogenannte Teileinkünfteverfahren, nachdem 40 Prozent des Veräußerungsgewinnes steuerfrei sind und nur die restlichen 60 Prozent mit dem persönlichen Steuersatz besteuert werden. Neben dem Teileinkünfteverfahren kann der Freibetrag gemäß § 16 Abs. 4 EStG in Anspruch genommen werden.

Die Veräußerung oder Aufgabe der gesamten Beteiligung an einer Personengesellschaft (Gesellschaft bürgerlichen Rechts, Offene Handelsgesellschaft oder Kommanditgesellschaft) oder des gesamten Anteils eines persönlich haftenden Gesellschafters einer Kommanditgesellschaft auf Aktien ist mit der Veräußerung eines Unternehmens durch einen einzelnen Unternehmer wirtschaftlich vergleichbar und wird daher ebenfalls privilegiert.

Einer Betriebsveräußerung wird per gesetzlicher Definition die Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft aus dem Privatvermögen einer natürlichen Person gleichgestellt, wenn der Veräußerer innerhalb von fünf Jahren vor der Veräußerung mittelbar oder unmittelbar mit mindestens einem Prozent am Kapital der Gesellschaft beteiligt war (§ 17 Abs. 1 EStG). Auf den Veräußerungsgewinn findet das sog. Teileinkünfteverfahren Anwendung, mit der Folge, dass lediglich 60 Prozent des Veräußerungsgewinnes zu besteuern sind. Neben dem Teileinkünfteverfahren kann der Freibetrag gemäß § 17 Abs. 3 EStG zur Anwendung kommen.

## Steuerliche Vergünstigungen

Nachfolgend widmen wir uns einer Reihe von gesetzlichen steuerlichen Vergünstigungen, die, je nach Sachlage, im Einzelfall genutzt werden können.

» **Freibetrag gemäß § 16 Abs. 4 EStG**

Soweit ein Betrieb im Ganzen, ein Teilbetrieb oder die Beteiligung an einer Personengesellschaft veräußert wird, kommt auf Antrag die Anwendung eines Freibetrages auf den Veräußerungsgewinn in Frage. Der Freibetrag beträgt 45.000 EUR und verringert sich um den Betrag, um den der Veräußerungsgewinn den Betrag von 136.000 EUR übersteigt. Dieser Freibetrag setzt voraus, dass der Steuerpflichtige das 55. Lebensjahr vollendet hat oder berufsunfähig ist und wird nur einmal im Leben auf Antrag gewährt.

In der Praxis kommt die Anwendung des Freibetrages relativ selten zum Tragen, da der Freibetrag ab einem Gewinn von 181.000 EUR auf 0 EUR reduziert wird.

» **Freibetrag gemäß § 17 Abs. 3 EStG**

In vergleichbarer Weise wird ein Freibetrag auf einen Veräußerungsgewinn aus der Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft mit einer Mindestbeteiligung von 1 Prozent aus dem Privatvermögen einer natürlichen Person gewährt. Der Freibetrag beträgt 9.060 EUR und verringert sich um den Betrag, um den der Veräußerungsgewinn den Betrag von 36.100 EUR übersteigt.

Da der Freibetrag vergleichsweise gering ist und relativ schnell auf 0 EUR abgeschmolzen wird, hat der Freibetrag in der Praxis eine relativ geringe Relevanz.

» **Fünftelregelung gemäß § 34 Abs. 1 EStG**

Zur Vermeidung von Härten, welche durch einen Anstieg des Steuersatzes aufgrund des progressiven Steuertarifes der Einkommensteuer im Zusammenhang mit dem Veräußerungsgewinn entstehen können, hat der Gesetzgeber die sogenannte Fünftelregelung vorgesehen, welche neben dem Freibetrag gewährt wird. Diese kommt nur bei Veräußerungen des Betriebes im Ganzen, eines Teilbetrieb oder einer Beteiligung an einer Personengesellschaft durch eine natürliche Person zur Anwendung. Dabei wird der Veräußerungsgewinn zunächst nur mit einem Fünftel bei der Besteuerung zugrunde gelegt und in die Bemessungsgrundlage mit eingerechnet und der auf den Veräußerungsgewinn entfallende so errechnete Steuerbetrag mit fünf multipliziert. Die Behörden vergleichen von Amts wegen, ob eine reguläre Besteuerung oder eine nach der Fünftelregelung berechnete Steuer für den Steuerpflichtigen günstiger ist und setzen die Steuer nach dem für den Steuerpflichtigen günstigeren Ergebnis fest. Eine steuerliche Entlastung tritt nach dieser Regelung nur ein, wenn der Veräußerer nicht bereits durch sein Übriges steuerpflichtiges

Einkommen (ohne Berücksichtigung des Veräußerungsgewinnes) den Spitzensteuersatz erreicht hat.

» **Ermäßigter Steuersatz gemäß § 34 Absatz 3 EStG**

Alternativ zur Fünftelregelung kann unter besonderen Voraussetzungen die Anwendung eines ermäßigten Steuersatzes für den Veräußerungsgewinn bis zu einem Veräußerungsgewinn in Höhe von 5 Mio. EUR beantragt werden. Der ermäßigte Steuersatz beträgt 56 Prozent des durchschnittlichen Steuersatzes, der sich ergäbe, wenn die tarifliche Einkommensteuer nach dem gesamten zu versteuernden Einkommen zusätzlich der dem Progressionsvorbehalt unterliegenden

Einkünfte zu bemessen wäre, mindestens jedoch 14 Prozent. Dieser ermäßigte Steuersatz wird nur einmal im Leben auf Antrag gewährt und setzt darüber hinaus voraus, dass der Steuerpflichtige das 55. Lebensjahr vollendet hat oder berufsunfähig ist.

Da der ermäßigte Steuersatz nur alternativ zur Fünftelregelung in Anspruch genommen werden kann, ist im Einzelfall zu prüfen, welche Regelung zu dem steuerlich günstigsten Ergebnis führt.

» **Gewerbsteuer**

Erzielt eine natürliche Person den Veräußerungsgewinn, so unterliegt dieser nicht der Gewerbesteuer. Wird aber ein Mitunternehmeranteil verkauft, der mittelbar über eine Kapitalgesellschaft oder eine Personengesellschaft gehalten wird, ist der Veräußerungsgewinn gewerbesteuerpflichtig.

## Veräußerung durch eine Kapitalgesellschaft

Zuletzt wenden wir uns kurz der Variante zu, dass der Verkäufer keine natürliche Person/Personengesellschaft, sondern eine Kapitalgesellschaft ist (typischerweise eine GmbH). Häufig werden Kapitalgesellschaften über eine Holding kontrolliert. Verkäufer und Steuerschuldner sind dann nicht deren Gesellschafter, sondern die Holding selbst.

Die Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft durch eine Kapitalgesellschaft ist ab einer bestimmten Mindestbeteiligung am Grund- und Stammkapital von der Körperschaftsteuer (§ 8b Abs. 2 KStG) und der Gewerbesteuer (§ 9 Nr. 2a GewStG) vollständig beziehungsweise nahezu vollständig ausgenommen (sogenanntes „Schachtelprivileg“).

Gewinne aus einer Betriebsveräußerung im Ganzen, eine Teilbetriebsveräußerung oder eines Mitunternehmeranteils (Gesellschaftsanteil an einer Personengesellschaft) durch eine Kapitalgesellschaft stellen jedoch

stets laufende Gewinne dar und sind hinsichtlich der Körperschaft- oder Gewerbesteuer grundsätzlich nicht privilegiert.

## Fazit

Ob eine steuerliche Begünstigung eines Veräußerungsgewinnes zur Anwendung kommt, hängt vom Einzelfall ab. Bereits weit im Vorfeld einer Veräußerung sollte steuerliche Beratung eingeholt und gegebenenfalls vorgelagerte Umstrukturierungen durchgeführt werden.

Es ist insbesondere zu prüfen, ob Beteiligungen über eine Holding gehalten werden sollen (aus zivilrechtlicher Sicht kann dies als Haftungsbarriere das Privatvermögen schützen) und zu einem späteren Zeitpunkt die Holding als Verkäufer agiert.

Gegebenenfalls ist zu prüfen, ob die Fünftelregelung oder der ermäßigte Steuersatz zu einem günstigeren steuerlichen Ergebnis führt und ein entsprechender Antrag zu stellen ist. Zuletzt ist zu beachten, dass gewisse steuerliche Vergünstigungen erst mit Vollendung des 55. Lebensjahres verfügbar sind.

# Autorenübersicht



✉ nikolaus.uhl@weitnauer.net

## **Dr. Nikolaus Uhl**

Dr. Nikolaus Uhl, LL.M. ist Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht und berät seit 16 Jahren hauptsächlich bei der Finanzierung und Veräußerung von Unternehmen (Venture Capital, Private Equity, M&A).

Seit 2007 ist er Partner bei WEITNAUER und dort Mitglied der Praxisgruppen M&A und Venture Capital. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind Unternehmensfinanzierungen, M&A-Transaktionen sowie die Gestaltung von nationalen und internationalen Verträgen und Kooperationen.



✉ mahler@rosepartner.de

## **Dirk Mahler**

Dirk Mahler, Fachanwalt für Steuerrecht und Steuerberater, ist Leiter der Steuerabteilung im Berliner Büro von ROSE & PARTNER LLP. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen neben der laufenden steuerlichen Beratung in den Bereichen Existenzgründung, Unternehmenskauf, Unternehmensumstrukturierung sowie in der Sanierungsberatung.





✉ [thomas.fink@PortusCo.com](mailto:thomas.fink@PortusCo.com)

### Thomas Fink

Thomas Fink studierte in Leipzig und Frankfurt a. M. Betriebswirtschaftslehre mit der Spezialisierung Corporate Finance. Berufserfahrung sammelte er im Bank- und Beteiligungsgeschäft, der Industrie und der Unternehmensberatung. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind die Beratung von mittelständischen und Technologie-Unternehmen. Der Fokus liegt auf den Bereichen Unternehmensfinanzierung sowie Unternehmenskäufe/-verkäufe.



✉ [jan.spiegelberg@PortusCo.com](mailto:jan.spiegelberg@PortusCo.com)

### Jan Spiegelberg

Jan Spiegelberg studierte nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann berufsbegleitend an der Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie (VWA) Berlin. Der Betriebswirt ist Project Manager bei der Portus Corporate Finance GmbH und im Bereich Finanzierungsberatung und -vermittlung, Finanzplanung und Akquisition tätig.



✉ [sophie.rosenbaum@PortusCo.com](mailto:sophie.rosenbaum@PortusCo.com)

### Sophie Rosenbaum

Sophie Rosenbaum hat 2015 erfolgreich ihren Master of Science im Fach Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken in Potsdam abgeschlossen. Bei der Portus Corporate Finance GmbH ist sie als Associate im Bereich der Finanzierungsberatung und Finanzplanung tätig.



✉ [timo.heroth@PortusCo.com](mailto:timo.heroth@PortusCo.com)

### **Timo Heroth**

Timo Heroth studierte Wirtschaftsinformatik an der Hochschule Konstanz sowie Chinastudien an der Freien Universität Berlin. Berufserfahrung sammelte er u.a. als Projektleiter bei einem Schweizerisch-chinesischen Start-up auf dem Gebiet grenzüberschreitender Investments sowie als Relationship Manager bei der Bank of China. Bei der Portus Corporate Finance GmbH ist er als Leiter International/China in den Bereichen Unternehmenskäufe/-verkäufe und Finanzierung tätig.

# Unternehmensübersicht



✉ **Weitnauer**  
 Kontakt Büro in Berlin:  
 Französische Straße 13  
 10117 Berlin  
 nikolaus.uhl@weitnauer.net  
 Tel.: +49 30 230 96 77-0

Weitere Standorte in:  
 München  
 Heidelberg  
 Hamburg  
 Düsseldorf  
 Mannheim

## Weitnauer Rechtsanwälte

WEITNAUER ist ein Team von international ausgebildeten und erfahrenen Rechtsanwälten zahlreicher Sachgebiete sowie aus Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern. Wir haben Standorten in München, Berlin, Heidelberg, Hamburg und Düsseldorf. Was uns auszeichnet: fachliche Kompetenz, Teamgeist, persönlicher Einsatz, kurze direkte Wege zum Mandanten und rasche Bearbeitung. Eine Vielzahl von Veröffentlichungen belegt diese Expertise.

Zu den Schwerpunkten unserer Praxis gehört die umfassende Beratung von Unternehmen und Investoren bei nationalen und internationalen M&A-Transaktionen aus rechtlicher und ggf. steuerlicher Sicht, sowohl auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite. Auch in besonderen Transaktionsgestaltungen, wie Ausgründungen (Spin-offs) oder Management-Buy-Outs, sind wir erfahren.

Unser Beratungsangebot im Bereich M&A umfasst zunächst die Planung, Vorbereitung und Strukturierung von Transaktionen, insbesondere die Vorbereitung und Durchführung von Due Diligence Prüfungen in enger Abstimmung mit dem Mandanten. Daneben unterstützen wir unsere Mandanten bei der Vorbereitung und Verhandlung von Unternehmenskaufverträgen sowie in der Phase nach dem Closing.

Bei der Begleitung von M&A-Transaktionen bieten wir unseren Mandanten neben Verhandlungsgeschick langjährige industriespezifische Transaktionserfahrung in den Bereichen Venture Capital, Life Sciences und IT. Außerdem können wir bei Bedarf auf ein bewährtes Netzwerk in- und ausländischer Berater zurückgreifen.



✉ **ROSE & PARTNER  
LLP. Rechtsanwälte  
Steuerberater**

Standorte  
Büro Berlin  
Jägerstraße 59 | 10117 Berlin  
Tel.: +49 30 25 76 17 98 - 0  
Fax: +49 30 25 76 17 98 - 9  
berlin@rosepartner.com  
www.rosepartner.de

Büro Hamburg  
Jungfernstieg 40 | 20354  
Hamburg  
Tel.: +49 40 / 414 37 59 - 0  
Fax: +49 40 / 414 37 59 - 10  
hamburg@rosepartner.de

Büro Mailand  
Via Roncaglia 14 | 20146  
Mailand  
Tel.: +39 024986881  
Fax: +39 024984298  
milano@rosepartner.de

## ROSE & PARTNER LLP. Rechtsanwälte Steuerberater

ROSE & PARTNER LLP ist eine im In- und Ausland tätige Kanzlei mit mittelständischer Ausrichtung. Von den deutschen Büros in Hamburg und Berlin betreuen wir Mandanten im gesamten Bundesgebiet.

Unser Schwerpunkt ist die Beratung und Vertretung im Bereich Gesellschaftsrecht, Nachfolge und M&A. Zu unserem Team gehören unter anderem Fachanwälte für Gesellschaftsrecht, Erbrecht und Steuerrecht sowie Steuerberater. Unseren Mandanten liefern wir daher rechtliche und steuerliche Beratung aus einer Hand.

Unser Team von Spezialisten betreut auch komplexe interdisziplinäre Mandate, z. B. aus den Bereichen M&A, Unternehmensnachfolge und Asset Protection. Darüber hinaus publizieren unsere Rechtsanwälte regelmäßig zu in Ihren Tätigkeitsfeldern. Der Beratungsansatz bei ROSE & PARTNER vereint juristisch hochwertige Beratungsleistung mit jederzeit pragmatischen und vor allem wirtschaftlichen Lösungen. Gerichtliche Streitigkeiten vermeiden wir, sollten sie dennoch notwendig werden, führen wir Streitigkeiten konsequent.

Neben der Beratung von Unternehmen beraten wir auch Unternehmer und Manager bei der Vermögensnachfolge, im Familienrecht sowie beim Vermögensschutz, u.a. durch Testament, Testamentsvollstreckung sowie die Errichtung von Stiftungen und Familiengesellschaften.

---

 ☒ **Portus Corporate Finance GmbH**

Standorte  
 Zentrale Berlin  
 Friedrichstr. 81  
 10117 Berlin  
 Tel.: +49 30 700 800 900  
 Fax: +49 30 700 800 901  
 info@PortusCo.com  
 www.PortusCo.com

Büro Hannover  
 Georgstraße 38  
 30519 Hannover  
 Tel.: +49 511 / 3676 4898

Büro Rhein-Main  
 Rossertstr 25  
 65779 Kelkheim-Eppenhain  
 Tel.: +49 69 / 75 200 708

## Portus Corporate Finance

Die Portus Corporate Finance GmbH ist eine langjährig etablierte und umsetzungsorientierte Beratungsgesellschaft für alle Corporate-Finance-Themen, wie Finanzierung, Finanzmanagement, Unternehmensverkäufe und Nachfolgeregelungen. Ein besonderer Schwerpunkt ist die Tätigkeit für Themen rund um die Finanzierung, Nachfolge und M&A für den Mittelstand. Die Portus Corporate Finance GmbH wurde 2003 gegründet und ist bundesweit tätig. Sie hat Standorte in Berlin, Hannover und Rhein-Main sowie eine Schwester-gesellschaft in Basel (Schweiz). Die Mitarbeiter verfügen über eine erstklassige akademische Ausbildung und einschlägige Industrieerfahrungen, auch im internationalen Umfeld. Darüber hinaus verfügt die Portus Corporate Finance GmbH über ein ausgezeichnetes Netzwerk zu Investoren, Beteiligungsgesellschaften, Banken und zu Unternehmern.

Die Portus Corporate Finance GmbH bietet Unternehmern Beratung und Coaching zu allen Aspekten der Unternehmensfinanzen. Das Spektrum umfasst die Unternehmensplanung, Strategieentwicklung, Finanzierung, Nachfolge / M&A und alle Fragen des Finanzmanagements. Weitere Schwerpunkte sind die Vorbereitung von Projekt- und Unternehmensprüfungen sowie die Unternehmensbewertung.

# Quellenangaben

**IHK Berlin (2016):**

Unternehmensbewertung, verfügbar unter: [https://www.ihk-berlin.de/blob/bihk24/produktmarken/Service-und-Beratung/Existenzgruendung/downloads/2264148/41f0412318edf320caf-901c6be2d7d84/Unternehmensbewertung\\_2-data.pdf](https://www.ihk-berlin.de/blob/bihk24/produktmarken/Service-und-Beratung/Existenzgruendung/downloads/2264148/41f0412318edf320caf-901c6be2d7d84/Unternehmensbewertung_2-data.pdf), zuletzt abgerufen am 26.05.2016

**Mueller, Hengeler (2016):**

Newsletter\_HY\_2016\_V4\_DS, verfügbar unter: [http://www.hengeler.com/fileadmin/medien/broschueren/Hengeler\\_Mueller\\_Newsletter\\_HY\\_2016\\_V4\\_DS.PDF](http://www.hengeler.com/fileadmin/medien/broschueren/Hengeler_Mueller_Newsletter_HY_2016_V4_DS.PDF), zuletzt abgerufen am 08.09.2016.

# Glossar

**Asset-Deal:** Bei einem Asset-Deal werden die Vermögensgegenständen (z. B. Grundstücke, Gebäude und Maschinen) eines Unternehmens verkauft.

**Closing:** Übergang des Eigentums an den Käufer.

**Drag-along:** Veräußerungspflicht, bei der Minderheitenbeteiligte ihre Anteile zu gleichen Bedingungen wie der Mehrheitsgesellschafter veräußern müssen.

**Earn-Out-Klauseln:** Die Earn-Out-Klausel ist ein zusätzlicher variabler Kaufpreisbestandteil der von den zukünftigen Erfolgen des Unternehmens abhängig ist. Dieser variable Teil ist häufig an Meilensteine gebunden.

**EBITDA:** Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

**EBIT:** Earnings before interest and taxes.

**Exit:** Ein Finanzinvestor veräußert eine Unternehmensbeteiligung, wenn seine Investmentziele erreicht sind, oder sonstige Gründe für ein Ende des Engagements sprechen.

**Leveraged-Buy-Out:** Finanzierungsmöglichkeit von Transaktionen bei denen die Finanzierung hauptsächlich über Fremdkapital erfolgt. Die zukünftigen Erträge des gekauften Unternehmens dienen zur Finanzierung des Fremdkapitals.

**Longlist:** Erste qualifizierte Auswahl potentieller Zielunternehmen für einen Unternehmenskauf/-verkauf.

**Management-Buy-In:** Bei einem MBI wird das Unternehmen an einen externen Unternehmer verkauft.

**Management-Buy-Out:** Bei einem MBO zahlt die Geschäftsführung eines Unternehmens den derzeitigen Eigentümer aus und erwirbt das Unternehmen.

**Secondary-Deal:** Veräußerung einer Beteiligung von einem Finanzinvestor an einen anderen Finanzinvestor.

**Share-Deal:** Bei einem Share-Deal werden die Unternehmensanteile veräußert. Dabei bleiben alle Verbindlichkeiten, Forderungen und Verträge der verkauften Gesellschaft bestehen.

**Shortlist:** Auflistung der Zielunternehmen für den Kauf/-verkauf, die ihr Interesse signalisiert haben.

**Signing:** Abschluss des Kaufvertrages.

**Tag-along:** Veräußerungsrecht, das es den Minderheitsgesellschaftern ermöglicht, ihre Beteiligungen teilweise oder vollständig zu den gleichen Bedingungen wie die Mehrheitsgesellschafter zu verkaufen.

**Targets:** Zielunternehmen



Im Mittelstand hat die Bedeutung von Unternehmenskäufen und -verkäufen in den letzten Jahren erheblich zugenommen.

Damit gehen vielfältige Herausforderungen für Unternehmen einher, die parallel zum Tagesgeschäft kaum zu bewerkstelligen sind. Von der Vorbereitung, über die Unternehmensbewertung, bis hin zur Due Diligence gibt es eine Vielzahl an Themen, die für Verunsicherung sorgen können.

Daher haben wir auf Grundlage langjähriger Erfahrung in der Beratung mittelständischer Unternehmen einen Praxisratgeber erstellt, der die wesentlichen Aspekte von Unternehmensverkäufen beleuchtet – sowohl aus der Perspektive des Käufers, wie auch des Verkäufers.

Expertenbeiträge zu den Themen Vertragsgestaltung und Steuerrecht runden die Publikation ab.

*Dipl.-Kfm. Thomas Fink,  
Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl;*  
**Unternehmenskauf und -verkauf**  
Ein Praxisbuch für den Mittelstand

Auflage: 1. Auflage, 100 Stück  
Berlin: Oktober 2016