

ANALYSE & BERATUNG: Familienunternehmen – Unternehmensverkauf in der Pandemie

Die weltweit steigenden Aktienkurse lassen den Eindruck entstehen, dass die Kapitalmärkte das Ende der Covid-19-Pandemie schon eingepreist haben. Unternehmenstransaktionen nehmen zu, und Private-Equity-Fonds haben Kapital eingesammelt, das in Unternehmensbeteiligungen investiert werden soll. Lassen sich in diesem Umfeld auch für Familienunternehmen attraktive Käufer finden?

Britt Niggemann, Partnerin Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen

1 VORÜBERLEGUNGEN

Die Covid-19-Pandemie ist für Unternehmen Veranlassung, ihr Geschäftsmodell zu hinterfragen und sich gegebenenfalls neu auszurichten. Die strategische Analyse kann in der Erkenntnis resultieren, dass Unternehmen sich in bestimmten Bereichen stärken möchten, also als Unternehmenskäufer aktiv werden. Es kann aber auch sinnvoll erscheinen, Geschäftsfelder zu veräußern.

Für manche Familienunternehmen hat die Pandemie die Überlegungen zur Regelung der Unternehmensnachfolge vorangetrieben. Stehen keine Familienangehörigen zur Unternehmensübernahme bereit, wird häufig die Entscheidung getroffen, das Unternehmen zu verkaufen.

Damit ist die Frage verbunden, ob es aktuell überhaupt sinnvoll ist, einen Verkaufsprozess zu starten. Pandemie-

bedingte Umsatz- und Ertragsrückgänge und Unsicherheiten über die künftige Unternehmensentwicklung können sich kaufpreisreduzierend auswirken. Ist das Unternehmen verkaufsfähig oder sind zunächst Maßnahmen zu ergreifen, um das Unternehmen verkaufsbereit zu machen?

2 PRÜFUNG DER VERKAUFSFÄHIGKEIT

Die Covid-19-Pandemie hat viele Geschäftsmodelle auf den Prüfstand gestellt. Profitiert haben vor allem Unternehmen, die sich mit Digitalisierung, Software und E-Commerce beschäftigen. Verlierer sind u.a. Hotel & Gastronomie, stationärer Einzelhandel und deren Lieferanten. Deshalb gilt es zunächst zu prüfen, ob das Geschäftsmodell des zu verkaufenden Unternehmens eine Zukunft hat. Werden Produkte angeboten, die eine strukturell sinkende Nachfrage verzeichnen, muss überlegt

TYPISCHE VERKAUFSHINDERNISSE

Grundlage für die erste Analyse („Verkaufsheck“)

Mangelnde Zukunftsattraktivität

- fehlende Wachstumsphantasie
- veraltete Produktionsanlagen
- Produkte ohne Zukunft
- überholtes Geschäftsmodell keine Ideen für neue Produkte, Erschließung neuer Märkte/Kundengruppen oder innovative Wertschöpfungsketten

Abhängigkeiten

- Unternehmerabhängigkeit: ausscheidender Unternehmer ist (alleiniger) Know-how-Träger und pflegt die Kunden- und/oder Lieferantenbeziehungen
- Abhängigkeit von weiteren Schlüsselpersonen
- Abhängigkeit von wenigen Kunden, Lieferanten oder Produkten

Unternehmensstruktur und Rechtsrisiken

- komplizierte Organisationsstrukturen
- Gesellschafterstreitigkeiten
- Rechtsstreitigkeiten mit unkalkulierbaren Folgen (z. B. Patentrecht, Produkthaftung, Umweltrecht)
- Risiken bei gewerblichen Schutzrechten oder öffentlich-rechtlichen Genehmigungen
- auslaufende Lizenz- oder Mietverträge

Schwierige finanzielle Verhältnisse

- hohe Verschuldung
- fehlende Jahresabschlüsse
- unzureichendes Rechnungswesen
- hohe Pensionsrückstellungen
- Investitionsstau
- unplausible Unternehmensplanung

werden, ob die Produktionskapazitäten, das Vertriebsnetz oder sonstiges Know-how des Unternehmens für eine anderweitige Nutzung attraktiv sind.

Darüber hinaus kann eine erste Analyse („Verkaufcheck“) aufdecken, ob es – auch unabhängig vom Pandemie-Aspekt – Risiken gibt, die einen Verkauf behindern. Typische Verkaufshindernisse sind Abhängigkeiten und Klumpenrisiken, mangelndes Zukunftspotenzial, komplizierte Strukturen, Rechtsrisiken und eine schwierige finanzielle Situation (siehe Abbildung Seite 7).

Deckt die Analyse Verkaufshindernisse auf, sollten bereits vor der Ansprache möglicher Kaufinteressenten Maßnahmen ergriffen werden, um diese Risiken zu reduzieren.

3 MASSNAHMEN ZUR STEIGERUNG DER ATTRAKTIVITÄT VOR DEM GEPLANTEN VERKAUF

3.1 Alle Gesellschafter und Gläubiger ins Boot holen!

Echte Deal Breaker können Streitigkeiten unter den Gesellschaftern sein, bei denen sogar befürchtet werden muss, dass die eine Gesellschafterseite einem ausverhandelten Kaufvertrag zustimmt, während die andere Seite mit den Konditionen nicht einverstanden ist und den Verkauf ablehnt. Um dies zu verhindern, sollte bereits vor dem Start eines Verkaufsprozesses genau abgestimmt werden, zu welchen Bedingungen alle Gesellschafter verkaufsbereit sind (Kaufpreis, Garantien & Freistellungen, Ausschluss bestimmter Käufergruppen). Darüber hinaus ist es sinnvoll, vorab den Umfang der Mitarbeit im Verkaufsprozess festzulegen und einen festen Zeitplan zu vereinbaren.

Eine hohe Verschuldung und ggf. auch noch Meinungsverschiedenheiten mit/unter den Gläubigern (z. B. bei Gesellschafterdarlehen) können einen Verkaufsprozess be- und im schlimmsten Fall sogar verhindern. Deshalb lohnt es sich, im Vorfeld mit den Gläubigern zu verhandeln und deren Bereitschaft, einen Verkauf mitzutragen (ggf. unter Verzicht auf Zins- oder andere Forderungen), auszuloten.

3.2 Abhängigkeiten reduzieren! Kaufpreisreduzierend wirken sich grundsätzlich alle Abhängigkeiten aus. Dazu zählen

- Großkunden, deren Wegfall zu einem signifikanten Umsatz- und Ergebnismrückgang führen würde,
- wenige Hauptlieferanten,
- der ausscheidende Unternehmer oder weitere Schlüsselpersonen, bei denen das Firmen-Know-how und die Kontakte gebündelt sind.

Um bei Abhängigkeiten den Verkauf trotzdem zügig durchzuführen, sollten Argumente zusammengetragen werden, warum es unwahrscheinlich ist, dass der Lieferant nach einem Gesellschafterwechsel nicht mehr mit dem Unternehmen zusammenarbeiten möchte. Auch bei Großkunden empfiehlt sich zu begründen, warum Kundenverluste unwahrscheinlich sind (z. B. gegenseitige Abhängigkeit, starke Marktposition). Vor dem Hintergrund der Pandemie wird man darüber hinaus analysieren müssen, ob der Lieferant weiterhin lieferfähig sein wird oder ob der Großkunde seinerseits von hohen Umsatzeinbußen betroffen ist. Die Verträge mit wichtigen Lieferanten und Abnehmern sind auf sogenannte „Chance-of-Control“-Klauseln zu prüfen, die eine Kündigung im Fall eines Gesellschafterwechsels ermöglichen. Sind derartige Klauseln vorhanden, ist zu besprechen, wie diese im Verkaufsprozess adressiert werden.

3.3 Rechtliche Risiken reduzieren! Ein Erwerber will klare Verhältnisse und bevorzugt übersichtliche Organisationsstrukturen. Ein kompliziertes Geflecht von Tochter- und Schwestergesellschaften erschwert die Transparenz für den Käufer, was u. U. zu Kaufpreisabschlägen führt.

Gibt es gravierende Rechtsstreitigkeiten, z. B. im Zusammenhang mit Patentrechtsverletzungen oder Produkthaftungen, sollte vor Beginn des Verkaufsprozesses eine Einigung angestrebt werden. Viele Kaufinteressenten werden die Unsicherheit über das finanzielle Ausmaß von Rechtsstreitigkeiten nicht riskieren und lieber ganz auf einen Kauf verzichten.

Die möglichen finanziellen Folgen der Verletzung von Umweltauflagen oder Bodenverunreinigungen sollten analysiert werden. Kaufinteressenten werden dies im Rahmen ihrer Due Diligence prüfen und eine Einschätzung der finanziellen Risiken erwarten.

Bei Miet- und Lizenzverträgen kann erwogen werden, Verlängerungsmöglichkeiten in Anspruch zu nehmen und sicherzustellen, dass die Verträge auch bei einem Eigentümerwechsel unverändert fortgeführt werden. Rechte Dritter an den Aktiva des Unternehmens, wie z. B. Verfügungsbeschränkungen und Eigentumsvorbehalte, sind offenzulegen. Alle Betriebsgenehmigungen müssen mit einer für den Erwerber ausreichenden Laufzeit vorliegen und offene Fragen mit Gewerbeaufsichtsämtern im Vorfeld geklärt werden.

Natürlich sollten auch Satzung und Gesellschaftsvertrag aktuell sein. Es ist darauf zu achten, dass Gesellschafterversammlungen ordnungsgemäß durchgeführt werden und die Protokolle die Zuversicht der Gesellschafter in eine positive Unternehmensentwicklung nach der Pandemie dokumentieren.

3.4 Transparenz bei den Finanzzahlen herstellen! Kaufinteressenten möchten ein transparentes Unternehmen erwerben. Diese Transparenz wird durch ein adäquates Berichtswesen auf der Basis eines intakten und zeitnahen Rechnungswesens hergestellt. Tragen mehrere unterschiedliche Bereiche zum Ergebnis bei, erhöhen Profitcenter-Berechnungen die Aussagefähigkeit des Berichtswesens. Da Jahresabschlüsse eine wichtige Informationsquelle für Kaufinteressenten sind, sind aussagekräftige, von einem Wirtschaftsprüfer uneingeschränkt testierte Jahresabschlüsse, auch für nicht prüfungspflichtige Unternehmen, vorteilhaft. Hieraus wird ersichtlich, wie das Unternehmen vor der Pandemie gewirtschaftet hat und kann eine Planungsgrundlage für die Zeit danach sein.

Eine plausible Unternehmensplanung wird von Kaufinteressenten begrüßt. Dabei sollten auch die durch die Pandemie beeinflussten Umsatz- und Ergebnisrückgänge aufgezeigt werden (s. Kapitel 4.4).

Hohe zukünftige Verpflichtungen, wie z. B. Pensionsrückstellungen oder ein Investitionsstau, wird ein Käufer kritisch betrachten. Deswegen sind Erläuterungen erforderlich.

Bedingt durch die Covid-19-Pandemie hat sich die Verschuldung vieler Unternehmen erhöht. Teilweise wurden Förderkredite aufgenommen, die Beschränkungen vorsehen (z. B. Verzicht auf Gewinnausschüttungen oder Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen). Hier bietet es sich an, durch eine plausible Unternehmensplanung darzustellen, dass die Verschuldung nach der Pandemie ord-

nungsgemäß zurückgeführt werden kann. Auch sollte geprüft werden, ob bei einem Gesellschafterwechsel die Finanzierung sofort zurückzuführen ist bzw. Gläubigern ein Mitspracherecht beim Verkauf eingeräumt wurde.

4 AUSWIRKUNGEN DER PANDEMIE AUF DEN VERKAUFSPROZESS

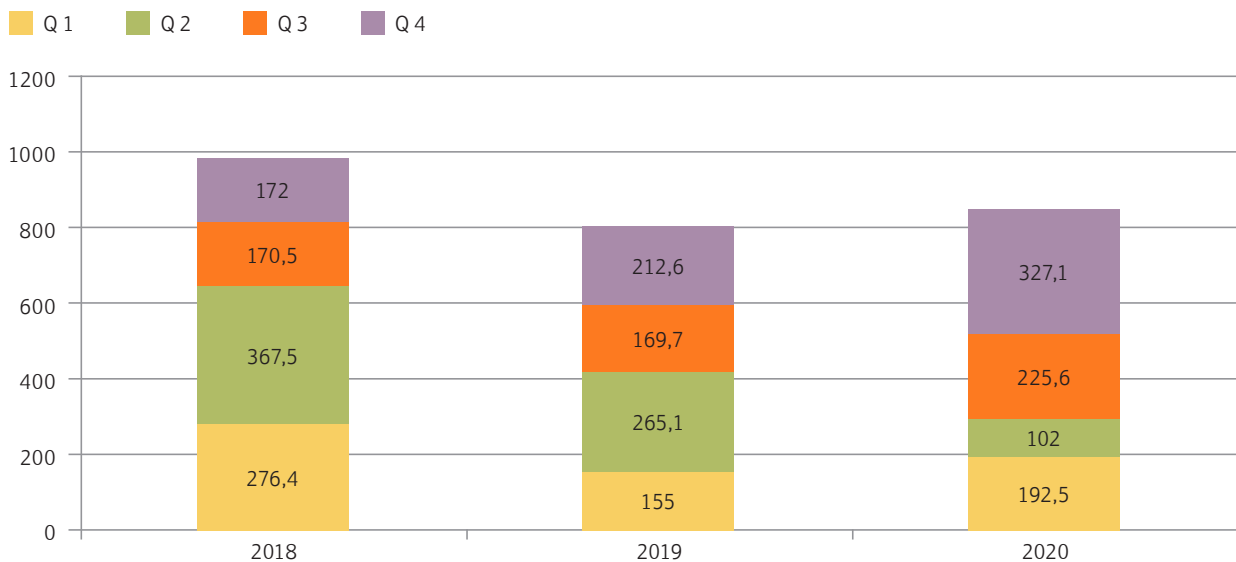
4.1 Verkaufsstory. In Pandemie-Zeiten erscheint es noch wichtiger, eine überzeugende „Verkaufsstory“ zu entwickeln. Die Gründe, warum das Unternehmen ausgerechnet zu diesem Zeitpunkt verkauft werden soll, sind plausibel darzustellen. Ziel ist es, den Käufer zu überzeugen, dass das Unternehmen nach der Pandemie wieder an seine alten Stärken anknüpfen kann. Befindet sich das Unternehmen in einer Sanierungssituation, gilt es, mögliche Synergien aufzuzeigen oder Maßnahmen zu erarbeiten, die das Unternehmen stabilisieren und in die Gewinnzone führen.

Kaufinteressenten werden mit Bezug auf die Pandemie prüfen,

- ob der Geschäftsbetrieb vollumfänglich weitergeführt wird bzw. wie stark er beeinträchtigt ist
- ob es Störungen in den Kunden- oder Lieferantenbeziehungen gibt
- welche Maßnahmen ergriffen wurden, um negativen Auswirkungen zu begrenzen
- wie die Profitabilität des Unternehmens beeinflusst wird
- wie das Unternehmen im Vergleich zur Branche oder zu Wettbewerbern die Krise managt.

M&A-TRANSAKTIONEN IN EUROPA NACH QUARTALEN

Volumen in USD Mrd.



Quellen: Global & Regional M&A Report 2020

Sinnvoll ist eine Darstellung, wie die Pandemie das Geschäftsmodell beeinflusst und ob es sich durch die Pandemie nachhaltig verändern wird.

4.2 Kaufinteressenten. Manche Verkäufer befürchten, dass es aktuell weniger Kaufinteressenten als vor der Pandemie gibt, da mögliche Käufer mit der Stabilisierung des eigenen Unternehmens beschäftigt sind und Unternehmenszukäufe zurückstehen müssen. Hier muss immer das einzelne Unternehmen und sein Branchenumfeld betrachtet werden. Für Unternehmen mit einem auch nach der Pandemie tragfähigen Geschäftsmodell gibt es Kaufinteressenten.

Auch die Statistik zeigt, dass der europäische M&A-Markt wieder anzieht: nach einem starken Rückgang im 2. Quartal 2020 sind die M&A-Transaktionen besonders im 4. Quartal 2020 rasant gestiegen. Im Vergleich zu 2019 hat sich das Transaktionsvolumen sogar erhöht (siehe Abbildung Seite 9).

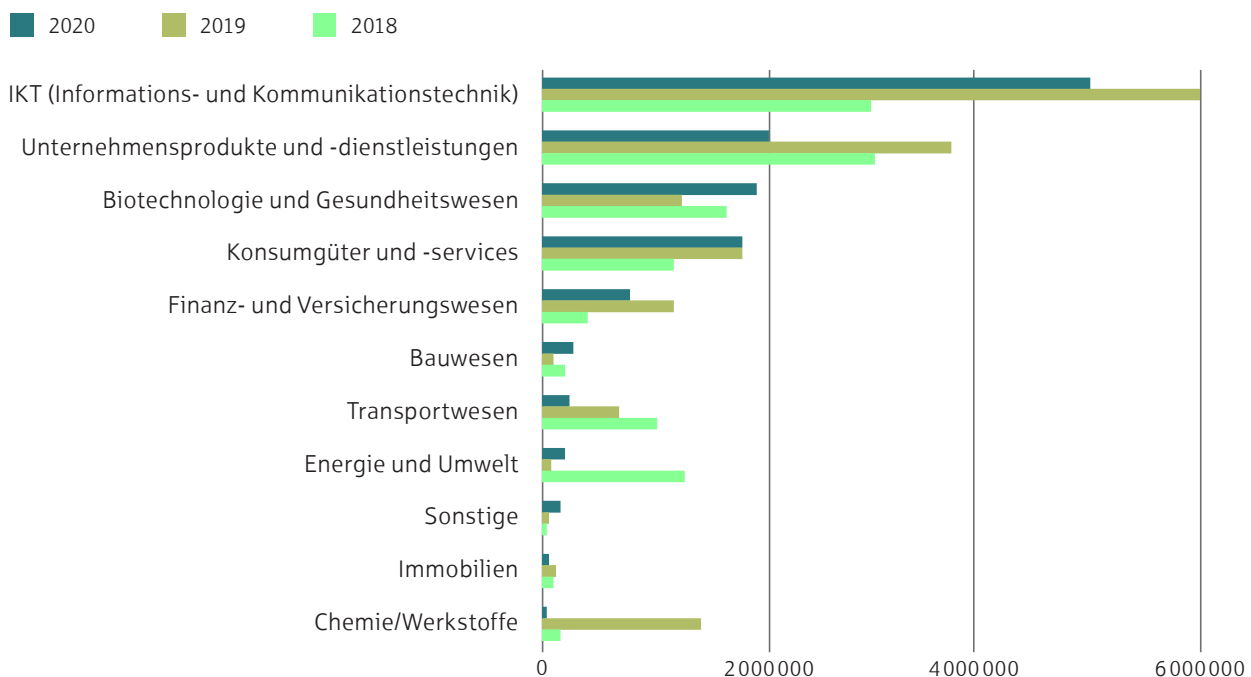
Vor der Ansprache möglicher strategischer Käufer ist abzuwägen, ob sie derzeit in der Lage sind, Akquisitionen zu finanzieren und das gekaufte Unternehmen zu integrieren. Aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten stehen Akquisitionen bei vielen Unternehmen nicht im Fokus. Neben strategischen Käufern treten immer stärker Finanzinvestoren auf.

Diese Investorengruppe hat viel Kapital zur Verfügung, das in Unternehmensbeteiligungen angelegt werden soll. Das sogenannte „Dry Powder“, also das nicht investierte Kapital in den Private-Equity-Fonds, erreicht immer neue Rekordstände. Damit wächst auch der Anlagedruck für die Beteiligungsmanager. Allein die deutschen Beteiligungsgesellschaften sammelten in 2020 Kapital in Höhe von 3,9 Mrd. EUR ein.

Von 12,5 Mrd. EUR, die Beteiligungsgesellschaften in 2020 in deutsche Unternehmen investiert haben, flossen 4,9 Mrd. EUR (39%) in die IKT-Branche (Informations- und Kommunikationstechnik). Diese Branche wird auch nach der Pandemie attraktiv bleiben. Die Attraktivität des Sektors Unternehmensprodukte und -dienstleistungen, in den nur noch 2,0 Mrd. EUR (16%) investiert wurde, ist dagegen gesunken. In 2018 lagen diese beiden Branchen mit Investitionen von jeweils 3 Mrd. EUR noch gleichauf (siehe Abbildung unten). Dies verdeutlicht, wie stark sich in der Pandemie die Branchenpräferenz der Käufer verschoben hat.

4.3 Kaufpreis. Die Attraktivität verschiedener Branchen spiegelt sich in den gezahlten Kaufpreismultiplikatoren wider (siehe Abbildung Seite 11). Vergleicht man die in der Zeitschrift Finance veröffentlichten Experten-Multiples für die bei Unternehmenstransaktionen gezahlten EBIT-Multiplikatoren, stellt man nach Ausbruch der

PRIVATE EQUITY INVESTITIONEN IN DEUTSCHLAND
Nach Branchen (in TEUR)



Quelle: BVK, Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt 2020, März 2021

Covid-19-Pandemie einen deutlichen Rückgang der Multiplikatoren in den Branchen Maschinen- und Anlagenbau, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau und -zubehör sowie Software fest. Während die Softwarebranche bis März 2021 wieder das Vor-Pandemie-Niveau erreicht hat, in dem Kaufpreise von durchschnittlich 9x EBIT bei „Small Cap“-Transaktionen gezahlt wurden, verharren die übrigen Branchen auf dem tieferen Niveau von April 2020. Naturgemäß erfassen Durchschnittswerte nicht die Besonderheiten einzelner Unternehmen. Verfügt das Unternehmen z. B. über Kompetenzen in der Automatisierung oder Robotik, kann dies die Bereitschaft eines Käufers erhöhen, einen überdurchschnittlichen Multiplikator zu bezahlen. Deshalb ist es wichtig, in der Unternehmenspräsentation die Kompetenzen und Perspektiven des Unternehmens herauszuarbeiten.

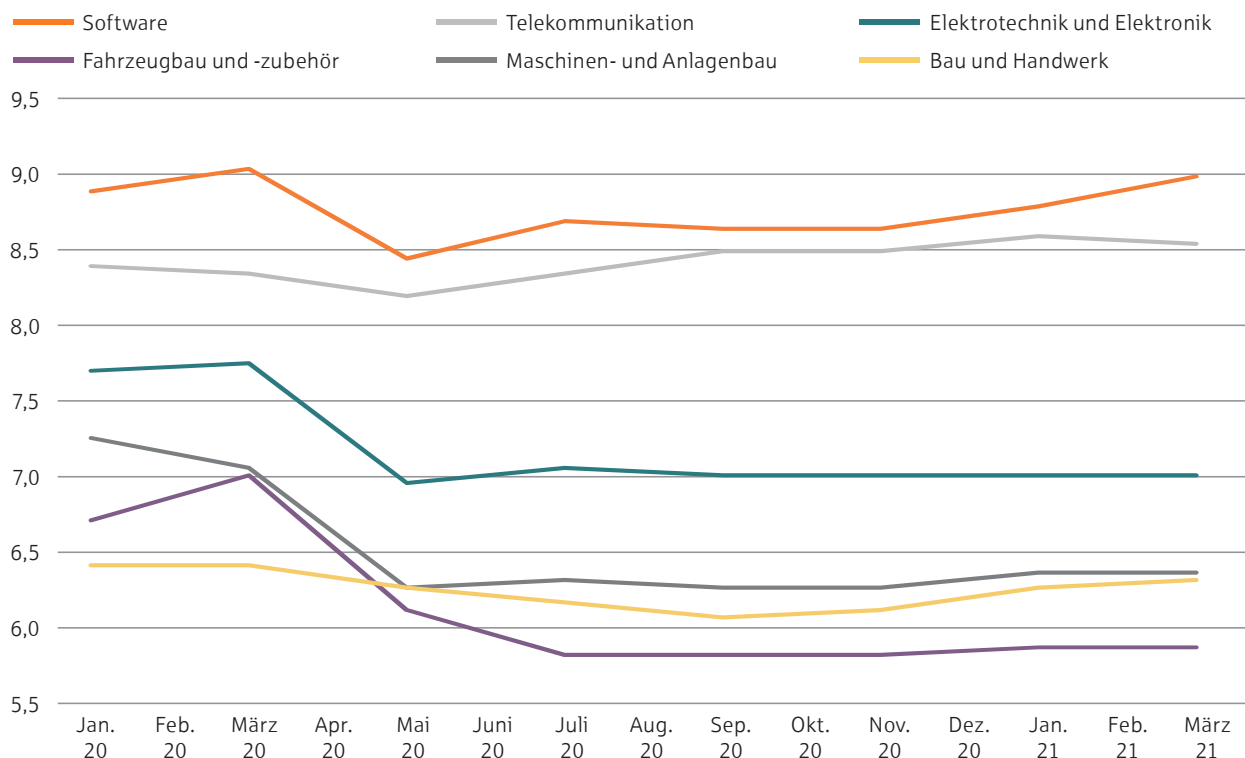
4.4 Unternehmenszahlen und -planung. Viele Unternehmen verzeichnen wegen der Covid-19-Pandemie stark gesunkene Umsätze und Erträge. Aus diesem Grund befürchten Unternehmer, dass sich dies in erheblichen Kaufpreisreduktionen niederschlagen wird. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Pandemie ein außerordentliches Ereignis ist und ein Umsatzrückgang nicht unbedingt auch ein strukturelles und nachhaltiges Problem darstellt. Käufer interessiert die Zukunft des Unterneh-

mens und sie berücksichtigen bei der Preisfindung vor allem die künftigen Erträge.

Für die Verkaufsverhandlungen ist es ratsam, die Vergangenheitszahlen sorgfältig zu analysieren. Die Effekte der Pandemie auf Umsatz- und Kostenentwicklung, auf Finanzierungsstrukturen und Investitionen sollten herausgearbeitet werden. Relevante Positionen sind z. B. entgangene oder in die Zukunft verschobene Umsätze und Einmalserträge in Form von Zuwendungen bzw. Subventionen. Auf der Kostenseite sind Einsparungen beim Personalaufwand zu berücksichtigen, wenn Kurzarbeitergeld in Anspruch genommen wurde. Weitere Einsparungen, wie reduzierte Mietzahlungen oder geringer Reisekosten, sind ebenfalls zu bereinigen. Sind Restrukturierungsaufwendungen (z. B. Abfindungen) entstanden, sollten diese bei der Ermittlung eines „normalisierten“ Ergebnisses korrigiert werden. Aufwand, z. B. durch erhöhte Hygienemaßnahmen oder eine geringere Auslastung der Produktionskapazitäten aufgrund von Abstandsregelungen, müssen in die Bereinigung mit einfließen.

Auch die Unternehmensplanung sollte die pandemiebedingten Korrekturen beachten. Es sind Schätzungen vorzunehmen, wie sich die Geschäftstätigkeit nach der

FINANCE-EBIT- MULTIPLES SMALL CAPS
Unter 50 Mio. EUR Umsatz, Durchschnittswerte



Quelle: Finance, eigene Berechnungen

“

*Käufer interessiert die Zukunft des Unternehmens
und sie berücksichtigen bei der Preisfindung vor allem
die künftigen Erträge*

”

Pandemie entwickeln wird. Hier kommt es noch mehr als vor der Pandemie darauf an, die Annahmen sauber her-zuleiten und plausibel zu begründen. Generell sollte eher vorsichtig geplant werden. Müssen die Zahlen im Laufe des Verkaufsprozesses nach unten angepasst werden, kann sich dies negativ auf den Verkaufspreis auswirken und erschwert die Verkaufsverhandlungen. Kaufpreisrelevante Informationen sollten nicht bis kurz vor Abschluss der Transaktion zurückgehalten werden. Wenn Kaufinteressenten diese Informationen erst durch eigene Analysen bzw. Nachfragen in der Due Diligence aufdecken, kann es das Vertrauen in die Zuverlässigkeit weiterer Angaben beeinträchtigen. Deshalb ist es besser, auch negative Informationen rechtzeitig zu geben und die Entwicklung zu begründen.

4.5 Vertragsgestaltung. Aufgrund der hohen Unsicherheiten über die zukünftige Geschäftsentwicklung legen Kaufinteressenten hohen Wert auf umfangreiche Garantien und Freistellungen. Sie versuchen, die Verkäufer über Kaufpreiszugeständnisse, Earn-outs und Verkäuferdarlehen mit ins Risiko zu nehmen. Bei den Earn-outs wird in der Pandemie noch kontroverser über die Parameter für den Earn-out sowie angemessene und praktikable Verfahrensregeln und Schutzmechanismen für den Verkäufer in der Earn-out-Periode verhandelt.

Zunehmend versuchen Käufer eine sogenannte MAC-Klausel (Material Adverse Change) auszuhandeln, die ein vertragliches Rücktrittsrecht für den Fall einer wesentlichen Verschlechterung der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage des Zielunternehmens im Zeitraum zwischen dem Unterzeichnungstag („Signing“) und dem Vollzugstag („Closing“) einräumt. Inwiefern diese Klausel im Zusammenhang mit einer Pandemie überhaupt greift, ist von der konkreten Ausformulierung abhängig.

Um nach dem Vollzug des Unternehmensverkaufs nicht in die Haftung genommen zu werden, sollte der Verkäufer bestrebt sein, alle relevanten Informationen offenzulegen. Je mehr Informationen dem Käufer vor Vertragsunterzeichnung bekannt sind, umso weniger Anlässe gibt es für spätere Haftungsansprüche.

5 FAZIT

Ein neutraler Berater kann die Verkäufer bereits im Vorfeld bei der Prüfung auf Verkaufshindernisse unterstützen und Maßnahmen zur Beseitigung empfehlen. Ein M&A-Berater ist nicht betriebsblind und weiß aus Erfahrung, welche Bereiche für Käufer problematisch sind.

Er kennt die Argumente, die zur Kaufpreisreduzierung eingesetzt werden und kann Verhandlungspositionen aufbauen, um den Spielraum von Kaufinteressenten bei den Preis- und Vertragsverhandlungen zu begrenzen.

Die Pandemie verursacht hohe Unsicherheiten bezüglich der weiteren Unternehmensentwicklung. Deshalb kann es im Interesse von beiden Parteien sein, einen Teil des Kaufpreises an zukünftige Umsätze oder Erträge zu koppeln. Hierdurch kann die Lücke zwischen Kaufpreisangebot und Preiserwartung des Verkäufers geschlossen werden.

Da Banken Akquisitionsfinanzierungen restriktiver vergeben als vor der Pandemie, kommen Verkäuferdarlehen oder Kaufpreisstundungen eine höhere Bedeutung zu. Diese Instrumente erleichtern Käufern die Kaufpreisfinanzierung und signalisieren, dass der Verkäufer an den zukünftigen Unternehmenserfolg glaubt. Mit Flexibilität und pragmatischen Regelungen können auch in der Pandemie erfolgreich Unternehmen verkauft werden.

VERTRIEBSIMPULSE

- Nehmen Sie Kunden, die einen Unternehmensverkauf erwägen, die Angst keinen Käufer zu finden.
- Zeigen Sie Ihren Kunden Maßnahmen auf, die die Attraktivität des Unternehmens für Kaufinteressenten erhöhen.
- Weisen Sie darauf hin, wie wichtig die sorgfältige Vorbereitung des Unternehmensverkaufs ist. Dabei können externe M&A- oder Steuerberater*innen wichtige Impulse geben.