

Unternehmenskauf – Die Vorbereitung

Ulrich Herfurth, Rechtsanwalt in Hannover und Brüssel

No. 238 - Januar 2007

Die strategischen Überlegungen für den Erwerb eines Unternehmens oder einer Beteiligung können auf den unterschiedlichsten Grundlagen beruhen. Eines der wichtigsten Motive für den Erwerb ist regelmäßig der Zugewinn von Marktanteilen. Bei grenzüberschreitenden Transaktionen geht es dem Erwerber in der Regel um einen schnellen Zugang zu einem neuen nationalen Markt, also um eine Maßnahme im Zuge der Europäisierung oder Internationalisierung des Unternehmens. Möglicherweise soll die Übernahme aber auch nur der Sortimentsabrundung im Bereich der bisherigen Produktpalette dienen. Ähnlich sind Akquisitionen zu verstehen, die auf die schnellere Verfügbarkeit von Innovationen in Kerngebieten zielen, oder umgekehrt auf eine Diversifizierung der bisherigen Aktivitäten. Gelegentlich ist der Beweggrund für eine Übernahme aber auch die Ausschaltung eines lästigen Wettbewerbers. In Märkten mit knappen Ressourcen kann aber auch ein Zugang zu diesen Ressourcen das entscheidende Motiv sein, etwa bei Personalknappheit in bestimmten Know How Bereichen. Ein weiterer denkbarer Grund kann in der Absicherung von wettbewerbliehen oder schutzrechtlichen Strategien liegen. Schließlich ist die Übernahme von Know How und geistigem Eigentum ebenfalls ein denkbarer Anlass, ein anderes Unternehmen zu erwerben oder sich daran zu beteiligen.

Das Zielunternehmen

Bei der Auswahl des Zielunternehmens sollte das erwerbende Unternehmen strategisch und planmäßig vorgehen, und nicht lediglich auf mehr oder weniger zufällig unterbreitete Angebote reagieren. Sofern der Erwerber keine aktive Akquisitionskampagne verfolgt, sollten zumindest die Raster und Profile definiert sein, in die ein von dritter Seite

angebotenes Unternehmen passen soll. Ist das geeignete Unternehmen identifiziert oder angeboten, muss zunächst klargestellt werden, wie die Inhaberverhältnisse ausgestaltet sind. Dies ist immer dann einfach, wenn es sich um eine alleinige Tochter innerhalb eines Konzerns handelt. Bei Familiengesellschaften oder anderen Gesellschafterstrukturen mit mehreren Beteiligten muss der Erwerber hingegen sicherstellen, dass er mit der richtigen Person Verhandlungen führt. Dieses kann ein Beauftragter des Mehrheitsgesellschafters sein, gegebenenfalls aber auch der Geschäftsführer im Auftrag seiner Gesellschafter. Ob und in welchem Umfang der Gesprächspartner für den verhandelnden Gesellschafterkreis spricht, sollte bereits in einem sehr frühen Stadium geklärt werden. Nicht selten scheitern nämlich Verhandlungen am Widerstand einzelner Gesellschafter, die mit bestimmten Konditionen in dem ansonsten ausgehandelten Kaufvertrag nicht einverstanden sind. Ob das identifizierte Unternehmen für eine Akquisition tatsächlich in Frage kommt, richtet sich aber auch nach weiteren Faktoren. Von hoher Bedeutung wird dessen bisherige Marktposition sein, lediglich wenn der Erwerber selbst eine starke Marktposition hat und diese auf die Produkte des Zielunternehmens übertragen kann, ist dessen bisheriger Rang von geringerer Bedeutung. Tatsächlich müssen aber dann die vorhandenen Produkte oder die vorhandenen betrieblichen Kenntnisse hinreichend attraktiv sein. Soll das Zielunternehmen am Markt weiterbestehen, muss es auch über ein positives Image verfügen. Bereits im Vorfeld der Akquisitionsüberlegungen ist es eine wichtige Aufgabe des Erwerbers, die Unternehmenskultur des Zielunternehmens daraufhin einzuschätzen, ob sie sich mit der eigenen Kultur des Unternehmens in Einklang bringen lässt. Von ganz wesentlicher Bedeutung ist schließlich die finanzielle und wirtschaftliche Lage des Zielunternehmens; diese

muss ermittelt werden, bevor der Erwerber die Verhandlungen intensiviert und vertiefte Unternehmensprüfungen vornimmt. Allerdings zeigen sich tatsächlich erst bei den genauen Prüfungen oft Schwachstellen, die vorher nicht bekannt oder erkannt worden waren.

Kaufpreisfindung

Die Preisfindung für ein Unternehmen oder eine Beteiligung stellt sich regelmäßig als schwierig dar. Nicht immer, aber in der Regel, ist das Unternehmen als ganzes wertvoller als die Summe seiner Teile. Dies bedeutet, dass eine Beteiligung nicht nur in Höhe des im Unternehmen vorhandenen Kapitals bezahlt wird, sondern darüber hinaus. Von daher ist der Ansatz eines Wertes in Höhe des bilanziellen Eigenkapitals typischerweise zu niedrig. Auch die Hinzurechnung stiller Reserven deckt häufig nicht den wahren Wert des Unternehmens ab. Bei Unternehmen mit normaler Ertragslage wird daher häufig der Ertragswert über dem Substanzwert liegen. Allerdings kann auch der umgekehrte Fall eintreten, nämlich dann, wenn der im Unternehmen investierte Kapitalstock nicht durch angemessene Erträge verzinst wird oder wenn das Unternehmen gar Verluste erwirtschaftet. Um zu rationalen Anhaltspunkten für die Preisfindung zu gelangen, hat die Beratungspraxis Bewertungsmodelle entwickelt, die nicht nur die historische Ertragslage, sondern auch die Zukunftsperspektiven berücksichtigen. Hierzu wird in der Regel die Ertragswertmethode angewendet oder Verfahren nach der Discounted Cash Flow Methode. Beide ermitteln Kapitalwerte und erfassen daher ausschließlich die finanzielle Komponente eines Unternehmenswertes. Beide Verfahren sollten im Grundsatz zu einem gleichen oder ähnlichen Unternehmenswert gelangen. Ihre Methode richtet sich im Kern darauf, die Erträge einer definierten künftigen Periode zu kapitalisieren, abzuzinsen und auf die Verzinsung des Kapitaleinsatzes einen Risikozuschlag hinzuzurechnen.

Da diese Methoden rein kapitalorientiert sind, eignen sie sich eher für Investitionsentscheidungen von Finanzinvestoren als für die von unternehmerischen Erwerbern. Die Methode ist im Einzelfall kompliziert anzuwenden, insbesondere, wenn für eine präzise Ermittlung der Datenbestand nicht sofort in vollem Umfang verfügbar ist.

Eine andere Methode zur Ermittlung eines Unternehmenswertes ist daher die Verwendung von Kennziffern und Multiplikatoren. Ein Multiplikator kann an so unterschiedlichen Bezugsgrößen wie Umsatz, Kundenstamm, Cash Flow oder Gewinn anknüpfen. Dabei setzen sich Bezugsgrößen wie EBT (Earnings Before Taxes), EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) und EBITDA (Earnings Before

Interest, Taxes Depreciation and Amortisation) durch. Die Verschiedenheit der Bemessungsgrundlagen beruht darauf, dass Investoren darum bemüht sind, Verfremdungseffekte durch finanz- oder steuertechnische Faktoren zu vermeiden; sie wollen die tatsächliche operative Kraft des Zielunternehmens herausfiltern. Zu diesem Zweck werden unter Umständen auch noch weitere Unterscheidungen getroffen, z. B. nach Ertragskraft unter Ausklammerung von Ergebnissen aus außerordentlichen Geschäften, z. B. Grundstücksverkäufen, Aufdeckung stiller Reserven usw. Die Höhe des Multiplikators, der an einer solchen Bemessungsgröße anknüpft, schwankt wiederum außerordentlich zwischen 0,5 und weit über 20, je nachdem, welche Entwicklungsmöglichkeiten im Unternehmen und in der Branche gesehen werden. Erfahrungsgemäß sind die Bandbreiten für Multiplikatoren innerhalb einer Branche enger als über die Branchengrenzen hinweg.

Ein ganz wesentliches Merkmal für unternehmerische Investitionen ist außerdem die Aussicht, inwieweit durch die Einbindung des erworbenen Unternehmens in die Struktur des Erwerbers Skaleneffekte und Hebeleffekte erzielt werden können (Leverage Effect). Kauft ein weltweit vertretener Konzern einen nur national vertreibenden Hersteller eines interessanten Produktes, wird er einen wesentlich höheren Kaufpreis einsetzen können als ein Kandidat im Wege des Management Buy Out, dem diese Vertriebskanäle ohne zusätzlichen Aufwand verschlossen bleiben. In der Praxis zeigt sich daher, dass die Findung des Kaufpreises in viel stärkerem Maße Ergebnis eines Kräftespiels zwischen Angebot und Nachfrage ist, als das Ergebnis mathematischer Berechnungen.

Auswirkung auf die Preisfindung haben schließlich auch die in den letzten Jahren erfolgten Änderungen der Steuergesetze – insbesondere durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002, das Steuersenkungsgesetz, das Unternehmenssteuerfortentwicklungsgesetz und das Steueränderungsgesetz 2001 –, durch die sich die Rahmenbedingungen für einen Unternehmenskauf drastisch verändert haben. Den nach diesen Änderungen bestehenden gegenläufigen steuerlichen Interessen von Veräußerer und Erwerber kann durch die bis 2001 bestehenden Gestaltungsmodelle nicht mehr Rechnung getragen werden. Da der Erwerber kein Steuerminderungspotential aus Abschreibungssubstrat mehr gewinnen kann, wird er in Zukunft nicht mehr bereit sein, einen höheren Kaufpreis für Anteile an einer Kapitalgesellschaft zu bezahlen, soweit nicht neue Modelle für den Unternehmenskauf entwickelt werden).

Die Verhandlung

In welcher Weise die Verhandlungen geführt werden, hängt sehr stark von der individuellen Situation und der Interessenlage der Beteiligten ab. Die Art der Verhandlungsführung kann aber entscheidend für Erfolg oder Misserfolg sein, beeinflusst in jedem Fall das Kräftespiel zwischen den Verhandlungsparteien um die Verbesserung der Positionen zum Vertragsabschluß. Zunächst stellt sich die Frage, ob die Verhandlungen offen oder verdeckt geführt werden. Bei der offenen Verhandlung werden Veräußerer und Erwerbsinteressent aufgedeckt. Bei der verdeckten Verhandlung bleibt eine der Parteien zumindest über einen gewissen Zeitraum unbekannt. In bestimmten Fällen läßt der Erwerbsinteressent daher über Treuhänder verhandeln; gegebenenfalls erwirbt dieser auch das Zielunternehmen und veräußert es anschließend an den Auftraggeber weiter. Ein solcherart verdecktes Vorgehen kann erforderlich sein, um Verhandlungsbarrieren zu überwinden oder aber auch Marktveränderungen zu vermeiden. Für den Verhandlungsführer erfordert diese Vorgehensweise hohe Sensibilität, da auch bereits im Verhandlungsstadium vorvertragliche Treupflichten gegenüber der anderen Vertragspartei entstehen können, die ein Beteiligter nicht verletzen darf. Beispielsweise ist ihm regelmäßig verboten, erlangte Informationen über das Zielunternehmen ohne dessen ausdrückliche Erlaubnis an Dritte weiterzugeben, dies gilt dann auch für seinen Auftraggeber. Die Interessenlage des Veräußerers ist eindeutig, wenn es sich bei dem Auftraggeber des Erwerbers selbst um einen Wettbewerber handelt. Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob die Verhandlungen zu der Akquisition öffentlich oder geheim geführt werden. Zumeist bemühen sich die Vertragsparteien tatsächlich, ihr Vorhaben so lange wie möglich nicht allgemein bekanntwerden zu lassen, um Rückzugsmöglichkeiten offen zulassen und den Markt einschließlich Lieferanten, Wettbewerber und Kunden nicht zu nachteiligen Reaktionen zu veranlassen. Auch unter den Mitarbeitern, insbesondere des Zielunternehmens, besteht regelmäßig erhöhte Sensibilität; um hier Irritationen und Abwanderungen zu vermeiden, ist daher Diskretion erforderlich. Maßnahmen zur Geheimhaltung liegen auf verschiedenen Ebenen. Am erfolgreichsten sind vertrauliche Verhandlungen, wenn möglichst wenige Personen eingebunden sind. In derartigen Fällen verhandeln ausschließlich Vertreter der Geschäftsführung miteinander, unter Umständen sind selbst Mitgeschäftsführer über Tatsache oder Einzelheiten des Vorhabens nicht informiert. Verhandlungen sollten zudem regelmäßig an neutralen Standorten stattfinden, nicht in einem der beteiligten Unternehmen. Die Erfahrung zeigt, dass Indiskretionen von Mitarbeitern sehr viel häufiger

vorkommen als vorgestellt. Nicht selten werden eMails, Telefaxe und Schriftstücke an Unbefugte weitergeleitet, telefonische Mitteilungen sind die häufigste Form der Verbreitung von Nachrichten zu anstehenden Akquisitionen. Sobald die Tatsache einer Akquisitionsverhandlung bekannt ist, sollten die beteiligten Parteien eine aktive Informationspolitik verfolgen. Diese richtet sich an die Fachpresse und die Mitarbeiter, unter Umständen auch an Geschäftspartner, und muss auf Beweggründe und Folgen der Transaktion ausgerichtet sein.

In der Verhandlungsführung selbst ist die Zuordnung von Verantwortlichkeiten ein wichtiger Erfolgsfaktor. Als Grundregel gilt, dass die Erfolgchancen umso höher sind, je kleiner der Kreis der Verhandlungsbeteiligten gezogen wird. Nach amerikanischem Vorbild sollten die Verhandlungen und Gespräche von einem Verhandlungsführer geführt werden, nicht durch eine Vielzahl von Beteiligten. Manche Gesprächspartner zielen nämlich geradezu darauf ab, Kommunikationslücken innerhalb einer Verhandlungsgruppe dazu zu nutzen, Gesprächs- oder Verhandlungsergebnisse zu ihren Gunsten zu fixieren. Diese Vorgehensweise erfordert eine klare Positionierung des Verhandlungsführers, einen eindeutigen Auftrag mit großen Vollmachten, auch zum Abbruch der Verhandlungen, sowie eine disziplinierte Beteiligung der anderen Mitglieder der Verhandlungsgruppe. In der Gesprächsführung werden die unterschiedlichsten Taktiken eingesetzt, um die eigene Position zu verbessern. Dies reicht von dem bewussten Herbeiführen einer negativen Stimmung oder dem gezielten persönlichen Angriff auf einzelne Verhandlungsmitglieder, weiter über den Anschein einer ausschließlich sachlich technischen Vorgehensweise bis hin zu einer übersteigerten kollegialen Atmosphäre, in der man bereits vor Abschluss des Vertrages sich als Mitglied einer gemeinsamen Projektgruppe sieht.

Beide Parteien werden versuchen, in der Verhandlung ihre Ziele bestmöglich durchzusetzen: Der Veräußerer neigt stets dazu, problematische Fragen herunterzuspielen, diese auf später zu vertagen oder nicht zu eröffnen. Erwerber verfolgen oft die Taktik, die Verhandlungen mit einem attraktiven Preisangebot zu eröffnen, um dann im Zuge der Verhandlungen genügend Defizite zu entdecken, die Schritt für Schritt das Kaufpreisangebot sinken lassen. Ein wichtiger Verhandlungsfaktor ist die Zeitachse, die sich aus äußeren Rahmenbedingungen des Käufers oder Verkäufers ergeben kann, teilweise aber auch künstlich gesetzt wird, um einen noch zögerlich taktierenden Verhandlungspartner unter Druck zu setzen.

Der Letter of Intent

Sobald sich das Interesse der Beteiligten an der geplanten Transaktion verfestigt, entsteht häufig der Wunsch nach einer ersten Fixierung des geplanten Vorhabens in Form einer schriftlichen Absichtserklärung (letter of intent). Die Gründe dafür können vielschichtig sein, etwa das Fixieren bestimmter Eckpunkte für weitere Verhandlungen oder einen späteren Vertrag, die Rechtfertigung der Verhandlungen gegenüber eigenen Gremien sowie die Vereinbarung vorvertraglicher Pflichten der Verhandlungsparteien. Ob sich aus einer derartigen Absichtserklärung bereits eine Verpflichtung für den Abschluss eines Kaufvertrages ergibt, hängt von der Formulierung im Einzelnen ab, typischerweise aber nicht. Daher lässt sich ein Letter of Intent im Grundsatz in zwei Abschnitte zerlegen. Zunächst fixieren die Parteien die Hintergründe und die Geschäftsgrundlage für den geplanten Erwerb, insbesondere aber dessen Eckpunkte: Erwerbsgegenstand, vorgestellter Kaufpreis, Zeitpunkt der Übergabe, Zustand des Unternehmens sowie bestimmte wesentliche Eckwerte, etwa ein Wettbewerbsverbot. Der zweite Abschnitt enthält die Beziehungen der Beteiligten in der Verhandlungsphase. Hier wird zunächst klargestellt, ob und unter welchen Umständen die betreffenden Verhandlungspartner jeweils verpflichtet sind, den endgültigen Kaufvertrag abzuschließen, oder ob sie dazu nicht verpflichtet sind. Zumeist bleiben die Parteien in ihrer Entscheidung frei, sind jedoch verpflichtet, der Gegenpartei unverzüglich anzuzeigen, wenn kein ernstliches Interesse an der Realisierung mehr besteht. Der LOI befristet den Verhandlungszeitraum auf wenige Wochen oder Monate, häufig verpflichten sich die Parteien zur Exklusivität, so dass sie nicht mit anderen Erwerbern oder Anbietern verhandeln dürfen. Ist eine der Parteien (insbesondere der Veräußerer) besonders attraktiv, kann diese exklusive Verhandlungsposition auch mit einer Optionsgebühr vergütet werden. Wenn der Letter of Intent nicht bereits selbst eine Vertraulichkeitsverpflichtung enthält, wird eine derartige Verschwiegenheitsvereinbarung zumindest mit einbezogen werden müssen. Diese Verschwiegenheitsvereinbarung kann verschieden ausgestaltet sein. Zumeist soll aber jedenfalls bei einem Abbruch der Verhandlungen die Tatsache selbst geheim bleiben, natürlich auch alle überlassenen Informationen auch nach Abbruch der Verhandlungen auf Dauer oder für einen mehrjährigen Zeitpunkt. Die Inhalte einer derartigen Vertraulichkeitsvereinbarung sind vielschichtig im Hinblick auf etwa einzubeziehende Personen, aber auch hinsichtlich des Schicksals von Informationen, die zwischen den Beteiligten ausgetauscht wurden. Bereits im Letter of Intent wird daher häufig eine Vertragsstrafe vereinbart für den Fall, dass die Verpflichtung aus

dem LOI, insbesondere aus der Vertraulichkeitserklärung, nicht eingehalten wird.

Herausgegeben im Januar 2007.

Der Beitrag ist in gekürzter Fassung entnommen aus dem CASTON REPORT Unternehmenskauf, Juni 2004 (2. Aufl.)

caston.info

Mehrere tausend Beiträge zu Recht & Wirtschaft International finden Sie kostenfrei im Internet bei caston.info. Dort können Sie nach Schlagwort und Sachgebieten recherchieren.

Unsere Titelliste erhalten Sie auch per Fax.

HERAUSGEBER

HERFURTH & PARTNER,
Rechtsanwälte GBR - German & International Lawyers
Luisenstr. 5, D-30159 Hannover
Fon 0511-30756-0 Fax 0511-30756-10
Mail info@herfurth.de, Web www.herfurth.de
Hannover · Göttingen · Brüssel · München
Member of the ALLIURIS GROUP, Brussels

REDAKTION / HANNOVER

Redaktion: Ulrich Herfurth, Rechtsanwalt, zugelassen in Hannover und Brüssel (verantw.), Sibyll Hollunder-Reese, M.B.L., Rechtsanwältin (D); Philipp Neddermeyer, Rechtsanwalt (D),

unter Mitarbeit von Kenneth S. Kilimnik, LL.M., M.IUR., Attorney at Law (USA); Angelika Herfurth, Rechtsanwältin (D); Jens-Uwe Heuer, Rechtsanwalt (D); Dr. jur. Konstadinos Massuras, Rechtsanwalt (D) und Dikigoros (GR); Thomas Gabriel, Rechtsanwalt (D); Carlota Simó del Cerro, LL.M., Abogada (ES); JUDr. Yvona Rampáková, Juristin (CR); Egbert Dittmar, Rechtsanwalt (D); Metin Demirkaya, Rechtsanwalt (D); Dr. Jona Aravind Dohrmann, Rechtsanwalt (D); Marc-André Delp, M.L.E., Rechtsanwalt (D); Anja Nickel, Rechtsanwältin (D); Tatiana Getman, Rechtsanwältin (D); Reinald Koch, Rechtsanwalt (D); Monika Sekara, Rechtsanwältin (D); Kornelia Winnicka, Rechtsanwältin (D); Dr. jur. Wolf Christian Böttcher, Rechtsanwalt (D); Rosa Velarde, Abogada (PER); Adeline Maler Berger, Advocate and Solicitor (GB/ SG), Peh-Wen Lin, Rechtsanwältin (D).

KORRESPONDENTEN / AUSLAND

u.a. Amsterdam, Athen, Barcelona, Brüssel, Budapest, Bukarest, Helsinki, Kiew, Kopenhagen, Lissabon, London, Luxemburg, Mailand, Madrid, Oslo, Paris, Prag, Stockholm, Warschau, Wien, Zürich, New York, Moskau, Peking, Tokio, Bombay, Bangkok, Singapur, Sydney.

VERLAG

CASTON GmbH, Law & Business Information
Luisenstr. 5, D-30159 Hannover,
Fon 0511 - 30756-50, Fax 0511 - 30756-60
Mail info@caston.info; Web www.caston.info

Alle Angaben erfolgen nach bestem Wissen; die Haftung ist auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt. Wiedergabe, auch auszugsweise, nur mit Genehmigung der Herausgeber.