

Offen gesprochen

Fünf Grundregeln des M&A und
warum Familiengesellschafter sie nicht beachten sollten

M&A-Transaktionen in Deutschland nehmen wieder zu. Nach Berechnungen der Zeitschrift M&A-Review überschritt das Transaktionsvolumen im Jahr 2014 zum zweiten Mal in Folge die Marke von USD 100 Mrd. und konnte damit an die hohen Volumina in den Jahren vor 2009 anknüpfen. Auch in 2015 ist eine entsprechende Entwicklung zu erwarten. Ein Grund hierfür sind auch zunehmende Verkäufe von Familiengesellschaften. Nach unserer Einschätzung hat sich hier in den letzten Jahren, in denen nur wenige Verkäufe von Familienunternehmen zu verzeichnen waren, ein Handlungsbedarf aufgestaut. Solche sogenannten Primaries wurden häufig aufgeschoben, da aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase eine Wiederanlage des erzielbaren Kaufpreises im Vergleich zur gewohnten Dividende unattraktiv erschien. Weiterhin fehlte es häufig an dem „geeigneten“ Käufer. Strategische Käufer erschienen aufgrund des Risikos einer Integration des Familienunternehmens in den übernehmenden Konzern und den damit verbundenen negativen Folgen für Image, Marke und Belegschaft ebenso wenig attraktiv wie ein Verkauf an einen Finanzinvestor, der das traditionsreiche Unternehmen mutmaßlich zu einem Handelsobjekt degradiert. Was führt nun dazu, dass es doch wieder Verkaufsabsichten gibt und wie müssen die Verkaufsprozesse gestaltet werden, damit nicht nur ein attraktiver Preis für den Unternehmer erzielt wird, sondern auch die Fortführung des Unternehmens im Sinne der ausscheidenden Familien sichergestellt wird?

Unverändert hält die Niedrigzinsphase an und die Wiederanlage von hohen Kaufpreiszufüssen bleibt eine Herausforderung. Allerdings sind die erzielbaren Preise in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Diese

Tatsache führt häufig zu einer neuen Auseinandersetzung von Unternehmern mit dem Thema Unternehmensverkauf. Viel wichtiger ist aber regelmäßig die Erkenntnis, dass die eigenen Kinder nicht gewillt sind oder nicht geeignet scheinen, das Familienunternehmen fortzuführen. Damit wäre zur Fortführung des Unternehmens in Familienhand bei einem Generationenwechsel ein Fremdmanagement und damit eine wesentliche Veränderung der Unternehmenskultur, ggf. auch der Unternehmensstruktur, sowie der Corporate Governance erforderlich. Für einen Teil der Unternehmen ist dies sicher ein geeigneter Weg. Viele andere sehen darin aber ein erhebliches Risiko, dass es zu internen Konflikten, ungewollten Abhängigkeiten und einer Minderung des Unternehmenswertes kommt. Gerade in solchen Fällen stellt der Unternehmensverkauf für Unternehmer und deren Familien eine echte Alternative zum Fremdmanagement dar. Um die Sinnhaftigkeit eines solchen zu prüfen, ist die Einbindung eines erfahrenen M&A-Beraters (was hätte man vom Autor auch anderes erwartet) zur aktiven Gestaltung eines Verkaufsprozesses sinnvoll. Das Warten auf den sich selbst anbietenden Investor führt nur sehr selten zu einem positiven sowie in der Situation auch finanziell angemessenen Ergebnis.

Nun stellt sich aber die Frage, wie dieser Berater die Transaktion unterstützt. Die Lehrbücher und die verbreitete Praxis geben hier Aufschluss: Standardvorgehensweisen und Regeln bestimmen das Geschäft. Aber sind diese im derzeitigen Umfeld von hohen Kaufpreisen, einer sehr großen Anzahl von Bietern und gleichzeitig einer hohen Anzahl von gescheiterten Transaktionen eigentlich noch immer richtig?

Wir wollen fünf dieser „Standards“ einmal detaillierter diskutieren:

1. Die Auktion – mit der Ansprache einer möglichst großen Anzahl von Bietern – gewährleistet den höchsten Kaufpreis!

In der Theorie und unter M&A-Beratern ist weithin unbestritten, dass die Auktion die richtige Vorgehensweise für den Unternehmensverkauf ist. Viele Berater sehen es sogar als ihre zentrale Kompetenz, eine möglichst umfassende „Longlist“ von Investoren vorlegen zu können. Potentielle Targets werden in internationale Netzwerke eingesteuert und erstellte Teaser und Memoranden in möglichst hoher Anzahl verteilt. Dieses Vorgehen geht davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit, den „richtigen“ Investor zu finden, in dem Maße steigt, wie potentielle Investoren von der Investitionsmöglichkeit wissen.

Die Logik der breiten Ansprache ist natürlich nicht völlig von der Hand zu weisen. Insbesondere in der derzeitigen Situation, in der strategische Investoren aus der ganzen Welt an deutschen Targets interessiert sind, wäre es möglich, dass letztlich Investoren das Unternehmen erwerben, die nicht die logischen Investoren sind. Eine frühzeitige direkte Ansprache möglichst vieler Investoren könnte entsprechend besser sein, als ein langes Desk Research. Umgekehrt muss in der Praxis aber festgestellt werden, dass der reiche asiatische Käufer, der aus Naivität oder überragendem strategischen Interesse exorbitante Kaufpreise zahlt, eine seltene Ausnahme darstellt. Das gilt insbesondere für Auktionsprozesse. Die großen Akquisitionen asiatischer Unternehmen im deutschen Markt sind regelmäßig aus langjährigen bilateralen Geschäftsbeziehungen und Verhandlungen und gerade nicht aus Auktionen entstanden. Zudem sind derartige Investoren nur in Einzelsituationen willig oder in der Lage, sich dem engen Zeitplan eines strukturierten Auktionsverfahrens zu unterwerfen.

Der kleinen Chance, den überraschenden Superinvestor zu finden, stehen insbesondere bei Familienunternehmen eine Vielzahl von Risiken gegenüber. Vertraulichkeit ist mit der zunehmenden Anzahl von angesprochenen Investoren immer schwerer zu gewährleisten. Und gerade dieser Aspekt steht für viele Unternehmer ganz oben auf der Liste der Nebenbedingungen für einen Verkaufsprozess. Denn in Familienunternehmen ist die frühzeitige Information von Mitarbeitern oder Kunden über die Verkaufsabsicht fast immer problematisch. Sie führt häufig bei Mitarbeitern und Kunden zu einer Verunsicherung oder Neuorientierung, zudem kann ein informierter Betriebsrat auch Forderungen stellen, die den Unternehmenswert erheblich belasten. Ein weiteres Risiko der breiten Ansprache ist, dass sich möglicherweise sehr geeignete Investoren nicht an einem solchen Bieterwettbewerb beteiligen. Die breite Ansprache verschreckt im derzeitigen Wettbewerbsumfeld zunehmend sowohl Strategen als auch Finanzinvestoren. Diese sind häufig nicht mehr bereit, hohe Kosten für eine Prozessbeteiligung bei einer vergleichsweise geringen Akquisitionschance in Kauf zu nehmen. Außerdem ergeben sich in so gestalteten Prozessen häufig in der ersten Phase breite Bieterfelder, da Investoren zunehmend indikative Angebote abgeben, ohne sich das Informationsmemorandum wirklich angesehen zu haben. Diese Angebote sind nicht belastbar, sodass sich in der Due Diligence Phase das Bieterfeld sehr schnell lichtet. Wir neigen deshalb dazu, nach intensiver Diskussion mit dem Familienunternehmer die Marktansprache so fokussiert wie möglich vorzunehmen. Limitierte Auktion ist hier das entscheidende Schlagwort.

2. Der Wettbewerb zwischen möglichst vielen Bietern muss im Prozess so lange wie möglich aufrechterhalten werden!

Nach der Versendung der Informationsmemoranden und dem Eingang indikativer Angebote

sieht der klassische M & A-Prozess die Eröffnung des Datenraums für die ausgewählten Bieter und eine Managementpräsentation vor. Auf der Basis von Due Diligence und Präsentation sind die Bieter aufgefordert, ein verbindliches Angebot abzugeben. Diese Schritte sollen mit möglichst vielen Bietern parallel erfolgen. Eine frühzeitige Exklusivität soll vermieden werden, da diese die Wettbewerbssituation zerstört und damit die Verhandlungsposition des Verkäufers schwächt.

Voraussetzungen für ein solches Vorgehen sind erstens ausreichende personelle Kapazitäten beim Verkäufer, um die aufkommenden Fragen mehrerer Bieter kompetent und zeitnah zu beantworten und zweitens die Bereitschaft der Investoren, die hohen Kosten einer Due Diligence im Bieterwettbewerb auf sich zu nehmen. Soweit beide Voraussetzungen erfüllt sind, ist das dargestellte Standardvorgehen ideal. Besteht dann noch die Möglichkeit und die Bereitschaft der Verkäufer zur Durchführung einer sogenannten Vendor Due Diligence, ist das Feld für einen weitgehend parallelen Due Diligence-Prozess bestellt.

Leider sind diese Voraussetzungen bei Familienunternehmen nur sehr selten gegeben. Zum einen ist die Anzahl der in den Verkaufsprozess eingesetzten Mitarbeiter regelmäßig äußerst begrenzt, sodass bereits die Erstellung eines Datenraums unter Einhaltung der erforderlichen Vertraulichkeit für das Unternehmen sehr belastend ist. Gleiches gilt natürlich für die Durchführung einer Vendor Due Diligence. Zum anderen sind viele Familienunternehmen nicht bereit, die Kosten für eine solche frühe Prüfung auf sich zu nehmen. Die parallele Beantwortung von Fragen mehrerer Bieter – mit oder ohne Vendor Due Diligence – überfordert dann die betroffenen Personen nicht selten vollständig. Soweit die Eigentümer dann auch noch in den operativen Betrieb, meistens den Vertrieb, eingebunden sind, kann die Belastung der Eigentümer und der eingeweihten Mitarbeiter durch den

Verkaufsprozess zu einer Belastung der kurzfristigen Geschäftsentwicklung führen. Dabei ist die Limitation der Due Diligence heute kaum noch eine realistische Alternative. Der Umfang der Prüfung ist nicht nur aufgrund der immer umfassenderen Anforderungen finanzierender Banken, sondern auch durch Regularien der Investoren und die Kreativität der begleitenden Berater in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen. Über die Sinnhaftigkeit dieser Ausweitung lässt sich sicher streiten, entziehen kann man sich dieser Entwicklung aber leider nicht.

Diese umfassenden Prüfungen sind naturgemäß mit hohen Beraterkosten verbunden. Die Bereitschaft der Investoren, diese Kosten ohne eine Exklusivitätsvereinbarung oder zumindest einen Erstattungsanspruch im Falle der Erfolglosigkeit der Bewerbung aufzuwenden, sinkt insbesondere bei Transaktionen unter EUR 100 Mio. Kaufpreis deutlich. Auch Finanzinvestoren stehen unter einem hohen Druck, die Kosten gescheiterter Transaktionen gering zu halten.

Wie kann nun dieser Konflikt zwischen der frühzeitigen Forderung nach Exklusivität und der notwendigen Aufrechterhaltung des Bieterwettbewerbs gelöst werden? Denkbar ist eine Lösung dieses Dilemmas nur durch eine individuelle Abweichung vom Standard-M & A-Prozess. Eine Universallösung gibt es dabei nicht. In einem von uns vor Kurzem erfolgreich abgeschlossenen Fall haben wir die Phase nach Auswertung der indikativen Angebote dahingehend abgewandelt, dass wir die ausgewählten Bieter gebeten haben, den zur Verfügung gestellten Datenraum und limitierte frei strukturierbare Managementgespräche so zu nutzen, dass sie danach ein zweites belastbares indikatives Angebot abgeben konnten. Diese Angebote wurden während einer kurzen Verhandlungsphase verifiziert. Für die Due Diligence und die abschließenden Vertragsverhandlungen wurde einem ausgewählten Bieter sodann Exklusivität eingeräumt. In anderen

Fällen ist die Vereinbarung von Kostenerstattungen vielleicht der richtige Weg.

3. Die direkte Kommunikation zwischen Bietern und Verkäufern muss so gering wie möglich gehalten werden!

Es ist ein bekanntes Spiel zwischen Bietern und Beratern, über Art und Umfang der direkten Gespräche mit dem Verkäufer und dem Management zu feilschen. Hierbei wird der Berater des Verkäufers versuchen, den Umfang dieser Gespräche möglichst gering zu halten und ausschließlich im Beisein der Berater zuzulassen. Für den Berater ist eine solche Hoheit und Transparenz über den Veräußerungsprozess von sehr hohem Wert. Nur so kann er einen neutralen Bieterwettbewerb aufrechterhalten und „bilaterale Nebenvereinbarungen“ vermeiden. Für den Verkäufer ergibt sich daraus der Vorteil, dass er nicht in Situationen der unmittelbaren Entscheidungsnot über Vorschläge eines Bieters gerät.

Bei Unternehmen mit einer klaren Trennung zwischen Management und Eigentümern ist dieser Konflikt regelmäßig problemlos aufzulösen. Der Käufer benötigt vom Eigentümer nur eine klare Vorgabe seiner Entscheidungskriterien für die Auswahl des Käufers und ansonsten umfassende Gespräche mit dem Management. Der Berater muss sicherstellen, dass das Management durch die verschiedenen Bieter nicht zu stark belastet wird und die Fragen der Bieter objektiv und im Sinne des Veräußerers beantwortet werden. Er wird insofern bei allen Gesprächen anwesend sein.

Bei Familienunternehmen gibt es diese Trennung zwischen Eigentümer und Management nun aber gerade nicht. Hier sind die Gespräche zwischen ihm und dem Bieter wesentlich vielschichtiger. Für den Familienunternehmer ist zum Beispiel wichtig, ob und ggf. wie er für die Fortführung des Unternehmens nach Verkauf eingebunden werden kann oder zur Verfügung stehen muss. Dabei ist die

Bereitschaft zur temporären Fortführung des Unternehmens als Manager regelmäßig nicht nur tagesformabhängig, sondern insbesondere auch abhängig von der Positionierung des Käufers. Wir erleben hier sowohl Unternehmer, die vor Beginn des Verkaufsprozesses der festen Überzeugung sind, unverzüglich mit Verkauf auch aus der Unternehmensführung auszusteigen und sich dann im Prozess für die weitere Begleitung des Unternehmens entscheiden, als auch umgekehrt. Meistens hängt die Sinneswandlung mit dem Kennenlernen des Käufers zusammen.

Schon allein dieser Aspekt zeigt, dass die Regel „kein direkter Kontakt zwischen Käufer und Verkäufer“ bei Familienunternehmen meist nicht sinnvoll ist. Der Familienunternehmer möchte wissen, wer sein Unternehmen – das vielleicht sein Lebenswerk darstellt – kauft und nicht nur den Kaufpreis optimieren. Er will wissen, ob er den Käufer guten Gewissens seiner Belegschaft vorstellen kann und ob das Unternehmen im Sinne der Familie fortgeführt wird. Der Käufer möchte den Verkäufer kennenlernen und verstehen, wie er sein Unternehmen bisher geführt hat. Wir empfehlen daher regelmäßig ein frühes Kennenlernen von Käufer und Verkäufer und bei Bedarf auch längere bilaterale Gespräche zur Diskussion der konkreten Unternehmensübergabe und Fortführung. Dass dabei der Berater über anstehende Gespräche und Gesprächsergebnisse umfassend informiert werden muss, ist selbstverständlich.

4. Durch die Nutzung von spieltheoretischen Ansätzen sollte der Kaufpreis maximiert werden!

Die hohe Nachfrage nach Unternehmenskäufen trifft auf ein limitiertes Angebot. Das führt gegenwärtig zu einer sehr guten Verhandlungsposition der verkaufenden Familiengesellschafter. Die M&A-Literatur geht davon aus, dass eine solche Situation zur Maximierung des Preises mit Hilfe von spieltheoretischen Ansätzen ausgenutzt werden

sollte: Bieter sollten gegeneinander antreten und der Kaufpreis sukzessive nach oben getrieben werden.

Ob eine solche Möglichkeit besteht, hängt auch in der jetzigen Marktsituation vom Einzelfall ab. Gelingen kann eine solche Strategie insbesondere dann, wenn zwei oder mehr Strategen um ein Target kämpfen, welches sie zur eigenen Marktpositionierung unbedingt erwerben wollen. Soweit Finanzinvestoren oder Family Offices für ein Target bieten, sind die Chancen eines solchen Vorgehens aber sehr viel begrenzter. Auch bei größten Anlagedruck wird für diese Investoren die notwendige Rendite aus der Transaktion den Preis limitieren. Was aber noch wichtiger ist: Die erfahrenen Finanzinvestoren werden durch eigene Strategien Gegenmaßnahmen einleiten. Hierzu zählen neben intensiven Nachverhandlungen nach einer mutmaßlichen Einigung sowie kreativen Ansätzen bei der Definition von Verschuldung und Working Capital leider auch Absprachen zwischen den Bietern. Ob ein solches Vorgehen als „Notwehr“ angesehen werden kann, liegt im Auge des Betrachters. Die von uns wahrgenommene aktuell hohe Anzahl gescheiterter Transaktion im Markt hat sicher auch eine Ursache in zu hohen Preiserwartungen der Verkäufer und zu hoher Kreativität bei bzw. fehlender Flexibilität in den Verhandlungen.

Unabhängig vom generellen Risiko des Scheiterns der Transaktion durch eine falsch gewählte Verhandlungsstrategie ergeben sich für Familienunternehmer weitere Kriterien, die die Frage der Preismaximierung relativieren. Hohe Preise belasten regelmäßig nicht nur den Käufer, sondern auch das Unternehmen. Auch steigt das Risiko rechtlicher Auseinandersetzungen von Käufer und Verkäufer nach der Transaktion mit der Höhe der nachverhandelten Kaufpreissteigerung. Da der Familienunternehmer regelmäßig auch nach der Transaktion eine Fürsorgepflicht für „sein“ Unternehmen empfindet und kein Interesse an Streitigkeiten nach der Transaktion hat, können sehr hohe Kaufpreise den Nebenzielen

des Verkäufers entgegenstehen. Kein Verkäufer, auch nicht der Familiengesellschafter, sollte sein Unternehmen unter Wert verkaufen. Der „richtige“ Kaufpreis für den Verkäufer ist aber nicht der theoretisch maximal erzielbare Preis, sondern der Preis, bei dem auch die Ziele Transaktionssicherheit und Unternehmensfortführung im Sinne der Familie erfüllt werden.

5. Komplexe Transaktionsgestaltungen wie ein schrittweiser Verkauf, Earn out-Vereinbarungen oder Vendor Loans sollten vermieden werden!

Die Empfehlung von M&A-Beratern und Transaktionsanwälten lautet regelmäßig „Keep it simple“. Das bedeutet u. a. einen sofortigen und vollständigen Verkauf, die Festlegung eines Kaufpreises, der keine erfolgsabhängigen Komponenten enthält, sowie das unmittelbare Beenden der Tätigkeiten als Manager oder Finanzierer der Gesellschaft mit Closing. Der neue Eigentümer wird seine eigene Strategie verfolgen, er wird Entscheidungen treffen, die von den Vorstellungen der Familie abweichen, und er soll dann für die Folgen seines Handels auch allein verantwortlich sein. Die Alteigentümer belasten die angestrebte Neuausrichtung auf den neuen Inhaber nur.

Für den Familiengesellschafter kann diese Einschätzung häufig richtig sein. Insbesondere strategische Investoren sehen ihn häufig maximal noch kurzfristig in der Rolle eines Beraters. Auch Finanzinvestoren sehen manchmal nach einer Transaktion die alten Familiengesellschafter am liebsten von hinten. In den meisten Fällen ist das aber gerade nicht der Fall. Ein Finanzinvestor ist häufig froh, wenn er die Expertise des bisherigen Managements und damit auch der Familie möglichst umfassend weiter nutzen kann. Stufenweise Verkäufe von Anteilen können hier ebenso sinnvoll sein wie die Vereinbarung von nachträglichen Kaufpreisen bei einer positiven Geschäftsentwicklung unter der Führung des alten Managements. Vendor Loans können in

der derzeitigen Niedrigzinsphase zudem eine ideale Möglichkeit der Wiederanlage von (kleineren) Teilen des Kaufpreises sein. Die Möglichkeiten sind hier vielfältig und eine Beratung des Unternehmers zu verschiedenen Transaktionsstrukturen sowie ihren jeweiligen Vor- und Nachteilen sowie den Chancen und Risiken spezifischer Vertragsgestaltungen erscheint zwingend geboten. Denn eine generelle Ablehnung derartiger Vertragsselemente für Familiengesellschaften ist sicher nicht richtig.

Zusammenfassend lässt sich damit feststellen, dass der M & A-Prozess heute bei Weitem nicht mehr so standardisiert betrachtet werden kann, wie es in der Vergangenheit der Fall war. Gerade beim Verkauf von Familienunternehmen ergeben sich eine Vielzahl von zusätzlichen Aspekten, die ein graduelles

Abweichen von standardisierten Methoden sinnvoll, wenn nicht gar für einen erfolgreichen Prozess notwendig erscheinen lassen. Hierzu gehört insbesondere, im ständigen Austausch mit dem verkaufswilligen Familienunternehmer zu bleiben und zwar nicht nur im Hinblick auf potentiell am Prozess zu beteiligende Investoren und den Verkaufsprozess im Allgemeinen, sondern vor allem auch mit Blick auf die vom Verkäufer verfolgten Nebenziele und die von ihm gesetzten Prioritäten bei der Transaktion. Nur so kann sichergestellt werden, dass der Transaktionsprozess wirklich im Interesse des Familienunternehmers geführt wird.

Dr. Jens Kruse, Corporate Finance
Juni 2015

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798