

Der Newsletter der seneca Corporate Finance GmbH – Transaktionsmanagement

Ausgabe II 2013

Jahresrückblick



Ein weiteres M&A Jahr neigt sich dem Ende. Aus Sicht des M&A-Marktes blieb das Jahr eher hinter den Erwartungen zurück. Die 7. M&A-Welle bleibt weiter aus. Die Transaktionspreise bleiben auf einem normalen Niveau stabil.

In unserer Arbeit stellen wir fest, dass Transaktionen heute noch intensiver vorbereitet werden müssen, um die Erfolgswahrscheinlichkeit zu erhöhen. Unerwartete Risiken bedeuten aktuell schnelle Abbrüche. Investoren sind deutlich wählerischer geworden.

Als Transaktionsberater sind wir bestrebt, diesen Bedürfnissen entgegenzukommen, was aufgrund des unterschiedlichen Organisationsgrads der Unternehmen häufig eine Herausforderung ist. Aus diesem Grund haben wir ein eigenes Tool entwickelt, das über unsere bisherige Vorbereitung hinausgeht. Ziel ist die eingehende Analyse der Jahresabschlüsse und Planungen, die Identifikation von Vergleichstransaktionen, potentiellen Transaktionspartnern und Preisen.

Ein größeres Gewicht erhält die Untersuchung der internen Struktur des Unternehmens, das Management, steuerliche und gesellschaftsrechtliche Themen, sowie Organisation und Controlling.

Bitte lesen Sie hierzu den Beitrag „Transaktions-Audit“ in diesem Newsletter.

Wir wünschen unseren Mandanten, Geschäftspartnern und Mitarbeitern einen erfolgreichen Ausklang des Jahres 2013 und erholsame Feiertage!

Ihr Matthias Tröger

Weitere Themen:

- Der deutsche Mittelstand – die treibende Kraft des M&A-Geschehens 2013
- Der Einsatz von Sale & Lease Back als Finanzierungsbaustein bei Übernahmen oder Beteiligungen
- Fallstricke im Nachgang zu M&A-Transaktionen
- Die Angst vor Basel III
- Transaktions-Audit am Beispiel des Unternehmensverkaufs

Der deutsche Mittelstand – die treibende Kraft des M&A-Geschehens 2013

Von Kerstin Ott, seneca Corporate Finance GmbH

Bislang sind in Deutschland im Verlauf des Jahres 2013 keine treibenden Faktoren für das M&A-Geschehen in Erscheinung getreten. So beruht die Hoffnung auf dem deutschen Mittelstand, der mit den anstehenden Nachfolgeregelungen oder der steigenden Nachfrage ausländischer Investoren einen Impuls für die M&A-Aktivitäten geben kann.

Aktuelle Marktentwicklung

Nach einem enttäuschenden Jahr 2012 war der Start in dieses Jahr mehr als mäßig. So liegt die Anzahl der getätigten Transaktionen weiterhin auf historisch niedrigem Niveau und eine Verbesserung der makroökonomischen Rahmenbedingungen ist nicht absehbar.

Die Anzahl der grenzüberschreitenden Beteiligungen ist im Vergleich zum Vorjahr sogar nochmals gesunken und erreicht damit den schlechtesten Wert seit dem Jahr 2009. Alle Regionen bevorzugen aktuell Transaktionen, die innerhalb der jeweiligen Landesgrenzen getätigt werden. Als einziger Ausreißer ist hier der chinesische M&A-Markt zu sehen, der bei grenzüberschreitenden Transaktionen hinsichtlich des investierten Volumens stark zulegen konnte.

Als Ziel für grenzüberschreitende Transaktionen bleibt die Eurozone weiterhin unter dem Niveau des Jahres 2009, wobei Deutschland immerhin auf Platz 2 der beliebtesten Zielländer für Transaktionen zu finden ist.

Ein weiterer Lichtblick ist der Anstieg der Deal-Volumina von über 30 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (vgl. Abbildung 1). Hier konnte der deutsche Beteiligungsmarkt im weltweiten Vergleich Plätze gut machen und liegt auf Rang 5 hinter den USA, China, Großbritannien und Japan.

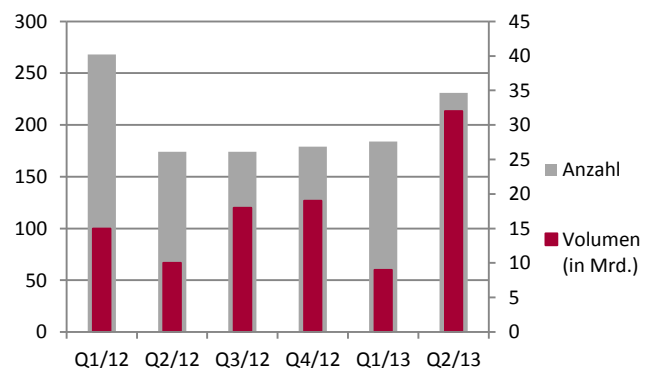


Abbildung 1: Transaktionsentwicklung in Deutschland 2012/2013
(Quelle: M&A Database, Universität St. Gallen)

Während im Jahr 2012 kein einziger Megadeal (Transaktionswert > 5 Mrd. Euro) verzeichnet werden konnte, waren es zu Beginn 2013 gleich zwei. So kaufte die Familie Reimann den niederländischen Kaffeeröster D.E. Master Blenders für 6,4 Mrd. Euro. Die MetroPCS wurde durch die Deutsche Telekom zum Ausbau und Stärkung der amerikanischen Mobilfunksparte übernommen. Der Wert dieser Transaktion beläuft sich auf etwas über 5 Mrd. Euro.

Neben diesen Transaktionen zeigt sich auch bei den restlichen acht der zehn größten Transaktionen mit deutscher Beteiligung, dass diese im Volumen deutlich zulegen konnten. Allerdings verbleiben sie unter den Durchschnittswerten der Vorjahre.

Auffallend ist, dass neun der zehn größten Deals mit deutscher Beteiligung über die Landesgrenzen hinweg stattfanden. Ein Branchenfokus konnte hierbei nicht identifiziert werden, allerdings ist ein Schwerpunkt bei Banken und Private Equity Häusern zu erkennen. Betrachtet man, neben diesen Transaktionen, die Gesamtheit der Transaktionen, wird deutlich, dass innerdeutsche Transaktionen mit über 50 % einen wesentlichen Anteil darstellen.

Trotz der Verbesserung im Deal-Volumen fehlen zusätzliche Impulse für eine weitere Erholung der M&A-Märkte. In Deutschland kann dieser Impuls aus dem stark ausgeprägten Mittelstand und einem hohen Anteil an Familienunternehmen kommen.

Den Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn zufolge werden rund 20.000 Unternehmen in diesem sowie dem kommenden Jahr vor dem Problem stehen, eine geeignete Nachfolgelösung zu finden. Hierfür wünscht sich die Mehrheit der Seniorunternehmer eine Übertragung innerhalb der eigenen Familie. Die Bereitschaft der Kinder die Nachfolge anzutreten ist jedoch seit Jahren rückläufig. Um die Unternehmen vor einer

Schließung zu bewahren, müssen vermehrt externe Lösungen gefunden werden.

Möglichkeiten der Beteiligung

Unter externen Lösungen sind Komplettübernahmen, Joint Ventures und strategische Allianzen, oder auch Minderheitsbeteiligungen zu verstehen.

Die Partner für solche Beteiligungen lassen sich in drei Gruppen unterteilen.

Gruppe 1: Private Equity

Der Begriff des „Private Equity“ hat seinen Ursprung in den USA und bezeichnet Beteiligungskapital, welches nicht in an der Börse notierten Unternehmen durch private oder institutionelle Investoren in Form von wirtschaftlichem Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln zur Verfügung gestellt wird. Die Finanzierung der Unternehmenskäufe wurde von diesen Investoren in der Vergangenheit häufig durch so genannte Leveraged Buyouts finanziert. Hierbei wird neben Eigenkapital ein Teil des Kaufpreises durch Fremdkapital finanziert, was zu einer Steigerung der Verzinsung für das Eigenkapital führt. Vor dem Ausbruch der Finanzkrise wurden Fremdkapitalquoten von über 70 % realisiert. Diese Zeiten sind jedoch vorbei. Heute liegt die Fremdfinanzierungsquote bei ca. 40 %.

Gegenüber der Finanzierungsform Beteiligungskapital (Private Equity) ist der deutsche Mittelstand oft noch skeptisch. Als Gründe werden unangemessen hohe Renditeerwartungen, eine kurzfristige Sichtweise und die Einflussnahme der Investoren auf Entscheidungen genannt. Auch bestehen hinsichtlich Expertise und Verlässlichkeit Vorbehalte. Diese Vorbehalte stützen sich jedoch auf seltene Ereignisse, die jedoch eine gewisse Öffentlichkeitswirksamkeit hatten. So haben in den Zeiten der Finanzkrise einige

Private-Equity-Häuser in Schieflage geratene Portfoliounternehmen nicht durch Nachschließen von Eigenkapital gestützt.

Diese seltenen Ereignisse sind vor dem Hintergrund der Erfolgsgeschichten deutscher

Unternehmen, die durch eine Beteiligung von Private Equity Häusern geschrieben wurden, von geringer Bedeutung. Diese Erkenntnis breitet sich in der Unternehmerschaft zwischenzeitlich aus.

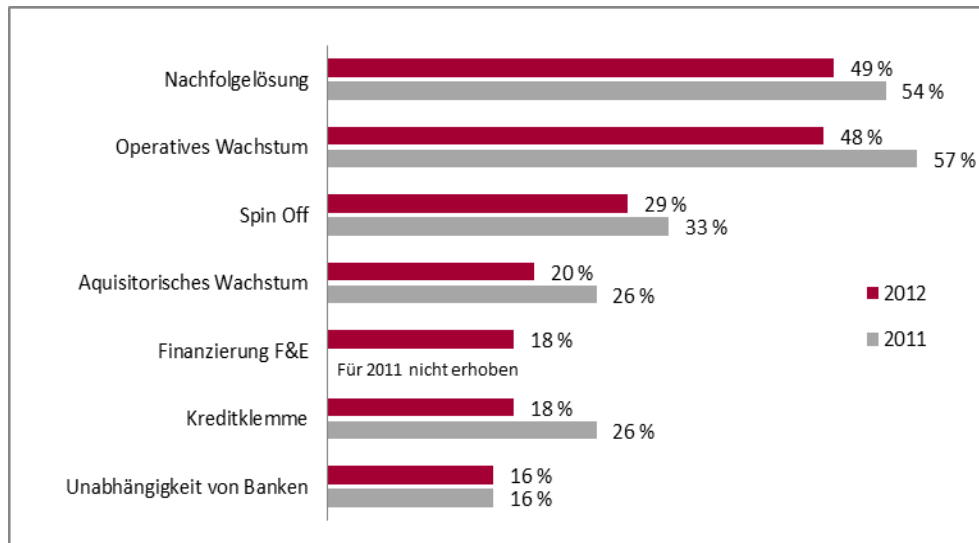


Abb. 2 Gründe für Unternehmer ein Private Equity Investment einzugehen
(Quelle: Rödl & Partner)

So zeigen aktuelle Untersuchungen, dass Seniorunternehmer die Nachfolgelösung durch die Einbeziehung von Private Equity Häusern (vgl. Abbildung 2) wieder verstärkt in Erwägung ziehen. In Zukunft werden vor allem Private Equity Häuser erfolgreich sein, denen es gelingt, eine langfristige Investitionsstrategie zu vermitteln.

Es bleibt also abzuwarten, ob strategische Investoren weiterhin den Markt bestimmen werden.

Gruppe 2: Family Offices

Neben Private Equity Gesellschaften treten in den letzten Jahren vermehrt Family Offices auf. Dies sind Vermögensverwaltungen für eine oder mehrere solvente Familien, die vorwiegend in deutsche Unternehmen investieren. Oft stehen hinter dem Family

Office auch ehemalige Unternehmer, die ihr Vermögen durch den Verkauf des eigenen Unternehmens erworben haben. Um eine diversifizierte Vermögensallokation zu erzielen, steigt die Bereitschaft zur Übernahme von direkten Beteiligungen. Zudem verstärken die historisch niedrigen Zinsen und die tendenzielle Überbewertung von Immobilien diesen Trend.

Gruppe 3: Strategische Investoren

Ausländische Direktinvestitionen sind ein guter Indikator für die Attraktivität eines Wirtschaftsstandortes. Ein gestiegenes Interesse ausländischer Strategen, die auf den deutschen Markt drängen, konnte in den vergangenen Jahren verzeichnet werden. Der Beteiligungsfokus liegt vorwiegend auf unterbewerteten deutschen Unternehmen, welche auch in diesem Jahr stark nachgefragt bleiben.

Der deutsche Mittelstand neigt jedoch weiterhin zum Verkauf des Unternehmens an deutsche Strategen. Der Grund hierfür liegt in der Vermutung der Unternehmer begründet, dass das zu übergebende Unternehmen unter der Führung eines deutschen Strategen eher in seinen bisherigen Strukturen weitergeführt werden wird. Überdies wird den hier ansässigen Strategen eine höhere operative Expertise zugetraut.

Auch befürchtete man am Beispiel chinesischer Investoren, dass man im deutschen Mittelstand mit dem Verlust von Arbeitsplätzen und dem Ausverkauf von Know-how rechnen müsse. Im Rückblick zeigt sich, dass diese Befürchtungen unbegründet waren. Denn die Investoren waren i.d.R. bestrebt das erworbene Unternehmen als Plattform auszubauen und damit den Zugang zu den internationalen Märkten für die eigenen Produkte zu erhalten.

Die Abwicklung von Transaktionen mit chinesischer Beteiligung galt lange als zeitintensiv und von sprachlichen und kulturellen Hindernissen geprägt. Professionalisierung und Lernprozesse haben zwischenzeitlich zu einer Vereinfachung des Beteiligungsprozesses geführt. Es muss dennoch unterschieden werden, wer investiert. Während Transaktionen mit privaten chinesischen Unternehmen leichter durchzuführen sind, brauchen Transaktionen mit staatlicher Beteiligung deutlich mehr Zeit, da politische Instanzen zu durchlaufen sind, die den Prozess verkomplizieren.

Ob die Absicht der chinesischen Regierung im Ausland in Hochtechnologie zu investieren einen signifikanten Anstieg der Transaktionen mit sich bringt, bleibt abzuwarten. Seit 2010 wurden lediglich 30 Unternehmen an chinesische Investoren verkauft, allerdings mit steigenden Investitionsvolumen. In Summe stellt China jedoch immer noch nur einen geringen Prozentsatz an den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland dar (vgl. Abbildung 3).

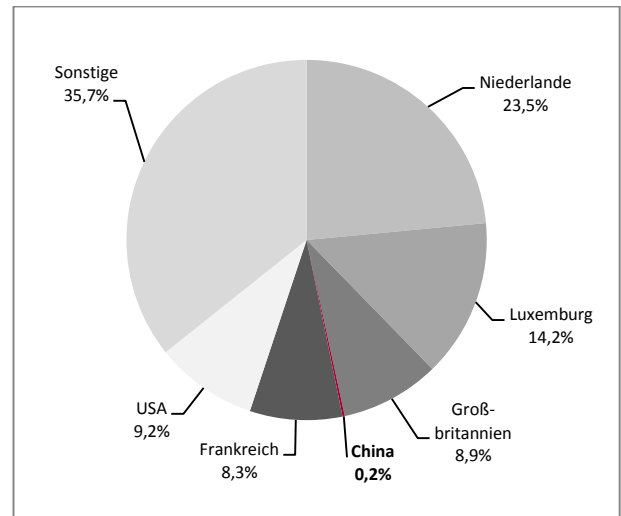


Abbildung 3: Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland nach Herkunftsland in 2011
(Quelle: Deutsche Bundesbank 2013)

Ausblick

Ob das kommende M&A-Jahr deutlich zulegen wird? Wir sehen das positiv!

Die Stimmung der Unternehmen ist so optimistisch wie lange nicht mehr. Auch die M&A-Verantwortlichen beurteilen die aktuelle Wirtschaftslage wieder positiv. Lediglich Banken und Berater sind noch skeptisch beurteilen die Wirtschaftslage für das Transaktionsgeschäft kritisch.



Die Autorin:

Kerstin Ott
Geschäftsführende Gesellschafterin
seneca Corporate Finance GmbH

Der Einsatz von Sale & Lease Back als Finanzierungsbaustein bei Übernahmen oder Beteiligungen

Von Carl-Jan von der Goltz, Maturus Finance GmbH

Die Idee

Angesichts der stetig zunehmenden Regulierung des Bankensektors und der bevorstehenden Umsetzung des Reformpakets des Basler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Basel III) ist zu erwarten, dass Kreditinstitute noch stärker Kredite nach den Kriterien „bankable“ oder „non-bankable“ vergeben – da bleibt wenig Ermessensspielraum. Bei der Übernahme bonitätschwacher Unternehmen und erst Recht bei solchen aus der Insolvenz wird es daher immer schwerer bzw. nahezu unmöglich, einen Bankpartner für die Akquisitionsfinanzierung zu finden. In solchen Fällen kann eine bonitätsunabhängige Sale & Lease Back-Finanzierung in Bezug auf den gebrauchten Maschinenpark des zu übernehmenden Unternehmens die Lösung sein. Da Banken meist nicht über die Expertise in der Bewertung und Finanzierung von beweglichem Anlagevermögen in Form von gebrauchten Maschinen und Anlagen verfügen, kann eine rein objektbasierte Finanzierung nicht angeboten werden. Vielmehr wird ausschließlich auf die Bonität des zu übernehmenden Unternehmens geachtet oder die Finanzierung auf den Übernehmer abgestellt. Die Erfahrung zeigt, daß selten genug, sogar bei guten Bonitäten, eine ausreichende Finanzierungslinie über ein Kreditinstitut dargestellt werden kann. Aus diesem Grund stellt Sale & Lease Back grundsätzlich einen interessanten Finanzierungsbaustein für jeden Unternehmenserwerber dar, da immer ein Teil der Akquisitionskosten aus dem Eigenkapital aufgebracht werden muss - und die EK-Zielrendite regelmäßig über dem liegen wird, was den Investor die Sale & Lease Back Finanzierung kostet.

Der Ablauf

Zuerst erfolgt eine vorläufige Bewertung des kompletten Anlagevermögens des Unternehmens. Dies kann entweder im Rahmen einer Schreibtischbewertung eines detaillierten Anlagespiegels erfolgen, oder eines ggfls. bereits vorliegenden Zeitwertgutachtens. Nach Abgabe eines indikativen Angebots und dessen Annahme, erfolgt die gutachterliche Bewertung des Maschinenparks (zu Zeitwerten) vor Ort im Unternehmen. Diese Bewertung bildet die Basis des Sale & Lease Back-Vertrages, im Rahmen dessen Erstellung weitere Unterlagen seitens des verkaufenden Unternehmens und des Übernehmers eingereicht werden müssen. Dazu gehören zum Beispiel Eigentumsnachweise die anzukaufenden Maschinen betreffend, Sicherheitenfreigaben der Banken, Pfandrechtsfreigaben etc.. Meist befürworten die Hausbanken diese Form der alternativen Kapitalbeschaffung und geben im Einzelfall die erforderliche Negativ- oder Pfandentlassungserklärung ab. Nach Eingang aller Unterlagen steht einer schnellen Abwicklung nichts mehr im Wege. Durchschnittlich dauert der Vorgang von Erstanfrage bis Valutierung etwa 6 bis 8 Wochen - abhängig von der Zuarbeit seitens des Unternehmens und Erwerbers. Auf jeden Fall ein wesentlich geringeres Zeitvolumen im Vergleich zum Zeitrahmen einer Kreditentscheidung eines Bankpartners. Neben der Generierung von Liquidität durch den Verkauf der weitestgehend abgeschriebenen Maschinen werden stille Reserven gehoben, die die Eigenkapitalquote des Unternehmens verbessern helfen. Es erfolgt zudem keine Bilanzverlängerung durch die Leasingverpflichtungen.

Die Leasingraten stellen zu wesentlichen Teilen abzugsfähige Betriebsausgaben dar und sollten aus dem vom Unternehmen erwirtschafteten Cash-Flow bedient werden.

Die Vorteile

Obwohl das Reformpaket Basel III erst schrittweise ab 2014 in Kraft tritt, sondieren schon jetzt immer mehr Mittelständler den Fremdkapitalmarkt nach alternativen Finanzierungen. Verfügt der potentielle Käufer eines Unternehmens nicht über ausreichende Eigenmittel oder Sicherheiten, kann es passieren, dass die Bank als Finanzierungspartner ganz absagt und eine Übernahme scheitert. Die Finanzierung durch Sale & Lease Back stellt in solchen Fällen eine perfekte Alternative dar. Die Vorteile liegen klar auf der Hand: im Gegensatz zu klassischen Finanzierungspartnern wie Banken richtet sich das Hauptaugenmerk der Maturus Finance GmbH nicht auf die Bonität des Unternehmens, sondern auf den tatsächlichen Wert des gebrauchten Maschinenparks. So kann auch die Finanzierung augenscheinlich prekärer Übernahmen realisiert werden.

Voraussetzungen

Das Unternehmen muss über einen diversifizierten, universal einsetzbaren und werthaltigen Maschinenpark verfügen. Damit eignet sich der Finanzierungsbaustein Sale & Lease Back hervorragend für die Übernahme von produktionslastigen Unternehmen aus zum Beispiel der Metall- bzw. Kunststoffbe- und -verarbeitung, dem Baugewerbe, der Lebensmittelherstellung, der Textilproduktion, der Verpackungsindustrie etc.

Möglicherweise können auch Maschinen aus kurzfristig auslaufenden Mietkauf- oder Leasingverträgen abgelöst und in eine Finanzierung einbezogen werden, wenn der Zeitwert über dem Ablösewert liegt.

Interessenten finden unter www.maturus.com weitere Informationen.



Carl-Jan von der Goltz
Geschäftsführer Maturus Finance GmbH

Kurzprofil Maturus Finance GmbH:

Die Maturus Finance GmbH ist eine bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaft und bietet innovative Wege in der Unternehmensfinanzierung an. Der Finanzdienstleister ist Ansprechpartner für mittelständische Produktionsunternehmen, die im Rahmen ihrer aktuellen Finanzierungsstruktur Alternativen zu bestehenden Bankverbindungen suchen und ihren unternehmerischen Spielraum erweitern wollen. Finanzierungslösungen werden ab einem Volumen von 250 TEUR angeboten.

Kontakt:
Maturus Finance GmbH
Brodschangen 3-5
20457 Hamburg
T (49) 040 300 39 36-250
E-Mail: info@maturus-finance.com

Fallstricke im Nachgang zu M&A-Transaktionen

Von Ekaterina Lohwasser und Heiko Ziehms – Accuracy Deutschland

Erschienen in **Unternehmeredition** Private Equity M&A 2013

Ein Rechtsstreit im Nachgang zu einer Unternehmenstransaktion ist aufwendig und kann wesentliche Managementkapazitäten über einen längeren Zeitraum binden. Viele Streitigkeiten wären jedoch vermeidbar.

Streit spielt sich häufig an der Schnittstelle der Unternehmensbewertung und Bilanzierung ab, also zum Beispiel dort, wo die Anwendung von Bilanzierungsvorschriften Relevanz für die Bestimmung des Kaufpreises hat. Dies ist häufig der Fall, wenn als Bewertungsgrundlage der Zielgesellschaft bei einer Transaktion eine Gewinngröße (wie EBITDA) dient. Daneben entsteht Streit auch häufig an kaufvertraglichen Gewährleistungen in Bezug auf Größen des externen Rechnungswesens (zum Beispiel Mindesteigenkapital) oder auch in Bezug auf den Jahresabschluss. Schließlich geht es häufig auch um die kaufvertraglich vorgesehenen Bilanzpositionen, die bei möglichen Kaufpreisanpassungen zur Bestimmung des finalen Netto-Kaufpreises herangezogen werden. All diese Fälle drehen sich um Bilanzierungsthemen.

Typische Bilanzierungsthemen in Rechtsstreiten

Ein Bilanzierungsthema, das in Rechtsstreiten unverhältnismäßig häufig aufgegriffen wird, ist die Umsatz- und Ergebnisrealisierung. Besonders hervorzuheben ist die nach internationaler Rechnungslegung gängige Umsatzrealisierung nach dem Fertigstellungsgrad bei langfristigen Fertigungsverträgen nach dem International Accounting Standard 11 (IAS 11)

(sog. Percentage of Completion oder PoC-Methode). Dieser findet in diversen Branchen Anwendung wie z.B. Bauindustrie, Anlagen- und Maschinenbau oder Softwareentwicklung. Dieser Art der Gewinnrealisierung liegt eine Schätzung des Fertigstellungsgrads zum Ende der jeweiligen Periode zugrunde. Das setzt ein weitreichendes technisches Verständnis voraus, das in der Regel über die finanzwirtschaftliche Kompetenz des Financial-Due-Diligence-Team hinausgeht.

Diese und andere Schätzungen bestimmen wesentlich die Qualität und die Höhe des realisierten Gewinns einer Periode. Ist dieser, zum Beispiel als Basisjahr einer EBITDA-basierten Bewertung, für die Bestimmung des Kaufpreises ausschlaggebend, so ist die Versuchung für den Verkäufer besonders hoch, das Ergebnis dieses Jahres zu maximieren. Dies macht anfällig für Manipulationen, was in der Praxis gerade bei dieser Bilanzierungsvorschrift häufig zu beobachten ist.

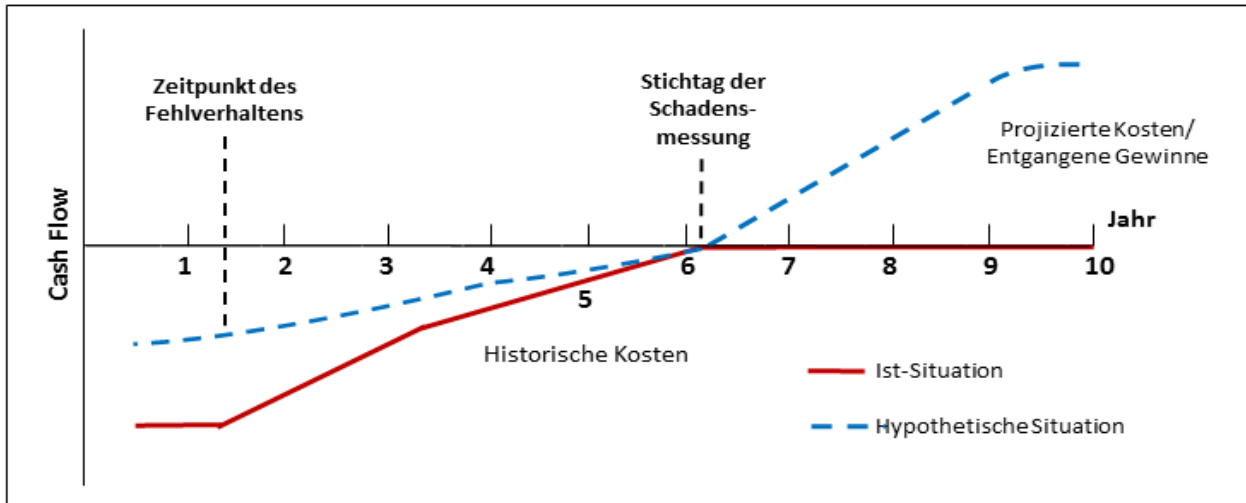
Problem „Double Dip“

Konfliktpotenzial liegt weiterhin in vielen Arten des „Double Dip“, also Doppelerfassungen von kaufpreisrelevanten Bilanzpositionen in den Kaufpreisanpassungsmechanismen. Ein Beispiel von vielen sind in den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen enthaltene Salden, die sich auf kurz vor dem Bilanzstichtag getätigte Investitionen beziehen, sofern diese kaufvertraglich als Nettofinanzverbindlichkeiten definiert werden (ein recht häufiger Fall in der Praxis).

Diese sollten dann im Unternehmenskaufvertrag aus der Definition des Working Capital ausgenommen werden, um eine Doppelerfassung zu vermeiden.

Passiert dies nicht, kommt es de facto zu einem doppelten Abzug vom Kaufpreis.

Gegenüberstellung der hypothetischen Situation mit der Ist-Entwicklung



Quelle: Accuracy Deutschland

Weiterhin gibt es Bilanzpositionen, die im Zusammenhang mit Kaufpreisanpassungen weder unter die Definition von Nettofinanzverbindlichkeiten noch Working Capital oder anderer Anpassungen fallen. Sofern deren Buchwert keinen direkten Bezug zu „Wert“ hat und daher, auch konzeptionell, keine Kaufpreisanpassung nach sich ziehen sollte, ist die Nichtbeachtung unproblematisch (z.B. viele immaterielle Vermögensgegenstände). Konfliktpotenzial ist hingegen bei solchen Positionen gegeben, die konzeptionell zu einer Kaufpreisanpassung führen sollten, diese jedoch mangels kaufvertraglicher Regelung nicht erfolgt.

Beispielhaft seien hier Rückstellungen für ausstehende Rechnungen angeführt, die wirtschaftlich für Kaufpreisanpassungszwecke den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen entsprechen. Sofern jedoch nicht in der kaufvertraglichen Working-Capital-Definition enthalten, werden sie auch nicht erfasst, was die Tür für bewusste verkäuferseitige Manipulationen öffnet.

Die Brücke vom Bilanzierungsfehler zur Schadensbewertung

Kommt es dennoch zu einer Streitigkeit im Nachgang zu einer Transaktion, rückt zusätzlich die Frage der Quantifizierung des Schadens zur Bemessung des Schadensersatzanspruchs in den Vordergrund. In der Praxis wird Schaden häufig aus der Differenz zweier Situationen abgeleitet:

- der tatsächlichen Situation, die durch das Fehlverhalten (z.B. einen Bilanzierungsfehler) verursacht wurde, und
- der hypothetischen Situation, die eingetreten wäre, wenn kein Fehlverhalten erfolgt wäre.

Es können sowohl durch das Fehlverhalten entstandene Kosten der Vergangenheit als auch zukünftige entgangene Gewinne für die Bemessung des Schadens relevant sein. Dabei können auf den ersten Blick ähnlich erscheinende Bilanzierungsfehler zu sehr unter-

schiedlichen Schadensersatzansprüchen führen.

Da ein Schaden in der Regel unerwartet eintritt, sind die Informations- und Controlling-Systeme vielfach nicht darauf ausgelegt, den Schadensfall zu erfassen. Insofern erfordern die Informationsgewinnung und -aufbereitung vielfach eine detaillierte Analyse der Ausgangssituation, die auch forensische Komponenten umfassen kann.

FAZIT

Die Auswertung von Rechtsstreitigkeiten bietet eine Vielzahl von Lehren für die Financial Due Diligence. Wegen des Zusammenspiels von Bilanzierungsthemen mit der Unternehmensbewertung und deren Abbildung im Unternehmenskaufvertrag sollte das Financial-Due-Diligence-Team frühzeitig die Bewertungsmechanik und die vorgeschlagenen kaufvertraglichen Kaufpreisanpassungsmechanismen kennen. Auch eine enge Zusammenarbeit mit anderen Transaktions-teams, sowohl in-house als auch externen Beratern (wie dem technischen/ operativen Due-Diligence-Team), ist wichtig für die Beurteilung vieler finanzwirtschaftlicher Themen. Diese Zusammenarbeit sollte über den gesamten Transaktionsprozess hinweg „institutionalisiert“ sein.

Eine weitere Lehre für die Financial Due Diligence ist, dass diese nicht von Checklisten getrieben sein sollte, sondern sich auf wert-, kaufpreis- oder kaufvertragsrelevante Themen konzentrieren und in diesem Zusammenhang Disput-Potenziale frühzeitig adressieren sollte. Auch branchenabhängige Erfahrungswerte aus Rechtsstreitigkeiten sind ein guter Indikator für anfällige Bilanzierungsthemen bei Transaktionen. Es ist vor diesem Hintergrund ratsam, Mitarbeiter mit umfangreicher „Litigation“-Erfahrung in das Financial-Due-Diligence-Team einzubinden.

Die Autoren:



Dr. Ekaterina Lohwasser
(ekaterina.lohwasser@accuracy.com) ist Senior Manager bei Accuracy Deutschland und leitet den Bereich Unternehmensbewertung.



Heiko Ziehms
(heiko.ziehms@accuracy.com) ist Partner bei Accuracy Deutschland und auf Forensic, Litigation und Arbitration Services sowie die Beratung bei Unternehmenstransaktionen wie Financial Due Diligences spezialisiert.

www.accuracy.com

Die Angst vor Basel III?

Von Werner Wendler – Sparkasse Nürnberg

Über vier Jahre ist es nun her, dass die Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers den Startschuss für die Finanzkrise gegeben hat, die Banken weltweit ins Wanken brachte und die Finanzmärkte schwer erschütterte. Milliarden schwere staatliche Kapitalhilfen waren nötig, um einen totalen Kollaps des Finanzsystems zu verhindern.

Einzelne Finanzinstitute waren teilweise aufgrund des im Verhältnis zu den Risikopositionen zu niedrigen Eigenkapitals nicht in der Lage, selbst für entstandene Verluste aufzukommen.

Eine der Lehren aus der Krise ist somit, dass Finanzinstitute weltweit künftig für Risikopositionen mehr Eigenkapital und Liquidität vorhalten müssen, um Verluste selbst besser abzufangen und um sich in Krisensituationen aus eigener Kraft stabilisieren zu können.

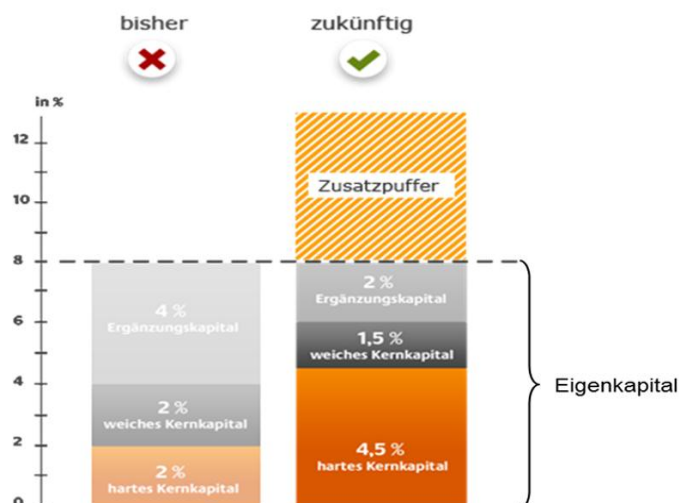
Ein vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Dezember 2010 neu ausgearbeitetes

Konzept (Basel III) soll durch eine strengere globale Bankenregulierung die in der Finanzkrise offengelegten Schwächen der Vorgängerrichtlinien Basel I bzw. II beheben.

Mit Basel III verstärken sich nun Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an Banken, insbesondere die Quantität und die Qualität des vorzuhaltenden Eigenkapitals.

Im Kern beinhalten die Beschlüsse, die ab 2014 gelten und bis 2018 schrittweise umgesetzt werden, für Banken folgende Änderungen:

- mehr vorzuhaltendes hartes Kernkapital inkl. Risikopuffer
- Mindestanforderungen an das Liquiditätsrisikomanagement
- Einführung einer Verschuldungsgrenze



Quelle: In Anlehnung an http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Seneca/Einfach_einkauf/2010-11-04-einfach_einkauf.html?__blob=publicationItem?nn=22448; zuletzt aufgerufen am 09.09.2013

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat am 12.09.2010 unter anderem strengere Regeln für das Eigenkapital der Banken aufgestellt. Diese Regeln bestimmen, wie viel und welche Art von Kapital eine Bank mindestens vorweisen muss, um ihre Risiken abzusichern. Eine Bank muss – je nach Risikobehaftung – **mindestens** acht Prozent der Risikopositionen der Aktiva als Eigenkapital vorweisen. Dies bedeutet, dass bei einem Risiko in Höhe von 100 € **mindestens** 8 € Eigenmitteln vorgehalten werden müssen. Durch die Einführung eines zusätzlichen Puffers werden die Banken außerdem verpflichtet, in „guten Zeiten“ einen Kapitalpuffer aufzubauen. D.h. bis 2019 müssen die Institute stufenweise einen Zusatzpuffer aufbauen, der zu 2,5 % aus einem Kapitalerhaltungspuffer und bis zu 2,5 % aus einem antizyklischem Kapitalpuffer (Vorsorge) besteht. Basel III führt somit insgesamt zu einer deutlichen Erhöhung der Eigenkapitalquote.

Vor der Krise wurde außerdem teilweise eine sehr hohe bilanzielle und außerbilanzielle Verschuldung bei einigen Kreditinstituten aufgebaut, die bei den Eigenkapitalregeln nicht als Risiko angerechnet wurde (z.B. Staatskredite bzw. -anleihen bei Hypothekenbanken).

Um diesen „Fehler“ schnell zu beheben, wird eine Verschuldungsgrenze eingeführt. Hierbei wird das Eigenkapital einer Bank in das Verhältnis zu den nicht-risikogewichteten Aktiva gesetzt. Die nicht-risikosensitive Verschuldungsquote soll gewährleisten, dass die Kapitalunterlegung in wirtschaftlich guten Zeiten nicht unter ein Minimum sinkt. Die Mindesteigenkapitalquote beträgt 3 %. Das heißt, dass eine Bank für jeden Euro Kernkapital max. eine 33,3 fache Bilanzsumme aufbauen kann.

Muss sich also der Mittelstand vor Basel III oder gar einer Kreditklemme fürchten?

Sämtliche Regulierungsmaßnahmen, die nach der Finanzmarktkrise getroffen worden sind, wie zum Beispiel Basel III, die Bankenabgabe,

die Finanztransaktionssteuer u. ä., verursachen bei den Finanzinstituten steigende Kosten.

Darüber hinaus werden einige Kreditinstitute teils erhebliche Anstrengungen unternehmen müssen, um das zukünftig geforderte Eigenkapital aufzubauen. Die Geschäftsaktivitäten, wie die Kreditvergabe, könnten mangels ausreichend unterlegten Eigenkapitals zwangsläufig begrenzt sein und dazu führen, dass weniger Kredit vergeben werden oder diese teurer werden.

Die Sparkasse Nürnberg ist von dieser Problematik jedoch nicht betroffen. Sie weist schon jetzt eine außerordentlich gute Eigenkapitalstärke (in 2012 Kernkapital von 745 Mio. Euro, 14,7%) auf und übertrifft die aufsichtsrechtlichen Anforderung nach Basel III bereits heute deutlich. Von einer Kreditklemme, d.h. eine Einschränkung der Kreditvergabe, kann nicht die Rede sein.

Die Sparkasse Nürnberg als regional verankertes Unternehmen ist ein zuverlässiger Partner für den Mittelstand in Nürnberg und dem Nürnberger Land, so dass deren Finanzierung für uns ein besonderes Anliegen darstellt.

Bereits seit Basel II gilt: Je schlechter das Rating eines Kunden ausfällt, desto mehr Eigenkapital muss das Kreditinstitut vorhalten. Letztendlich ist Basel III nur eine Weiterentwicklung zu Basel II und hat keinen Einfluss auf den Kreditvergabeprozess. Die Abhängigkeit der Kreditzinsen von der jeweiligen Bonität (Rating) des Kunden besteht auch künftig. Für Unternehmen bedeutet das ganz konkret: Je besser die im Rating ermittelte Bonität des Unternehmens ist, desto weniger Eigenkapital muss die Sparkasse für dessen Kredite zurücklegen. Diesen Vorteil gibt sie selbstverständlich in Form von günstigeren Konditionen an den Kunden weiter. Fazit: Ohne Auswirkungen wird Basel III mit Sicherheit weder auf

die Kreditinstitute, noch auf die Unternehmen bleiben.

Eines ist aber genauso sicher: Eine gute Rating-Note ist weiterhin die beste Voraussetzung für günstige Kreditkonditionen. Unternehmen haben also aktiv die Chance, ihre Kreditzinsen zu optimieren.



Der Autor:

Werner Wendler

Leiter Corporate Finance und Sonderfinanzierung bei der Sparkasse Nürnberg

Transaktions-Audit am Beispiel des Unternehmensverkaufs Von Matthias Tröger – seneca Corporate Finance GmbH

Dass gute Vorbereitung der Schlüssel zum Erfolg ist, gilt für den Unternehmensverkauf ganz besonders. Jedem Unternehmer ist anzuraten, rechtzeitig mit den Planungen zu beginnen, da die Umsetzung der vorbereitenden Maßnahmen Zeit braucht. Zudem sind einige steuerliche oder rechtliche Hemmnisse mit erheblichen Fristen verbunden. Durch die systematische Vorbereitung kann in fast jedem Fall das Ergebnis des Verkaufsprozesses verbessert und die Realisierungschancen erhöht werden.

Der durch **seneca** entwickelte Transaktions-Audit hat zum Ziel festzustellen, welche Voraussetzungen für die Durchführung einer Transaktion gegeben sind. Dabei werden unterschiedliche Fragestellungen bearbeitet.

- Gibt es für das Unternehmen potentielle Käufer?
- Wie hoch ist ein realistischer Kaufpreis?
- Ist das Unternehmen überhaupt verkäuflich so wie es sich aktuell präsentiert?

Das Transaktions-Audit ist eine Entscheidungsgrundlage für den Unternehmer an wen und zu welchen Konditionen er sein Unternehmen voraussichtlich verkaufen kann. Stimmt nun der zu erwartende Kaufpreis nicht mit den Kaufpreisvorstellungen des Unter-

nehmers überein, macht es keinen Sinn eine Transaktion zu initiieren. Sofern es lediglich Hemmnisse gibt, die den Verkauf des Unternehmens erschweren oder behindern, müssen Maßnahmen eingeleitet werden, um diese Hemmnisse zu beseitigen.

1. Potentielle Käufer

Zusätzlich zur Analyse, für welche Käufergruppen – strategische oder Finanzinvestoren, Family Offices oder MBO/MBI – das Unternehmen interessant sein könnte, werden Vergleichstransaktionen analysiert. Anhand dieser Vergleichstransaktionen ist die Motivationslage der Akteure nachzuvollziehen, z.B. ob es sich um technologische oder geographische Aspekte, oder lediglich um Skaleneffekte handelte. Die Kenntnis der Motivationslage des relevanten Käuferkreises liefert zudem die Argumente mit denen die potentiellen Investoren im Veräußerungsprozess effektiv angesprochen werden können.

2. Kaufpreiserwartungen

Nicht bei allen Transaktionen wird der Kaufpreis veröffentlicht. Aber dennoch finden sich Vergleichstransaktionen die einen Rückschluss auf die gezahlten Multiples, d.h. die Renditeerwartungen der Investoren, zulassen.

Behelfsweise kann man auf veröffentlichte Multiples, z.B. in der Zeitschrift Finance zurückgreifen. Hier werden sog. Umsatz- oder Ebit-Multiples für verschiedene Branchen ausgewiesen. Im September 2013 wird beispielsweise für die Branche Bau und Handwerk für Unternehmen bis EUR 50 Mio. Umsatz ein Multiple-Korridor von 4,4 bis 5,7 angegeben, was einem internen Zinssatz des Investors zwischen 22% und 17% entspricht. Dieser Korridor stellt lediglich einen Anhaltspunkt dar, und es ist die Aufgabe des M&A Professionals die Positionierung des Unternehmens in diesem Spektrum vorzunehmen.

Taktgeber sind die relative Unternehmensgröße, die Stabilität der erzielten Ergebnisse oder spezielle Risikofaktoren wie Kundenabhängigkeit und Organisationsgrad des Unternehmens. Die Erfahrung des Professionals erlaubt es sodann die Positionierung in diesem Korridor zu definieren, und damit die Kaufpreisdimension zu konkretisieren.

Erfahrungsgemäß liegen die Kaufpreiserwartungen der Verkäufer nicht selten über den realisierbaren Größenordnungen. Dies liegt u.a. daran, dass der Unternehmer eine Unternehmensbewertung nach den Standards des IdW (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland) zugrunde legt. Die hier verwendete Methode hebt auf die Ergebnisse des Unternehmens in der Zukunft ab. Da die Unternehmensplanungen zumeist von einer positiven Ergebnisentwicklung ausgehen, liegt das der Wertermittlung zugrunde liegende EBIT meist deutlich über dem aktuellen EBIT.

Bei einem Unternehmensverkauf betrachtet der potentielle Investor die Ertragskraft eines Unternehmens, und leitet diese aus den in der Vergangenheit erzielten Ergebnissen ab. Dabei werden die Ertragskraft verfälschende Faktoren bereinigt, z.B. außerordentliche und periodenfremde Positionen. Sofern eine positive Entwicklung des Unternehmens in der Zukunft konkret vorhergesehen werden kann, wird diese in den für die Kaufpreisfindung zu-

grunde gelegten EBIT einkalkuliert. Signifikante Ergebnisverbesserungen in der Zukunft werden jedoch in der aktuellen Kaufpreisfindung aus Vorsichtsgründen nicht in vollem Umfang Berücksichtigung finden. Dies wird gegebenenfalls über einen nachträglichen, z.B. einen Earn-Out abgebildet. Die Einigung über den Kaufpreis ist für die Realisierbarkeit einer Transaktion elementar.

Damit ist den der Ermittlung zugrunde gelegten Daten, besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Die Analyse von drei Vergangenheitsjahren und deren Bereinigung bildet die Basis, in die mindestens ein Planjahr, besser drei Planjahre einbezogen werden. Dabei ist nicht nur auf die Gewinn- und Verlustrechnung abzuheben, sondern eine integrierte Betrachtung inklusive Bilanz vorzunehmen. Erst dann kann die Finanzlage und Liquiditätsentwicklung des Unternehmens konsistent bewertet werden. Liegen diese Daten nicht vor, müssen sie erstellt werden.

1. Verkäuflichkeit des Unternehmens

Hier muss beurteilt werden, ob ein potentieller Verkäufer das Unternehmen erfolgreich weiterführen kann, ob er es verstehen kann. Und ob es gegebenenfalls formale Hemmnisse gibt.

Potentielle Fortführungsrisiken (Auswahl)

Gibt es Risiken, die das bestehende Geschäftsmodell gefährden oder negative Einflüsse, die sich auf die geplante Ergebnisentwicklung auswirken können wie z.B. der Wegfall eines Schlüsselkunden?

Nachfolgend sind einige Prüffelder aufgelistet:

- Abhängigkeit von wenigen Kunden oder Lieferanten
- Dominanz des Patriarchen, fehlende 2. Führungsebene
- Eignung der Betriebseinrichtungen, Investitionsstau

- Organisation, Belegschaft, Betriebsklima
- Sortimentsbreite und –tiefe
- Technologie, Forschung und Entwicklung
- Laufende Gerichtsverfahren

Transparenz des Unternehmens

Der Erwerber muss das Unternehmen und die darin stattfindenden Prozesse verstehen und nachvollziehen können, um sich in die Lage zu versetzen, das Unternehmen selbst zu führen.

- Geeignete Planungstools
- Controlling-Instrumente
- Hierarchie und Führungsstruktur

Formale Hemmnisse

Hierunter subsumieren wir gesellschaftsrechtliche, steuerliche oder rechtliche Aspekte, die den Verkauf behindern oder gar unmöglich machen.

Ein Blick in den Gesellschaftsvertrag eines Unternehmens erlaubt ein erstes Urteil, ob der Verkäufer überhaupt voll über seine Gesellschaftsrechte disponieren kann, ob es Vorkaufsrechte, Veräußerungsverbote o.ä. gibt. Zudem muss geklärt werden, ob die Gesellschaftsrechte frei von Rechten Dritter sind.

Steuerliche Hemmnisse sind meist Fristen, die eingehalten werden müssen, damit der Verkäufer den Veräußerungsgewinn steuerbegünstigt realisieren kann. Dies kann z.B. durch eine kurz vor dem geplanten Verkauf erfolgte Anteilsübertragung im Erbfall oder die Umwandlung einer Personengesellschaft in

eine Kapitalgesellschaft ausgelöst werden. Letzteres löst eine Frist von immerhin 7 Jahren aus.

Rechtliche Hemmnisse

Zu erwähnen sind hier z.B. kartellrechtliche Regelungen oder Einschränkungen aufgrund hoheitlicher Interessen.

2. Zusammenfassung

Die Ergebnisse des Transaktions-Audit geben dem Verkäufer und dessen M&A Berater die erforderlichen Informationen, ob eine Transaktion zum jetzigen Zeitpunkt machbar und empfehlenswert ist, und ob die Erwartungen des Verkäufers realisiert werden können.

Sind die Ergebnisse des Transaktions-Audit positiv, so kann das Projekt eingeleitet werden. Die Ergebnisse des Transaktions-Audit sind im Transaktionsprozess nützlich. Als Grundlage für das Informationsmemorandum und für den Datenraum im Rahmen der Due Diligence Prüfung.

Sollten die Ergebnisse negativ sein, sind Maßnahmen einzuleiten, um Mängel zu beheben. Dieser Verzug sollte genutzt werden, um das Unternehmen für den Verkauf vorzubereiten.



Der Autor:

Matthias Tröger
Geschäftsführender
Gesellschafter
seneca Corporate Finance
GmbH