

www.pwc.ch/deals

Wohin des Deals?

Ein Wegbegleiter für Firmenkäufer
und Firmenverkäufer



Inhaltsverzeichnis

Einleitung	2
Deals Prozess	3
Fragen aus Käufersicht	15
Fragen aus Verkäufersicht	21
Glossar	28
Ansprechpartner	31

Einleitung

Wie verwende ich diesen Wegbegleiter?

Dieses Vademecum zu Unternehmenstransaktionen ist als Leitfaden für Entscheidungsträger gedacht, die sich mit dem Thema Unternehmenskauf bzw. Unternehmensverkauf zu befassen haben. Es setzt sich mit den kritischen und wichtigsten Fragestellungen aus Käufer- und Verkäufersicht auseinander.

Unter einer Unternehmenstransaktion versteht man sämtliche Transaktionen, durch welche die Eigentümerstruktur bei Gesellschaften bzw. einem Geschäftsfeld verändert wird. Durch eine Unternehmenstransaktion wird das bestehende Geschäftsportfolio verändert. Entsprechend sollen am Anfang jeder Transaktion (käufer- und verkäuferseitig) strategische Überlegungen zum Portfolio stehen.

Zwar ist keine Unternehmenstransaktion gleich wie die andere. Doch ergibt es einen Sinn, in diesem einleitenden Teil ein allgemeingültiges Framework für Unternehmenstransaktionen darzustellen, das die wichtigsten Begriffe und einen prototypischen Prozessablauf erläutert. Dieser Ablauf ist letztlich die Quintessenz aus unserer langjährigen Erfahrung mit Hunderten von Transaktionen.

Wir haben bei der Zusammenstellung unseres Leitfadens bewusst auf konkrete Beispiele und «war stories» verzichtet. Vor allem bekanntere Beispiele hätten möglicherweise zur Verletzung unserer Geheimhaltungspflicht gegenüber unseren Kunden geführt, was wir auf jeden Fall vermeiden wollten.

Kernstück des Vademecums sind die aus unserer Sicht wichtigsten Fragen, die ein Käufer im Verlauf des Akquisitionsprozesses bzw. ein Verkäufer im Verlauf des Verkaufsprozesses sich stellen und beantworten muss.

Framework einer M&A-Transaktion

Nachfolgend wird ein prototypischer Prozess für einen Unternehmensverkauf dargestellt. Zudem werden die wichtigsten zu erstellenden Dokumente kurz erläutert.



1 *Strategische Überlegungen*

Brauche ich einen Deal?

Am Anfang vieler Unternehmenstransaktionen stehen Überlegungen zum Geschäftsportfolio, in dem der Konzern tätig sein will:

- Gibt es Geschäftsbereiche, die nicht als Kerngeschäft angesehen werden und abgestossen werden sollen?
- Gibt es Geschäftsfelder, die nicht die geforderte operative Rendite oder gewünschte Kapitalrendite erwirtschaften?
- Stehen in naher Zukunft erhebliche Investitionen an, die der jetzige Eigentümer nicht tragen kann oder will?

Aufgrund solcher und ähnlicher Fragestellungen kann es zum Entscheid kommen, den Verkauf eines Unternehmensteils zu initiieren.

Neben Portfolioüberlegungen gibt es auch andere häufige Auslöser von Unternehmenstransaktionen: etwa Nachfolgeregelungen oder Situationen, in denen ein Konzern zum Zweck der Schulden tilgung zu Veräusserungen gezwungen wird.



2 Separationsplanung

Wie wird aus eins zwei?

Soll ein Geschäftsbereich verkauft werden, ist es zentral, seine Einbettung in den bestehenden Strukturen zu verstehen und einen Plan zu entwickeln, wie er aus der Verkäuferorganisation herausgelöst werden soll. Dabei geht es zunächst darum, sämtliche Schnittstellen (Touch Points) zwischen dem Verkaufsobjekt und der verkaufenden Organisation anhand der Wertschöpfungskette zu identifizieren und die Istsituation im Detail zu dokumentieren. Danach gilt es, für jeden Touch Point die Sollsituation aus Sicht des Verkäufers zu definieren.

Um das Verkaufsobjekt «verkaufsfähig» zu machen, ist aus rechtlicher Sicht – insbesondere bei einem Share Deal – zu prüfen, ob es wegen seiner rechtlichen Einbettung in verschiedene Gesellschaften nötig ist, die bestehende Struktur zu reorganisieren. Weiter ist aus steuerlicher Sicht für den Verkäufer zentral, ob der Verkaufsgewinn steuerbar ist oder bei einem Share Deal infolge Beteiligungsabzugs allenfalls steuerfrei realisiert werden kann.

Je stärker das Verkaufsobjekt in die verkaufende Organisation integriert ist, desto bedeutender ist eine umfassende Separationsplanung. Hier als Beispiele einige mögliche Fragestellungen:

- Wie werden gemeinsam genutzte Produktionsstandorte nach dem Verkauf bewirtschaftet?
- Inwiefern besteht eine Abhängigkeit vom Verkäufer in Bezug auf die in der Produktion verwendeten Rohstoffe? Wo und zu welchen Konditionen können diese in Zukunft alternativ bezogen werden, falls sie bisher durch den Verkäufer zur Verfügung gestellt wurden?
- Wie können Logistikprozesse entkoppelt werden, ohne dass für das Geschäftsfeld signifikant höhere Kosten entstehen und die Effizienz gewährleistet wird bzw. erhalten bleibt?

- Welche administrativen Funktionen (wie Finanzen, HR usw.) werden durch den Konzern zur Verfügung gestellt?
- Welche Vertriebsstrukturen (Verkäufer- bzw. Agenten-netz) werden gemeinsam genutzt?
- In welchen Gesellschaften befinden sich die zu veräussernden Geschäftsbereiche?



3

Verkaufsvorbereitung

Welche Informationen brauchen Käufer und Verkäufer?

Die Verkaufsvorbereitung, die einsetzen muss, bevor der eigentliche Verkaufsprozess startet, ist sehr wichtig. Im ersten Schritt geht es darum, die vorhandene Datenbasis zu analysieren, Informationsdefizite zu erkennen und Lücken zu identifizieren und zu schliessen.

Potenzielle Käufer müssen das Kaufobjekt einer detaillierten Due Diligence unterziehen. Dazu muss der Verkäufer in der Regel eine umfassende Datensammlung über das Verkaufsobjekt erstellen und den möglichen Käufern in einem Datenraum zur Verfügung stellen.

Die im Datenraum bereitstehenden Informationen decken je nach Branche und Art der Transaktion folgende Themengebiete ab (Aufzählung nicht abschliessend):

- Finanzen
- Steuern
- rechtliche Aspekte
- operationelle und kommerzielle Themen
- Umwelt
- HR und Vorsorgelösungen
- Informationstechnologie
- Versicherungen

Aus Verkäufersicht ist es wichtig, dass die Informationen vor ihrer Offenlegung auf Qualität, Vollständigkeit, Konsistenz und Sensitivität überprüft und allfällige Fragen der potenziellen Käufer antizipiert werden.

In Bezug auf die Sensitivität von Informationen gilt es, zu beurteilen, welche Informationen einem direkten Wettbewerber nicht oder nur beschränkt offengelegt werden sollten. Insbesondere sind diesbezüglich auch wettbewerbsrechtliche Vorschriften zu beachten.

Um auf mögliche Fragen von der Käuferseite vorbereitet zu sein und bei Wertfragen sowie den Verhandlungen um den Kaufvertrag nicht in die Defensive zu geraten, führt der Verkäufer in der Praxis häufig selber eine Due Diligence durch. Die Feststellungen dieser Due Diligence werden potenziellen Käufern in einem sogenannten Vendor-Due-Diligence (VDD)-Bericht zur Verfügung gestellt. Ein VDD-Bericht wird durch eine Drittpartei erstellt. Er analysiert meistens die finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Sachverhalte und zeigt transaktionsrelevante Problemstellungen aus Käufersicht auf. Der Vorteil für den Verkäufer liegt darin, dass er die Problembereiche und die möglichen Fragen potenzieller Käufer bereits kennt, bevor er die Informationen zum Verkaufsobjekt den Interessenten offenlegt.



4 Verkaufs-/Kaufprozess

Wie mache ich auf mich aufmerksam?

Während des eigentlichen Verkaufsprozesses bzw. der Marketingphase wird das Verkaufsobjekt auf den Markt gebracht und das Interesse möglicher Käufer geweckt. Im Marketingprozess werden verschiedene zentrale Dokumente verwendet, die nachfolgend kurz erläutert werden:

Teaser

Beim Teaser handelt es sich um eine anonymisierte Kurzdarstellung des angebotenen Unternehmens (bzw. Geschäftsfeldes), die möglichen Interessenten zur ersten Information zugesandt wird. Besteht aufgrund dieses Teasers weiterhin Interesse an der Investitionsmöglichkeit, so erhalten die Interessenten gegen Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung das Informationspaket, das dann zusätzliche Informationen enthält und für den potenziellen Käufer die Grundlage für ein erstes Angebot (indikative Offerte) bildet.

Vertraulichkeitserklärung

Eine Vertraulichkeitserklärung ist eine einseitige Verpflichtung, die das Stillschweigen über Verhandlungen, Verhandlungsergebnisse oder vertrauliche Unterlagen definiert. Der Verpflichtete stimmt zu, ihm zugänglich gemachte Informationen, beispielsweise die im Informationspaket (bzw. Informationsmemorandum) enthaltenen Informationen, geheim zu halten. Im Vordergrund stehen dabei insbesondere kritische Informationen wie Kunden- und Mitarbeiterdaten. Anders als beim Betriebsgeheimnis, das gesetzlich verankert ist, besteht bei der Vertraulichkeitserklärung Vertragsfreiheit.

Informationspaket (bzw. Informationsmemorandum)

Das Informationspaket (bzw. Informationsmemorandum) ähnelt einem Verkaufsprospekt. Es enthält die wesentlichen Informationen zum Verkaufsobjekt. Interessierte potenzielle Käufer sollen einen ersten Einblick in das Verkaufsobjekt erhalten, um beurteilen zu können, ob das angebotene Unternehmen (oder

das Geschäftsfeld) zur eigenen strategischen Ausrichtung passen würde und ob weiterführende Verhandlungen aufgenommen werden sollen. Üblicherweise umfasst ein Informationspaket Angaben zu den folgenden Themengebieten: Produkte und Dienstleistungen, Märkte, Wettbewerbssituation, Einkauf und Produktion, Management und Personal, Kunden, Lieferanten sowie finanzielle Situation. In Bezug auf Finanzinformationen werden Bilanzen und Erfolgsrechnungen mehrerer vergangener Perioden sowie Planzahlen abgebildet, die es dem potenziellen Käufer ermöglichen, sich ein Bild über Umsatz, Profitabilität, Finanzierung usw. zu machen und eine Indikation zum Unternehmenswert zu erhalten. Dieser wird für die Abgabe einer indikativen Offerte benötigt.

Potenzielle Käufer werden die Angaben im Informationspaket in der Due Diligence einer kritischen Würdigung unterziehen, weil das Paket per definitionem ein Verkaufsdokument ist und nicht einem neutralen Bericht entspricht.



Indikative Offerte

Nach der Analyse des Informationspakets kann der potenzielle Käufer besser beurteilen, ob er wirklich Interesse am Verkaufsobjekt hat und ob er dieses Interesse in Form eines ersten Kaufangebots (indikative Offerte) bekunden will. Indikative Offerten sind rechtlich unverbindliche, einseitige schriftliche Angebote, das Unternehmen zu bestimmten Konditionen und unter bestimmten Bedingungen (z.B. zufriedenstellende Ergebnisse aus der Due Diligence) zu erwerben.

Managementpräsentation

Aus den eingegangenen indikativen Offerten werden die attraktivsten bzw. interessantesten Angebote ausgewählt. Dieser Auswahl von (meist fünf bis sechs) potenziellen Käufern wird die Möglichkeit eingeräumt, das Unternehmen im Detail kennenzulernen und anlässlich einer Due Diligence zu prüfen. Bei der Managementpräsentation stellt das Management das Verkaufsobjekt und sich selbst den eingeladenen Interessenten vor.

Betriebsbesichtigung

Die Betriebsbesichtigung bietet die Möglichkeit, die in schriftlicher und mündlicher Form erhaltenen Informationen zu bestätigen, sich ein Bild vom physischen und technischen Zustand der Anlagen zu machen sowie den Eindruck vom Verkaufsobjekt abzurunden. Die Betriebsbesichtigung findet oft während der Due Diligence statt, zum Teil auch danach.

Due Diligence

In der Regel wird im Anschluss an die Managementpräsentation der Datenraum geöffnet. In diesem Datenraum, der in physischer oder elektronischer Form eingerichtet werden kann, werden den potenziellen Käufern und deren Beratern sämtliche für die Transaktion relevanten Informationen zur Verfügung gestellt.

Neben den im Datenraum zur Verfügung gestellten Informationen wird üblicherweise ein Q&A-Prozess definiert, der es einem Käufer erlaubt, eine bestimmte Anzahl Fragen an die Verkäufer zu richten.

Ausfluss der Due Diligence sind diverse Due-Diligence-Berichte. Sie sind auf die für die Transaktion relevanten Problemstellungen und auf die Ziele des potenziellen Käufers ausgerichtet und decken die wichtigsten Themengebiete (Finanzen, Steuern, Recht usw.) ab.

Mit der Due Diligence verfolgt ein potenzieller Käufer die folgenden Ziele:

- Elimination der asymmetrischen Information in Bezug auf Käufer und Verkäufer
- Sammeln von Fakten, insbesondere Verifizierung der Annahmen, die der Unternehmenstransaktion zugrunde liegen

- Go-/No-Go-Entscheid
- Zusatzinformationen für die Bewertung
- Identifikation von Themenbereichen, die in den Vertragsverhandlungen abgedeckt werden müssen
- Aufbau einer Informationsbasis für die Integrationsplanung

Verbindliche Offerte

Die Erkenntnisse der Due Diligence bilden die Basis für die Abgabe eines verbindlichen Angebots bzw. bei nicht zufriedenstellenden Ergebnissen aus der Due Diligence den Entscheid, den Akquisitionsprozess abubrechen.

In der Regel ist es der Verkäufer, der den Entwurf für den ersten Kaufvertrag erstellt. In Zusammenhang mit der Abgabe der verbindlichen Offerte überarbeitet der Käufer diesen ersten Entwurf (sog. Mark-up zum Kaufvertrag) und gibt ihn an die Verkäuferseite ab.



5 Finanzierung

Cash oder Kreditkarte?

Erste Überlegungen zu den möglichen Finanzierungsformen stellt der Käufer oft früh im Prozess an. Dabei bedeutet die Finanzierung einer Unternehmenstransaktion neben der Bezahlung des vereinbarten Kaufpreises auch die Bereitstellung der benötigten Mittel nach Abschluss (Kosten des Akquisitionsprozesses, Integration, Wachstumsfinanzierung, Restrukturierung usw.). Die Anforderungen an die Finanzierung sind stark vom Käufer abhängig.

Ein strategischer Investor hat häufig die Möglichkeit, aus bestehenden liquiden Mitteln und der Ausschöpfung vorhandener Kreditlimiten die notwendigen Mittel für die anstehende Unternehmenstransaktion bereitzustellen.

Finanzinvestoren finanzieren Unternehmenskäufe typischerweise mit einem erheblichen Anteil an neu zu beschaffendem Fremdkapital. Dafür wird bereits in einer frühen Phase der anstehenden Transaktion eine Lead Bank engagiert. Diese nimmt häufig ebenfalls an Managementpräsentationen teil, ausserdem gewährt man ihr Zugang zum Datenraum.



6 (Steuer-)Strukturierung

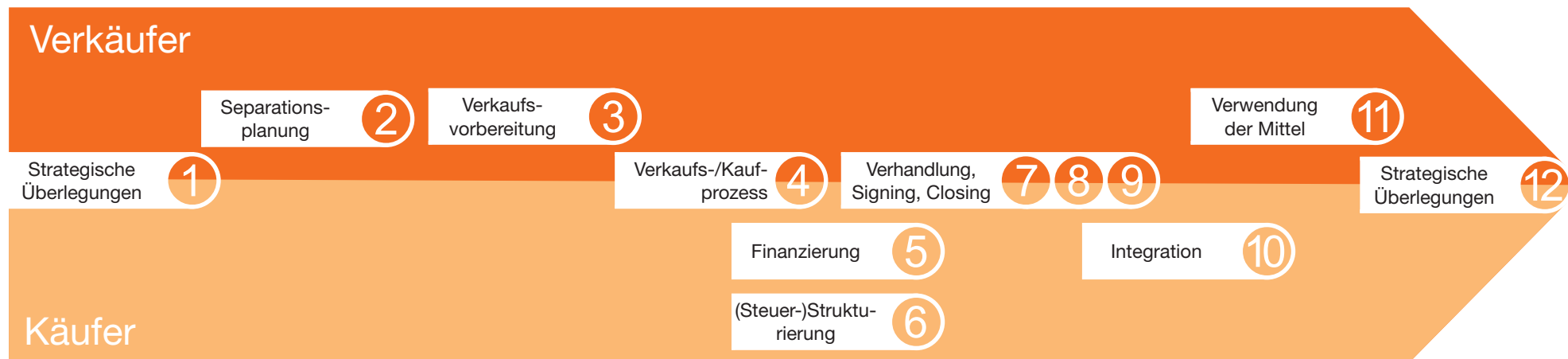
Wer kauft was und wie?

Bei der Strukturierung klärt der Käufer ab, ob das Kaufobjekt über eine bestehende Gruppengesellschaft oder über eine neu zu gründende Kaufgesellschaft erworben werden soll. Weiter prüft der Käufer – sofern vom Verkäufer nicht bereits bestimmt –, ob das Kaufobjekt mittels Kauf von Aktien (Share Deal) oder mittels Kauf bestimmter Vermögenswerte (Asset Deal) erworben werden kann. Bei diesen Überlegungen ist zentral, dass die im Rahmen der Due Diligence gewonnenen Informationen über das Kaufobjekt und die vorgesehene Finanzierung entsprechend berücksichtigt werden.

Bei diesen Strukturierungsüberlegungen stehen für den Käufer in der Regel die folgenden Aspekte im Vordergrund:

- haftungsrechtliche Fragestellungen
- Abzug der Finanzierungskosten (Debt Push-down)
- Abzug der Transaktionskosten
- Kaufpreisallokation
- Aufwertung der Aktiven
- Aktivierung und Abschreibung auf Goodwill
- Möglichkeiten der Verlustverrechnung
- Möglichkeit einer raschen Kaufpreistilgung («Aufströmen» von Substanz des Kaufobjektes)
- Flexibilität zur Integration/Reorganisation

In der Regel favorisiert der Käufer den Erwerb bestimmter Vermögenswerte (Asset Deal). Dies, weil bei einem Asset Deal im Vergleich zu einem Share Deal mögliche Problemfelder einer rechtlichen Gesellschaft nicht direkt auf den Käufer übergehen. Dazu bringt ein Asset Deal den Vorteil, dass die Akquisitionsfinanzierung mit dem Ergebnis bzw. der Substanz des Verkaufsobjektes bedient werden kann und diese Mittel nicht mittels Darlehen oder Dividenden an die Kaufgesellschaft weitergeleitet werden müssen. Weiter können die erworbenen Aktiven inklusive Goodwill auf einer erhöhten Buchwertbasis abgeschrieben werden. Das kann zu einer Reduktion der Gewinnsteuerbelastung führen.



7

Verhandlungen

Was kommt ins Grossgedruckte?

Aus Käufersicht gilt es, die Feststellungen aus der Due Diligence im Aktienkaufvertrag zu reflektieren. Dabei geht es insbesondere um die Festlegung der Parameter im Zusammenhang mit dem Kaufpreismechanismus sowie die Definition von Gewährleistungsklauseln. Die Feststellungen aus der Due Diligence dienen dabei als Verhandlungsargumente. Ein typischer Aktienkaufvertrag regelt u.a. die folgenden Punkte:

- Definitionen
- Gegenstand der Transaktion
- Kaufpreis und Zahlungsmodalitäten (Kaufpreismechanismus)
- Vorbereitung des Vollzugs (Vollzugsbedingungen)
- Vertragsvollzug
- Gewährleistungen des Käufers und des Verkäufers
- Rechtsfolgen bei Verletzung von Gewährleistungen
- Verhalten zwischen Vertragsabschluss und Vollzug
- weitere Pflichten der Parteien, z.B. Geheimhaltung, Abwerbungsverbot und weitere vertragliche Vereinbarungen wie Transition Services Agreements (TSA) usw.
- allgemeine Bestimmungen (anwendbares Recht, Gerichtsstand usw.)



8

Signing (Vertragsabschluss)

Bitte unterschreiben Sie hier, hier und hier.

Unter Signing versteht man die Unterzeichnung des Aktienkaufvertrages (SPA). Je nach Art der Transaktion können zwischen dem Vertragsabschluss und dem Vollzug der Transaktion (Closing) mehrere Monate vergehen, beispielsweise wenn die Transaktion durch die Wettbewerbsbehörden zu genehmigen ist.



9 Closing (Vertragsvollzug)

Vertrag unterschrieben – wie weiter?

Sind sämtliche im Kaufvertrag festgelegten Vollzugsbedingungen erfüllt (z.B. der Eingang der Genehmigung durch die Wettbewerbsbehörde), kann die Transaktion vollzogen werden. Aus rechtlicher Sicht ändern die Eigentumsverhältnisse des Verkaufsobjekts mit dem Vollzugsdatum.

Nach dem Vollzug der Transaktion gilt es aus Käufersicht, das Akquisitionsojekt optimal und möglichst schnell in die Strukturen des Käufers zu integrieren.

Nach dem Closing werden, basierend auf der Bilanz des Verkaufsobjekts per Vollzugsdatum – je nach festgelegtem Kaufpreismechanismus –, die Kaufpreisanpassungen berechnet und gegebenenfalls Ausgleichszahlungen zwischen den Parteien vorgenommen.



10

Integration

Wie wird nun aus zwei wieder eins?

Nachdem der Akquisitionsentscheid gefällt wurde, ist die Integrationsphase die entscheidende Phase für die Wertgenerierung durch eine Transaktion. Die meisten Unternehmenstransaktionen scheitern wohl an einer nicht ausreichend geplanten und ungenügenden Integration.

Die Planung sollte dabei nicht nur die Kalkulation von (Kosten-) Synergien, sondern im Wesentlichen die folgenden Punkte umfassen:

- Definition einer Integrationsstrategie: Die wichtigsten Ziele der Integration sollten festgelegt und klar umschrieben werden. Nur wenn sämtliche Integrationsprojekte an der Integrationsstrategie ausgerichtet sind, kann die Integration auch erfolgreich abgeschlossen werden.
- Fokussierung auf Prioritäten: Auch bei Integrationen ist die «80:20-Regel» meistens gültig. Da nicht alle Elemente in kurzer Zeit integriert werden können und sollen, müssen bei den Integrationsmassnahmen im Einklang mit der Strategie die nötigen Prioritäten gesetzt werden.

- Detaillierte Planung für Day One: Der Tag des Transaktionsvollzuges (Closing, Day One), also des rechtlichen Übergangs der Gesellschaft auf den Käufer und der damit verbundenen administrativen Änderungen, sollte gut vorbereitet werden, damit das Tagesgeschäft aufrechterhalten werden kann und die Supportprozesse weiterhin funktionieren.
- Kommunikation mit Stakeholders: Viele Probleme bei Integrationen entstehen wegen mangelnder Kommunikation. Es gilt, im Rahmen einer Kommunikationsstrategie alle internen und externen Stakeholders einzubinden und anzusprechen. Vorausblickende und umfassende Kommunikation ermöglicht es dem Unternehmen auch, die Gründe für die Transaktion und die wesentlichen Integrationsschritte darzulegen. Dies kann helfen, Missverständnisse und Widerstände zu vermeiden.

All diese Massnahmen sind mit klaren Führungsstrukturen und zugeordneten Verantwortlichkeiten zu begleiten. Gerade bei grösseren Transaktionen ist die Delegation von Aufgaben und Prozessen zentral, und es empfiehlt sich, ein hauptamtliches Projektmanagement für die Durchführung der Integration einzusetzen.



11

Verwendung der Mittel

Wohin mit dem Geld?

Der Verkäufer muss sich vorzeitig überlegen und hat zu definieren, für welche Zwecke die aus dem Verkauf erzielten Mittel verwendet werden sollen. Dabei haben die strategischen Ziele, insbesondere Portfolioüberlegungen, zentrale Bedeutung (vgl. Ausführungen zu 1. Strategische Überlegungen). Frei gewordene Mittel könnten dabei sowohl für Zukäufe (sprich Unternehmenstransaktionen) als auch für das Antreiben von organischem Wachstum verwendet werden. Alternativ kann es auch um die Rückzahlung von Schulden oder die Ausschüttung an die Aktionäre gehen.



Fragen aus Käufersicht

Welches sind interessante Akquisitionsobjekte, und wie weiss ich, wann sie auf dem Markt sind?

Für aktive Käufer ist es hilfreich, ein klares Profil möglicher Akquisitionsobjekte – allenfalls gar eine Liste von möglichen Zielgesellschaften – zu führen. Das Profil oder die Liste lässt sich aus den strategischen Plänen des Käufers ableiten: Wird beispielsweise der Eintritt in einen neuen Markt angestrebt, kann dies einerseits durch einen selbständigen Aufbau, andererseits auch durch eine Unternehmensakquisition erfolgen.

Will man an mögliche Kaufobjekte herankommen, kann es hilfreich sein, in stetigem Austausch mit Corporate-Finance-Beratern zu sein. Sie haben aufgrund ihres Netzwerks einen guten Überblick über Unternehmen, die sich bereits auf dem Markt befinden oder dies nächstens könnten.

Was ist das Deal Rationale für die vorgesehene Akquisition?

Für eine erfolgreiche und wertgenerierende Akquisition ist es von grosser Bedeutung, eine klare Vorstellung über die Akquisitionsgründe (Deal Rationale) zu haben sowie diese im Detail zu formulieren. Dabei sind primär strategische Überlegungen zentral. Je nach Transaktion können folgende Transaktionsgründe im Vordergrund stehen:

- Erhöhung des Marktanteils und Gewinn an Marktmacht
- Erschliessung neuer Märkte
- Verbreiterung des Geschäftsportfolios
- Erschliessung noch nicht vorhandener Technologien
- profitables Umsatzwachstum
- Verbesserung der Margensituation
- Realisation von Synergien

Bei der Due Diligence geht es insbesondere auch darum, die Zielgesellschaft vor dem Hintergrund dieser Transaktionsgründe zu prüfen. Es gilt also, sicherzustellen, dass das Kaufobjekt die Zielkriterien erfüllt. Wenn sich beispielsweise anhand der Due Diligence herausstellt, dass das Kaufobjekt einen Grossteil des Umsatzes im Privatkundensegment erzielt, die Transaktion jedoch aus Käufersicht primär zur Stärkung des Firmenkundengeschäfts in Betracht gezogen wurde, so widersprechen die Feststellungen der Due Diligence dem Deal Rationale.

In finanzieller Hinsicht ist im Detail zu analysieren, welchen Einfluss die Transaktion auf die Gewinne haben wird, die der Käufer in Zukunft ausweisen kann. Auch wenn das Kaufobjekt attraktive Margen verspricht und viel Cash generiert, kann der Gewinn verwässert werden. Denn die Höhe des Kaufpreises und die Art der Zuweisung der Kapitalaufrechnungsdifferenz (auf abzuschreibende Aktiven und den verbleibenden Goodwill) haben Einfluss darauf. Ist die Steigerung des Gewinns pro Aktie eine zentrale Zielgrösse, so kann die vorgesehene Transaktion dem Deal Rationale widersprechen.



Welches ist der Wert der Zielgesellschaft, und welchen Preis bin ich bereit zu bezahlen?

Grundsätzlich ist zwischen Wert und Preis zu unterscheiden. Der Wert ist eine subjektive Grösse, die vom jeweiligen Käufer abhängt. So kann der Wert eines Kaufobjekts für einen potenziellen Käufer deutlich höher liegen als für einen anderen möglichen Käufer, beispielsweise weil der Erste hohe Synergien realisieren kann (sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Kostenseite), der Zweite aber geringere.

Im Gegensatz dazu kann der (Markt-)Preis allgemein als das Entgelt definiert werden, das auf einem freien Markt zwischen mehreren Anbietern und Nachfragern zum Marktgleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage führt. Auf eine Unternehmenstransaktion bezogen entspricht der Preis dem nach der Verhandlungsphase zwischen Käufer und Verkäufer für das Kaufobjekt vereinbarten Entgelt.

Für einen Käufer ist es nun von entscheidender Bedeutung, sich über den für ihn subjektiven Wert im Klaren zu sein. Dabei wird zunächst von einer Stand-alone-Bewertung des Kaufobjektes ausgegangen. Diese basiert im Normalfall auf dem durch den Verkäufer für das Kaufobjekt bereitgestellten und durch den Käufer allenfalls angepassten Businessplan.

Ausgehend von der Stand-alone-Bewertung werden in einem zweiten Schritt allfällige Synergien sowie antizipiertes Optimierungspotenzial mitberücksichtigt, damit der für den Käufer relevante Wert gefunden werden kann. Aus Sicht des Käufers entspricht der so festgelegte Wert der absoluten Preisobergrenze. Im Normalfall ist ein potenzieller Käufer jedoch nicht bereit, den gesamten Wertanteil, der auf die Synergien zurückzuführen ist, vollständig an den Verkäufer abzutreten. Insofern wird der Preis, den ein potenzieller Käufer zu zahlen bereit ist, irgendwo zwischen dem Stand-alone-Wert und seinem subjektiven Wert liegen.

Weiter sollte sich ein Kaufinteressent überlegen, mit welchen Sensitivitäten die einzelnen Werttreiber (zukünftig geplantes Umsatzwachstum, zukünftige Margenentwicklung usw.) den Unternehmenswert beeinflussen. Dies ermöglicht es dem Verkäufer, einem ermittelten Unternehmenswert auch ein Risikoprofil beizumessen (z.B.: Wie ändert sich der Unternehmenswert, wenn das Umsatzwachstum um 1% unter dem geplanten Umsatzwachstum ausfallen sollte?).

Der Stand-alone-Wert, der unter Berücksichtigung der Synergien und des Optimierungspotenzials ermittelte Unternehmenswert, sowie das durch die Sensitivitäten ermittelte Risikoprofil sollten dem potenziellen Käufer als Basis dienen, den Preis zu definieren, den er zu zahlen bereit ist.



Welche Informationen benötige ich für eine gute Entscheidungsbasis?

Kritische Informationen aus Käufersicht sind primär all jene Informationen, die den Käufer bei der Entscheidungsfindung (Go-/No-Go-Entscheid), der Bewertung (Kaufpreis), den Vertragsverhandlungen sowie der Integrationsplanung unterstützen. Der Käufer muss all jene kritischen Informationen erhalten und erfragen (anlässlich der Due Diligence und des Q&A-Prozesses), die es ihm ermöglichen, den Erwerb der Zielgesellschaft anhand der Transaktionsgründe (Deal Rationale, vgl. 2. Frage) zu prüfen.

Mit der Due Diligence verfolgt der potenzielle Käufer in einem ersten Schritt das Ziel, die asymmetrische Information in Bezug auf sich und den Verkäufer zu verbessern. Entsprechend zentral sind bei der Entscheidungsfindung die Feststellungen und Erkenntnisse aus den verschiedenen Due-Diligence-Themengebieten (Finanzen, Steuern, rechtliche Aspekte, operationelle und kommerzielle Themen usw.) sowie eine anschließende Analyse zu Chancen und Risiken.

Während gewisse Themenbereiche durch den Käufer selbst abgedeckt werden können, ist es ratsam, in anderen Gebieten mit externen Beratern zusammenzuarbeiten. Damit die Information zwischen den Beteiligten optimal fließt, sind gute Schnittstellen zwischen den verschiedenen Teilprojekten (Workstreams) wichtig.

Wo sehe ich die primären Risiken?

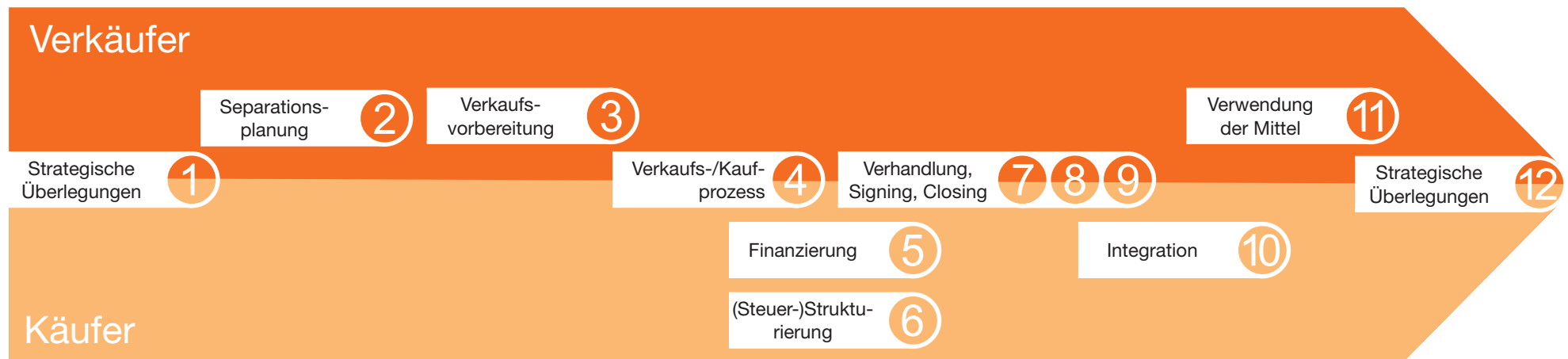
Die Risiken im Zusammenhang mit einer Akquisition sind vielfältiger Natur und hängen unter anderem von der Branche und dem Umfeld des Akquisitionsobjektes ab. Von entscheidender Bedeutung ist, dass das Akquisitionsobjekt den strategischen Überlegungen und Kriterien, die zu einem möglichen Kauf führen, auch wirklich entspricht (Strategic Fit).

Es ist grundsätzlich Aufgabe der involvierten Due-Diligence-Teams, die mit der Akquisition der Zielgesellschaft verbundenen wesentlichen Risiken aufzuzeigen. Sie sollen mögliche Faktoren, die eine Akquisition verhindern könnten (Deal Breakers), identifizieren. Dabei sollten neben finanziellen Themen (Finanzen, Steu-

ern, Vorsorgelösungen usw.) auch nicht finanzielle Gebiete analysiert werden (HR, rechtliche Aspekte, operationelle Themen, IT usw.), können denn auch diese wesentliche Risiken bergen.

Bei einem Grossteil der Transaktionen führen folgende Risiken dazu, dass durch die Unternehmensakquisition kein Mehrwert für die Eigentümer generiert wird:

- Überschätzung von Synergien (fehlerhafte Abschätzung der Integrationskosten und des Einsparpotenzials)
- unzureichende Kenntnisse oder Fehleinschätzungen bezüglich Markt, Produkt und Technologie
- ungenügende Analysen im Rahmen der Due Diligence oder bei der Plausibilisierung des Businessplans
- unvereinbare Unternehmenskulturen
- mangelhafte Integrationsplanung
- Verlust von Know-how (z.B. von Schlüsselmitarbeitenden) nach erfolgter Akquisition



Zusätzlich gilt es auch, den unmittelbar mit dem Transaktionsprozess zusammenhängenden Risiken (Formulierung des Kaufvertrags, Kaufpreisfindung usw.) entsprechend Rechnung zu tragen.

Wie kann ich mich im Kaufvertrag gegenüber dem Verkäufer absichern?

Es gibt in Unternehmenskaufverträgen verschiedene Absicherungsmöglichkeiten.

Wichtig ist, dass die Feststellungen aus der Due Diligence als Verhandlungsargumente eingebracht und im Kaufvertrag entsprechend reflektiert werden.

Ein bewährtes Mittel zur Absicherung sind Kaufpreismechanismen, mit denen der Manipulationsspielraum des Verkäufers eingeschränkt werden kann. Häufig wird der Kaufpreis auf einer «Cash and Debt-free»-Basis festgelegt (Gesamtunternehmens-

wert). In diesem Zusammenhang kommt der wertmässigen Festlegung des betrieblich notwendigen Nettoumlaufvermögens (bzw. des Ziel-Nettoumlaufvermögens) eine wichtige Bedeutung zu, um den Abfluss von betriebsnotwendigen Mitteln zwischen Vertragsabschluss (Signing) und Vertragsvollzug (Closing) zu verhindern (bspw. indem der Verkäufer Kreditoren vor dem Vertragsvollzug nicht mehr bezahlt oder die Warenvorräte erheblich reduziert).

Von Bedeutung bei der Vertragsverhandlung sind auch die zahlreichen Gewährleistungsklauseln. Mögliche Gewährleistungen können sein, dass die Jahresrechnungen einem bestimmten Rechnungslegungsstandard entsprechen, dass festgelegte Vermögenswerte (Debitoren usw.) garantiert werthaltig sind, dass sämtliche Steuerverbindlichkeiten für Perioden vor dem Vertragsvollzug zulasten des Verkäufers gehen, oder auch, dass keine nicht offenen juristischen Streitigkeiten bestehen.

Ein weiteres Instrumentarium der Absicherung sind Earn-out-Klauseln. Dabei handelt es sich um die vertragliche Verpflichtung des Käufers, einen Teil des Kaufpreises in der Zukunft zu entrich-

ten, abhängig davon, ob gewisse Zielgrößen (Umsatz, Gewinn, Erhalt eines bestimmten Kunden usw.) erreicht werden. Earn-out-Klauseln führen somit zu einer variablen Kaufpreiskomponente und sind ein geeignetes Instrument, die oft divergierenden Vorstellungen zwischen Käufer und Verkäufer über den künftigen Geschäftsverlauf des Akquisitionsobjekts zu berücksichtigen und einen Risikoausgleich zu erzielen.

Wie sollte die Transaktion für mich strukturiert sein?

Es gibt verschiedene Faktoren, welche die Frage nach der Strukturierung der Transaktion beeinflussen. In der Regel favorisiert der Käufer den Erwerb bestimmter Vermögenswerte (Asset Deal), während der Verkäufer den Verkauf der Aktien (Share Deal) vorzieht. Der Grund hierfür ist, dass bei einem Asset Deal gewisse mögliche Problemfelder, die bei einer rechtlichen Gesellschaft vorhanden sein können (bspw. steuerliche und haftungsrechtliche Fragestellungen), nicht direkt auf den Käufer übergehen wie bei der Übertragung von Aktien (Share Deal).



Allerdings gibt es in der Praxis auch Situationen, in denen der Käufer einen Share Deal einem Asset Deal vorzieht. Verfügt beispielsweise eine Zielgesellschaft über vorteilhafte steuerliche Attribute wie etwa wesentliche steuerliche Verlustvorträge, kann dies für einen Käufer ein gewichtiger Grund sein, die Aktien der Gesellschaft zu erwerben, sofern er diese Attribute in Zukunft nutzen kann.

Falls es sich beim Kaufobjekt um keine eigenständige rechtliche Einheit, sondern um einen herausgelösten Geschäftsteil handelt (Carve-out), steht meist ein Asset Deal im Vordergrund.

Oft ist die Entscheidung, die Transaktion als Share Deal oder als Asset Deal zu strukturieren, Gegenstand der Verhandlung zwischen den beiden Parteien.

Wie integriere ich das Akquisitionsobjekt in meine bestehenden Strukturen?

Dies hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab: von der Akquisitionsstrategie (d.h. den mit der Akquisition verbundenen Zielen) sowie vom «Zustand» der Zielgesellschaft.

Aufgrund der mit der Akquisition verfolgten Ziele kann die Integrationsstrategie festgelegt werden. Wenn einerseits z.B. die Realisierung von Synergien im Vordergrund steht, müssen Prozesse, Strukturen und Organisation angepasst werden. Dies erfordert meist eine vollständige Integration von einzelnen Bereichen der Zielgesellschaft in die Aufbau- und Ablauforganisation des Käufers (Backoffice, Einkauf, Personal usw.).

Steht andererseits z.B. das Cross Selling von Produkten im Vordergrund der Transaktion, so findet in diesem Kernbereich meist keine Integration statt, und der Käufer und die Zielgesellschaft bleiben vorerst in ihren Strukturen und Prozessen erhalten.

Der «Zustand» der Zielgesellschaft umfasst die Organisation sowie die Qualität und den Umfang der vorhandenen Prozesse des Kaufobjektes. Bei Carve-out-Gesellschaften steht nach Abschluss der Transaktion zuerst die Loslösung vom Verkäufer im Vordergrund. Integriert wird meist nur dort, wo Prozesse des Verkäufers fortan vom Käufer übernommen werden. Ähnlich sieht es bei Zielgesellschaften aus, die alle Wertschöpfungs- und Supportprozesse vollständig selber erbringen können. Dort gilt es, zuerst diejenigen Prozesse zu identifizieren, die zusammengelegt oder integriert werden können und sollen. Bis zur eigentlichen Integration dauert es meist länger.

Bei Zielgesellschaften, die noch im Wachstum sind oder aufgrund der verhältnismässig kleinen Grösse noch nicht über vollständig ausgebaute Supportfunktionen verfügen, integriert man meistens schnell alle Prozesse; die Zielgesellschaft geht in wenigen Monaten im Käufer auf.



Welche Finanzierungsmöglichkeiten habe ich für die Transaktion?

Eine Transaktion kann man einerseits über bereits vorhandene (d.h. bestehende liquide Mittel oder Kreditlinien), andererseits jedoch auch über neu zu beschaffende Mittel finanzieren. Hierzu bietet sich etwa eine Bankenfinanzierung für Fremdkapital oder eine Finanzierung mittels Eigenkapital durch Finanzinvestoren (Financial Sponsors) an.

Darüber hinaus kann die übernehmende Firma auch ihre eigenen Aktien als Entgelt für den Kauf anbieten. Dies ist vor allem bei liquiden börsenkotierten Unternehmen eine gängige Praxis.

Welchen Einfluss hat die Finanzierung auf den Due-Diligence-Prozess?

Werden spezifisch für die beabsichtigte Unternehmenstransaktion Finanzmittel beschafft, stellt dies erhöhte Anforderungen an die als Resultat der Due Diligence zu erstellenden

Berichte. Die Due-Diligence-Berichte müssen in Bezug auf Umfang und Qualität den Anforderungen der finanzierenden Banken genügen. Für die Banken sind sie bei der Beurteilung des Kreditrisikos sehr wichtig. Daher werden in solchen Fällen meist externe Berater beigezogen. Des Weiteren sind häufig bereits in der Due-Diligence-Phase auch Bankenvertreter involviert.

Welche Personen aus meiner eigenen Organisation muss ich in den Transaktionsprozess einbeziehen?

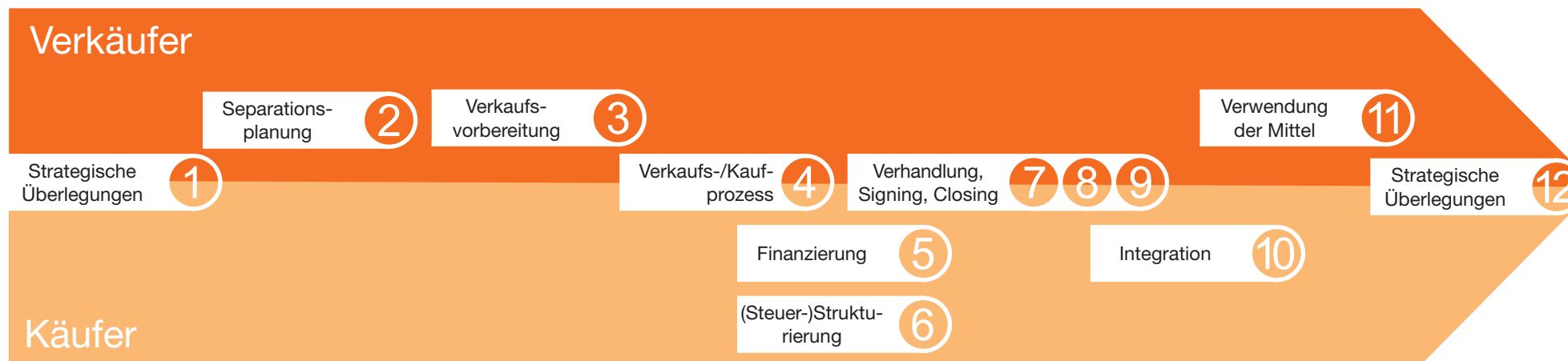
Grundsätzlich ist es wichtig, dass die leitenden Gremien (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung) jene Personen aus der eigenen Organisation in den Prozess einbeziehen, die über das Expertenwissen verfügen, das für den anstehenden Akquisitionentscheid, aber auch die darauf folgende Integration benötigt wird.

Größere Gesellschaften verfügen meist über spezialisierte Abteilungen (M&A, Business Development oder Corporate Development), die den Kaufprozess und die damit verbundenen

Teilprojekte (Workstreams) koordinieren. Kleinere Gesellschaften übertragen diese Koordinationsaufgabe oft einem spezialisierten Berater.

Wenn es sich um einen Corporate Buyer handelt, werden oft Due-Diligence-Themengebiete durch solche Personen aus der Käuferorganisation bearbeitet, die sich mit technischen, operationellen oder kommerziellen Themen oder mit IT-Fragen befassen. Auch im Zusammenhang mit der Analyse möglicher Synergien und der Integrationsplanung können die Marktkennntnisse, die innerhalb der Organisation des Käufers vorhanden sind, entscheidend sein.

Beim Einbezug von Mitarbeitenden ist es ratsam, etappenweise vorzugehen – in Abhängigkeit vom Projektverlauf. Weil solche Akquisitionsprozesse meist streng vertraulich ablaufen, ist es entscheidend, den Kreis der involvierten Mitarbeitenden möglichst einzugrenzen.



Fragen aus Verkäufersicht

Wie sieht das Geschäftsportfolio aus, in dem ich längerfristig tätig sein will?

Es ist von entscheidender Bedeutung für ein Unternehmen, die Geschäftsfelder, in denen es tätig ist, regelmässig im Kontext der eigentlichen Gesamtstrategie zu überprüfen. Bei der Gesamtstrategie geht es darum, zu definieren, worauf sich das Unternehmen mittelfristig konzentrieren will (Portfolioüberlegungen) und welche Geschäftsfelder allenfalls nicht mehr zur Unternehmensstrategie passen bzw. zur Erreichung der Unternehmensziele keinen sinnvollen Beitrag mehr leisten.

Kommt man zum Schluss, dass gewisse Geschäftsfelder nicht mehr zum Kerngeschäft gehören und sich ein Verkauf aufdrängt, stellt sich auch die Frage, wer für ein zu veräusserndes Geschäftsfeld der am besten geeignete Eigentümer wäre.

Wer wäre für das Verkaufsobjekt ein guter Eigentümer?

Dies hängt weitgehend davon ab, welche Ziele und Überlegungen den Verkäufer zur Veräusserung bewogen haben, aber auch von der Grösse, den Eigenheiten, der finanziellen Situation und der Branche, in der das Verkaufsobjekt tätig ist.

Grundsätzlich können mögliche Käufergruppen in die folgenden Kategorien unterteilt werden:

- **Strategische Käufer:** Dabei handelt es sich um operative Unternehmen, die ihr Geschäftsportfolio primär aus strategischen Überlegungen verstärken wollen. Strategische Käufer kennen im Normalfall die Produkt- sowie die Marktsituation, in der das Verkaufsobjekt tätig ist, relativ gut. Entsprechend ist die kommerzielle Due Diligence bei strategischen Käufern weniger bedeutend als bei Finanzinvestoren (vgl. nächsten Punkt). Als Kaufmotiv (Deal Rationale) steht bei strategischen Käufern häufig die Realisierung von Synergien (sowohl

umsatz- als auch kostenseitig) im Vordergrund. Synergien spielen auch bei den entsprechenden Preisüberlegungen eine wichtige Rolle. Häufig sind strategische Käufer bereit, einen höheren Preis zu bezahlen als Finanzinvestoren, da nicht ausschliesslich Renditeüberlegungen im Vordergrund stehen und Synergiepotenziale realisiert werden können.

- **Finanzinvestoren (Private Equity):** Bei Finanzinvestoren stehen primär Renditeüberlegungen im Vordergrund. Sie kaufen ein Geschäftsfeld mit der Absicht, es mittelfristig gewinnbringend wieder abzustossen – zum Beispiel über einen Verkauf oder einen Börsengang (IPO). Im Normalfall und abhängig von der Situation an den Kapitalmärkten wird ein erheblicher Teil des Kaufpreises fremdfinanziert, wodurch die Eigenkapitalrendite entsprechend erhöht werden kann. Aufgrund der Renditeerwartungen und des erheblichen Fremdkapitaleinsatzes ist es für Finanzinvestoren entscheidend, dass das Geschäftsfeld Cash generiert und auch eine Wachstumsge-schichte verspricht.



Finanzinvestoren kennen üblicherweise den Markt, in dem das Verkaufsobjekt tätig ist, weniger gut als strategische Käufer. Entsprechend erhält die kommerzielle Due Diligence für die Einschätzung der Realisierbarkeit des Businessplans und der daraus resultierenden Bewertung eine entscheidende Bedeutung. Finanzinvestoren achten zudem stark auf die Qualität und das Engagement des Managements, welches das Verkaufsobjekt führt.

- Turnaround-Manager: Sie sind spezialisiert auf den Kauf und die Restrukturierung von Geschäftsfeldern, die eine ungenügende Rendite erzielen. Ziel von Turnaround-Managern ist es, die Firma innerhalb kurzer Zeit zu restrukturieren, die Rentabilität zu steigern und das Objekt gewinnbringend wieder zu veräußern.

Ist das Verkaufsobjekt auf einen Verkaufsprozess gut vorbereitet?

Der Faktor Zeit ist ein wichtiges Kriterium für die sorgfältige Planung eines Verkaufsprozesses. Falls der Verkauf eines Geschäftsfeldes oder Unternehmens seit längerem geplant ist oder erst mittelfristig realisiert werden soll, kann der Verkäufer Vorkehrungen treffen, die dem Verkaufsprozess dienlich sind. Beispielsweise können Anpassungen in der Organisationsstruktur und der Berichterstattung helfen, die für den Verkaufsprozess notwendigen Finanzinformationen zu erstellen. Oder der Verkäufer kann im Zusammenhang mit der späteren Unternehmensbewertung frühzeitig Einfluss auf wichtige Größen (operativen Geldfluss, historische und geplante Investitionen, Entwicklung des betrieblichen Nettoumlaufvermögens usw.) nehmen. Dies kann sich positiv auf den zu erzielenden Kaufpreis auswirken.

Welche Verknüpfungen bestehen zwischen dem Verkaufsobjekt und der Verkäuferorganisation?

Sind die zu verkaufenden Unternehmensteile keine selbständigen Einheiten, sondern in bestehende Konzernstrukturen des Verkäufers integriert, müssen sie vor dem Verkauf aus der Verkäuferorganisation herausgelöst werden – man spricht von sogenannten Carve-outs (operationellen sowie finanziellen).

Für die spätere Kaufpreisfindung ist es sehr bedeutend, dass im Rahmen der Bewertung ein Verkaufsobjekt Stand-alone bewertet werden kann. Die Planung eines solchen Carve-out-Prozesses ist zentral für den Verkäufer, unabhängig davon, ob das zu verkaufende Geschäftsfeld nach der Transaktion wiederum in die Organisation des Käufers integriert oder selbstständig weitergeführt wird. Einerseits geht es darum, eine klare Sicht zu erlangen in Bezug darauf, wie das Geschäftsfeld ausserhalb der Verkäuferorganisation aufgestellt werden soll. Andererseits ist es wichtig, den vorgesehenen operativen Set-up in finanzieller Hinsicht entsprechend im Businessplan abzubilden und zu quantifizieren. Als Beispiele können folgende Fragestellungen angeführt werden:



- Wo und zu welchen Konditionen werden in Zukunft Rohstoffe bezogen, die vorher durch die Verkäuferorganisation beschafft wurden?
- Wie werden die Logistikprozesse von der Verkäuferorganisation entkoppelt, und welche finanziellen Auswirkungen ergeben sich daraus?
- Welche administrativen Funktionen (Finanzen, HR usw.) wurden in der Vergangenheit durch die Verkäuferorganisation bereitgestellt?
- Wie sollen die Vertriebsstrukturen nach dem Verkauf aussehen, und welche Auswirkungen ergeben sich auf die Struktur der Verkaufskosten?

Detaillierte Dienstleistungsverträge (Transition Services Agreements, TSA) helfen dem Verkäufer und dem Käufer, für das Verkaufsobjekt eine gute Übergangsphase sicherzustellen.

Wie sieht der Businessplan des Verkaufsobjektes aus?

Der Businessplan als Kernstück der Bewertung sollte sich nicht auf eine mehrjährige Erfolgsrechnung beschränken. Angaben zu den Investitionsplänen (Capex), die Darstellung der erwarteten Entwicklung des Umlaufvermögens (Working Capital) und daraus abgeleitet eine eigentliche Cashflowrechnung sind weitere wichtige Elemente eines Businessplans.

Der potenzielle Käufer wird den Businessplan des Verkaufsobjektes im Detail analysieren und überprüfen. Kritische Annahmen bilden dabei insbesondere jene Größen, die eine hohe Sensitivität auf den Unternehmenswert haben, bspw. die Margen- und Wachstumsannahmen. Es gibt verschiedene Ansätze in Bezug darauf, wie fundiert beim Erstellen des Businessplans vorgegangen wird. Wichtig ist in jedem Fall, über ein gutes Argumentarium für die gewählten Annahmen zu verfügen.

Während beim Bottom-up-Ansatz detaillierte Annahmen zugrunde liegen (z.B. konkrete Preis- und Mengengerüste für den geplanten Umsatz), ist beim Top-down-Ansatz entscheidend, dass die getroffenen Annahmen betreffend die künftige Entwicklung durch Vergleich mit direkten Konkurrenzunternehmen und mit dem Gesamtmarkt fundiert begründet werden können.

Wie kann ich einen Businessplan für das Verkaufsobjekt erstellen, ohne den Käufer zu kennen?

Grundsätzlich ist ein Businessplan unabhängig vom möglichen Käufer auf einer Stand-alone-Basis zu erstellen. Der Businessplan bildet den Ausgangspunkt für die Bewertung durch den Käufer. In einem zweiten Schritt berücksichtigt der potenzielle Käufer allfällige Synergien sowie antizipiertes Optimierungspotenzial. Deshalb ist es entscheidend, dass der Businessplan die für diesen zweiten Schritt benötigte Transparenz und die Detailinformationen enthält.



Wie bereits weiter oben erwähnt, ist es hilfreich, sich frühzeitig ein Bild von den möglichen Käufern zu machen. Dies hilft, die Synergiepotenziale herzuleiten und auch zu definieren, welche Informationen für einen möglichen Käufer bei der Synergieabschätzung hilfreich sein könnten.

Welche Informationen über das Verkaufsobjekt stelle ich dem Käufer zur Verfügung? Und in welcher Form?

Die Bereitstellung von Informationen erfolgt schrittweise, parallel zum Prozessverlauf. Während zu Beginn des Verkaufsprozesses aus dem anonymisierten Teaser nur die Eckpunkte des Verkaufsobjektes hervorgehen, enthält das Informationspaket (Informationsmemorandum) bereits wesentliche Informationen zum Unternehmen (oder zum Geschäftsfeld). Ein solches Memorandum wird dem Interessenten in einem zweiten Schritt und nur gegen Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung herausgegeben. Es soll dem potenziellen Käufer die Grundlage für ein

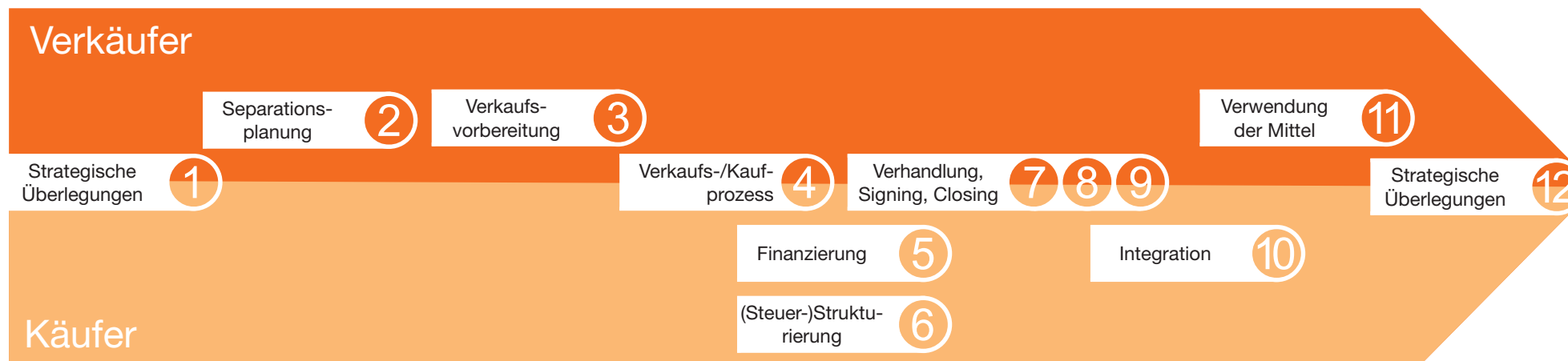
erstes indikatives Angebot bieten. Dabei werden kritische Informationen wie die Namen von Kunden, Lieferanten usw. oft in anonymisierter Form wiedergegeben und den Interessenten erst im Rahmen einer Due-Diligence- oder Q&A-Session (allenfalls exklusiv) zugänglich gemacht. Insbesondere bei strategischen Käufern gilt es, zu beurteilen, welche Informationen gegenüber einem direkten Wettbewerber nicht oder nur beschränkt offengelegt werden sollten. Dabei sind auch allfällige wettbewerbsrechtliche Vorschriften zu beachten.

Im Rahmen der Due Diligence erfolgt die umfangreichste Offenlegung von Informationen über das Verkaufsobjekt. Diese umfassende Datensammlung wird dem Käufer entweder in Papierform (also in einem physischen Datenraum) oder aber elektronisch (in einem elektronischen Datenraum) zur Verfügung gestellt. Nebst umfangreichen Offenlegungen zur finanziellen Historie sowie der aktuellen Finanzlage sind, abhängig von Branche und Art der Transaktion, Gebiete wie Steuern, Recht, operationelle und kommerzielle Themen, Umwelt, HR, Vorsorgelösungen, IT, Versicherungen und weitere von Bedeutung.

Welches sind die möglichen Problem- und Fragestellungen aus Sicht des Käufers?

Dies ist abhängig davon, ob es sich um einen strategischen Käufer oder aber um einen Finanzinvestor handelt.

Für den strategischen Käufer werden sich unter anderem verschiedene Problem- und Fragestellungen im Zusammenhang mit den Akquisitionsgründen ergeben, aufgrund deren er die Zielgesellschaft prüfen wird. Oft stehen Fragestellungen zum Marktanteil, zum effektiven Gewinn an Marktmacht, zur Realisation von Synergien oder auch Technologiefragen usw. im Vordergrund. Dagegen wird der Fokus des Finanzinvestors stark rentabilitätsbezogen sein. Das Ziel eines Finanzinvestors besteht darin, die Beteiligung zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn zu veräußern und für das eingegangene Risiko entsprechend entschädigt zu werden. Darum legen Finanzinvestoren starkes Gewicht auf die Beurteilung der Fähigkeit, in Zukunft Cash zu generieren. Diesbezüglich ist die Beurteilung der Realisierbarkeit der geplanten Umsatzentwicklung und der Margen (kommerziel-



le Due Diligence), der nachhaltigen Gewinne (und entsprechend der Kostenstruktur), der geplanten Entwicklung des Umlaufvermögens sowie der zukünftig erforderlichen Investitionen das zentrale Element.

Wie kann ich einen möglichst kurzen Verkaufsprozess und dadurch eine möglichst geringe Werterosion sicherstellen?

Um auf mögliche Fragen von der Käuferseite vorbereitet zu sein und bei Wertfragen sowie den Verhandlungen über den Kaufvertrag nicht in die Defensive zu gelangen, lässt der Verkäufer in der Praxis häufig eine Due Diligence durchführen. Die Feststellungen dieser Due Diligence werden potenziellen Käufern in einem sogenannten Vendor-Due-Diligence(VDD)-Bericht zur Verfügung gestellt. Bei einem VDD-Bericht handelt es sich um einen durch eine Drittpartei erstellten Due-Diligence-Bericht. Meistens analysiert er die finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Sachverhalte und zeigt transaktionsrelevante Problemstellungen aus Käufersicht auf.

Der Vorteil für den Verkäufer liegt einerseits darin, dass er die Problembereiche und die möglichen Fragen potenzieller Käufer bereits kennt, bevor er diesen Informationen zum Verkaufsobjekt offenlegt. Dadurch kann er Antworten und Argumentarien auf die kritischen Fragestellungen ohne grossen Zeitdruck vorbereiten.

Andererseits liegt für den Verkäufer ein grosser Vorteil darin, dass der eigentliche Verkaufsprozess – insbesondere die Phase der Due Diligence – erheblich verkürzt werden kann. Anstelle mehrerer Parteien, die parallel und gleichzeitig eine Due Diligence durchführen, ist bei einer VDD lediglich ein ausführlicher Due-Diligence-Prozess notwendig. Dies führt dazu, dass weniger Fragen durch das Management des Geschäftsfeldes zu beantworten sind und die Due Diligence erheblich schneller abgeschlossen werden kann. Das Management der Zielgesellschaft ist viel weniger stark durch den Verkaufsprozess absorbiert und kann sich verstärkt um das operative Geschäft kümmern.

Welches ist der Gesamtwert der Transaktion für mich als Verkäufer?

Die meist wichtigste Komponente des Gesamtwertes bildet das Entgelt, das der Käufer im Zusammenhang mit dem Kauf und der Übertragung der Aktien (Share Deal) bzw. der Vermögenswerte (Asset Deal) beim Vollzug der Transaktion entrichten muss.

Je nach Struktur der Transaktion wird ein Teil des Kaufpreises erst in der Zukunft geleistet – in Abhängigkeit von der Erreichung gewisser Zielgrössen (z.B. Umsatz- oder Gewinngrössen). In diesem Zusammenhang spricht man von Earn-out-Zahlungen.

Zusätzlich sind aus Verkäufersicht die zukünftigen Geldzuflüsse aus den Dienstleistungsverträgen zwischen dem Verkäufer und dem Verkaufsobjekt zu berücksichtigen. Bei der Beurteilung des Gesamtwertes können sie einen wichtigen Stellenwert einnehmen: je grösser die Zahlungen aus Dienstleistungsverträgen



gen, desto tiefer der eigentliche Unternehmenswert, der aus der Bewertung des Kaufobjektes resultiert, und desto tiefer entsprechend der eigentliche Kaufpreis, der beim Vollzug zu entrichten ist.

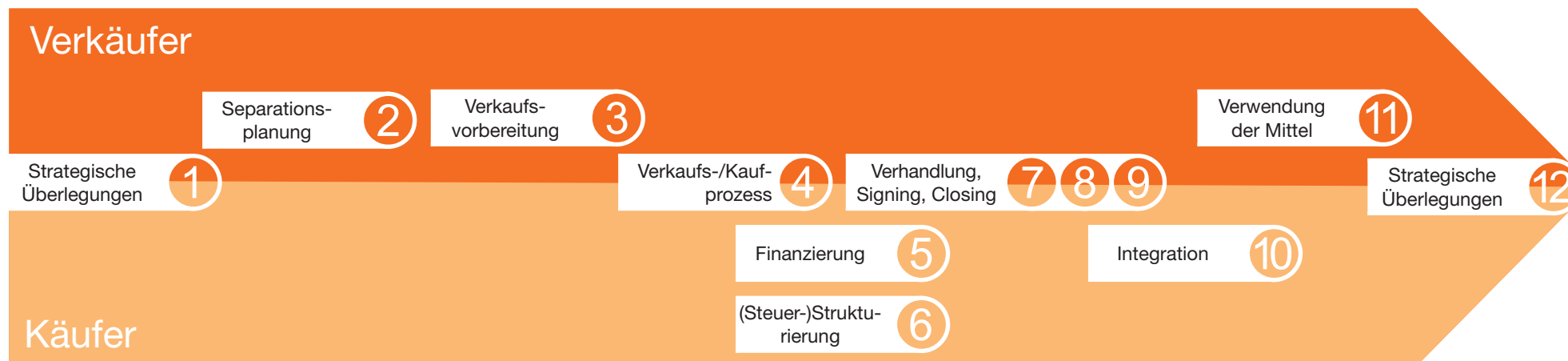
Im Gegensatz zu den Geldzuflüssen aus TSA sind allfällige remanente Kosten beim Verkäufer zu berücksichtigen und für die Herleitung des Gesamtwertes in Abzug zu bringen. Bei remanenten Kosten handelt es sich um in der Vergangenheit dem Verkaufsobjekt zugeteilte Kosten, die in Zukunft nicht mehr durch das zu veräussernde Geschäftsfeld getragen werden (z.B. Management Fees, zugewiesene Overhead-Kosten usw.).

Welche konkreten Möglichkeiten habe ich, den Verkaufsprozess zu optimieren?

Aus Verkäufersicht ist der Faktor Zeit wohl das wichtigste Kriterium für die Optimierung des Verkaufsprozesses. Für das Management des Verkaufsobjekts ist der Verkaufsprozess eine enorme Zusatzbelastung, die neben dem Tagesgeschäft anfällt. Entsprechend sollte es das Ziel sein, einen effizienten und möglichst kurzen Verkaufsprozess zu erreichen.

Eine vorausschauende Vorbereitung und ein effizientes Projektmanagement vonseiten des Verkäufers sind daher von grösster Bedeutung. Sowohl für die Vorbereitung als auch für das Management des eigentlichen Verkaufsprozesses werden in der Praxis meist externe Berater beigezogen. Auch bei der Erstellung und Dokumentation des Businessplans ist es zu empfehlen, den Rat erfahrener Transaktionsspezialisten einzuholen.

Zur Optimierung des Verkaufspreises ist es von Vorteil, den Verkauf wenn immer möglich über eine Auktion anzustreben. Durch den Wettbewerb unter den Bietern kann der Preis wesentlich in die Höhe getrieben werden.



Glossar

Begriff	Definition
Asset Deal	Deal, bei dem der Käufer nicht die Aktien der Zielgesellschaft erwirbt, sondern nur bestimmte, klar identifizierte Vermögenswerte (Aktiven und Passiven)
Businessplan	Dokument, in dem die Zukunftspläne des Unternehmens zusammengefasst werden. Besondere Bedeutung hat dabei die Finanzplanung, die ausgehend von geplanten Umsätzen und Kosten den zukünftigen Kapital- und Liquiditätsbedarf ermittelt.
Capex	Von einer Firma bei der Anschaffung oder Instandhaltung des Anlagevermögens investierte Mittel (Capitalised Expenditures)
Carve-out	Herauslösen eines Geschäftsfeldes aus der Organisation des Verkäufers. Es ist zwischen dem operativen Carve-out und dem finanziellen Carve-out zu unterscheiden. Beim operativen Carve-out geht es um die Frage, wie der operative Betrieb des zu veräussernden Geschäftsfeldes aus der Organisation des Verkäufers herausgelöst und auf einer selbständigen, vom Verkäufer unabhängigen Basis organisiert wird (z.B. Einkauf, Logistik, Verkaufsorganisation usw.). Daraus abgeleitet geht es beim finanziellen Carve-out um die Abbildung der daraus resultierenden finanziellen Konsequenzen.
Cashflow	Kenngrosse, die den Nettozufluss flüssiger Mittel während einer Periode darstellt. Man unterscheidet dabei für gewöhnlich zwischen dem Mittelzufluss aus dem operativen Geschäft, der Investitionstätigkeit und der Finanzierungstätigkeit.
Cash and Debt-free	Transaktionsstruktur, bei welcher der zu bezahlende Preis auf der Basis festgelegt wird, dass die Zielgesellschaft über keine flüssigen Mittel und keine Finanzverbindlichkeiten verfügt
Closing	Vollzug der Transaktion und Änderung der Eigentumsrechte an der Zielgesellschaft
Corporate Buyer	Strategische Käufer (hauptsächlich operative Unternehmen), die sich primär aus strategischen Überlegungen hinsichtlich ihres Geschäftsportfolios verstärken wollen
Datenraum	Um eine Due Diligence durchführen zu können, ist in der Regel eine umfassende Datensammlung über das Verkaufsobjekt zu erstellen und den möglichen Käufern in einem Datenraum zur Verfügung zu stellen. Der Datenraum kann dabei physischer oder virtueller (online) Natur sein.
Day One	Tag eins nach dem Transaktionsvollzug, an dem die Zielgesellschaft das erste Mal eigenständig und unabhängig vom Vorbesitzer operieren muss
Deal Breaker	Faktor, der eine Transaktion verhindern und in einer Due Diligence aufgedeckt werden kann
Deal Rationale	Kauf- bzw. Verkaufsmotiv bei einer Unternehmenstransaktion
Due Diligence	«Gebotene Sorgfalt» – bei der Due Diligence geht es im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion oder eines IPOs darum, die Zielgesellschaft von einem Expertenteam auf Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken hin durchleuchten zu lassen. Unter anderem wird die Zielgesellschaft in Bezug auf steuerliche, finanzielle, rechtliche, umweltbezogene und weitere Aspekte analysiert.
Earn-out-Klausel	Vertragliche Verpflichtung des Käufers, einen Teil des Kaufpreises abhängig vom Erreichen gewisser zukünftiger Zielgrössen (wie bspw. Umsatz, Gewinn, Erhalt eines bestimmten Kunden usw.) in der Zukunft zu entrichten
Eigenkapitalrendite	Jahresgewinn (nach Steuern) als Prozentsatz des Eigenkapitals des Unternehmens

Begriff	Definition
Financial Buyer	Finanzinvestoren (hauptsächlich Private Equity), bei denen primär Renditeüberlegungen als Deal Rationale im Vordergrund stehen. Der Kauf eines Geschäftsfeldes wird mit der Absicht getätigt, dieses in einem mittelfristigen Zeitraum gewinnbringend wieder abzustossen.
Gewährleistungen	Zusicherungen und Garantien in einem Kaufvertrag, dass bestimmte wirtschaftliche, rechtliche oder faktische Umstände zu definierten Zeitpunkten vorliegen oder nicht vorliegen
Goodwill	Differenz zwischen bezahltem Kaufpreis und der Summe der in der Kaufpreisallokation den übernommenen Aktiven und Passiven der Zielgesellschaft zugemesenen Werte
Indikative Offerte	Erstes Kaufangebot nach Analyse des Informationsmemorandums; rechtlich unverbindliches und einseitiges Angebot, die Zielgesellschaft zu bestimmten Konditionen zu erwerben
Informationsmemorandum	Enthält die wesentlichen strategischen und finanziellen Informationen zum Verkaufsobjekt, ähnlich einem Verkaufsprospekt
Informationspaket	Synonym für Informationsmemorandum
IPO	Börsengang einer vorher nicht kotierten Aktiengesellschaft (Initial Public Offering)
Kaufgesellschaft	Gesellschaft, die von einem Käufer zum Zweck des Erwerbes der Zielgesellschaft neu gegründet wird
Kaufpreisallokation	Verteilung der Anschaffungskosten einer Beteiligung an einem Unternehmen auf die damit erworbenen Vermögenswerte, Schulden und Eventualschulden
Kaufpreismechanismus	Kaufpreis und Zahlungsmodalitäten bei der Unternehmenstransaktion
Lead Bank	Bank, die die Oberaufsicht über den Finanzierungsprozess der Transaktion hat. Diese akquiriert potenzielle Finanzgeber und handelt die Kreditkonditionen aus, wofür sie eine zusätzliche Entschädigung bekommt.
M&A	Sammelbegriff für Unternehmenstransaktionen, bei denen sich Unternehmen zusammenschliessen oder ihre Besitzer wechseln (deutsch: Fusionen und Übernahmen)
Nettoumlaufvermögen	Grob definierbar als Umlaufvermögen (ohne flüssige Mittel) minus kurzfristiges Fremdkapital (das nicht der Finanzierung dient). Die genauen Bestandteile des Nettoumlaufvermögens werden üblicherweise in einer finanziellen Due Diligence untersucht und analysiert.
Organisches Wachstum	Teil des Wachstums eines Unternehmens, das aus eigener Kraft und nicht aus Unternehmensakquisitionen (anorganisches oder externes Wachstum) erfolgt
Planzahlen	Im Businessplan für zukünftige Perioden verwendete finanzielle Grössen wie etwa Umsätze und dazugehörige Kosten. Diese beruhen für gewöhnlich auf Annahmen wie Wirtschaftswachstum, angestrebten Kostenreduzierungen, durchschnittlichen Zahlungsfristen usw.
Portfolio	Bündelung von Unternehmen, Divisionen oder sonstigen Investitionen, die im Besitz eines Unternehmens sind
Q&A-Prozess	Neben den im Datenraum zur Verfügung gestellten Informationen wird in einer Due Diligence üblicherweise ein Frage-und-Antwort(Q&A)-Prozess definiert, der es einem Käufer erlaubt, eine bestimmte Anzahl Fragen an den Verkäufer zu adressieren.
Remanente Kosten	Kosten, die nach dem Verkauf der Zielgesellschaft beim Verkäufer verbleiben und nur mit Verzögerung abgebaut werden können (z.B. Restrukturisierungskosten, in der Vergangenheit auf die Zielgesellschaft allozierte Verwaltungskosten usw.)
Rendite	Verhältnis von Auszahlungen einer Kapitalanlage zu der für sie vom Käufer geleisteten Einzahlung. Wird zumeist in Prozent pro Jahr angegeben.

Begriff	Definition
Restrukturierung	Neugestaltung von aktuellen Geschäftsprozessen und betrieblichen Strukturen, üblicherweise zur Einsparung von Kosten oder im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung des Unternehmens
Sensitivität	Geschätzte finanzielle Auswirkung aufgrund der Veränderung einer Schlüsselannahme
Share Deal	Deal, bei dem der Käufer die Zielgesellschaft mittels Kauf von Aktien erwirbt
Signing	Unterzeichnung des Aktienkaufvertrages (englisch: SPA für Share Purchase Agreement)
SPA	Share Purchase Agreement bzw. Aktienkaufvertrag; bei einem Asset Deal spricht man von Asset Purchase Agreement.
Stakeholder	Person, die ein Interesse am Verlauf und am Ergebnis eines Geschäftsprozesses des Unternehmens hat
Stand-alone	Status, in dem eine vormals zu einer Muttergesellschaft gehörende Tochtergesellschaft oder Division eigenständig operiert und nicht mehr auf Unterstützung der Muttergesellschaft oder eines anderen Unternehmens bei den Geschäftsprozessen angewiesen ist
Teaser	Anonymisierte Kurzdarstellung des angebotenen Unternehmens (bzw. Geschäftsfeldes), die möglichen Interessenten zur ersten Information zugesandt wird
Transition Services Agreement (TSA)	Detaillierte Dienstleistungsverträge, die dem Verkäufer und dem Käufer helfen, für das Verkaufsobjekt eine gute Übergangsphase sicherzustellen
Turnaround	Kauf und Restrukturierung einer Gesellschaft bzw. eines Geschäftsfeldes
Vendor-Due-Diligence-Bericht	Durch eine Drittpartei erstellter Due-Diligence-Bericht, der meistens die finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Sachverhalte einer Zielgesellschaft analysiert und transaktionsrelevante Problemstellungen aus Käufersicht aufzeigt. Der VDD-Bericht wird durch den Verkäufer initiiert und später potenziellen Käufern zur Verfügung gestellt.
Verbindliche Offerte	Offerte, die auf der indikativen Offerte basiert und zusätzlich die durch die Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse berücksichtigt und bei Fortbestehen des Kaufinteresses an der Zielgesellschaft von einem potenziellen Käufer abgegeben wird
Vertraulichkeitserklärung	Einseitige Verpflichtung, die das Stillschweigen über Verhandlungen, Verhandlungsergebnisse oder vertrauliche Unterlagen definiert
Workstream	Teilprojekt im M&A-Prozess

Ansprechpartner

Beat Dällenbach
Advisory Partner, Transactions
Tel. +41 58 792 14 10
beat.daellenbach@ch.pwc.com

Markus Prinzen
Tax and Legal Services Partner
Tel. +41 58 792 53 10
markus.prinzen@ch.pwc.com

Frank Minder
Advisory Director, Transactions
Tel. +41 58 792 14 57
frank.minder@ch.pwc.com

PwC Schweiz (www.pwc.ch) bietet branchenspezifische Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuer- & Rechtsberatung sowie Wirtschaftsberatung an. So stärken wir das Vertrauen der Öffentlichkeit in unsere Kunden und schaffen Wert für unsere Kunden und deren Interessengruppen. Mit dem vernetzten Know-how und der Erfahrung unseres Netzwerkes von Mitgliedsfirmen mit über 161'000 Mitarbeitenden in 154 Ländern eröffnen wir neue Perspektiven und bieten praktischen Rat.

