



CORPORATE FINANCE

# MERGERS & ACQUISITIONS IM MITTELSTÄNDISCHEN UMFELD

AKTUELLE ENTWICKLUNGEN UND HERAUSFORDERUNGEN BEI UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN IN EINEM MITTELSTÄNDISCH GEPRÄGTEN UMFELD



# INHALT

Vorwort .....	3
Transaktionsformen .....	5
Was sind die Treiber für Unternehmenstransaktionen? .....	6
Transaktionsabbrüche .....	7
Wann ist eine Transaktion erfolgreich? .....	9
Wie fit ist der Mittelstand, Unternehmenstransaktionen durchzuführen? ..	10
Kaufpreismechanismen .....	13
Post Merger Integration .....	15
Externe Berater .....	17
Datengrundlage .....	19

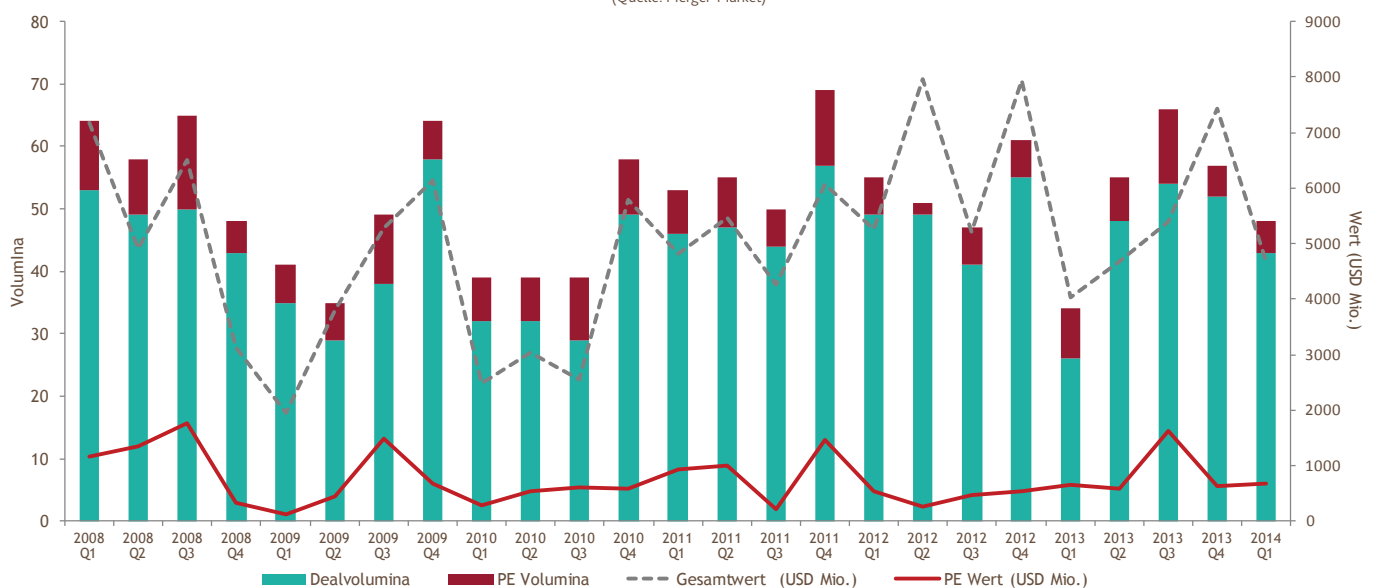
## VORWORT

Die Wirtschaft befindet sich im Jahr 2014 nach wie vor im Aufschwung und besonders der deutsche Mittelstand investiert wieder verstärkt. Die Rahmenbedingungen erscheinen so gut wie lange nicht mehr. Die Wirtschaft wächst zuverlässig und das aktuelle Zinsniveau ist niedrig. Wachstum heißt die Devise - organisch und anorganisch. Unternehmenstransaktionen gehören in diesem Zusammenhang zu den interessantesten Themen im Bereich der strategischen Unternehmensführung. In der breiten Öffentlichkeit werden allerdings häufig ausschließlich Transaktionen von Blue Chips diskutiert. Aber auch mittelständisch geprägte Unternehmen bedienen sich vermehrt der Möglichkeit, über Zukäufe Marktanteile zu gewinnen und so den Unternehmenswert zu steigern. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für M&A erscheinen derzeit günstig.

Insgesamt hat sich das M&A-Umfeld im deutschsprachigen Raum (DACH) schon 2013 spürbar erholt. Insbesondere die zweite Jahreshälfte zeigte hinsichtlich Anzahl und Dealvolumina im Vergleich zu den vergangenen Jahren hohe Werte. Neben einer signifikanten Steigerung der Transaktionen mit Beteiligung von Private Equity-Gesellschaften konnte auch eine Zunahme der Dealaktivitäten im Mittelstand, welcher wiederum von Familienunternehmen dominiert wird, beobachtet werden. Auch das erste Quartal 2014 zeigt gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine wesentliche Steigerung der M&A-Aktivitäten, was auf ein - im Hinblick auf Unternehmenstransaktionen - äußerst interessantes Jahr 2014 schließen lässt.

### Entwicklung des M&A Markts im DACH-Bereich

(Quelle: Merger-Market)



Der Mittelstand in Deutschland bzw. die weitere Definition, das mittelständisch geprägte Umfeld, repräsentiert die größte Säule der deutschen Wirtschaft. Mehr als 99 % der deutschen Unternehmen lassen sich unter dem Begriff Mittelstand vereinigen und erbringen über die Hälfte der gesamten Wirtschaftsleistung. Sie stellen insgesamt mehr als 60 % aller Arbeitsplätze in Deutschland.

Wir, die BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, mit einem ausgeprägten Fokus auf den Mittelstand, haben nun erstmalig eine Erhebung über die M&A-Aktivitäten in diesem Umfeld durchgeführt, die sich nicht nur auf die Entwicklungen im mittelständischen M&A-Markt im Allgemeinen beschränkt, sondern darüber hinaus auch die verschiedenen Transaktionsphasen und deren Ausgestaltung untersucht. Anders als für Großunternehmen, die häufig Stabsstellen oder ganze Abteilungen mit M&A beschäftigen, stellen Transaktionen für mittelständische Unternehmen vielfach eine außergewöhnliche, neue und oft ungewohnte Herausforderung dar. Eine mit Großunternehmen vergleichbare Institutionalisierung von M&A gibt es im Mittelstand in der Regel nicht.

Bei unseren Untersuchungen handelt es sich um eine Momentaufnahme aktueller Entwicklungen und Problemstellungen im Mittelstand im Bereich M&A. Hauptziel ist es, zu beleuchten, inwieweit die Unternehmen der Stichprobe in der Lage sind, einen M&A-Prozess abzuwickeln sowie die kritischen Erfolgsfaktoren hierbei zu identifizieren. Den Grad der Professionalität sowie auftretende Probleme bei M&A-Prozessen, ebenso wie Chancen und Risiken, die speziell mittelständische Unternehmen betreffen, standen dabei im Mittelpunkt der Erhebung.

Insgesamt sind 562 Transaktionen in die Stichprobe eingeflossen, welche sich allesamt in einem mittelständischen Umfeld bewegen. 439 der berücksichtigten Transaktionen sind Unternehmenskäufe und bei 123 wurde ein Verkauf getätigt. Wir haben uns bei den zu untersuchenden Aspekten insbesondere mit den Charakteristika der getätigten Transaktionen, den Motiven für Unternehmenskäufe und -verkäufe, den Gründen für Transaktionsabbrüche sowie verwendeten Kaufpreismechanismen und der Inanspruchnahme externer Berater befasst. Darüber hinaus haben wir mögliche Ursachen für Schwierigkeiten bei der Integration untersucht und wie diese von den Unternehmen eingeschätzt werden. Um die Ergebnisse aus den Fragebögen zu verifizieren, haben wir zusätzlich acht Experteninterviews mit Entscheidungsträgern im M&A-Bereich geführt.

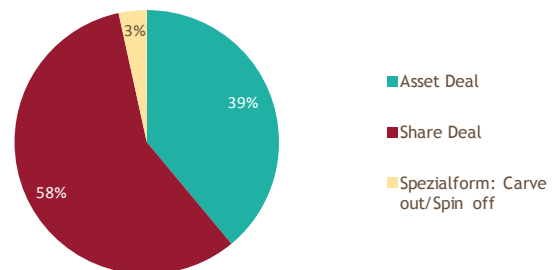


## TRANSAKTIONSFORMEN

Unternehmenskäufe bzw. -verkäufe können grundsätzlich auf zwei Arten erfolgen. Entweder werden einzelne Vermögensgegenstände übertragen (Asset Deal) oder Anteile am Gesamtunternehmen werden veräußert (Share Deal). Die Untersuchung bezieht sich hinsichtlich der getätigten Transaktionen auf die letzten acht Jahre und zeigt, dass in dieser Zeit mehrheitlich Share Deals abgewickelt wurden. Spezialformen, wie der Carve-out oder Spin-off (Herauslösen von Teilunternehmen), spielen eine untergeordnete Rolle.

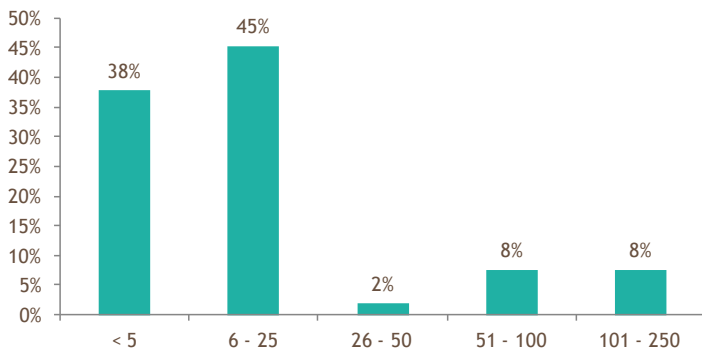
Im Zuge des sich verstärkenden Wettbewerbs über nationale Grenzen hinweg, gewinnen internationale Transaktionen immer mehr an Bedeutung. So fanden 36 % der getätigten Transaktionen in einem internationalen Umfeld statt, wovon allerdings nur 58 % als erfolgreich bewertet werden. Insbesondere Länder/Regionen in Europa und in den USA standen hierbei im Fokus der Investitionsbemühungen.

Transaktionsausprägung innerhalb der letzten acht Jahre:



**M&A in einem internationalen Umfeld gewinnt zunehmend an Bedeutung. Der Anteil der als erfolgreich bewerteten Transaktion mit Auslandsbezug ist jedoch mit 58 % eher gering.**

Eigenkapitalwert der letzten Unternehmenstransaktion in EUR Mio.

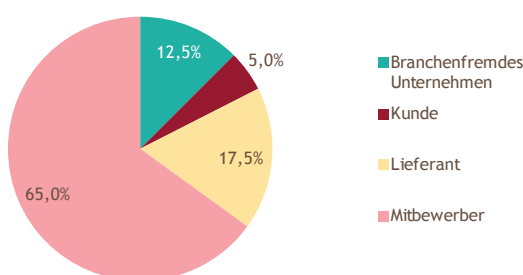


Die Transaktionsvolumina, bezogen auf den Eigenkapitalwert, bewegten sich im Bereich bis EUR 250 Mio. Hierbei ist eine deutliche Häufung bis EUR 25 Mio. zu beobachten.

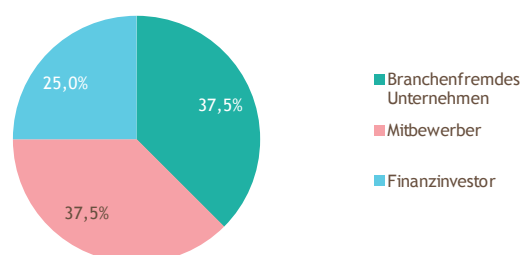
Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen hat sich bei Akquisitionen in der eigenen Branche bewegt. Bei 65 % der Targets handelte es sich um direkte Mitbewerber. Branchenfremde Unternehmen wurden nur in 13 % der Fälle akquiriert. Dies zeigt deutlich die im mittelständischen Umfeld vorherrschende Branchenfokussierung.

Anders sieht es hingegen auf der Verkäuferseite aus. Nur 38 % der verkauften Unternehmen wurden von einem Wettbewerber erworben. Branchenfremde Unternehmen und Finanzinvestoren stellen hier den größten Erwerberkreis dar.

Klassifikation des letzten getätigten Unternehmenskaufs:



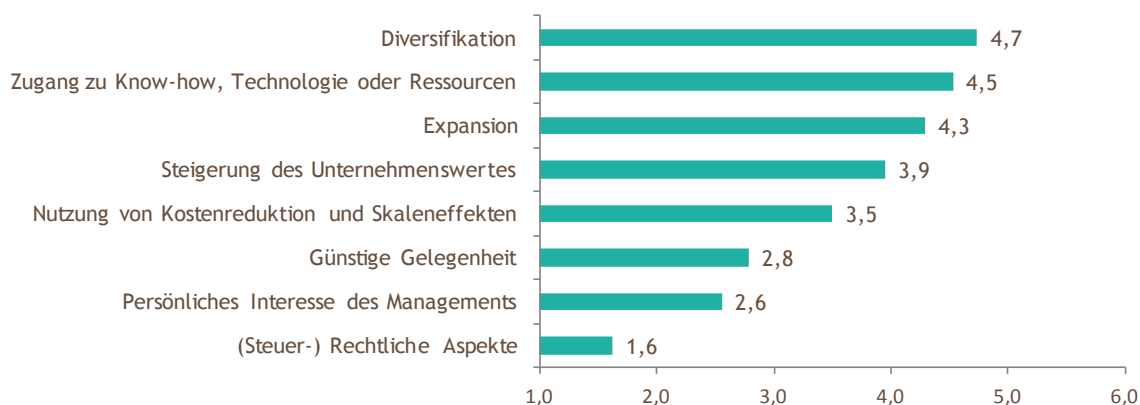
Klassifikation des letzten getätigten Unternehmensverkaufs:



## WAS SIND DIE TREIBER FÜR UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN?

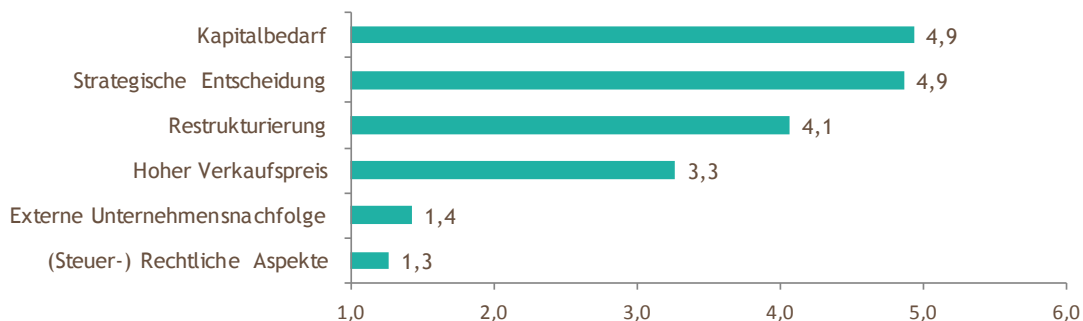
Die Gründe, ein Unternehmen zu erwerben, sind in der Regel vielseitig. Diversifikation, Zugang zu Know-How, Technologie und Ressourcen sowie Expansion durch Steigerung der Marktanteile scheinen bei den befragten Unternehmen die wichtigsten zu sein.

### Wichtigkeit der Gründe für die Durchführung eines Unternehmenskaufs (Skala 1-6):



Kapitalbedarf, strategische Gründe sowie eine notwendige Restrukturierung stellen die wichtigsten Verkaufsgründe dar.

### Wichtigkeit der Gründe für die Durchführung eines Unternehmensverkaufs (Skala 1-6):



**Unternehmensverkäufe als Nachfolgelösung aufgrund von altersbedingtem Ausscheiden des Eigentümers spielen quasi keine Rolle. Dies könnte ein Hinweis dafür sein, dass die externe Unternehmensnachfolge - trotz der Aktualität des Themas - weiterhin von mittelständischen Unternehmen bzw. Unternehmern unterschätzt wird.**

Über 90 % der Befragten geben an, dass Unternehmensnachfolge ein unwichtiger bis sehr unwichtiger Grund für den Verkauf von Unternehmen darstellt. Dieses Ergebnis überrascht, bedenkt man, dass sich Schätzungen zufolge pro Jahr rd. 22.000 Unternehmen, meist aufgrund altersbedingten Ausscheidens des Eigentümers, mit dem Thema externe Unternehmensnachfolge beschäftigen müssen.

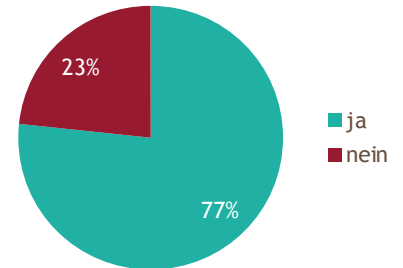


## TRANSAKTIONSABBRÜCHE

In den Medien ist immer wieder von gescheiterten Übernahmen und Fusionen von Großunternehmen zu lesen. Diese Thematik findet sich natürlich auch im mittelständisch geprägten Umfeld wieder. 77 % der befragten Unternehmen geben an, dass sie in den letzten acht Jahren bereits eine oder mehrere Transaktionen abgebrochen haben.

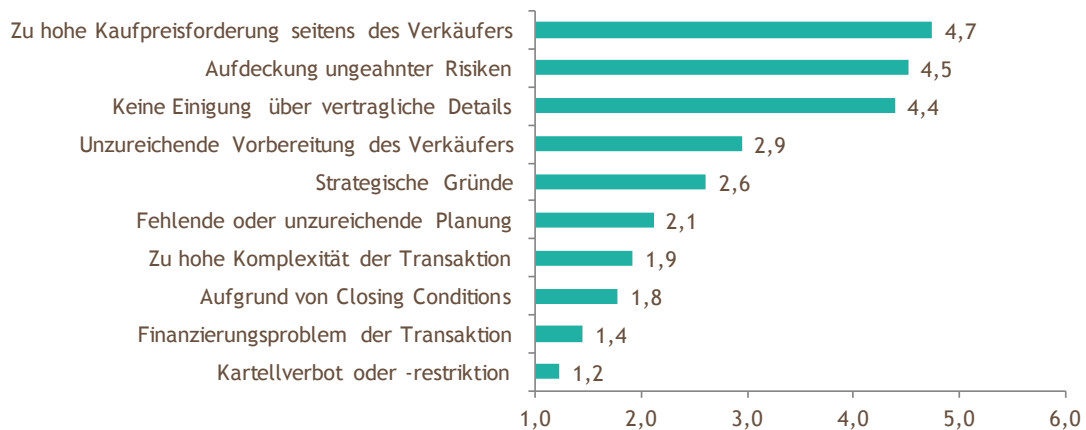
Die Gründe für Transaktionsabbrüche sind vielschichtig und auf Käufer- sowie Verkäuferseite unterschiedlich ausgeprägt. Übertriebene Kaufpreisforderungen stellen aus Käufersicht den wichtigsten Abbruchgrund dar. Weitere Gründe sind die Aufdeckung ungeahnter Risiken sowie die nicht zustande kommende Einigung über vertragliche Details.

Transaktion abgebrochen?



**Ein zu hoher Kaufpreis ist der häufigste Grund für Transaktionsabbrüche. Vor allem Eigentümer von Familienunternehmen kennen den Wert ihres Unternehmens nicht. Der geforderte Kaufpreis enthält oft einen gehörigen Anteil „Herzblut-Rendite“.**

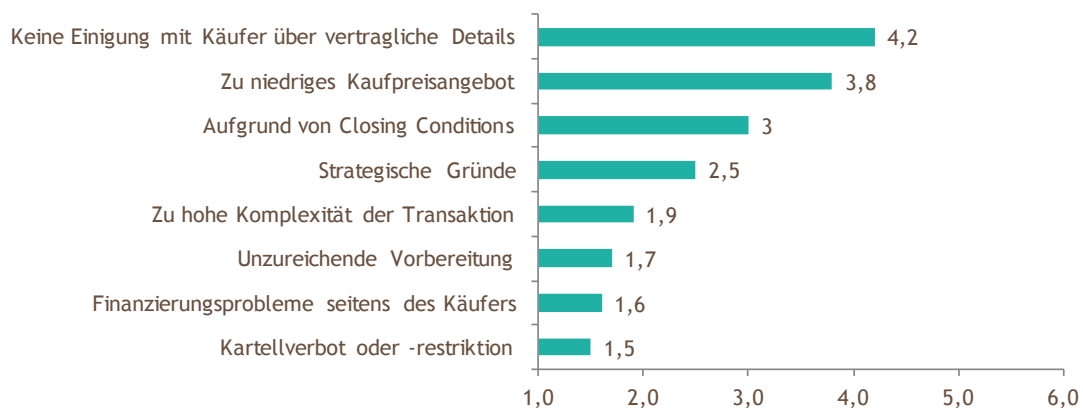
Gründe für Transaktionsabbruch aus Käufersicht (Skala 1-6):



Überhöhte Kaufpreisvorstellungen sind im mittelständischen Bereich ein bekanntes Phänomen. Dies ist u. a. darin begründet, dass viele Unternehmer einen Preis fordern, der dem „Lebenswerk“ des Verkäufers gerecht werden soll und einen objektivierten Unternehmenswert oftmals deutlich übersteigt. Eine professionelle Unternehmensbewertung, welche im Vorfeld einer Transaktion eine realistische Kaufpreisbandbreite absteckt, wird in den meisten Fällen nicht durchgeführt.

Aus Verkäufersicht stellen vertragliche Details und ein zu geringes Kaufpreisangebot die wichtigsten Gründe für einen Transaktionsabbruch dar.

Gründe für Transaktionsabbruch aus Verkäufersicht (Skala 1-6):

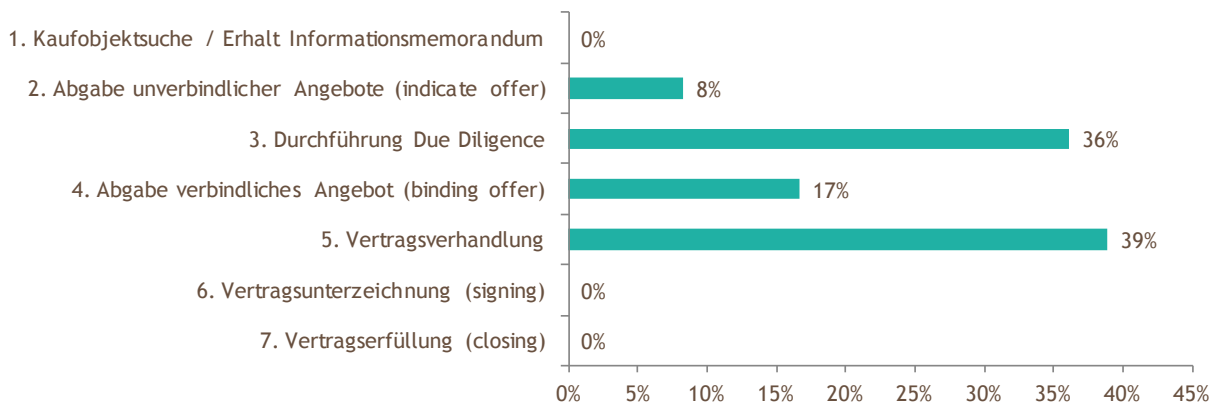


## TRANSAKTIONSABBRÜCHE

### Hohe Abbruchrate in vergleichsweise später Phase der Transaktion während der Vertragsverhandlungen.

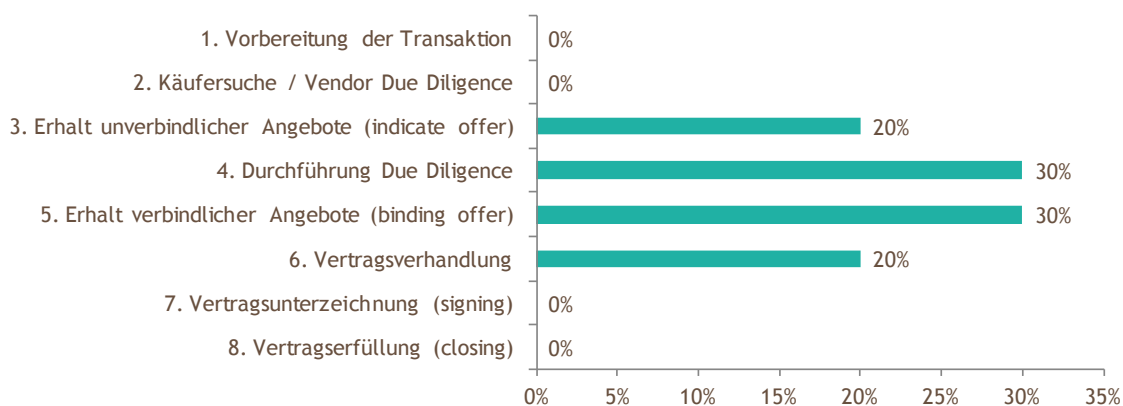
Bei den Abbrüchen fällt auf, dass diese u. a. noch in einer relativ späten Phase der Transaktion stattfinden. 39 % der Abbrüche auf Käuferseite fanden erst während der Vertragsverhandlungen statt. Weitere 36 % der Abbrüche resultierten aus Findings aus den Due Diligence-Untersuchungen.

#### Abbrüche als Käufer in jeweiliger Phase:



Auf Seiten der von uns befragten Verkäufer ergibt sich ein etwas anderes Bild. Hier ist eine Häufung der Abbrüche in den Phasen Due Diligence und Erhalt der binding offer zu beobachten.

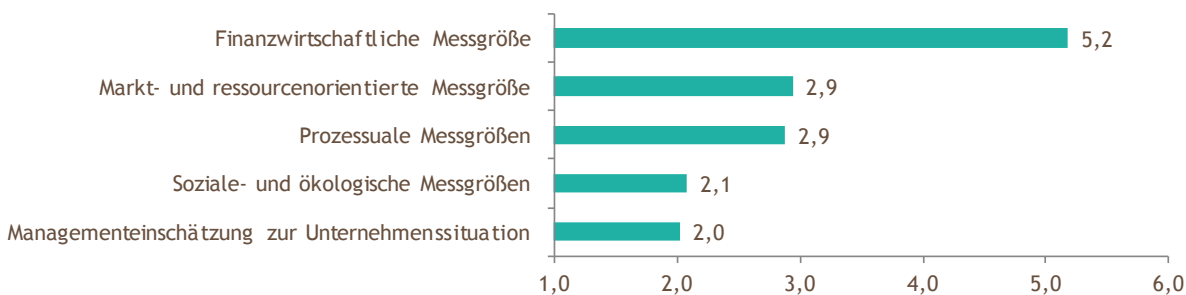
#### Abbrüche als Verkäufer in jeweiliger Phase:



## WANN IST EINE TRANSAKTION ERFOLGREICH?

Ob eine Transaktion als erfolgreich bewertet wird, hängt von den angewandten Messkriterien der handelnden Personen ab und ist definitionsgemäß ein subjektiver Faktor. Je nach Einschätzung eines Unternehmers kommen bei der Erfolgsmessung einer Transaktion unterschiedliche Kriterien zum Tragen. Aufgrund der relativ hohen Komplexität von Unternehmenstransaktionen existiert kein Standardverfahren zur Erfolgsmessung. Jede Transaktion ist unterschiedlich und ist u. a. auch vor dem Hintergrund der ursprünglichen Zielsetzung des Unternehmenskaufs bzw. -verkaufs zu beurteilen. Finanzwirtschaftliche Maßstäbe kommen bei den von uns befragten Unternehmen dabei am häufigsten zum Einsatz. Soziale und kulturelle Faktoren hingegen finden eher selten Berücksichtigung in der Erfolgsmessung.

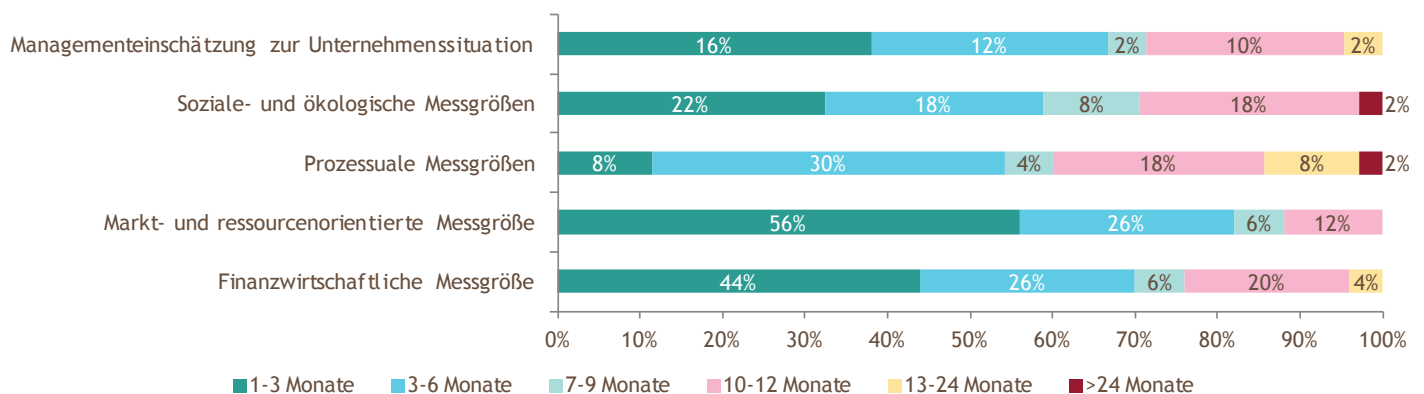
Art der Erfolgsmessung einer Transaktion (Skala 1-6):



### Die Erfolgsmessung basiert im Wesentlichen auf Finanzkennzahlen. Qualitative Faktoren spielen eine untergeordnete Rolle.

Die Erfolgsmessung kann frühestens nach dem Closing beginnen. In den ersten drei Monaten nach einer getätigten Transaktion überwiegen finanzwirtschaftliche sowie Markt- und ressourcenorientierte Messgrößen. Prozessuale Beurteilungsmaßstäbe legen die befragten Unternehmen mehrheitlich in der Phase zwischen drei und sechs Monaten nach Closing an. Die Mehrheit der Befragten gibt an, bei allen Kriterien spätestens nach einem halben Jahr mit einer Messung zu beginnen. Eine erstmalige Erfolgsmessung nach mehr als zwei Jahren stellt die absolute Ausnahme bei den befragten Unternehmen dar.

Zeitpunkt der erstmaligen Erfolgsmessung in Monaten nach Closing:



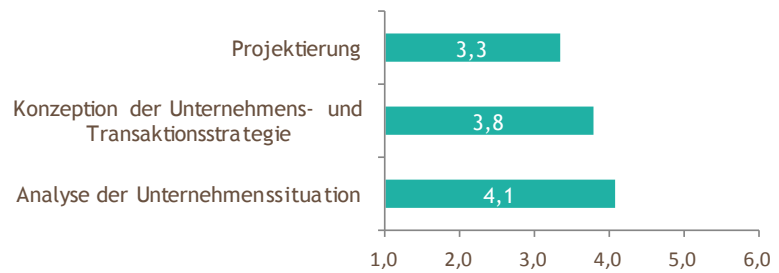
### Die Erfolgsmessung bindet Kapazitäten im Unternehmen, was oft nicht ausreichend berücksichtigt wird.

Wichtig ist allerdings auch, eine begonnene Messung fortlaufend durchzuführen, um die Integration bestmöglich voranzutreiben. Dies stellt an das Controlling zusätzliche Anforderungen, die im Integrationszeitraum bewältigt werden müssen. Viele mittelständische Unternehmen erfahren hier einen Kapazitätsengpass, da die Komplexität einer Transaktion (inklusive Integrationsphase) anfangs deutlich unterschätzt wird.

## WIE FIT IST DER MITTELSTAND, UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN DURCHFÜHREN?

Unternehmen im mittelständischen Umfeld haben oftmals keine eigene M&A-Abteilung und die Prozesse zur Durchführung einer Unternehmenstransaktion sind kaum standardisiert. 58 % der Befragten geben an, überhaupt keine standardisierte Vorgehensweise zur Abwicklung von M&A-Transaktionen in ihrem Unternehmen etabliert zu haben. Steht eine Transaktion an, werden in der Regel eigens dafür Projektteams aus Mitarbeitern gebildet, die normalerweise einen anderen Aufgabenbereich haben. Die Erfahrung der handelnden Personen auf dem Gebiet ist demnach begrenzt, bedenkt man, dass Unternehmenskäufe und -verkäufe in der Regel nicht Teil der Unternehmensstrategie sind, sondern eher eine Ausnahme darstellen. Die Einschätzung der Komplexität transaktionsvorbereitender Schritte wird von den befragten Unternehmen noch als mäßig eingeschätzt.

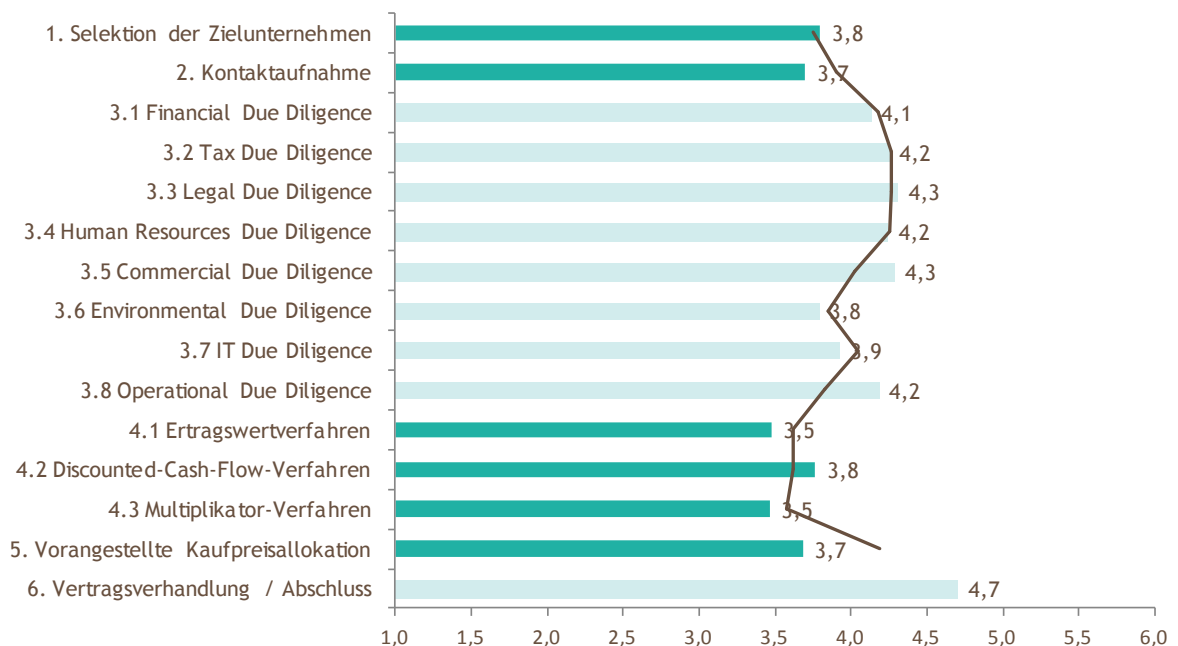
Einschätzung der Komplexität transaktionsvorbereitender Prozessschritte (Skala 1-6):



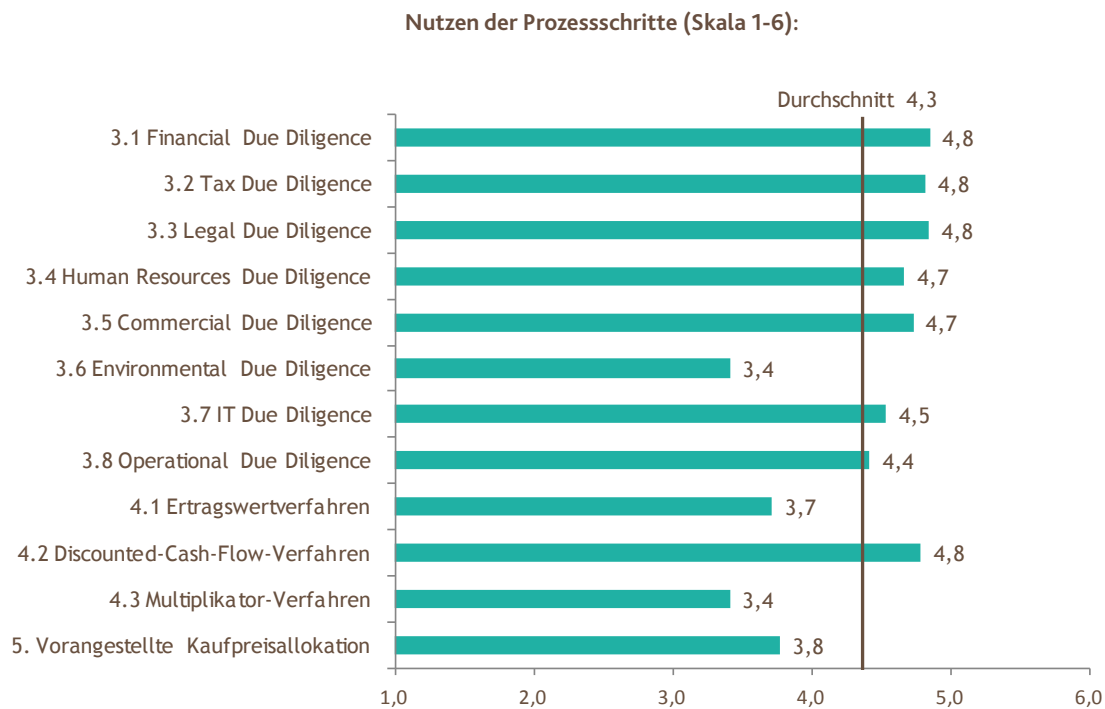
**Am komplexesten werden Due Diligence-Untersuchungen und die Vertragsverhandlungen eingeschätzt. Die Durchführung von Bewertungen als Basis der Kaufpreisfindung werden als weniger komplex wahrgenommen, was bemerkenswert ist, da die meisten Transaktionsabbrüche aus unterschiedlichen Preisvorstellungen resultieren.**

Anders sieht es bei den einzelnen Prozessschritten aus, sobald die Transaktion angestoßen wurde. Der gleitende Durchschnitt der angegebenen durchschnittlichen Komplexitätseinschätzungen der einzelnen Schritte zeigt, dass im Bereich der Due Diligence-Untersuchungen sowie bei den Vertragsverhandlungen die höchste Komplexität gesehen wird. Durchführungen von Bewertungen als Basis der Kaufpreisfindung werden von den befragten Unternehmen als vergleichsweise einfach eingestuft. Dieses Ergebnis ist insoweit interessant, da sowohl Käufer als auch Verkäufer den Preis als einen der wesentlichen Gründe für Transaktionsabbrüche (vgl. Kapitel Transaktionsabbrüche) benannt haben. Viele Unternehmen führen eine Bewertung eigenständig „mal eben so“ ohne Zuhilfenahme von erfahrenen Experten durch, was oftmals zu falschen Wert- bzw. Preisvorstellungen führt.

Komplexität der Prozessschritte (Skala 1-6):



Überdurchschnittlichen Nutzen sehen die befragten Unternehmen vor allen Dingen in der Durchführung von Due Diligence-Untersuchungen sowie im Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren zur Ermittlung eines Unternehmenswerts. Wieso das Ertragswertverfahren deutlich schlechter abschneidet, ist überraschend, gelangt es doch bei konsistenten Annahmen zum selben Unternehmenswert, wie das DCF-Verfahren.



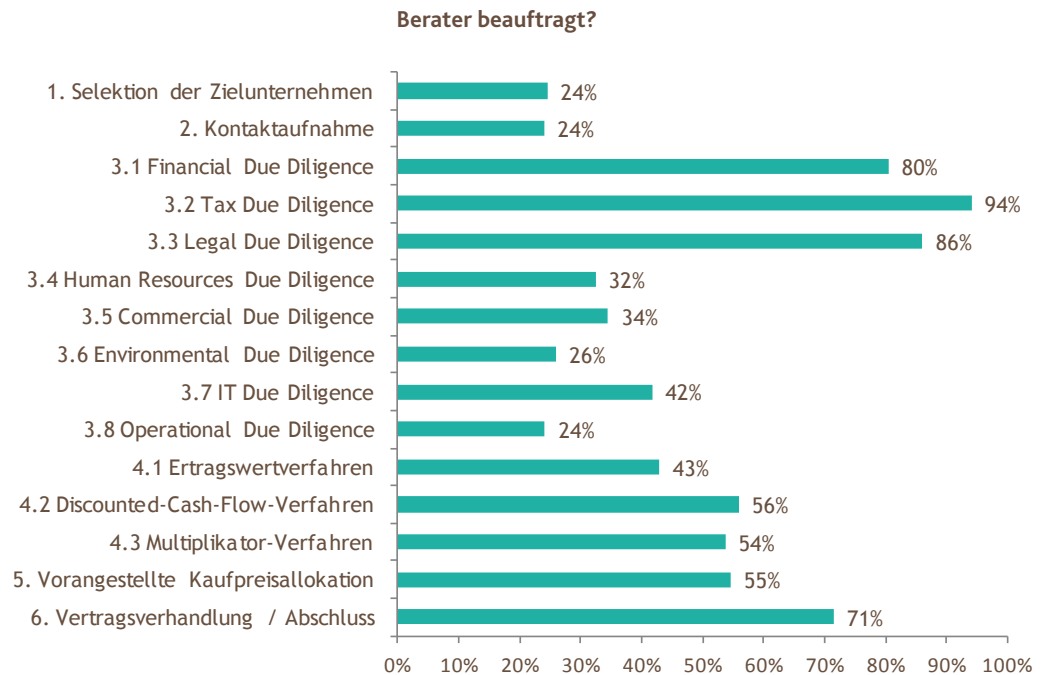
**Der größte Nutzen wird in Due Diligence-Untersuchungen und der Unternehmensbewertung gesehen. Der Nutzen einer Pre-Deal-PPA, insbesondere in Hinblick auf Informationsgewinnung über das Target, wird häufig unterschätzt.**

Der Nutzen einer vorangestellten Kaufpreisallokation wird im Mittelstand als vergleichsweise gering eingestuft. Nur rd. 44 % der Unternehmen führen eine sog. Pre-Deal-PPA überhaupt durch, was einen zusätzlichen Informationsgewinn im Transaktionsprozess darstellt, denn so kann das erwerbende Unternehmen bereits im Erwerbzeitpunkt eine Datenbasis zur Abschätzung der Effekte auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage schaffen. Darüber hinaus wird damit, nach einer erfolgten Transaktion, das Berichtswesen bei der Erstellung einer vollumfänglichen und finalen Kaufpreisallokation entlastet, was insgesamt zu einem zeitlich effizienteren Prozess führt.

Betrachtet man, bei welchen Prozessschritten die Unternehmen auf externe Berater zurückgegriffen haben, so deckt sich dies im Wesentlichen mit der Einschätzung der Komplexität. Am Häufigsten wurde bei den Tax, Legal und Financial Due Diligence-Untersuchungen sowie bei den Vertragsverhandlungen Berater hinzugezogen. Auffällig ist jedoch, dass hinsichtlich der Human Resources Due Diligence, der Commercial Due Diligence, der Environmental Due Diligence sowie der IT Due Diligence vergleichsweise wenig externe Beratung in Anspruch genommen wird, obwohl diese Prozessschritte als relativ komplex eingeschätzt werden. Lediglich die Hälfte der Befragten lassen sich bei Bewertungsthemen (DCF-Verfahren/Multiplikatoren) sowie bei einer vorangestellten PPA - sofern sie durchgeführt wird - unterstützen.

**Vor dem Hintergrund, dass die Befragten den Nutzen von Bewertungen als Basis der Kaufpreisfindung sehr hoch einstufen, gleichzeitig deren Komplexität aber für gering halten, ist es nicht überraschend, dass lediglich die Hälfte der Befragten bei Bewertungen auf Berater zurückgreift. Gleichwohl könnte dies eine Ursache dafür sein, dass insbesondere im mittelständischen Umfeld unterschiedliche und nicht überbrückbare Preiserwartungen von Käufer und Verkäufer eine der wesentlichen Gründe für Transaktionsabbrüche darstellen.**

Es ist festzustellen, dass mit zunehmender Unternehmensgröße versucht wird, eine höhere Anzahl an Prozessschritten mit internen Kompetenzen zu stemmen.



## KAUFPREISMECHANISMEN

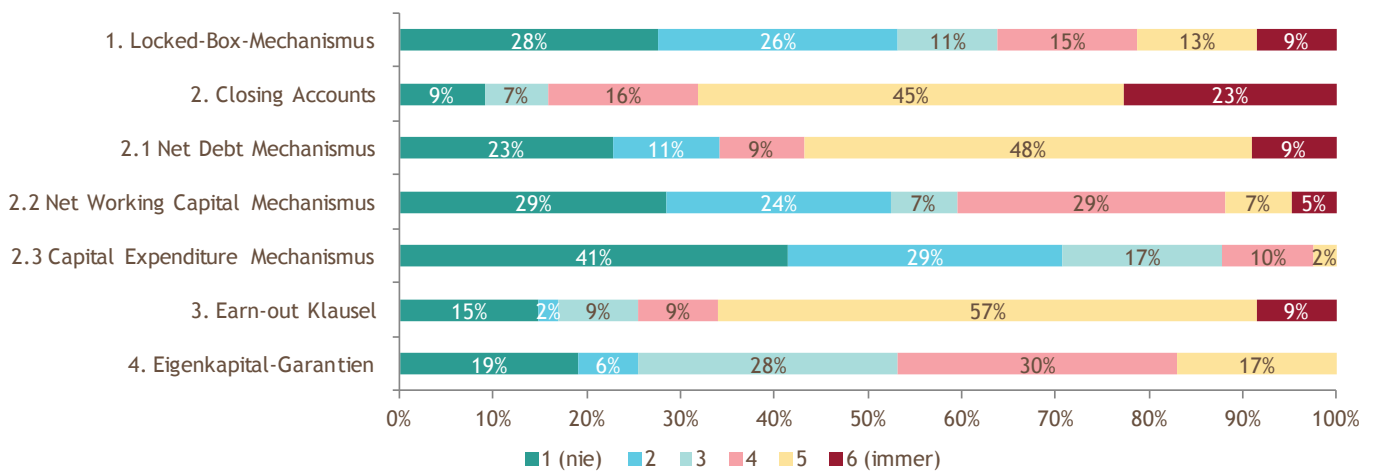
Kaufpreismechanismen in Unternehmenskaufverträgen (SPA) zielen darauf ab, die Vorstellungen der Vertragsparteien über den Wert des Zielunternehmens in vertragliche Regelungen umzusetzen. Der Kaufpreis kann unmittelbar als Netto-Kaufpreis (Equity Value) oder als Brutto-Kaufpreis (Enterprise Value) mit einer Überleitung zum Equity Value definiert werden. Letzteres findet in der Transaktionspraxis am häufigsten Anwendung. Üblich ist eine sogenannte Net Debt/Cash free Klausel. Demnach ergibt sich der Anteilskaufpreis aus dem Enterprise Value abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt).

Kaufpreismechanismen dienen, unabhängig von der konkreten Ausgestaltung, einer ausgewogenen Gestaltung des Kaufpreises aus Sicht des Käufers wie auch des Verkäufers. Der einfachste „Mechanismus“ ist der sog. Locked Box-Mechanismus, was einem festen Kaufpreis zum Zeitpunkt des Signings gleichkommt. Demgegenüber existieren die Closing-Accounts (Preis Anpassungsmechanismen), bei welchen der Kaufpreis auf Basis einer (Zwischen-) Bilanz zum Closing-Stichtag angepasst wird. Zu unterscheiden ist zwischen bilanziellen Kaufpreisanpassungsklauseln und ertragsorientierten Earn-out Klauseln. Die bekanntesten bilanziellen Anpassungsmechanismen beziehen sich dabei auf die Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt-Mechanismus), das Nettoumlaufvermögen (Working Capital-Mechanismus) sowie auf das Anlagevermögen (CAPEX-Mechanismus).

**Closing Accounts werden deutlich vor dem Locked Box-Mechanismus bevorzugt. Earn-Out Klauseln sind ebenfalls ein beliebtes Instrument zur Kaufpreisanpassung, insbesondere bei der Überbrückung deutlich divergierender Erwartungen von Verkäufer und Käufer in Bezug auf die zukünftige Unternehmensentwicklung.**

Die befragten Unternehmen geben an, in den meisten Fällen einen Closing-Accounts-Mechanismus bei Unternehmenstransaktionen zu verwenden. Fast genauso häufig finden Earn-Out-Klauseln Anwendung im SPA. Eigenkapitalgarantien werden wiederum von den meisten Befragten eher selten verwendet.

Häufigkeit von Kaufpreismechanismen (Skala 1-6):



Aus den durchgeführten Experteninterviews wissen wir, dass der Nutzen von Closing-Accounts auch im mittelständischen Umfeld hinreichend bekannt ist. Der Teamleiter M&A eines Familienunternehmens aus der Industrie erläutert hierzu: „Es ist unnötig, mit Kanonen auf Spatzen zu schießen, daher wird versucht, die Kaufpreisgestaltung, vor allem bei kleineren Unternehmen, einfacher zu gestalten, da in diesen Fällen die Vermittlung von komplexen Kaufpreisanpassungsmechanismen schwierig ist.“

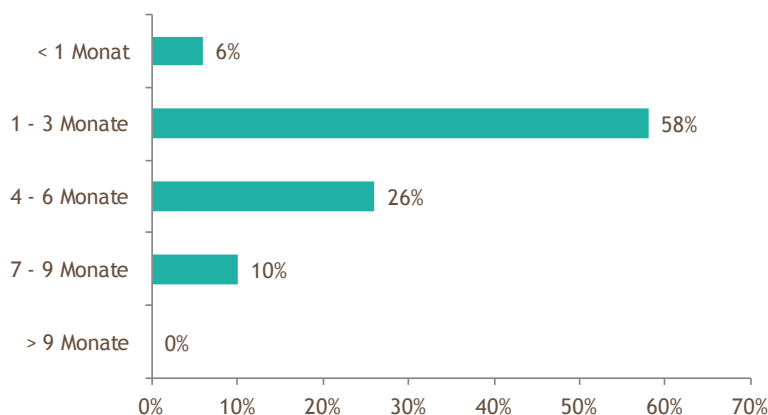
**Der Net Debt-Mechanismus ist am weitesten verbreitet. Überraschend ist die vergleichsweise geringe Anwendung des Working Capital-Mechanismus.**

Finden Closing-Accounts Anwendung bei der Kaufpreisgestaltung im SPA, so lässt sich bei den befragten Unternehmen beobachten, dass am häufigsten der Net Debt-Mechanismus verwendet wird. Eine Anpassung aufgrund einer Änderung des Bestands an Working Capital hingegen wird weniger häufig vereinbart. Dies ist insoweit bemerkenswert, da bei Verwendung eines Net Debt-Mechanismus es sich empfiehlt zusätzlich einen Working Capital-Mechanismus zu berücksichtigen. Durch die zusätzliche Berücksichtigung des Working Capital-Mechanismus wird u. a. sichergestellt, dass das Net Debt nicht durch den Verkäufer einseitig beeinflusst wird. Beispielsweise würde das bewusste Verzögern der Bezahlung von Lieferantenrechnungen die Net Debt Position verringern. Der Working Capital-Mechanismus würde diese Senkung der Net Debt wieder ausgleichen und im Ergebnis dazu führen, dass der Kaufpreis unverändert bliebe.

Am wenigsten kommt der CAPEX-Mechanismus zum Einsatz, welcher beispielweise sicherstellen soll, dass der Verkäufer geplante Investitionen nicht hinauszögert, um seine Nettofinanzverbindlichkeiten zu reduzieren.

Je weiter Signing (Vertragsunterzeichnung) und Closing (wirtschaftlicher Übergang) bei einer Transaktion auseinanderliegen, desto wichtiger kann es für den Käufer sein, Closing-Accounts zu vereinbaren, um zu verhindern, dass der Kaufpreis nicht mehr die tatsächlichen Gegebenheiten des Unternehmens widerspiegelt bzw. um sich vor eventuellen Wertverlusten oder Wertabflüssen innerhalb dieser Zeitspanne abzusichern.

Zeit zwischen Signing und Closing:



### Im SPA unzureichend formulierte Kaufpreisanpassungsklauseln können auch noch nach Closing zu Streitigkeiten bezüglich der Höhe des vereinbarten Kaufpreises führen.

In der Regel haben beide Parteien (Käufer und Verkäufer) ein großes Interesse an Transaktionssicherheit, weshalb grundsätzlich angestrebt wird, die Zeit zwischen Signing und Closing so kurz wie möglich zu halten. Fast zwei Drittel der von uns befragten Unternehmen geben an, dass die durchschnittliche Zeit zwischen Signing und Closing in den mit ihnen beteiligten Transaktionen der letzten acht Jahre nicht länger als drei Monate dauerte. Jedoch kann es auch der Fall sein, dass beispielsweise für die Durchführung des Deals notwendige Freigaben von Kartellbehörden den Zeitpunkt des Closings hinauszögern.

Auch nach Closing kann es zwischen den Parteien zu Auseinandersetzungen bzgl. des vereinbarten Kaufpreises kommen. So gibt es mitunter immer wieder Streitigkeiten hinsichtlich der verwendeten Anpassungsmechanismen - hierbei ist häufig nicht der verwendete Mechanismus als solcher der Streitpunkt, sondern viel mehr dessen genaue Definition. Nicht selten kommt es vor, dass im SPA etwa die Zuordnung der Bilanzpositionen zu Net Debt nicht präzise genug definiert wurde oder die Parteien unterschiedliche Auffassungen bezüglich der Auslegung der anzuwendenden Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden haben.

Wurde ein Locked Box-Mechanismus vereinbart, kann es auch hier trotz vertraglicher Zusicherungen an den Käufer, dass keine wertmindernden Abflüsse außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit („Anti Leakage Covenant“) stattfinden werden, beispielweise zu Diskussionen hinsichtlich der Definition des Begriffs „gewöhnliche Geschäftstätigkeit“ kommen.

Ähnliches gilt für die exakte Formulierung von Earn-out Klauseln. Da es sich hier um eine nachträgliche Anpassung des Kaufpreises handelt, ist es oftmals sehr schwer, die hierfür definierten Kennzahlen (Umsatz, Jahresüberschuss, EBIT, EBITDA etc.) unter Berücksichtigung von nicht operativen Maßnahmen (Restrukturierungen) bzw. frei von Beeinflussung des Käufers zu bestimmen.

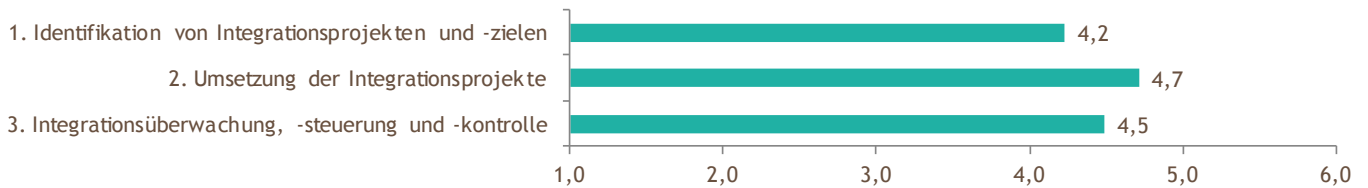
Bei der Ausgestaltung und Formulierung der anzuwendenden Kaufpreismechanismen empfiehlt es sich daher auf erfahrene Berater zurückzugreifen, um Auseinandersetzungen nach Closing zu vermeiden. Der Grundstein hierfür kann oft schon bei der Durchführung der Financial Due Diligence gelegt werden. Die rechtlichen Berater bauen i. d. R. auf der dort vorgeschlagenen Behandlung finanzieller Risiken im SPA auf.



## POST MERGER INTEGRATION

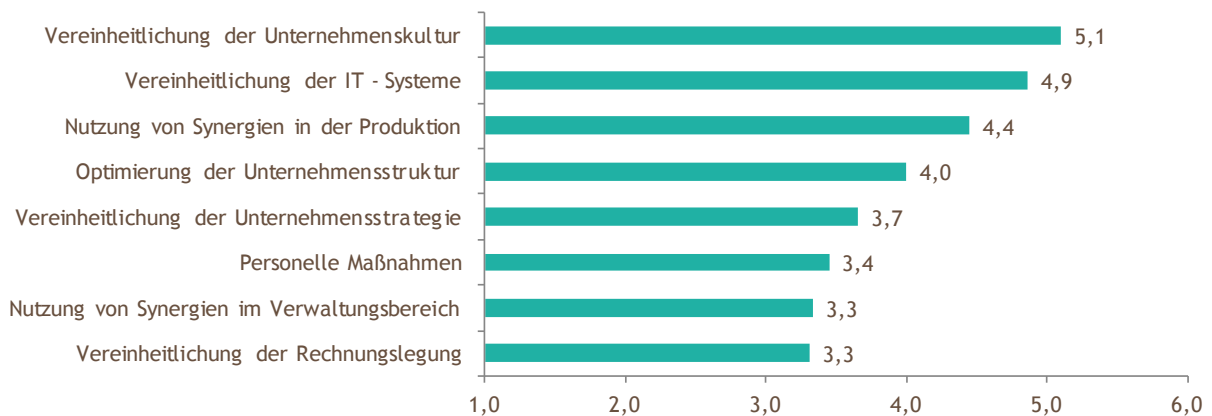
Nachdem ein Unternehmen erworben wurde und der wirtschaftliche Übergang stattgefunden hat, ist die Transaktion jedoch noch nicht beendet. Die eigentliche Herausforderung - die erfolgreiche Integration des erworbenen Unternehmens - beginnt im Idealfall während der Due Diligence-Untersuchungen und dauert unter Umständen noch Jahre an.

### Komplexität der Integrationsphasen (Skala 1-6):



Die befragten Unternehmen sehen unter den konkreten Integrationsmaßnahmen die größten Schwierigkeiten bei der Vereinheitlichung der Unternehmenskultur. Damit beweisen auch mittelständische Unternehmen ein gutes Gespür für sogenannte „Soft Facts“, die für eine gelungene Integration unabdingbar sind. Schlagworte wie Corporate Culture und Corporate Identity sind längst nicht mehr nur Themen, die sich in großen Konzernen mit großen Personalabteilungen und Arbeitskreisen beobachten lassen. Die Wichtigkeit einer einheitlichen Unternehmenskultur und einem „wir“-Gefühl ist den handelnden Personen im Mittelstand durchaus bewusst.

### Komplexität von Integrationsmaßnahmen (Skala 1-6):



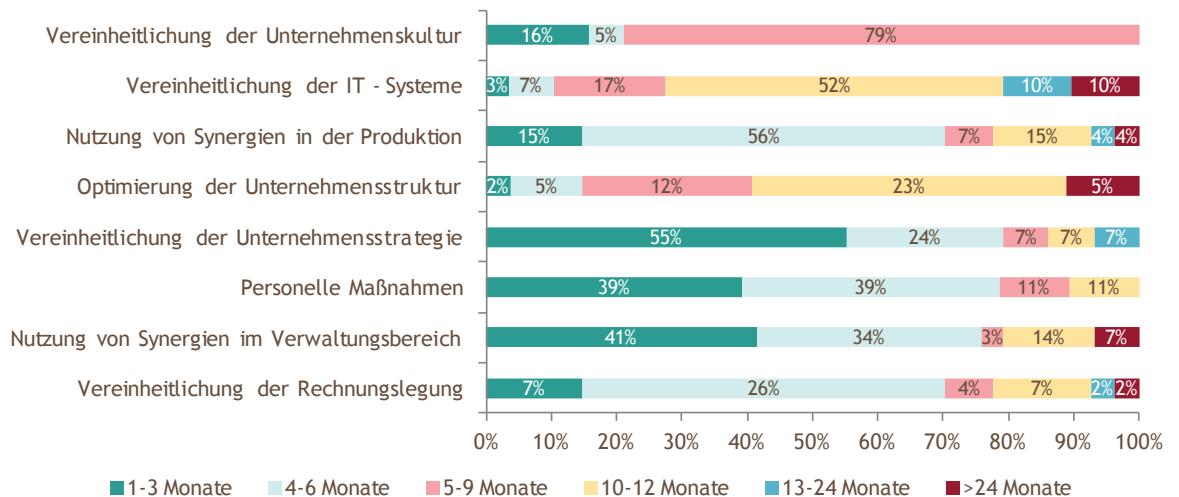
**Vereinheitlichung der Unternehmenskultur und der IT werden als die Integrationsthemen mit der höchsten Komplexität angesehen. Wichtig ist es, die Integration rechtzeitig zu planen. Durch die vergleichsweise geringe Größe der Unternehmen geht die Integration auf manchen Gebieten deutlich schneller voran als bei Großunternehmen.**

Die Vereinheitlichung der IT-Systeme ist erwartungsgemäß in den meisten Fällen ebenfalls eine sehr komplexe Angelegenheit, die auch i. d. R. als Erstes angegangen wird. Eine Mehrheit der Befragten gibt jedoch an, trotz der hoch eingeschätzten Komplexität, die Integration der IT nach bis zu sechs Monaten abgeschlossen zu haben. Jedoch kommt es auch vor, dass hierfür zwei Jahre oder länger benötigt werden, was für gewöhnlich von der Unternehmensgröße abhängt. Ebenfalls eine schnelle Integration erfolgt etwa in der Produktion, im Verwaltungsbereich und in der Vereinheitlichung der Rechnungslegungssysteme. Personelle Maßnahmen sowie die Vereinheitlichung der Unternehmensstruktur benötigen hingegen deutlich mehr Zeit. Dies kann wohl mit der rechtlichen Komplexität und dem Einhalten vertraglich zugesicherter sowie rechtlich notwendige Fristen gegenüber Arbeitnehmern erklärt werden. Zu zusätzlichen Problemen kam es bei den befragten Unternehmen, wenn die Integration innerhalb des Prozesses zu spät geplant wurde.

**Eine notwendige PMI-Strategie sollte gleich zu Beginn eines neuen M&A-Projektes erarbeitet werden.**

Insgesamt dauert eine durchgeführte Transaktion inklusive einer erfolgreichen Integration des Zielunternehmens in den meisten Fällen bis zu zwei Jahren.

**Dauer der Integration bzw. Dauer bis Synergieeffekte genutzt werden in Monaten:**

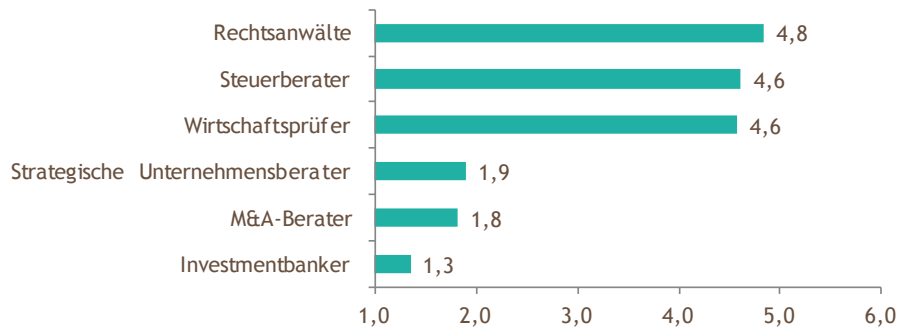


## EXTERNE BERATER

Viele mittelständische Unternehmen verfügen über keine eigene M&A-Abteilung. Um die in vielerlei Hinsicht komplexen Fragestellungen abdecken zu können und auch der Informations- und Dokumentationspflichten gerecht zu werden, sind häufig externe Berater erforderlich.

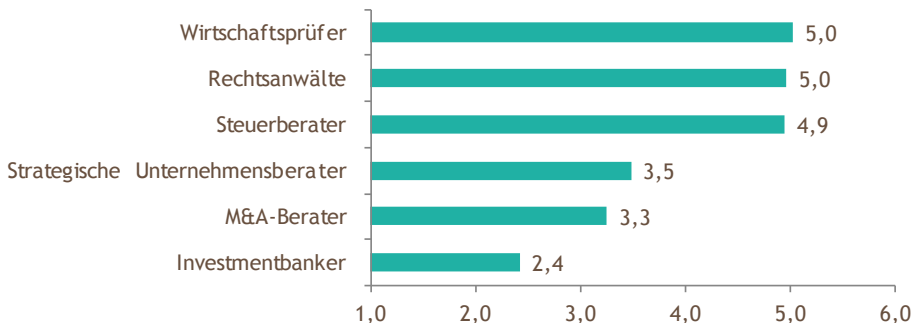
Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer haben klassischerweise einen hohen Grad der Beteiligung an einer Transaktion und agieren oft prozessgestaltend. Insbesondere um rechtliche, steuerliche und finanzielle Risiken aufzudecken, setzen Unternehmen hier auf externes Know-How.

### Grad der Beteiligung am Transaktionsprozess (Skala 1-6):



**Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer haben die größte Beteiligung bei M&A-Prozessen im Mittelstand. Investmentbanker als Berater haben bei mittelständischen Unternehmen keinen guten Stand.**

### Grad der Zufriedenheit (Skala 1-6):



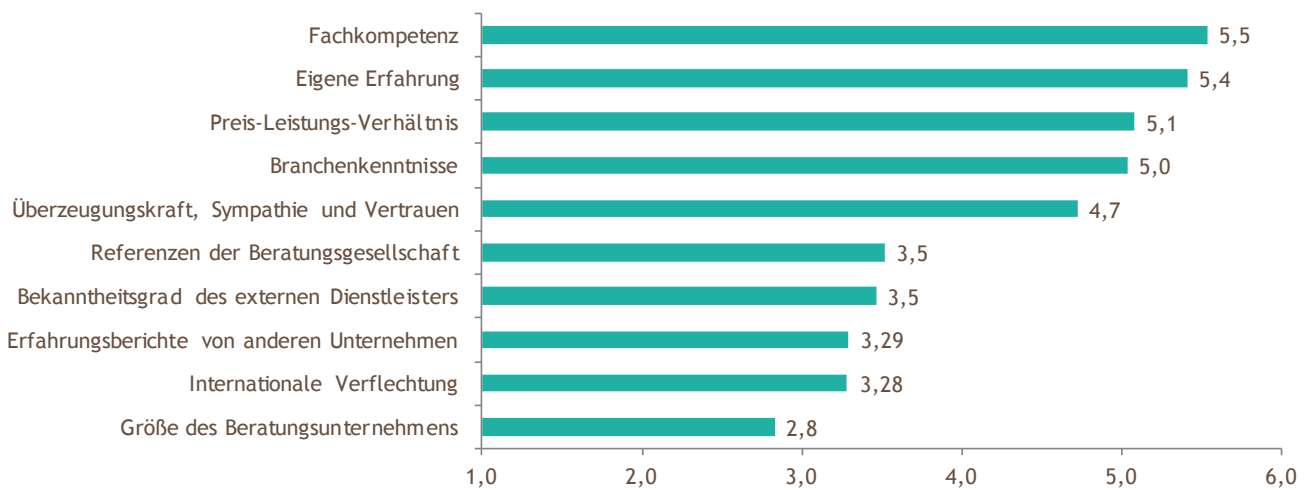
Strategische Berater, M&A-Berater sowie Investmentbanken haben dagegen eine eher geringe Beteiligung in den Transaktionen der von uns befragten Unternehmen. Dies geht auch einher mit deren Zufriedenheitswerten. Am schlechtesten schneiden hier Investmentbanken ab: Über 80 % der Befragten waren mit Investmentbanken auf der Beraterseite eher unzufrieden.

Nach welchen Kriterien die Unternehmen ihre externen Berater auswählen, ist unterschiedlich. Wichtigstes Entscheidungskriterium ist die Fachkompetenz. Die eigene Erfahrung mit einem Berater spielt auch eine übergeordnete Rolle. Sobald ein Vertrauensverhältnis aufgebaut ist, hat man als Berater den berühmten „Fuß in der Tür“. Bei den Themen, wo Berater zum Einsatz kommen, wird von den Unternehmen darauf geachtet, dass die Berater beauftragt werden, mit denen sie bereits gute Erfahrungen gemacht haben. In den Experteninterviews wurde uns bestätigt, dass die Unternehmen genau wissen, was sie von ihren Beratern erwarten können und was nicht. Unabhängig von der Unternehmensgröße erweist sich der Einsatz von externen Beratern als absolutes „People's Business“.

Weiteres wichtiges Kriterium ist nach wie vor der Preis bzw. das Preis-Leistungsverhältnis. Viele Interviewpartner geben uns gegenüber an, dass es sich aus ihrer Sicht bei den bezogenen Dienstleistungen im Rahmen einer Unternehmenstransaktion um eine Dokumentation ihrer Sorgfaltspflichten handelt. Sie werden vielmehr als standardisierte Produkte verstanden, deren Preis subjektiv als zu hoch eingeschätzt wird. Der viel zitierte Mehrwert für den Kunden, den Berater erbringen wollen, wird von den Unternehmen nur selten gesehen.

**Beratungsdienstleistungen werden oft als standardisiertes Produkt verstanden. Einen Mehrwert erkennen die befragten Unternehmen häufig nicht unmittelbar.**

Wichtigkeit der Kriterien zur Auswahl eines externen Dienstleisters (Skala 1-6):

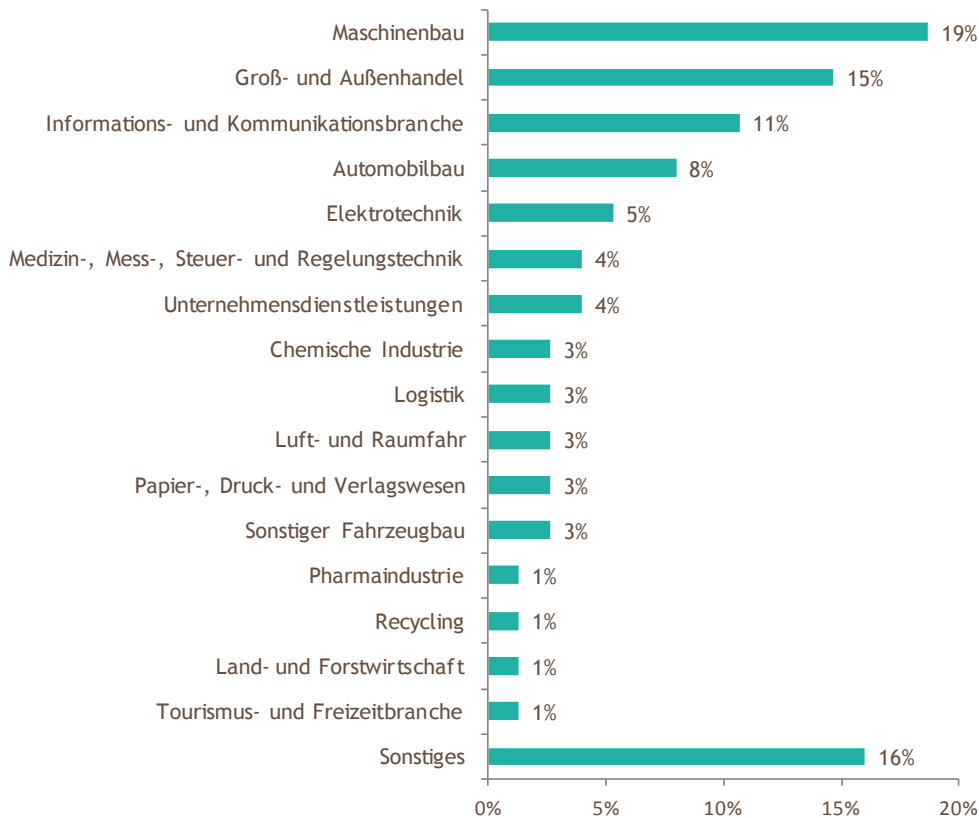


Hier zeigt sich, dass zwischen den Unternehmen und ihren Beratern bezogen auf die angebotene Dienstleistung, eine Verständnislücke entstanden ist. Offenbar schafft es die Beraterzunft nicht, ihren Kunden glaubhaft zu vermitteln, dass durch ihre Dienstleistungen bei Transaktionen Mehrwert geschaffen wird. Die Gründe hierfür sind näher zu erörtern: Hat die Qualität der Beratungsleistung in den vergangenen Jahren nachgelassen? Oder wurde zu selten ein konkreter Nutzen aus den erarbeiteten Ergebnissen, bspw. einer Due Diligence, durch die Unternehmen gezogen? Fakt ist jedoch, dass kein gemeinsames Verständnis über das Produkt Beratung in Bezug auf Unternehmenstransaktionen zu bestehen scheint. Hier ist es geboten, dass sich zukünftig seitens der Beraterbranche aus dieser Erkenntnis eine verbesserte Art der Kommunikation ihren Kunden gegenüber etabliert und so Berater und Kunde wieder stärker an einem Strang - und vor allem in dieselbe Richtung - ziehen.

## DATENGRUNDLAGE

Die Studie wurde mittels eines Onlinefragebogens durchgeführt. Die Grundgesamtheit stellen Unternehmen jeglicher Rechtsform mit Sitz in Deutschland dar. Die Branchenzugehörigkeit dieser Unternehmen ist in nachfolgender Grafik dargestellt.

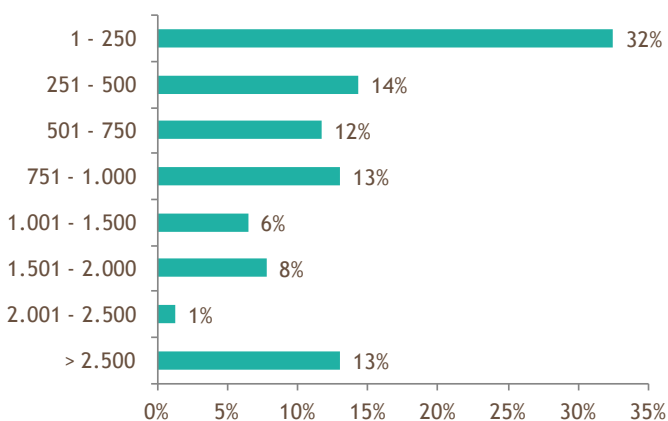
**Branchenzuordnung der teilnehmenden Unternehmen**



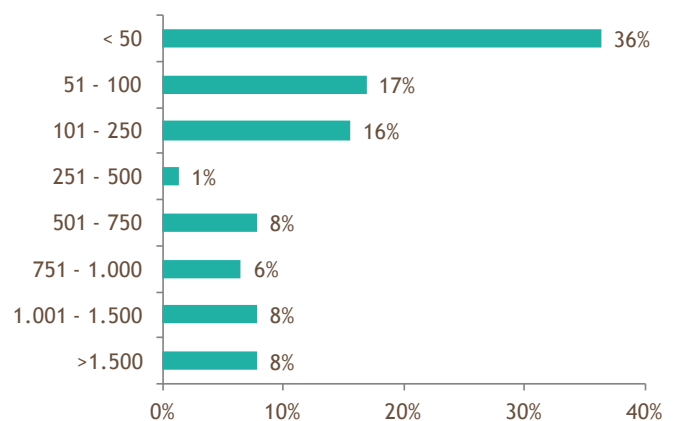
Dem Bereich Sonstiges sind Bildung, Versicherung, Verkehr, Finanzdienstleistung und Baugewerbe zuzuordnen.

Die Größe der teilnehmenden Unternehmen können den untenstehenden Grafiken entnommen werden.

**Größe der teilnehmenden Unternehmen  
nach Anzahl der Mitarbeiter**



**Größe der teilnehmenden Unternehmen  
nach Umsatz in EUR Mio.**



## ÜBER BDO CORPORATE FINANCE

Der Fachbereich Corporate Finance der BDO ist spezialisiert auf Dienstleistungen aus Mergers & Acquisitions, Valuation und Transaction Services. Hier werden Sie von Experten mit langjährigen Erfahrungen betreut, die individuell auf Ihre Bedürfnisse eingehen. Wir beraten Sie bei Transaktions- und Finanzierungsfragen und führen für Sie Due Diligences sowie Unternehmensbewertungen durch.

Wir unterstützen Sie bei der Realisierung Ihrer Unternehmensziele sowohl bei nationalen als auch bei grenzüberschreitenden Projekten. Bei Letzteren profitieren Sie von unserem internationalen BDO Corporate Finance Netzwerk, welches sich weltweit aus rund 1.200 Spezialisten in mehr als 60 Ländern zusammensetzt.

### ANSPRECHPARTNER STUDIE:



Harald Weiß  
Partner Corporate Finance  
Standort Stuttgart  
Telefon: +49 711 50530-152  
harald.weiss@bdo.de



Jörn Freisler  
Senior Consultant Corporate Finance  
Standort Stuttgart  
Telefon: +49 711 50530-150  
joern.freisler@bdo.de

**HAMBURG (ZENTRALE)**

Fuhrentwiete 12  
20355 Hamburg  
Telefon: +49 40 30293-0  
Telefax: +49 40 337691  
hamburg@bdo.de

**BERLIN**

Katharina-Heinroth-Ufer 1  
10787 Berlin  
Telefon: +49 30 885722-0  
Telefax: +49 30 8838299  
berlin@bdo.de

**BIELEFELD**

Viktoriastraße 16-20  
33602 Bielefeld  
Telefon: +49 521 52084-0  
Telefax: +49 521 52084-84  
bielefeld@bdo.de

**BONN**

Potsdamer Platz 5  
53119 Bonn  
Telefon: +49 228 9849-0  
Telefax: +49 228 9849-450  
bonn@bdo.de

**BREMEN**

Bürgermeister-Smidt-Str. 128  
28195 Bremen  
Telefon: +49 421 59847-0  
Telefax: +49 421 59847-75  
bremen@bdo.de

**BREMERHAVEN**

Grashoffstr. 7/KAP  
27570 Bremerhaven  
Telefon: +49 471 8993-0  
Telefax: +49 471 8993-76  
bremerhaven@bdo.de

**DORTMUND**

Märkische Straße 212-218  
44141 Dortmund  
Telefon: +49 231 419040  
Telefax: +49 231 4190418  
dortmund@bdo.de

**DRESDEN**

Am Waldschlößchen 2  
01099 Dresden  
Telefon: +49 351 86691-0  
Telefax: +49 351 86691-55  
dresden@bdo.de

**DÜSSELDORF**

Georg-Glock-Str. 8  
40474 Düsseldorf  
Telefon: +49 211 1371-0  
Telefax: +49 211 1371-120  
duesseldorf@bdo.de

**ERFURT**

Arnstädter Straße 28  
99096 Erfurt  
Telefon: +49 361 3487-0  
Telefax: +49 361 3487-19  
erfurt@bdo.de

**ESSEN**

Max-Keith-Straße 66  
45136 Essen  
Telefon: +49 201 87215-0  
Telefax: +49 201 87215-800  
essen@bdo.de

**FLENSBURG**

Am Sender 3  
24943 Flensburg  
Telefon: +49 461 90901-0  
Telefax: +49 461 90901-1  
flensburg@bdo.de

**FRANKFURT/MAIN**

Hanauer Landstraße 115  
60314 Frankfurt am Main  
Telefon: +49 69 95941-0  
Telefax: +49 69 554335  
frankfurt@bdo.de

**FREIBURG I. BR.**

Wilhelmstraße 1 b  
79098 Freiburg i. Br.  
Telefon: +49 761 28281-0  
Telefax: +49 761 28281-55  
freiburg@bdo.de

**HANNOVER**

Landschaftstraße 2  
30159 Hannover  
Telefon: +49 511 33802-0  
Telefax: +49 511 33802-40  
hannover@bdo.de

**KASSEL**

Theaterstraße 6  
34117 Kassel  
Telefon: +49 561 70767-0  
Telefax: +49 561 70767-11  
kassel@bdo.de

**KIEL**

Dahlmannstraße 1-3  
24103 Kiel  
Telefon: +49 431 51960-0  
Telefax: +49 431 51960-40  
kiel@bdo.de

**KÖLN**

Im Zollhafen 22  
50678 Köln  
Telefon: +49 221 97357-0  
Telefax: +49 221 7390395  
koeln@bdo.de

**LEIPZIG**

Großer Brockhaus 5  
04103 Leipzig  
Telefon: +49 341 9926600  
Telefax: +49 341 9926699  
leipzig@bdo.de

**LÜBECK**

Kohlmarkt 7-15  
23552 Lübeck  
Telefon: +49 451 70281-0  
Telefax: +49 451 70281-49  
luebeck@bdo.de

**MÜNCHEN**

Leonhard-Moll-Bogen 10  
81373 München  
Telefon: +49 89 55168-0  
Telefax: +49 89 55168-199  
muenchen@bdo.de

**ROSTOCK**

Freiligrathstraße 11  
18055 Rostock  
Telefon: +49 381 493028-0  
Telefax: +49 381 493028-28  
rostock@bdo.de

**STUTTGART**

Augustenstraße 1  
70178 Stuttgart  
Telefon: +49 711 50530-0  
Telefax: +49 711 50530-199  
stuttgart@bdo.de

**WIESBADEN**

Gustav-Nachtigal-Straße 5  
65189 Wiesbaden  
Telefon: +49 611 99042-0  
Telefax: +49 611 99042-99  
wiesbaden@bdo.de

**WELTWEIT**

Brussels Worldwide Services BVBA  
Boulevard de la Woluwe 60  
B-1200 Brüssel - Belgien  
Telefon: +32-2 778 01 30  
Telefax: +32-2 778 01 43  
www.bdointernational.com

BDO AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Fuhlentwiete 12  
20355 Hamburg  
Telefon: +49 40 30293-0  
Telefax: +49 40 337691  
hamburg@bdo.de

[www.bdo.de](http://www.bdo.de)