

Britt Niggemann

## M&A-Transaktionen in der Pandemie – Marktanalyse und Tipps für Unternehmensverkäufer

Die weltweit steigenden Aktienkurse lassen den Eindruck entstehen, dass die Kapitalmärkte das Ende der Covid-19-Pandemie schon eingepreist haben. Private-Equity-Fonds haben viel Kapital eingesammelt, das in Unternehmensbeteiligungen investiert werden soll. Und auch der Markt für Unternehmenstransaktionen hat wieder Fahrt aufgenommen. Was müssen Unternehmensverkäufer jetzt beachten, wenn sie ihr Unternehmen veräußern möchten?

Manche Unternehmensverkäufer befürchten, dass es aktuell weniger Kaufinteressenten als vor der Pandemie gibt, da mögliche Käufer mit der Stabilisierung des eigenen Unternehmens beschäftigt sind und Unternehmenszuzäufe zurückstehen müssen. Aktuelle Zahlen zu den Unternehmenstransaktionen belegen, dass dies nicht so ist: Nach einem starken Rückgang im zweiten Quartal 2020 sind die M&A-Transaktionen besonders im vierten Quartal 2020 rasant gestiegen. Global ist das Transaktionsvolumen von

2019 auf 2020 nur um 6,6 Prozent gesunken. Im Vergleich zu 2019 hat sich das Transaktionsvolumen in Europa sogar um 5,6 Prozent erhöht (siehe Abbildung 1).

### Finanzinvestoren als Käufer auf dem Vormarsch

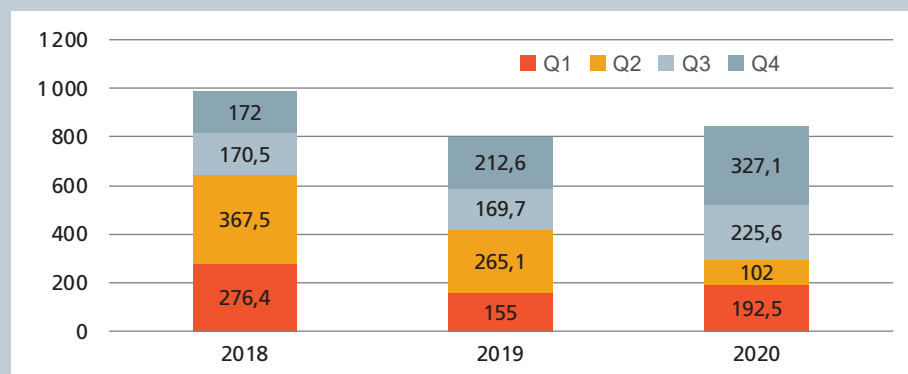
Die Covid-19-Pandemie hat in allen betrachteten europäischen Ländern Auswirkungen auf die M&A-Aktivitäten. Während die Anzahl der Transaktionen in 2020 im Mid-Market-Segment (bis 500 Millionen Euro Transaktionsvolumen) in Europa insgesamt um 14,4 Prozent im Vergleich zu 2019 gefallen ist, war der Rückgang in Frankreich mit 33,7 Prozent besonders drastisch, während M&A-Transaktionen in Großbritannien nur um 11,0 Prozent und in Deutschland sogar nur um 8,8 Prozent zurückgingen (siehe Abbildung 2).

Neben strategischen Käufern treten immer stärker Finanzinvestoren auf. Diese

Investorengruppe hat viel Kapital zur Verfügung, das in Unternehmensbeteiligungen angelegt werden soll. Dieses sogenannte „Dry Powder“, also das noch nicht investierte Kapital in den Private-Equity-Fonds, erreicht immer neue Rekordstände. Allein die deutschen Beteiligungsgesellschaften sammelten in 2020 Kapital in Höhe von 3,9 Milliarden Euro ein.\* Damit wächst auch der Anlagedruck für die Beteiligungsmanager.

Trotz der Pandemie ist in 2020 in Europa die Anzahl der Private-Equity-Transaktionen um 5,6 Prozent gestiegen, jedoch bei einem Rückgang des Transaktionsvolumens um 19 Prozent. Während in Deutschland in 2020 im Vergleich zum Vorjahr sowohl die Anzahl der Buy-out-Transaktionen (plus 9,7 Prozent) als auch das Transaktionsvolumen (plus 60,0 Prozent) gestiegen ist, verzeichneten Frankreich mit minus 52,8 Prozent deutliche und Großbritannien mit minus 10,7 Prozent moderate Rückgänge (siehe Abbildung 3). Damit spiegelt sich im Private-Equity-Sektor die Entwicklung im M&A-Markt wider.

Abbildung 1: M&A-Transaktionen in Europa nach Quartalen 2018 bis 2020 (in Milliarden US-Dollar)



Quelle: Global & Regional M&A Report 2020, mergermarket.com

Die Pandemie scheint die Attraktivität bestimmter Branchen zu fördern. Insbesondere die Nachfrage nach Unternehmen der IKT-Branche (Informations- und Kommunikationstechnik) hat sich stark erhöht (siehe Abbildung 4).

Von 12,6 Milliarden EUR, die Beteiligungsgesellschaften in 2020 in deutsche Unternehmen investiert haben, flossen 4,9 Milliarden Euro (39 Prozent) in die IKT-Branche. Aufgrund der Pandemie wurden die Leistungen dieser Branche stark nachgefragt und es ist wahrscheinlich, dass die Nachfrage nach der Pande-

mie anhält. Die Attraktivität des Sektors Unternehmensprodukte und -dienstleistungen, in den nur noch 2,0 Milliarden Euro (16 Prozent) investiert wurde, hat dagegen gelitten. In 2018 lagen diese beiden Branchen mit Investitionen von jeweils 3 Milliarden Euro noch gleichauf (siehe Abbildung 4). Dies verdeutlicht, wie stark sich in der Pandemie die Branchenpräferenz der Käufer verschoben hat.

### Rückgang des EBIT-Multiplikatoren in manchen Branchen rückläufig

Die Attraktivität verschiedener Branchen spiegelt sich in den gezahlten Kaufpreismultiplikatoren wider (siehe Abbildung 5). Vergleicht man die in der Zeitschrift Finance veröffentlichten Experten-Multiples für die bei Unternehmenstransaktionen gezahlten EBIT-Multiplikatoren,

trotz der Pandemie ihr Unternehmen zu attraktiven Konditionen zu veräußern.

Nachfrage nach attraktiven Unternehmen ist vorhanden. Nachfolgend werden einige Maßnahmen vorgestellt, um ein Unternehmen für einen Käufer interessanter zu machen.

**Abhängigkeiten reduzieren!** Kaufpreiszunehmend wirken sich grundsätzlich alle Abhängigkeiten aus. Dazu zählen Großkunden, deren Wegfall zu einem signifikanten Umsatz- und Ergebnisrückgang führen würde, wenige Hauptlieferanten, der ausscheidende Unternehmer oder weitere Schlüsselpersonen, bei denen das Firmen-Know-how und die Kontakte gebündelt sind.

Um bei Abhängigkeiten den Verkauf trotzdem zügig durchzuführen, sollten

## „Nachfrage nach attraktiven Unternehmen ist vorhanden.“

stellt man nach Ausbruch der Covid-19-Pandemie einen deutlichen Rückgang der Multiplikatoren in den Branchen Maschinen- und Anlagenbau, Elektrotechnik und Elektronik, Fahrzeugbau und -zubehör sowie Software fest. Während die Softwarebranche bis März 2021 wieder das Vor-Pandemie-Niveau erreicht hat, in dem Kaufpreise von durchschnittlich 9-mal EBIT bei „Small-Cap“-Transaktionen gezahlt wurden, verharren die übrigen Branchen auf dem tieferen Niveau von April 2020.

Naturgemäß erfassen Durchschnittswerte nicht die Besonderheiten einzelner Unternehmen. Verfügt das Unternehmen zum Beispiel über Kompetenzen in der Automatisierung oder Robotik, kann dies die Bereitschaft eines Käufers erhöhen, einen überdurchschnittlichen Multiplikator zu bezahlen. Deshalb ist es wichtig, in der Unternehmenspräsentation die Kompetenzen und Perspektiven des Unternehmens herauszuarbeiten. Dies ist nur eine von vielen Maßnahmen, die Unternehmensverkäufer ergreifen können, um

Argumente zusammengetragen werden, warum es unwahrscheinlich ist, dass der Lieferant nach einem Gesellschafterwechsel nicht mehr mit dem Unternehmen zusammenarbeiten möchte. Auch bei Großkunden empfiehlt sich zu begründen, warum Kundenverluste unwahrscheinlich sind (zum Beispiel gegenseitige Abhängigkeit, starke Marktposition). Vor dem Hintergrund der Pandemie wird man darüber hinaus analysieren müssen, ob der Lieferant weiterhin lieferfähig sein wird oder ob der Großkunde seinerseits von hohen Umsatzeinbußen betroffen ist.

### Verkaufsbereitschaft im Vorfeld klären

Die Verträge mit wichtigen Lieferanten und Abnehmern sind auf sogenannte „Chance-of-Control“-Klauseln zu prüfen, die eine Kündigung im Fall eines Gesellschafterwechsels ermöglichen. Sind derartige Klauseln vorhanden, ist zu besprechen, wie diese im Verkaufsprozess adressiert werden.



**Britt Niggemann**

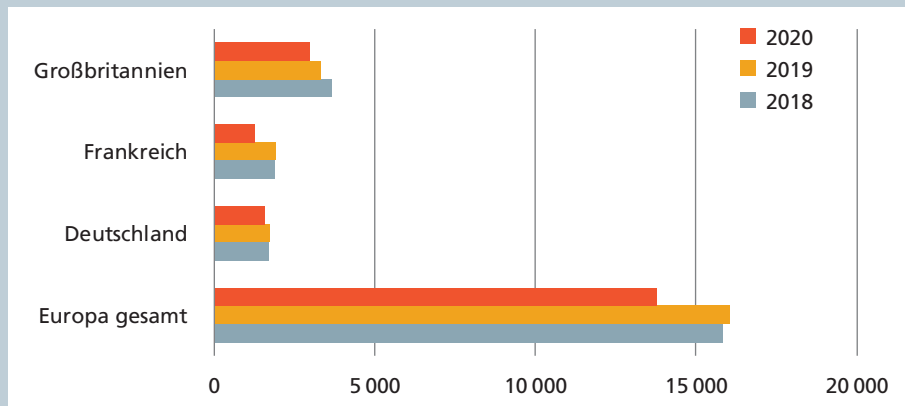


Partnerin, Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen

In dem vorliegenden Beitrag gibt die Autorin zunächst einen Überblick über die Entwicklung des M&A-Marktes in der Corona-Krise. Zwar war im zweiten Quartal 2020, am Anfang der Corona-Krise zunächst ein klarer Einbruch zu verzeichnen gewesen. Doch im vierten Quartal 2020 habe er sich wieder deutlich erholt. Während global gesehen das Jahr 2020 einen Rückgang im M&A-Geschäft verzeichnete, sei das Transaktionsvolumen in Europa sogar gestiegen. Dabei habe die Pandemie zu einer Verschiebung bei den Branchen geführt. Vor allem nach Unternehmen der Informations- und Kommunikationstechnik sei die Nachfrage gestiegen. Für andere Branche wie den Maschinen- und Anlagenbau seien Rückgänge bei den Kaufpreisen zu beobachten gewesen. Weiterhin gibt Niggemann wichtige Tipps, wie verkaufswillige Unternehmen die Folgen der Pandemie berücksichtigen. Unter anderem wäre es wichtig, einen plausiblen Grund darzustellen, warum ausgerechnet jetzt in der Pandemie das entsprechende Unternehmen verkauft werden soll. (Red.)

**Alle Gesellschafter und Gläubiger ins Boot holen!** Echte Deal Breaker können Streitigkeiten unter den Gesellschaftern sein, bei denen sogar befürchtet werden muss, dass die eine Gesellschafterseite einem ausverhandelten Kaufvertrag zustimmt, während die andere Seite mit den Konditionen nicht einverstanden ist und den Verkauf ablehnt. Um dies zu verhindern, sollte bereits vor dem Start eines Verkaufsprozesses genau abge-

Abbildung 2: Anzahl M&A-Transaktionen im Mid-Cap-Segment nach Zielländern



Quelle: Refinitiv Dealsintelligence Full Year 2020 und Full Year 2019

stimmt werden, zu welchen Bedingungen alle Gesellschafter verkaufsbereit sind (zum Beispiel Kaufpreis, Garantien und Freistellungen, Ausschluss bestimmter Käufergruppen). Darüber hinaus ist es sinnvoll, vorab den Umfang der Mitarbeit im Verkaufsprozess festzulegen und einen festen Zeitplan zu vereinbaren.

### Transparenz und Klarheit sind wichtig

Eine hohe Verschuldung und gegebenenfalls auch noch Meinungsverschiedenheiten mit/unter den Gläubigern (zum Beispiel bei Gesellschafterdarlehen) können einen Verkaufsprozess be- und im schlimmsten Fall sogar verhindern. Deshalb lohnt es sich, im Vorfeld mit den Gläubigern zu verhandeln und deren Be-

reitschaft auszuloten, einen Verkauf mitzutragen (gegebenenfalls unter Verzicht auf Forderungen).

**Rechtliche Risiken reduzieren!** Kaufpreisabschläge sind bei unklaren Rechtsverhältnissen zu erwarten. Dazu zählen die möglichen finanziellen Folgen von Rechtsstreitigkeiten zum Beispiel im Zusammenhang mit Patentrechtsverletzungen oder Produkthaftungen. Auch vor möglichen finanziellen Folgen der Verletzung von Umweltauflagen oder Bodenverunreinigungen schrecken Käufer zurück. Kurze Restlaufzeiten bei Miet- und Lizenzverträgen oder Betriebsgenehmigungen werden Käufer ebenfalls negativ einschätzen.

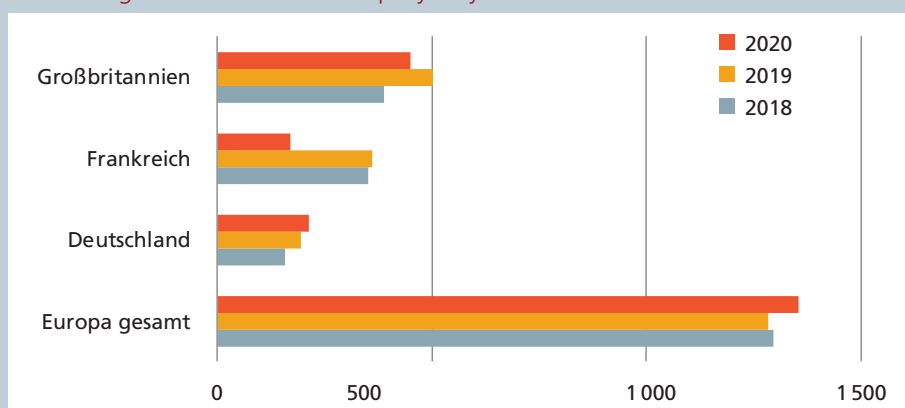
Natürlich sollten auch Satzung und Gesellschaftsvertrag aktuell und die Organi-

sationsstrukturen übersichtlich sein und transparent dargestellt werden.

**Transparenz bei den Finanzzahlen herstellen!** Kaufinteressenten möchten ein transparentes Unternehmen erwerben. Diese Transparenz wird durch ein adäquates Berichtswesen auf der Basis eines intakten und zeitnahen Rechnungswesens hergestellt. Tragen mehrere unterschiedliche Bereiche zum Ergebnis bei, erhöhen Profitcenter-Berechnungen die Aussagefähigkeit des Berichtswesens. Da Jahresabschlüsse eine wichtige Informationsquelle für Kaufinteressenten sind, sind aussagekräftige, von einem Wirtschaftsprüfer uneingeschränkt testierte Jahresabschlüsse, auch für nicht prüfungspflichtige Unternehmen, vorteilhaft. Hieraus wird ersichtlich, wie das Unternehmen vor der Pandemie gewirtschaftet hat und kann eine Planungsgrundlage für die Zeit danach sein.

Bedingt durch die Covid-19-Pandemie hat sich die Verschuldung vieler Unternehmen erhöht. Teilweise wurden Förderkredite aufgenommen, die Beschränkungen vorsehen (zum Beispiel Verzicht auf Gewinnausschüttungen oder Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen). Hier bietet es sich an, durch eine plausible Unternehmensplanung darzustellen, dass die Verschuldung nach der Pandemie plangemäß zurückgeführt werden kann. Auch sollte geprüft werden, ob bei einem Gesellschafterwechsel die Finanzierung sofort zu tilgen ist beziehungsweise Gläubigern ein Mitspracherecht beim Verkauf eingeräumt wurde.

Abbildung 3: Anzahl Private Equity Buy-outs nach Ländern



Quelle: Refinitiv Dealsintelligence Full Year 2020 und Full Year 2019

### Corona-Auswirkungen herausarbeiten

Eine plausible Unternehmensplanung wird von Kaufinteressenten begrüßt. Die Effekte der Pandemie auf Umsatz- und Kostenentwicklungen sowie auf Finanzierungsstrukturen und Investitionen sollten herausgearbeitet werden. Relevante Positionen sind beispielsweise entgangene oder in die Zukunft verschobene Umsätze sowie Einmalerträge in Form von Zuwendungen beziehungsweise Subventionen. Auf der Kostenseite sind Ein-



sparungen beim Personalaufwand zu berücksichtigen, wenn zum Beispiel keine Aushilfen mehr beschäftigt werden oder Kurzarbeitergeld in Anspruch genommen wurde. Einsparungen, wie reduzierte Mietzahlungen oder geringere Reisekosten, sind ebenfalls zu bereinigen. Sind Restrukturierungsaufwendungen (zum Beispiel Abfindungen) entstanden, sollten diese bei der Ermittlung eines „normalisierten“ Ergebnisses korrigiert werden. Der Aufwand, beispielsweise durch erhöhte Hygienemaßnahmen oder eine geringere Auslastung der Produktionskapazitäten aufgrund von Abstandsregelungen, muss in die Bereinigung mit einfließen.

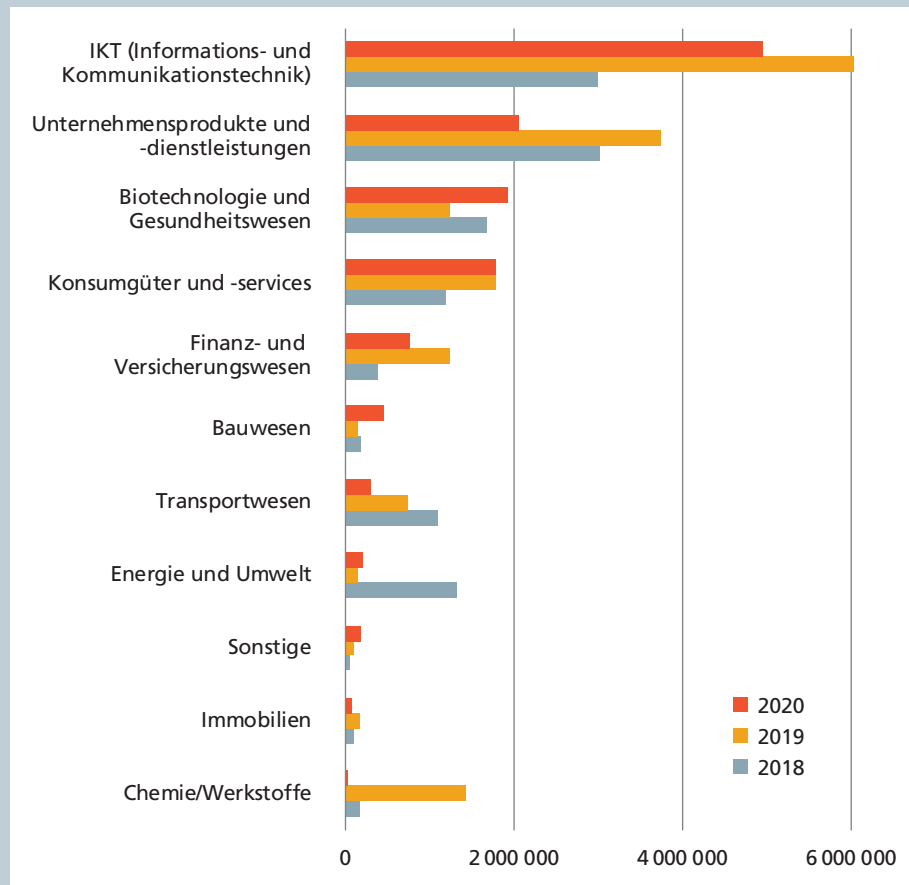
Auch die Unternehmensplanung sollte die pandemie-bedingten Korrekturen beachten. Es sind Schätzungen vorzunehmen, wie sich die Geschäftstätigkeit nach der Pandemie entwickeln wird. Hier kommt es noch mehr als vor der Pandemie darauf an, die Annahmen sauber herzuleiten und plausibel zu begründen. Generell sollte eher vorsichtig geplant werden. Müssen die Zahlen im Laufe des Verkaufsprozesses nach unten angepasst werden, kann sich dies negativ auf den Verkaufspreis auswirken und erschwert die Verkaufsverhandlungen.

### Frühzeitig informieren

Kaufpreisrelevante Informationen sollten nicht bis kurz vor Abschluss der Transaktion zurückgehalten werden. Wenn Kaufinteressenten diese Informationen erst durch eigene Analysen beziehungsweise Nachfragen in der Due Diligence aufdecken, kann es das Vertrauen in die Zuverlässigkeit weiterer Angaben beeinträchtigen. Deshalb ist es besser, auch negative Informationen rechtzeitig zu geben und die Entwicklung zu begründen.

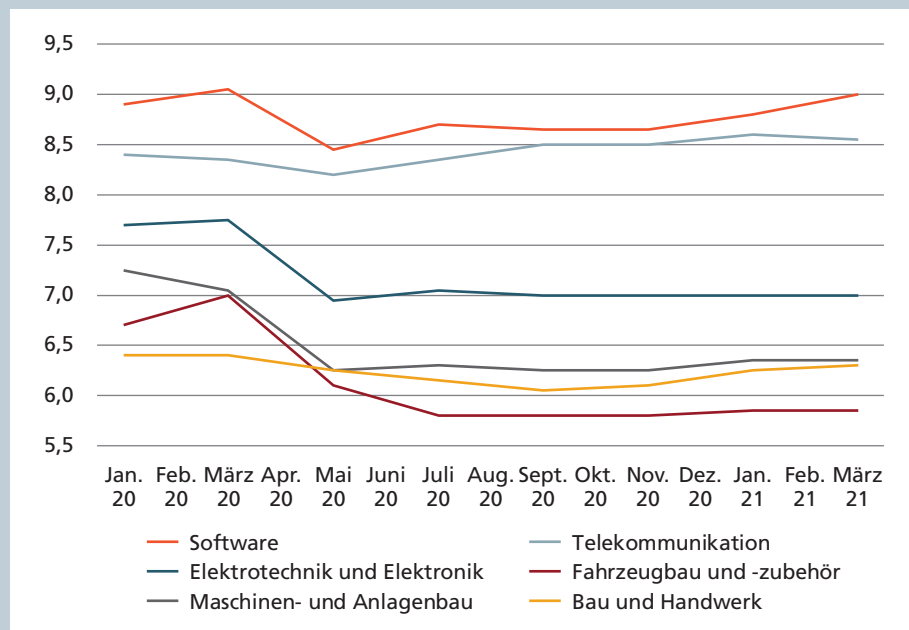
**Überzeugende Verkaufsstory!** In Pandemie-Zeiten erscheint es noch wichtiger, eine überzeugende „Verkaufsstory“ zu entwickeln. Die Gründe, warum das Unternehmen ausgerechnet zu diesem Zeitpunkt verkauft werden soll, sind plausibel darzustellen. Ziel ist es, den Käufer zu überzeugen, dass das Unternehmen nach

Abbildung 4: Private-Equity-Investitionen nach Branchen (in Tausend Euro)



Quelle: BVK, Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt 2020, März 2021

Abbildung 5: Entwicklung EBIT-Multiples ausgewählter Branchen Januar 2020 bis März 2021



Quelle: Finance, eigene Berechnungen

der Pandemie wieder an seine alten Stärken anknüpfen kann. Befindet sich das Unternehmen in einer Sanierungssituation, gilt es, mögliche Synergien aufzuzeigen oder Maßnahmen zu erarbeiten, die das Unternehmen stabilisieren.

Kaufinteressenten werden mit Bezug auf die Pandemie prüfen:

– ob der Geschäftsbetrieb vollumfänglich weitergeführt wird beziehungsweise wie stark er beeinträchtigt ist; ob es Störungen in den Kunden- oder Lieferantenbeziehungen gibt;

– welche Maßnahmen ergriffen wurden, um negativen Auswirkungen zu begrenzen;

– wie die Profitabilität des Unternehmens beeinflusst wird;

– wie das Unternehmen im Vergleich zur Branche oder zu Wettbewerbern die Krise managt.

Sinnvoll ist eine Darstellung, wie die Pandemie das Geschäftsmodell beeinflusst

und ob es sich durch die Pandemie nachhaltig verändern wird.

### Besonderheiten bei der Gestaltung des Kaufvertrages

Aufgrund der hohen Unsicherheiten über die zukünftige Geschäftsentwicklung legen Kaufinteressenten hohen Wert auf umfangreiche Garantien und Freistellungen. Sie versuchen, die Verkäufer über Kaufpreiszugeständnisse, Earn-outs und Verkäuferdarlehen mit ins Risiko zu nehmen. Bei den Earn-outs wird in der Pandemie noch kontroverser über die Parameter für den Earn-out sowie angemessene und praktikable Verfahrensregeln und Schutzmechanismen für den Verkäufer in der Earn-out-Periode verhandelt.

Zunehmend versuchen Käufer eine sogenannte MAC-Klausel (Material Adverse Change) auszuhandeln, die ein vertragliches Rücktrittsrecht für den Fall einer wesentlichen Verschlechterung der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage des

Zielunternehmens im Zeitraum zwischen dem Unterzeichnungstag („Signing“) und dem Vollzugstag („Closing“) einräumt. Inwiefern diese Klausel im Zusammenhang mit einer Pandemie überhaupt greift, ist von der konkreten Ausformulierung abhängig. Um nach dem Vollzug des Unternehmensverkaufs nicht in die Haftung genommen zu werden, sollte der Verkäufer bestrebt sein, alle relevanten Informationen offenzulegen. Je mehr Informationen dem Käufer vor Vertragsunterzeichnung bekannt sind, umso weniger Anlässe gibt es für spätere Haftungsansprüche.

Die Pandemie verursacht hohe Unsicherheiten bezüglich der weiteren Unternehmensentwicklung. Deshalb kann es im Interesse von beiden Parteien sein, einen Teil des Kaufpreises an zukünftige Umsätze oder Erträge zu koppeln. Hierdurch kann die Lücke zwischen Kaufpreisangebot und Preiserwartung des Verkäufers geschlossen werden.

### Verkaufsprozess professionell vorbereiten und durchführen

Da Banken Akquisitionsfinanzierungen restriktiver vergeben als vor der Covid-19-Pandemie, kommen Verkäuferdarlehen oder Kaufpreisstundungen eine höhere Bedeutung zu. Diese Instrumente erleichtern Käufern die Kaufpreisfinanzierung und signalisieren, dass der Verkäufer an den zukünftigen Unternehmenserfolg glaubt.

Durch die Einschaltung eines M&A-Beraters kann der Unternehmensverkäufer einen Verkaufsprozess professionell vorbereiten und durchführen. Gerade in der Corona-Pandemie ist langjährige Transaktionserfahrung gefragt, um Lösungen zu erarbeiten, die für Verkäufer und Käufer akzeptabel sind. Durch gute Vorbereitung, Flexibilität und pragmatischen Regelungen können auch in der Pandemie erfolgreich Unternehmen verkauft werden.

#### Fußnote

\* BVK, Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt 2020, März 2021, S. 8

Ihr Anspruch ist Expertenwissen.

Unserer auch!

Bleiben Sie mit aktuellen Studien zu spannenden Themen immer nah am Markt.

[WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH](http://WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH)

Finden Sie jetzt bei uns online aktuelle Studien rund um das Kreditwesen.