

# Optionen im Überblick

## Varianten der externen Unternehmensnachfolge

Von Dr. Karsten Zippel, Mitglied des Vorstands, Aquin & Cie. AG

Wenn Unternehmer an ihre eigene Nachfolge denken, dominiert sicherlich bei den meisten der subjektiv schöne Wunsch nach einer familieninternen Lösung. Ob diese erfolgreich gelingt, hängt neben einer steuerlich sinnvoll strukturierten Übertragung vor allem davon ab, ob sich das vielfach deutlich unterschätzte Konfliktpotenzial zwischen dem Altunternehmer und dessen Nachfolger nachhaltig in den Griff bekommen lässt. Entscheidend ist aber, ob der familieninterne Nachfolger wirklich als Unternehmer geeignet ist und dies auch mit Herzblut möchte. Man sollte also familieninterne Nachfolgelösungen ähnlich kritisch durchdenken wie alle anderen verfügbaren Alternativen. Denn es ist verantwortungslos, alle anderen Möglichkeiten auszublenden, wenn innerhalb der Familie kein wirklich geeigneter oder williger Nachfolger zu finden ist. Unternehmer tragen eben nicht nur Verantwortung gegenüber der eigenen Familie, sondern auch gegenüber Geschäftspartnern und den Mitarbeitern, von denen viele im Vertrauen auf die Zukunft ihr Bestes gegeben haben. Daher wollen wir nun im Folgenden mögliche familienexterne Nachfolgeoptionen näher darstellen (vgl. auch Tabelle S. 30).

### **Management Buy-out (MBO)/ Management Buy-in (MBI):**

Ein MBO unterscheidet sich von einem MBI dadurch, ob der Nachfolger das bestehende Management (MBO) oder ein unternehmensexterner Manager (MBI) ist. Der Erfolg einer solchen Unternehmensnachfolge hängt wesentlich von den Persönlichkeitsstrukturen der betroffenen Manager sowie von deren branchenspezifischen Fähigkeiten ab. Ein MBO hat den großen Vorteil, dass die vorhandenen Führungskräfte das Unternehmen und den Markt sowie die bisher geprägte Kultur natürlich bestens kennen und daher zukünftig nur geringe Reibungsverluste zu erwarten sind. Allerdings müssen gute Führungskräfte nicht



Dr. Karsten Zippel

zwangsläufig auch gute Unternehmer sein (gerade bei patriarchalisch geprägten Unternehmen). Die größte Schwierigkeit bei einem MBO/MBI liegt allerdings darin, dass das Management in der Regel nicht über die notwendigen finanziellen Mittel verfügt, um die Nachfolge aus eigener Kraft stemmen zu können. Eine mögliche Lösung kann hier z.B. sein, dass der abgebende Unternehmer zunächst ein Verkäuferdarlehen gewährt, welches dann über die Jahre aus den zukünftigen Gewinnen des Unternehmens getilgt wird. Eine andere Alternative ist, dass das Management zusammen mit einem externen Finanzinvestor die Übernahme realisiert. Hierbei muss bewusst sein, dass der Finanzinvestor typischerweise nach vier bis sieben Jahren den Exit suchen und dann das Unternehmen gemeinsam mit dem Management erneut zum Verkauf bringen wird. Dies kann zwar für das Management finanziell durchaus sehr attraktiv sein, aber der heutige Unternehmer muss wissen, dass ein durch Private Equity finanzierter MBO/MBI dem Unternehmen keine dauerhafte Nachfolgelösung einbringen wird. Ebenso gilt es bei einem MBO taktisch sehr klug vorzugehen, da häufig das bestehende Management bei den Kaufpreisverhandlungen argumentieren wird, selbst in der Vergangenheit für die Wertsteigerungen verantwortlich gewesen zu sein. Um an dieser Stelle nicht erpressbar zu werden, sollte der abgebende Unternehmer bei einem MBO-Prozess immer glaubhafte Alternativen haben.

#### ZUR PERSON: DR. KARSTEN ZIPPEL

Dr. Karsten Zippel ist Mitglied des Vorstands der Aquin & Cie. AG. Die Aquin AG berät eigentümergeführte mittelständische Unternehmen bei der Unternehmensfinanzierung, dem Zu- und Verkauf von Unternehmensteilen sowie der Nachfolgeplanung. [www.aquin-cie.com](http://www.aquin-cie.com)

### **Verkauf an einen Finanzinvestor**

Klassische Finanzinvestoren beziehungsweise Private-Equity-Fonds kaufen in der Regel Unternehmen, um deren Wert innerhalb der nächsten drei bis sieben Jahre zu steigern und dann wieder gewinnbringend weiterzuverkaufen. Bei der Übernahme wird ca. die Hälfte des Kaufpreises durch ein externes Akquisitionsdarlehen finanziert, welches aus dem zukünftigen Cashflow des Unternehmens wieder abbezahlt werden muss. Damit ein Unternehmen Private-Equity-tauglich ist, ist neben der Cashflow-Stärke vor allem auch das zukünftige Management entscheidend, da der Finanzinvestor in der Regel nicht die notwendige Branchen- und Unternehmenserfahrung besitzt, um dieses auch eigenständig weiterführen zu können. Da es sich bei klassischen Finanzinvestoren um sehr professionelle Käufer handelt, kann ein Verkauf entsprechend schnell durchgeführt werden. Nachteilig an dieser Variante sind die dank

Herrn Müntefering immer noch stark vorhandenen Vorbehalte gegenüber Finanzinvestoren, wodurch eine solche Lösung sicherlich schwerer gegenüber der Belegschaft kommunizierbar ist. Dies ist zwar ungerechtfertigt, da unserer Erfahrung nach die große Mehrheit der von Private Equity übernommenen Unternehmen im weiteren Verlauf durchaus eine positive Entwicklung nimmt. Allerdings muss einem bewusst sein, dass ein solcher Investor immer nur ein Eigentümer auf Zeit ist und das Unternehmen nach einigen Jahren wieder weiterverkauft wird. Sucht man hier eine nachhaltigere Lösung, so haben sich in jüngster Zeit Varianten zu den klassischen Finanzinvestoren etabliert, die Unternehmensübernahmen eher aus dem Blickwinkel einer langfristig orientierten Industrieholding tätigen. Hierzu zählen vermehrt vermögende Familien, die einen Teil ihres meist auch aus Unternehmensverkäufen verdienten Geldes wieder im Mittelstand anlegen wollen.

TAB. 1: NACHFOLGE-OPTIONEN

Alternative	Management (MBO)	Strategischer Käufer	Klass. Private Equity	Family Equity	IPO
<b>Geeignet für Unternehmen mit ...</b>	...starker zweiter Ebene	...strategischen Vorteilen	...stabilem, hohem Cashflow bzw. klarer Wachstumsstory	...eher langfristigen Wettbewerbsvorteilen (ansonsten wie bei Private Equity)	...klarer Wachstumsstory und Börsenreife (Berichtswesen, AG etc.)
<b>Vorteile/Chancen</b>	eher geringe Reibungsverluste	„strategische Prämie“ sollte in hohen Kaufpreisen münden	schneller Prozess, professioneller Standard	eher langfristige Orientierung	schrittweiser Verkauf möglich
<b>Nachteile/Risiken</b>	tendenziell niedrige bzw. verzögert gezahlte Kaufpreise	Vertraulichkeit; „Post Merger Integration“ kann zu starken Umstrukturierungen führen	Weiterverkauf nach ca. 3 bis 5 Jahren	intransparenteres Käuferuniversum	hohe Voraussetzungen

Quelle: Aquin & Cie. AG

### Verkauf an einen strategischen Investor

Im Gegensatz zu Finanzinvestoren dominiert bei strategischen Käufern (z.B. Wettbewerber, Kunden, Lieferanten oder Unternehmen aus benachbarten Branchen) nicht nur die finanzielle Wertsteigerung, sondern vor allem eine strategische Logik (z.B. Synergieeffekte, Kunden- bzw. Marktzugänge, Technologien). Deshalb sollte der Verkauf

der Geschäftspolitik münden. Positiv ist aber sicher, dass der Käufer eine hohe Kenntnis des Marktes besitzt und das Unternehmen in seinem Sinne gut weiterentwickeln möchte. Sollte man diese Variante in Erwägung ziehen, gilt es zu beachten, dass potenzielle Erwerber ein Interesse eventuell nur vortäuschen, um vertrauliche Informationen zu erlangen, welche sie dann im eigenen Unternehmen zu ihrem Vorteil nutzen können. Daher ist bei dem Verkauf an einen strategischen Käufer besonderes Augenmerk auf die Auswahl der anzusprechenden Kandidaten und die Sicherstellung der Vertraulichkeit zu legen.

### Der Gang an die Börse (IPO)

Die Nachfolgelösung über die Börse steht sicherlich nur dem gehobenen Mittelstand sinnvoll offen, der eine klare Wachstumsstory vorweisen kann. Voraussetzung hierfür ist, dass das Unternehmen eine gewisse Börsenreife aufweist: Hierzu zählt neben der Rechtsform der AG vor allem ein offenes und schnelles Berichtswesen sowie eine klare Kapitalmarktmarktorientierung der Kommunikationsprozesse. Je nach Nachfolgesituation kann es ein Vor- oder Nachteil sein, dass man aufgrund vorgeschriebener Haltefristen nur einen schrittweisen Verkauf des Unternehmens über die Börse umsetzen kann.

#### Fazit:

Jede der genannten Nachfolgevarianten hat ihre eigenen Vor- und Nachteile, und sicherlich eignet sich auch nicht jede Alternative für jedes Unternehmen. Erfahrene M&A-Berater helfen bei der Wahl des erfolgversprechendsten Weges und achten darauf, dass die jeweiligen Nachteile der gewählten Optionen möglichst wenig zum Tragen kommen.

Foto: Panthermedia/YuanYuan Xie



Die Entscheidung für eine familienexterne Nachfolgelösung fällt vielen Unternehmern schwer. Erfahrene M&A-Berater können helfen, den erfolgversprechendsten Weg zu finden.

an einen Strategen zu dem höchsten Kaufpreis aller hier beschriebenen Varianten führen („strategische Prämie“). Da aber ein Strategie eben in der Regel nicht nur an der isolierten Fortführung des übernommenen Unternehmens interessiert ist, hat eine solche Lösung meistens die größten Umstrukturierungen in dem abzugebenden Unternehmen zur Folge. Dies kann unter anderem in Standortschließungen, der Zusammenlegung der Administration oder einer grundsätzlichen Neuausrichtung