

ADVISORY NOTES.

N°5 | März 2009

Der Verkauf an das eigene Management -
Welche Fallstricke es zu umgehen gilt.

Der Verkauf an das eigene Management - Welche Fallstricke es zu umgehen gilt.

Für Unternehmer, die in der Familie auf keinen geeigneten Nachfolger für die Unternehmensleitung zurückgreifen können, entwickelt der Verkauf des Lebenswerkes an das eigene Management (MBO = Management Buy Out) oft besonderen Charme. In der Regel kennt der Eigentümer sein Management durch jahrelange Zusammenarbeit, weiß dass seine unternehmerischen und ethischen Werte von diesem geteilt werden und hat Vertrauen zu den Menschen aufgebaut, die ihn im unternehmerischen Alltag stets begleitet haben.

MBO - die unternehmensinterne Nachfolgelösung bietet Kontinuität

Zehn Prozent aller Unternehmensnachfolgen in Deutschland werden durch MBOs vollzogen - Tendenz steigend. Die Attraktivität eines Management Buy Outs liegt für Unternehmer meist darin, das Unternehmen gegenüber dem Markt und den Kunden weitestgehend lautlos übergeben und hinsichtlich der Geschäftsentwicklung eine Kontinuität bewahren zu können. Der Verkauf an die leitenden Angestellten kann der logische Schritt sein, wenn die Unternehmensidentität - beispielsweise der Unternehmensname - sowie die Arbeitsplätze der Mitarbeiter gesichert und das Unternehmen nicht an einen strategischen Investor verkauft werden sollen. Im Idealfall kann der Unternehmer sein Unternehmen auch nach seinem Rückzug weiter eigenständig gedeihen und durch ihm vertraute Menschen gelenkt sehen.

Eine Unternehmensübergabe an das eigene Management kann tatsächlich derart harmonisch

verlaufen und vor dem Hintergrund oben genannter Überlegungen sehr sinnvoll sein. Allerdings kann sich ein Management Buy Out als tückisch und mitunter sogar die Zukunft des Unternehmens gefährdend erweisen, wenn der Verkaufsprozess zum falschen Zeitpunkt angestoßen und in einem unzureichend strukturierten Handlungsrahmen umgesetzt wird. Die einem MBO inhärenten Interessenskonflikte erzeugen ein Spannungsfeld, in dem sich bei falscher Prozessführung Emotionen unkontrollierbar hoch schaukeln und den Übergabeprozess zum Entgleisen bringen können.

Handeln entgegen der eigenen Intuition - im MBO-Prozess oftmals unerlässlich

Im Folgenden werden drei in der Praxis oftmals begangene Denk- und Handlungsfehler zusammengetragen, deren Auswirkungen ein Management Buy Out beinahe und mitunter völlig scheitern lassen:

Prozessfehler I: *„Der Unternehmer teilt seine Überlegungen, einen MBO als Nachfolgelösung zu wählen, dem Management frühzeitig mit.“*

Meist ist die Nachricht für den betreffenden Mitarbeiter in erster Linie eine Ehre. Unter die anfängliche Freude mischt sich jedoch sehr bald die tatsächlich wichtige Frage, ob er sich denn die Beteiligung am Unternehmen überhaupt leisten kann. Möglicherweise zieht er zur ersten Orientierung die Umsatzgröße des Unternehmens als Anhaltspunkt für den Kaufpreis heran und richtet

den Blick zum ersten Grobvergleich auf die eigene Geldbörse. Sieht der Manager eine beachtliche Diskrepanz zwischen dem eigenen Vermögen und dem Unternehmenswert, so kann sich eine entscheidende Denkspirale lostreten. Da die Mitarbeiter in aller Regel zu Beginn nicht wissen, mit welchen Strukturen und Lösungen der Kauf eines Unternehmens auch mit geringen Eigenmitteln umgesetzt werden kann, beginnt sich - wenn in dieser Phase alleine gelassen - der Fokus sodann auf eine zentrale Frage zu richten: Welche Begründungen lassen sich finden, mit denen der Unternehmenswert argumentativ vermindert werden kann? Welcher Machthebel kann man sich bedienen, um den Kaufpreis zu drücken?

Ein MBO erfordert ein gezieltes Anstoßen des Prozesses

Der Unternehmer kann sich sicher sein, dass die Dynamik dieser Gedanken ein zu einem späteren Zeitpunkt notwendiges konstruktives Verhandeln des Kaufpreises und der Dealstruktur massiv erschweren wird.

Prozessfehler II: *„Der Unternehmer überlässt es dem Management, den Deal und dessen Finanzierung zu strukturieren.“*

Völlig okkupiert von dem Thema MBO können Manager dann werden, wenn sie in einem nächsten Schritt von sich aus beginnen, beispielsweise mit ihrer Hausbank zu sprechen oder andere mögliche Kapitalgeber zu kontaktieren. Das potentielle Neugeschäft, das dem Unter-

nehmen durch die anderweitige Fokussierung des Managers entgeht, mindert den Unternehmenswert. Ein Schelm, wer davon ausgeht, dass dies dem Mitarbeiter bewusst sei. Sprechen Management und Finanziere ohne die Beteiligung des Verkäufers miteinander, kann in Windeseile eine Allianz entstehen, die sich eines zum Ziel setzt: billig einzukaufen. So können geschickte Finanzinvestoren die Mitarbeiter dahingehend aufstacheln, dass diese ja ohnehin unersetzbar seien und dem Unternehmer eigentlich keine Wahl mehr bleibe, als an das Management zu verkaufen. Ein Verkauf an einen strategischen Investor im Anschluss an einen gescheiterten MBO kann vom Management in der Tat massiv gestört werden. Das Androhen der eigenen Kündigung bei Verkauf, die Verbreitung von negativer Stimmung unter den Mitarbeitern gegenüber dem potentiell neuen Eigentümer, das Vernachlässigen der Informationspflichten gegenüber dem Gesellschafter oder die Überbetonung von Geschäftsrisiken in Gesprächen mit dem strategischen Käufer, und somit dessen Verunsicherung, sind nur Beispiele aus dem Arsenal möglicher Torpedierungen des Deals.

Es gilt den Käufer in den eigenen Reihen in Schach zu halten

Ist der Mitarbeiter nun tatsächlich von großer Bedeutung für das Geschäft und wurde der Prozess wie oben beschrieben unkontrolliert angestoßen, entsteht ein enormes Erpressungspotential gegenüber dem Verkäufer, das den erzielbaren Kaufpreis in den tiefsten Keller stürzen lassen kann.

Prozessfehler III: *„Der Unternehmer zeigt dem Management von Anfang an, dass es für das Unternehmen unersetzlich ist.“*

Für das Management stellt ein MBO eine zumeist einmalige Chance dar, unternehmerisch tätig zu werden und zwar in einem bestehenden Umfeld, das ihm bereits bestens bekannt ist. Diese Möglichkeit einer Existenzgründung mit, im Vergleich zur Gründung eines Unternehmens auf der grünen Wiese, reduziertem Risiko sollte von den betreffenden Mitarbeitern – wenn unternehmerisches Blut in deren Adern fließt – dankend honoriert werden. Doch mitunter bringen die ungewohnt hohen Geldbeträge, um die es bei einem solchen Verkaufsprozess geht, charakterliche Schwächen der Beteiligten an das Tageslicht, die das Gesprächsklima nachhaltig vergiften können.

Besonders in Branchen mit traditionell hoher Abhängigkeit des Unternehmens von seinen eigenen Mitarbeitern und hohem Risiko mit einzelnen Mitarbeitern auch Großkunden und somit Umsatz zu verlieren, ist die Prozessführung bei Management Buy Outs von entscheidender Bedeutung. Das Risiko für den Unternehmer, in eine Zwangssituation zu geraten, steigert sich erheblich, sollte sein Verhalten die Selbsteinschätzung einzelner Manager hinsichtlich ihrer Unersetzlichkeit – „das haben ja wir alles mit aufgebaut, ohne uns geht doch gar nichts,“ – auch noch bestätigen. Umso weicher und vorsichtiger der Umgang mit derartigen Mitarbeitern, desto wahrscheinlicher ist es auch, dass diese den ihnen gewährten Freiraum nutzen und ihre Grenzen weiter ausloten.

Diesen drei exemplarisch ausgewählten, den Management Buy Out gefährdenden Prozessfehlern sollen nun Wege gegenüber gestellt werden, die eine zielgerichtete, kontrollierte Prozessführung gewährleisten sollen. Die Hoheit über den Prozess zu behalten ist von zentraler Bedeutung. Denn ist dieser einmal aus den Gleisen geraten, ist es aufgrund der inhärent starken Emotionalisierung unheimlich schwierig, ihn wieder einzufangen und auf Spur zu bringen.

Die Umgehung des Stolpersteines I: *„Schnüren Sie das Paket vorab – machen Sie Ihren Mitarbeitern ein konkretes Angebot.“*

Wann ist nun der richtige Moment das Management in die Verkaufsabsichten einzuweißen? Welche Aufgaben sollten im Idealfall zur Schnürung des Paketes zuvor erledigt werden und welche Schritte können nur nach der Einbindung des Managements folgen?

Das vorab geschnürte Paket als konkretes Beteiligungsangebot

Vor der Offenbarung der Verkaufsabsichten sollte ein klares und argumentierbares Verständnis über den Wert des Unternehmens auf Seiten des Unternehmers vorliegen. Im besten Fall wurden bereits von Verkäuferseite her mittels professioneller M&A-Berater auf MBO-Transaktionen spezialisierte Finanzinvestoren sowie fremdfinanzierende Banken angesprochen und erste Absichtserklärungen eingeholt. Die Einho-

lung der Finanzierungsangebote funktioniert auch hervorragend ohne Einbindung des Managements und genau in dieser Phase kann sich der Unternehmer für sein Management einsetzen, indem er vorab attraktive Beteiligungskonditionen für das MBO-Team mit den Finanzierungspartnern verhandelt. Die vorverhandelten Interessensbekundungen müssen sowohl die Struktur des Deals als auch eine Kaufpreisindikation beinhalten, um dem Management bei späterer Vorlage der Absichtserklärungen sofort einen Orientierungsrahmen bieten zu können. [Für eine Darstellung der typischen MBO-Dealstruktur siehe beiliegender Anhang]

Für am MBO beteiligte Finanzinvestoren ist das Management einer der relevantesten Entscheidungsparameter hinsichtlich eines Engagements. Nach Abschluss der Vorselektion potentieller Finanzierungspartner und deren Angebote muss das Management von den Verkaufsabsichten unterrichtet werden, da für den Investor als nächster Schritt das Gespräch mit dem MBO-Team ansteht, um Vertrauen in dessen unternehmerische Fähigkeiten zu gewinnen.

Wichtig ist, dass die Offenbarung der Verkaufsabsicht Hand in Hand mit der Vorlage eines klar definierten Beteiligungsangebotes erfolgt. Dieses sieht je nach Kapitalausstattung der einzelnen Manager eine bestimmte Beteiligungshöhe vor. Im Zuge der Angebotsunterbreitung sollte zuerst die Präsentation einer Unternehmenswertanalyse (nach DCF und Branchenmultiples) vor dem Management erfolgen um die Kaufpreis-erwartung deutlich und nachvollziehbar zu kommunizieren. In einem anschließenden

zweiten Schritt muss dem Management anhand der eingeholten Absichtserklärungen die Struktur und Finanzierung einer typischen MBO-Transaktion ausführlich näher gebracht werden. Dies ist unerlässlich um von Beginn an der oben beschriebenen Gedankenspiralen bezüglich der eigenen finanziellen Darstellbarkeit des Kaufpreises die Fahrt zu nehmen und Ängste zu zerstreuen.

Das Management vor dessen Wissenslücken schützen - eine Aufgabe des Unternehmers

Die Umgehung des Stolpersteines II: *„Sorgen Sie dafür, dass das Management professionelle Beratung erhält.“*

Sobald das Management vor die Entscheidung gestellt wird, ob es die Nachfolge des Unternehmers antreten möchte, sollte es nicht alleine gelassen werden. Oftmals fehlt auf Seiten des Managements vor dem Hintergrund des Unternehmenskaufes die Bereitschaft, die notwendigen finanziellen Mittel in die Hand zu nehmen, um sich professionelle Beratung zu sichern.

Hier kann der Unternehmer Vorsorge treffen und dem MBO-Team kompetente Beratung - u.U. auf Kosten des Unternehmens - an die Seite stellen, die zum einen den Spielraum für Unsicherheiten und Fehleinschätzungen beim Management minimiert und zum anderen dieses entlastet, um dessen Konzentration und Kapazität auf das Tagesgeschäft zu lenken. Es ist immanent wichtig, den Betrieb möglichst ungestört am Laufen zu

halten - Umsatzeinbrüche von bis zu 20% im Jahr eines Management Buy Outs sind in der Praxis keine Seltenheit.

Der Unternehmer muss im Driver Seat bleiben

Umgehung des Stolpersteins III: „Vermeiden oder mindern Sie rechtzeitig Abhängigkeiten von einzelnen Mitarbeitern. Geben Sie Machtspielchen durch eine hohe Prozessgeschwindigkeit keine Entfaltungsmöglichkeit.“

Immer wieder lassen sich Fälle beobachten, in denen einzelne Manager sich ihrer bedeutenden Rolle als angestellter Mitarbeiter der Firma (zu) bewusst sind, diesen Vorteil im MBO-Prozess schamlos ausspielen und den Unternehmer hinsichtlich seiner Kaufpreisvorstellungen, wie oben dargelegt, erpressen möchten. Im Hinblick auf diese potentielle Herausforderung sollte gegebenenfalls im Vorfeld des MBOs der Kontakt zu wichtigen Kunden durch den Unternehmer selbst wieder aufgewärmt werden um so ein eventuelles Abspringen des Mitarbeiters nach einem gescheiterten MBO-Versuch abfedern und den Kunden sowie den Unternehmenswert erhalten zu können.

Der verkaufende Unternehmer sollte von Anfang an die Prozessgeschwindigkeit hoch halten. Ziel ist es, durch eine stringente Taktung des Ablaufes, potentiellem Fehlverhalten auf Seiten des Managements zuvor zu kommen. Das Kommunizieren eines zeitlich anspruchsvollen Closing-Termins gemeinsam mit weiteren Mei-

lensteinen hilft, die Anstrengungen des Managements konstruktiv auf die Optimierung der Dealstruktur und die Realisierung der Finanzierung zu fokussieren.

Fazit: Der Verkauf an das Management ist in vielen Fällen die optimale und reibungsärmste Nachfolgelösung bei fehlenden Alternativen innerhalb der Familie. Um die Unternehmensübergabe auch tatsächlich reibungsarm durchzuführen und Emotionen nicht den Erfolg des MBOs gefährden zu lassen, muss sich der Unternehmer über den gesamten Zeitraum die Prozesshoheit erhalten. Ein professionell angestoßener, gut strukturierter und konsequent durchgeführter MBO-Prozess eröffnet ehemaligen Managern den Weg in das Unternehmertum und ermöglicht dem Altgesellschafter eine gesicherte Fortführung seines Lebenswerkes bei gleichzeitiger attraktiver finanzieller Honorierung seiner unternehmerischen Leistungen.

Martin Kanatschnig

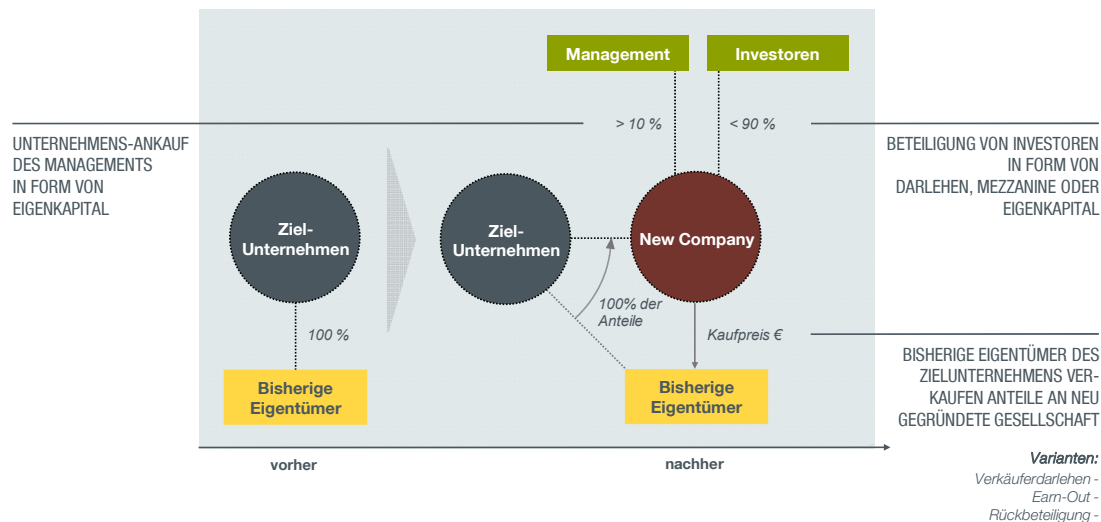
Kontakt: kanatschnig@aquin-cie.com

Anhang:
MBO-Wissen: die typische Dealstruktur

MBO-Wissen: die typische Deal-Struktur

In den allerseltensten Fällen kann das Management den Kaufpreis aus eigenen Mitteln darstellen. Aus diesem Grund finden beinahe alle MBO-Transaktionen unter Einbeziehung von Eigenkapital gebenden Finanzinvestoren und fremdfinanzierenden Banken statt. In der Regel wird das Zielunternehmen über eine neu

selben Maße anteilmäßige Wertsteigerung des Eigenkapitals. Diese Hebelwirkung wird „Leverage-Effekt“ genannt. Er funktioniert solange die mit Hilfe des aufgenommenen Fremdkapitals erwirtschaftete Gesamtkapitalrendite über dem Zins und den Tilgungsraten für die Fremdmittel liegt.

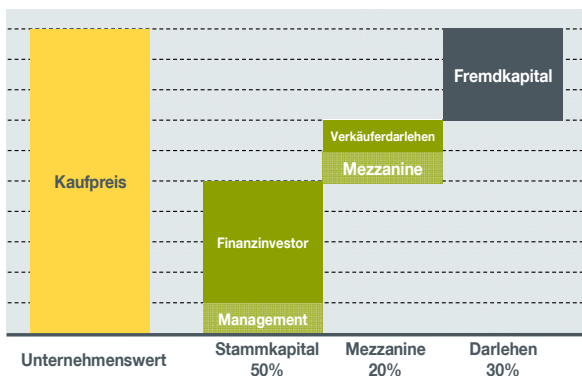


gegründete Zweckgesellschaft (NewCo) erworben und der Unternehmenskauf mit Eigen-, Mezzanine und Fremdkapital finanziert. Zur Finanzierung des Kaufpreises wird also eine Verschuldung auf das Unternehmen gezogen, soweit die Ertragskraft des Unternehmens ein solches Vorgehen erlaubt. Dies ermöglicht es, sowohl dem Finanzinvestor als auch dem Management mit relativ geringen Eigenmitteln das Unternehmen zu erwerben. Zentrale Voraussetzung hierfür sind stabile zukünftige Cash-Flows zur Bedienung der Verbindlichkeiten. Der Private-Equity-Investor ist darüber hinaus typischerweise bereit, dem Management aus Anreizgründen Unternehmensanteile zu bevorzugten Konditionen zu überlassen (Sweet Equity). Die laufende Tilgung der Darlehen durch die erwirtschafteten Cash-Flows bewirkt eine im

Aktuell lassen sich im Markt derart finanzierte Transaktionsvolumina in Höhe von 4-6 x EBIT beobachten. Typischerweise werden etwa 30-50% des Kaufpreises durch Eigenkapital und 30-40% durch Fremdkapital dargestellt. Der restliche Teil wird durch maßgeschneiderte mezzanine Instrumente finanziert. Variationen wie das (un-)verzinst Belassen eines Teils des Kaufpreises im Unternehmen (Verkäuferdarlehen) oder die Risikoverschiebung hin zum Verkäufer durch Einbeziehung eines Earn-Out-Modells sind weitere Bestandteile der Bandbreite möglicher Strukturierungsoptionen.

Der Unternehmer muss sich im Klaren sein, dass ein Management Buy Out im Vergleich zum Verkauf an einen Strategen im Allgemeinen mit der Erzielung eines geringeren Kaufpreises einher-

geht. Dies liegt darin begründet, dass beim Verkauf an das eigene Management keine strategische Prämie – im Sinne eines erhöhten Kaufpreises aufgrund strategischer Vorteile für den Käufer, wie bspw. Marktzugang oder Synergien mit dem bestehenden Geschäft – realisiert werden kann.



Das Engagement mittels Eigenkapital seitens der Finanzinvestoren ist typischerweise höher als das des Managements. Als Mindest-Einbringung jedes Mitglieds des MBO-Teams werden allerdings rund eineinhalb bis drei Jahresgehälter erwartet, um so die Identifikation mit dem Kauf sicher zu stellen. Da Stimmrechte und Bezugsrechte gestaltbar sind, kann das Management aber als wirklicher Unternehmer agieren, auch wenn es nur über eine Minderheit hinsichtlich der Unternehmensanteile verfügt.

Die Strukturierung einer MBO-Finanzierung kann durch professionellen Rat erheblich erleichtert werden.

Die optimale Buy-Out-Struktur vereint stark entgegen gesetzte Interessen

Ziel ist es, Finanzierungslösungen über externe Eigen- und Fremdkapitalgeber zu entwickeln, die der persönlichen Finanzkraft des Managements sowie der Ertragsstärke des Unternehmens angemessen sind und gleichzeitig dem Unternehmer die Realisierung eines attraktiven Verkaufspreises ermöglichen.

© Aquin & Cie. AG 2007 - 2009. All rights reserved.

ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG
Schackstraße 1
D-80539 München
Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0
Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com
München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing