

Management-Buy-Out: Chancen für Unternehmer, Führungskräfte und Vermögensinhaber

Karl A. Niggemann

Management-Buy-Out («MBO») bezeichnet einen Unternehmenskauf, an dem als Käufer die gegenwärtigen Führungskräfte des Unternehmens beteiligt sind. Für MBO gibt es in der Regel drei Gründe: Nachfolgeregelung in Familienunternehmen, Ausgliederung von Geschäftsbereichen und Unternehmensteilen sowie angestrebte Neuausrichtung von Unternehmen in wirtschaftlich schwierigen Situationen.

UNTERNEHMENSNACHFOLGEN. Nach Schätzungen des IfM Bonn stehen ca. 135'000 Familienunternehmen im Zeitraum 2014–2018 zur Übergabe an. In diesen Unternehmen sind rund 2 Mio. Arbeitnehmer beschäftigt. Nach den Prognosen werden bei etwa 54% der Unternehmen familieninterne Nachfolgen gefunden, bei 46% = ca. 62'000 Unternehmen ist eine familienfremde Nachfolgelösung erforderlich.

Erfasst sind nur solche Unternehmen, die als «übernahmewürdig» empfunden werden. Der Jahresumsatz dieser Unternehmen muss oberhalb von 100'000.00 EUR liegen. Ausserdem wird unterstellt, dass die Unternehmen mindestens 53'989.00 EUR Gewinn erwirtschaften.

Ein Teil der Familienunternehmer ist kinderlos – andere haben für die Unternehmensnachfolge nicht geeignete oder an Unternehmernaufgaben nicht interessierte Kinder. Eine nicht zu unterschätzende Zahl von Unternehmerfamilien nutzt den Zeitpunkt der anstehenden Unternehmensnachfolge zu kritischen Analysen sowohl der unternehmerischen Situation als auch der Frage nach der gerechten Vermögensnachfolgeregelung innerhalb der Familie. Zwangsläufig sind die Ergebnisse dieser Analysen höchst unterschiedlich: Ein Teil der Familienunternehmer kommt zu dem Ergebnis, dass durch Veränderungen der Märkte – Stichwort «Globalisierung» – oder der Technologien die Zukunftsfähigkeit der Unternehmen fraglich ist. Mit der Zielsetzung, einen aktuell noch attraktiven Marktwert zu realisieren, werden familienfremde Nachfolgelösungen angestrebt. Eine zunehmende Zahl von Familienunternehmern kommt jedoch auch unter dem Aspekt der gerechten Vermögensnachfolge innerhalb der Familie zu dem Ergebnis, dass Verteilungsgerechtigkeit nicht erreichbar ist, wenn z. B. nur ein Kind das Unternehmen allein übernehmen soll. Dem Marktwert von Unternehmen steht häufig kein vergleichbares Vermögen im Privatbereich gegenüber. Nicht selten bilden Unternehmen mit 80–90% des Gesamtvermögens ein «Klumpenrisiko», welches eine gerechte Vermögensnachfolgeregelung erschwert.

AUSGLIEDERUNG VON GESCHÄFTSBEREICHEN UND UNTERNEHMENSTEILEN. Unternehmen und Unternehmensgruppen kommen im Rahmen geänderter strategischer Ausrichtung häufig zu dem Ergebnis, dass bestimmte Unternehmen oder Geschäftsbereiche nicht mehr zur strategischen Ausrichtung des Gesamtunternehmens passen. Für diese Unternehmen besteht die Möglichkeit, dass sich das Geschäft in einem neuen Umfeld besser entwickelt als innerhalb von Unternehmensgruppen.

RESTRUKTURIERUNG IN WIRTSCHAFTLICH SCHWIERIGEN SITUATIONEN. Niemand kann zuverlässiger die Chancen und Risiken von Unternehmen beurteilen, als deren Mitarbeiter – es sei denn, diese Mitarbeiter sind die Ursache für eine Fehlentwicklung.

Qualifizierte Mitarbeiter können aber eine wirtschaftlich schwierige Zeit von Unternehmen als Chance sehen, um ein Unternehmen zu einem niedrigen Kaufpreis zu erwerben und dadurch auch das eigene Risiko zu beschränken. Der Sanierungsbeitrag im Rahmen eines MBO kann auch darin bestehen, durch den Verkauf eines profitablen Unternehmensteils dringend benötigte Liquidität für das Gesamtunternehmen zu generieren. Vor allem der MBO kann dabei den Vorteil haben, die Transaktion möglichst schnell umzusetzen.

Schliesslich kann ein MBO für den Verkäufer ein Mittel sein, um eine wenig gewinnbringende Liquidation und die damit verbundene Stilllegung des Unternehmens (ggf. belastet um Kosten eines Sozialplans) zu vermeiden.

MOTIVE FÜR FÜHRUNGSKRÄFTE. Für den Unternehmenskauf im Rahmen eines MBO sprechen viele Motive. Als Hauptgründe sind die unternehmerische Herausforderung und der Glaube an den Erfolg der Firma erkennbar. Im Einzelnen geht es u. a. um diese Motive:

- langfristige Vermögensbildung
- eigene Unternehmensführung
- langfristige Gewinnerzielung
- Befreiung von Konzerndirektiven
- Selbstständigkeit/Entscheidungsfreiheit
- unternehmerische Herausforderung
- Abneigung gegen neuen Eigentümer

Diese Motive und viele Erfolgsbeispiele sind Veranlassung, dass immer mehr Führungskräfte anstreben, im Rahmen von

Nachfolgeregelungen ihres derzeitigen Arbeitgebers mitzuwirken. Besteht diese Möglichkeit nicht, ist es das Bemühen vieler Führungskräfte, im Rahmen eines Management-Buy-In den Erwerb und die Leitung anderer Unternehmen zu übernehmen. Die Zahl übernahmeinteressierter Führungskräfte ist bemerkenswert hoch.

Übrigens: Auch die Eigentümer von Unternehmen sind nach Untersuchungen motiviert, Nachfolgeregelungen mit Führungskräften anzustreben. Neben dem häufigen Argument «Unternehmenstradition wahren» nennen Unternehmer, die ihr Unternehmen an das Management verkaufen, oft diese Gründe:

- schnellste Kaufentscheidung
- weniger Gewährleistungsprobleme, da die unternehmerische Situation bekannt ist
- nicht mit Wettbewerbern verhandeln, da das Risiko des «Ausforschens» besteht
- Erhaltung der Mitarbeiterstruktur
- weniger Aufsehen
- Qualifikation des Managements

Diese Gründe sind nicht manchmal Veranlassung, Unternehmen zu Kaufpreisen unterhalb der Marktmöglichkeiten an das Management zu verkaufen.

BIMBO- UND MBI-LÖSUNGEN GEFRAGT. Unter einem Management-Buy-In (MBI) wird eine Übernahme verstanden, bei der das Management von aussen kommt, um als zukünftige geschäftsführende Gesellschafter das Unternehmen – in der Regel anteilig – zu übernehmen. Bei BIMBO-Lösungen wird das vorhandene Management des Unternehmens durch externes Management ergänzt. Durch die Integration externer Führungskräfte in ein MBO-Team werden neue Ideen und Kontakte erwartet, durch welche die Zielerreichung erleichtert werden soll.

BEWERTUNG, PREISFINDUNG UND VERHANDLUNGSSTRATEGIE. Die Preisfindung ist eine der wichtigsten Erfolgsfaktoren im Rahmen eines MBO. Nur ein relativ geringer Anteil der Unternehmer ist bereit, unterhalb des Marktwertes Unternehmen zu veräussern. Für einige Unternehmer hat die Sicherung der Unternehmenskontinuität, also die Erhaltung von Arbeitsplätzen und Standorten, eine deutlich grössere Bedeutung als die Maximierung des Verkaufspreises. Die Mehrzahl der verkaufenden Unternehmen strebt jedoch einen höchstmöglichen Verkaufspreis an.

Das Management ist gut beraten, wenn vor Gesprächen mit Eigenkapital- und Fremdkapitalpartnern eine sorgfältige Cashflow-Planung erarbeitet wird. Um zukünftige Cashflows planen zu können, müssen zuerst die Stärken und Schwächen des Unternehmens und die Risiken und Chancen im Markt analysiert werden. Aus dieser Analyse kann dann eine Strategie abgeleitet werden, die bestimmte Cashflows generiert. Das Ergebnis der Analyse wird zweckmässig in einem Businessplan festgehalten, der in der Regel aus diesen Elementen besteht:

- Vergangenheitsanalyse mit Identifikation der Werttreiber in der Vergangenheit

- strategische Analyse mit SWOT sowie Identifikation zukünftiger Werttreiber
- Strategieentwicklung einschliesslich Finanzierungsstrategie
- Finanzmodell mit Plan-GuV und -Bilanz, Finanzierungs- und Steuerplanung, Cashflow-Planung

Dieser Businessplan ermöglicht es, über die Abzinsung der geplanten Cashflows zu Unternehmenswert-Vorstellungen zu kommen – gleichzeitig ist der Plan eine sehr gute Grundlage für Gespräche mit Eigen- und Fremdkapitalpartnern.

Überwiegend kommt auch die Multiplikator-Methode bei der Unternehmensbewertung zur Anwendung. Diese Methode ist marktorientiert und verursacht auch nur einen begrenzten Aufwand. Multiplikatorbewertungen lassen sich schnell erstellen, da sich der Berechnungshorizont auf wenige Betrachtungsperioden beschränkt.

Oft scheitern Verhandlungen, weil die Verhandlungspartner zu unterschiedliche Preisvorstellungen haben. Diese können durch geschickte Verhandlungsstrategien allerdings auch häufig überbrückt werden. Gelegentlich beginnen Verhandlungspartner mit einer für sie möglichst vorteilhaften Unternehmensbewertung. Geschickter erscheint es, wenn vorab objektive Bewertungsparameter wie Marktanteil, Investitionsstau, Kostenentwicklung, Vergleichsunternehmen etc. in den Vordergrund gestellt werden. Gelingt es, über die Markt- und Unternehmensaussichten Einigkeit zu erreichen, erleichtert das die konkreten Preisgespräche. Wichtig ist, dass Win-win-Situationen herausgearbeitet werden. So kann der verkaufende Unternehmer auch versuchen, erkennbare Defizite in den Fähigkeiten des Buy-Out-Kandidaten aufzufangen, indem er sich bereitfindet, für eine Übergangsphase weiterhin tätig zu bleiben und dadurch das operative Risiko zu reduzieren. Bisweilen besteht auch die Bereitschaft, einen Teil des Verkaufspreises von der zukünftigen Entwicklung abhängig zu machen (Earn-out-Klausel) oder ggf. auch eine Beteiligung an der Käufergesellschaft in Form einer Minderheitsbeteiligung zu übernehmen.

Erfolgreiche Unternehmer sind am Ende ihrer unternehmerischen Aktivitäten durchaus bereit, auf eine Maximierung des Verkaufspreises zu verzichten – vor allem dann, wenn sie, wie dies bei vielen Unternehmern der Fall ist, bereits erhebliches Privatvermögen aufgebaut haben. Unter diesen Voraussetzungen zählen dann oft stärker emotionale Aspekte wie z. B., dass das Lebenswerk als eigenständiges Unternehmen fortgeführt wird, dass auch weiterhin der Firmenname und der Standort erhalten bleiben und die bisherige Unternehmensphilosophie gewahrt wird.

SOLIDE KAUFPREIS- UND UNTERNEHMENSFINANZIERUNG. Neben der Finanzierung des Kaufpreises und der mit dem Kauf verbundenen Nebenkosten wird ein verantwortungsvolles Managementteam eine solide Finanzierung der geplanten zukünftigen strategischen Entwicklung sicherstellen. Gelegentlich «schwächen» Unternehmensverkäufer vor dem Verkauf die Unternehmen finanziell, indem thesaurierte Gewinne und Gesellschafterdarlehen den Unternehmen entzogen werden.

Selbstverständlich möchten verkaufende Unternehmer nach dem Verkauf auch nicht mehr für betriebliche Verbindlichkeiten haften. Ggf. bestehende persönliche Bürgschaften oder Sicherheiten aus dem Privatvermögen des Unternehmers für betriebliche Kredite werden zukünftig nicht zur Verfügung stehen. Das erfordert eine Neuordnung der Unternehmensfinanzierung.

Häufig strebt der Käufer zur Verbesserung der Leistungsfähigkeit des Unternehmens Investitionen und Wachstum an. Auch diese Entwicklungen bedürfen der Finanzierung.

Führungskräfte verfügen überwiegend über finanziell begrenzte Möglichkeiten. Die Bereitschaft, Privatvermögen für unternehmerische Risiken zu belasten, ist begrenzt. Deshalb bedarf es anderer Finanzierungsstrukturen.

Soll bei begrenzten Eigenkapitalmöglichkeiten und fehlender Bereitschaft, Privatvermögen in nennenswertem Umfang zu belasten, eine attraktive Unternehmensbeteiligung erworben und eine solide Gesamtfinanzierung sichergestellt werden, ist das Mitwirken geeigneter Eigenkapitalpartner erforderlich.

In der Regel wird an «typische» Finanzinvestoren gedacht, die überwiegend mit begrenztem Zeithorizont investieren. Ziel dieser Investoren ist die Wertmaximierung innerhalb relativ kurzer Zeit. Diese Investoren möchten nach einer Dauer von 3-7 Jahren die Beteiligung weiterveräußern und dabei einen höchstmöglichen Gewinn erzielen. Diese Zielsetzung kann sich gut mit der Planung älterer Führungskräfte decken, da diese ihr Know-how nutzen möchten, um von der Entwicklung des Firmenwerts zu profitieren. Nicht selten konnten Führungskräfte im Lebensalter von Mitte 50 gemeinschaftlich mit Finanzinvestoren Unternehmen erwerben, konzentriert den Unternehmenswert steigern und nach 3-7 Jahren die Unternehmen mit attraktivem Gewinn weiterveräußern. Dadurch konnte die Altersversorgung von Führungskräften komfortabel verbessert werden. Familienunternehmer empfinden die Verkaufsabsicht mitunter als Störfaktor, da Wert darauf gelegt wird, Unternehmenskontinuität zu wahren und damit auch Arbeitsplätze und Standorte zu erhalten.

Andere Führungskräfte haben jedoch das Ziel, ein Unternehmen zu übernehmen und dieses langfristig als Familienunternehmen zu führen. Häufig ist damit auch die Hoffnung verbunden, ein derartiges Unternehmen auf die nächste Familiengeneration übertragen zu können. Diese Zielsetzung deckt sich mit den Zielen von Familienunternehmern. Manchmal sind Familienunternehmer bereit, geringere Verkaufspreise zu akzeptieren, wenn die Unternehmenskontinuität nach dem Verkauf erhalten bleibt.

Diese Führungskräfte benötigen Eigenkapitalpartner, welche daran interessiert sein sollten, gemeinschaftlich eine werthaltige unternehmerische Beteiligung zu erhalten. Erfahrungsgemäss werden dabei Renditen erwirtschaftet, die deutlich attraktiver sind als die, die an den organisierten Kapitalmärkten erwirtschaftet werden. Derartige Eigenkapitalpartner können ehemalige Unternehmer sein, die Teile ihres Vermögens in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren. Diese können

jedoch nicht nur Eigenkapitalpartner, sondern auch Sparringspartner für Führungskräfte sein, da sie über Know-how und häufig auch über umfangreiche Netzwerke verfügen. Das können Auslandskontakte oder Erfahrungen in der Ziel-Industrie sein. Eigenkapitalpartner können die Internationalisierung von MBO-Unternehmen bewirken, neue Kundengruppen erschliessen und dadurch Wachstum und Ertragskraft verbessern. Die Auswahl geeigneter Eigenkapitalpartner kann für die unternehmerische Zukunft von grosser Bedeutung sein.

BEISPIEL CRYOTHERM GMBH & CO. KG. Ende 2014 übernahm der angestellte Geschäftsführer, Dipl.-Kfm. Peter Siara, das 1923 gegründete Unternehmen, welches Spezialist für die Herstellung von vakuum-superisolierten Behältern und Leitungen für tiefkalt verflüssigte Gase wie Stickstoff, Sauerstoff, Argon, Wasserstoff und Helium ist. Das Unternehmen ist in dem spezifischen Tätigkeitsbereich deutscher Marktführer und produziert als zertifizierter Druckgerätehersteller für die Industrie, Chemie, Medizin, Lebensmittel, Raumfahrt und Forschung. Von den jährlich über 1'000 Behältern tragen die meisten auch das Prädikat «Medizinprodukt».

Eigenkapitalpartner waren zwei ehemalige Unternehmer, die durch eine intelligente Finanzierungsstruktur sicherstellten, dass der Geschäftsführer Peter Siara die Mehrheit der Gesellschaftsanteile übernehmen konnte.

Peter Siara hatte die Möglichkeit, unter Berücksichtigung einer festen Wertsteigerungspauschale die Beteiligung innerhalb von 7 Jahren zurückzukaufen. Aufgrund der hervorragenden Entwicklung des Unternehmens konnte Geschäftsführer Siara davon Ende 2016 bereits Gebrauch machen.

Das ist ein positives Beispiel von vielen: Das Unternehmen sicherte sich ein qualifiziertes Management, das Management wurde erfolgreicher Unternehmer und die Investoren erreichten eine attraktive Rendite! Derartige positive Beispiele sind für Vermögensinhaber Motivation, nach Investitionsmöglichkeiten gemeinschaftlich mit dem Management – intern, extern oder kombiniert – Ausschau zu halten.

BESONDERHEITEN DES MBO. Ein MBO unterscheidet sich von einem «normalen» Unternehmenskauf vor allem dadurch, dass das Management in der Sondierungsphase eines Buy-Outs wichtige rechtliche Gesichtspunkte zu beachten hat. Diese sind weniger Fragen der konkreten rechtlichen Gestaltung der Transaktion, sondern die rechtlichen Beziehungen zum Verkäufer: aus dem Anstellungsvertrag und bei Geschäftsführern und Vorständen aus der gesellschaftsrechtlichen Organisation. Aus der Doppelrolle entsteht für das Management ein Interessenkonflikt. Als Geschäftsleitungsorgan und durch Dienstvertrag ist die Führungskraft verpflichtet, das Unternehmen so gut wie möglich zu führen und bestehende Geschäftschancen zu nutzen. Als potenzieller Käufer des Unternehmens besteht ggf. Interesse daran, die Nutzung der Geschäftschancen bis nach dem Erwerb des Unternehmens zu verschieben. Führungskräfte, die durch derartiges Verschulden Kaufpreisvorteile erreichen wollen, müssen sich mit den Folgen eines Sorgfaltpflichtverstosses auseinandersetzen.

Denn: Das Management ist grundsätzlich verpflichtet, das Gesellschaftswohl dem eigenen Wohl überzuordnen. Auch wenn der Gesellschaft daraus kein Schaden entsteht, kann der Pflichtverstoss disziplinarische Massnahmen nach sich ziehen – bis hin zu einer Abberufung aus wichtigem Grund und einer Kündigung des Anstellungsvertrages.

Für das MBO-willige Management ergibt sich stets die Frage, inwiefern es ihm erlaubt ist, Vorbereitungen für die Zeit nach einem erfolgreichen MBO zu treffen. Zur Vermeidung von Differenzen bietet es sich an, dass sich MBO-willige Führungskräfte für vorbereitende Massnahmen vom Unternehmen bzw. vom Gesellschafter befreien lassen.

Im Übrigen ist das MBO-Team verpflichtet, gegenüber der Gesellschaft alles offenzulegen, was für die Bewertung von Bedeutung ist. Das Verschweigen von zukünftigen Geschäftsaussichten kann Regressansprüche auslösen.

Problematisch ist auch die Verwendung unveröffentlichter Unternehmensinterna wie z. B. Planzahlen und Jahresabschlüsse an unternehmensfremde Dritte. So benötigen sowohl Eigenkapitalpartner als auch Fremdkapitalgeber für Entscheidungen unveröffentlichte Unternehmensinterna. Geschieht das ohne ausdrückliche Zustimmung der Gesellschafter, verstösst das Management gegen die Pflichten aus Dienstvertrag, Gesellschaftsrecht oder ggf. auch Kapitalmarktrecht.

Ohne ausdrückliche Genehmigung der Gesellschafter kann es für das Management erhebliche Sanktionen geben. Deshalb ist dringend geboten, die Zustimmung zur Verwendung unveröffentlichter Unternehmensinterna einzuholen.

STEUERLICHE OPTIMIERUNG. Der Erwerb von Anteilen an Personengesellschaften (z. B. GmbH & Co. KG) oder der Erwerb in Form eines Asset Deals bietet für den Käufer grosse steuerliche Vorteile: Die Buchwerte der erworbenen Vermögenswerte können bei Personengesellschaften im Rahmen der steuerlichen Ergänzungsbilanz aufgestockt werden. Dadurch wird erhöhtes Abschreibungspotenzial geschaffen, das sich in den Folgejahren steuermindernd und damit cashflow-erhöhend auswirkt. Insoweit haben die Käufer die Möglichkeit, für eine Personengesellschaft einen höheren Kaufpreis zu zahlen als für eine Kapitalgesellschaft (GmbH, AG).

Für die Verkäufer kann ein Asset Deal steuerlich eher nachteilig sein. Handelt es sich beim Verkäufer um eine Kapitalgesellschaft, so ist der Veräusserungsgewinn beim Asset Deal voll körperschaftsteuerpflichtig. Allerdings ergeben sich andere Perspektiven, wenn z. B. steuerliche Verlustvorträge vorhanden sind und die Aufrechterhaltung der Verlustvorträge im Rahmen der bekannten steuerlichen Restriktionen möglich ist. Für den Verkäufer ergibt sich eine unterschiedliche Situation je nach eigener Rechtsform und Rechtsform des Unternehmens. Es können sich für den Verkäufer auch beim Share Deal steuerliche Vorteile unterschiedlichen Umfangs ergeben. Besonders vorteilhaft ist derzeit noch der Verkauf von Anteilen einer Kapitalgesellschaft durch eine andere Kapitalgesellschaft, da hieraus zurzeit lediglich 5% des Veräusserungsgewinns zu versteuern

sind. Bei einer rechtzeitigen Planung bietet sich ggf. eine Umstrukturierung der rechtlichen Situation an, damit möglichst günstige steuerliche Ergebnisse erreicht werden.

FAZIT. Management-Buy-Outs können für Unternehmen eine hervorragende Chance zur Zukunftssicherung, Standorterhaltung und Sicherung der Beschäftigtenstruktur sein. Unternehmer können den Generationenwechsel für ihre Unternehmen erreichen, ohne dass sie das Risiko eingehen, durch andere Marktteilnehmer «ausgeforscht» zu werden und das Unternehmen durch diverse Kaufprüfungen zu schwächen. Für Führungskräfte bieten sich erstklassige Möglichkeiten, Handlungsfreiheit zu erreichen und langfristig Erfolge zu erzielen. Vermögensinhaber haben nicht nur die Chance, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Durch die Einbringung von Knowhow und Netzwerk besteht die Möglichkeit, aktiv die Wertentwicklung mit beeinflussen zu können. Sehr viele positive Beispiele werden Veranlassung sein, dass zukünftig die Zahl der Management-Buy-Outs und auch Managements-Buy-Ins zunehmen wird.

AUTOR. Karl A. Niggemann ist Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, 58540 Meinerzhagen.