

Management Buyout (MBO) wird selten genutzt

Zwar wurden in den Jahren 2001 und 2002 rund 60 MBO in der Schweiz erfolgreich zum Abschluss gebracht; doch es könnten viel mehr sein. Denn in der Schweiz, wie in anderen Europäischen Ländern auch, sehen sich die Eigentümer von grossen und kleinen Unternehmen mit dem Problem der ungelösten Nachfolge konfrontiert. Heute, wo der Abverkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen viel Geduld und Zeit in Anspruch nimmt oder innert nützlicher Frist gar nicht zu realisieren ist, kann ein MBO sich als die optimale Nachfolgelösung präsentieren. Warum?

- ▶ In allen Industrien/Branchen und Grössenordnungen ist ein MBO durchführbar
- ▶ Das Lebenswerk bleibt (vorerst) erhalten und die Kontinuität des Unternehmens gewahrt
- ▶ Es erfolgt kein Verkauf an die Konkurrenz, das spezifische Know-how verbleibt im Haus
- ▶ Ein MBO generiert weniger Verunsicherung bei Kunden und Lieferanten und findet eine hohe Akzeptanz bei den Mitarbeitern (geringer kultureller Bruch)
- ▶ Eine flexible und an die Grösse angepasste finanzielle Gestaltung mit einem Zufluss an neuen Finanzmitteln ist möglich
- ▶ Der Dealprozess ist zeitlich überblickbar
- ▶ Das Vertrauensverhältnis zwischen Verkäufer und Käufer ist bereits vorhanden.

Wesentliche Aspekte des MBO

Der wichtigste Faktor eines erfolgreichen MBO ist das Buyout Team.

In der Regel wird sich das Management Buyout Team zuerst informell konstituieren und erst zu einem späteren Zeitpunkt zu vertraglichen Regelungen untereinander kommen. Der Kreis derjenigen, welche zum Team gehören, sollte so klein als möglich gehalten werden und erst nachdem eine grundsätzliche Einigung über die Aufgabenverteilung und das Vorgehen erfolgt ist, können weitere Mitglieder in das Team mit aufgenommen werden.

Externe M+A-Spezialisten

Das Team wird ergänzt durch externe M+A-Spezialisten, welche den Prozess des MBO mit dem Management zusammen entwickeln und für einen professionellen Ablauf sorgen. Unter der Führung des M+A-Beraters werden bei Bedarf Anwälte, Steuerfachleute und weitere Experten hinzugezogen, welche z.B. die Finanzierung, die rechtlichen und steuerlichen Aspekte strukturieren.

Die Hauptaufgabe der M+A-Spezialisten besteht darin, die wesentlichen Entscheidungen für das MBO-Team vorzubereiten. Sie klären mit Anwälten und Steuerexperten die Details ab und coachen das Management bei der Ausarbeitung von Vereinbarungen untereinander. Damit ist gewährleistet, dass sich die Manager auf das Wesentliche konzentrieren können und das «Daily Business» nicht unter dem MBO leidet.

Der wichtigste Faktor eines erfolgreichen MBO ist das Buyout Team.

Die Kernanforderungen an ein erfolgreiches MBO-Team

- ▶ Erfahrung im entsprechenden Industriebereich
- ▶ Führungserfahrung, kaufmännisches und technisches Know-how
- ▶ Direkter Kontakt zu Marktpartnern (Key-Kunden, Lieferanten, Banken)
- ▶ Teamzusammenhalt
- ▶ Akzeptanz eines Teamleiters durch das übrige Management.

Der Businessplan ist das unabdingbare Instrument zum Erfolg.

Der Businessplan zeigt die zukünftige Entwicklung des Unternehmens, die wesentlichen Massnahmen und insbesondere die damit verbundenen Zahlungsströme und ihre Auswirkungen auf die Bilanz auf. Er ist das Instrument für das Bestimmen des Unternehmenswertes und des davon abgeleiteten Kaufpreises, des Verhandlungsspielraumes des Verkäufers und der Partner, welche zur Finanzierung beigezogen werden (Banken, Investoren mit Eigen- und Fremdkapital).

Damit der Businessplan als Beurteilungskriterium von den Investoren und Banken herangezogen werden kann, muss er ein Gesamtbild liefern. Alle relevanten Faktoren wie Markt/Marktentwicklung, Produkt/Produktpipeline, Management und seine Kompetenzen, Management Information Systeme (MIS) und Finanzen, sollen darin logisch dargelegt und leicht nachprüfbar sein.

Der Finanzstruktur und deren adäquaten Darstellung kommt eine massgebliche Bedeutung zu. Sie sollte einerseits auf die Bedürfnisse des Unternehmens und Managements ausgerichtet sein, andererseits ist eine Berücksichtigung der Interessen der Finanzierenden (Investoren/Banken) notwendig. Bilanzziel-Entwicklungen sollten klar ersichtlich und bestimmte Kennzahlen über fünf bis zehn Jahre abgebildet werden.

Was gehört in den Businessplan?

- ▶ Zusammenfassung mit geplantem Dealprozess/ Finanzstruktur
- ▶ Markt und Marktentwicklung (Kundengruppen/ Konkurrenz)
- ▶ Eigene Kompetenzen, Produkte und Produktentwicklung
- ▶ Standort/Anlagen/Instrumente/Steuerungs- und Informationsinstrumente
- ▶ Management und Gesellschafter
- ▶ Zukünftige Struktur des Unternehmens (Aufbau-Ablauforganisation)
- ▶ Übersicht über bestehende Verpflichtungen, Immobilien, Verträge etc.
- ▶ Bilanzen/G+V der vergangenen drei Jahren
- ▶ Geplante Geschäftsentwicklung in Zahlen auf 5 - 10 Jahre (Bilanzen/G+V)

Wert und Preis sind auch beim MBO nicht identisch.

Eine Bewertung des zu veräussernden Unternehmens muss immer vorgenommen werden. Heute wird dies in der Regel nach einer ertragsorientierten Berechnung durchgeführt, vor allem mit der Discounted Cashflow-Methode, die sich allgemein durchgesetzt hat (trotz der nur indirekten Berücksichtigung der geschäftseigenen Immobilien). Die Bewertung ist die Ausgangsbasis für die weiteren Überlegungen und zur Festlegung des Zielpreises bzw. Zielpreisbandes. Grundsätzlich gilt die gleiche Wertbasis wie für einen strategischen Verkauf, also einen Verkauf an ein anderes Unternehmen.

Es gibt auch keine objektiven Gründe für eine tiefere Bewertung bei einem MBO. Es sind dann eher subjektive Faktoren, wie finanzielle Möglichkeiten des Managements, schnelle und sichere Nachfolgelösung etc, die allenfalls dazu führen, einen von der Bewertung abweichenden Preis festzulegen. (Diese Kriterien beschränken sich aber auf kleine und mittelgrosse Firmen, da hierbei die Höhe des Kaufpreises für einen Investor in der Regel zu gering ist und das Eigenkapital zum Kauf des Unternehmens vor allem vom übernehmenden Management selbst aufgebracht werden muss).

Im Gegensatz zum strategischen Verkauf, welche ein Auswahlverfahren evtl. sogar eine Auktion erlauben, die u.U. einen über der Bewertung liegenden Preis erzielen, ist dies beim MBO nicht möglich: es gibt nur ein Management und damit keine Alternative.

*Wert und Preis
sind auch beim MBO
nicht identisch.*

Die Bewertungsstruktur mit der DCF-Methode

Der eigentliche Unternehmenswert berechnet sich a) aus den diskontierten Cashflows des Prognosezeitraumes (5 - max. 10 Jahre) und b) aus dem Fortführungswert. Diese beiden Werte werden addiert und davon das Fremdkapital abgezogen.

- ▶ Prognosezeitraum festlegen: 5 - max. 10 Jahren
- ▶ Bestimmen freier Cashflows (aus Businessplan)
- ▶ Bestimmen des aktuellen Wertes zukünftiger Cashflows
- ▶ Festlegen des Diskontierungssatzes, der das Risiko widerspiegelt
- ▶ Fortführungswert bestimmen (nach dem eigentlichen Prognosezeitraum). Er setzt sich aus einem Wachstumskoeffizient und einem Diskontierungssatz, der sich am Ende des Prognosezeitraumes orientiert, für die Restlaufzeit zusammen.

Für einen MBO braucht es keine Millionäre; was zählt, ist das persönliche Engagement.

Die Finanzierung eines MBO hängt in erster Linie von der Grösse des Unternehmens und vom Preis ab. Ein kleiner Produktionsbetrieb oder eine Dienstleistungsfirma kann über Eigenkapital der Manager und eigenkapitalähnlichen Mitteln sowie mit Fremdkapital finanziert werden. Mittलगrosse und grosse Unternehmen brauchen finanzstarke Partner, welche Eigenkapital wie auch Fremdkapital für die Übernahme bereitstellen.

Zum Beweis des persönlichen Commitments muss das Management aber bereit sein, ein finanzielles Engagement einzugehen. Eine Faustregel besagt: rund ein bis drei Jahres-saläre pro am MBO beteiligten Manager. Die Finanzierung eines MBO mit Investoren kann sehr unterschiedlich strukturiert werden und ist abhängig von der Branche, von der steuerlichen und finanziellen Situation sowie vom geplanten Exit der Investoren und des Managements.

Investoren und ihr Einfluss

Ein Investor oder eine Investorengruppe möchte ihr Engagement in der Regel zeitlich auf wenige Jahre (5 - 8) befristen und über eine bereits zu Beginn des Engagements vereinbarte Möglichkeit eines gewinnbringenden Verkaufes ihrer Anteile verfügen können. Investoren verlangen während der Zeit ihres finanziellen Engagements keinen Zins, sichern sich jedoch je nach Beteiligungsform (Minder- oder Mehrheitsbeteiligung) einen Einfluss auf das operative Geschäft und bestimmte Rechte, falls die Geschäftsentwicklung nicht so laufen sollte wie im Businessplan aufgezeigt. Diese Aufwendungen werden dem Unternehmen in Form einer Management Fee belastet. Der Einfluss des Investors auf das Management und die operative Führung des Unternehmens kann für die Entwicklung sehr positiv sein, kann aber auch zu Spannungen führen, die schädlich sind und schliesslich zur Trennung führen. Klare vertragliche Regelungen sind hier unumgänglich.

Neben der Kaufpreisfinanzierung muss auch der zukünftige Betrieb durch finanzielle Mittel (Liquidität, Umlaufvermögen) gesichert sein. Ungern geben die Investoren mehr als absolut notwendig an eigenen Mitteln in ein Unternehmen ein. Der Betriebskredit wird damit vor allem über konventionelle Darlehen von einer Bank gewährt werden müssen (sog. Senior Debt), welche dementsprechende Sicherheiten verlangt (Bürgschaften, Garantien). Der Zinssatz richtet sich nach dem Rating des Unternehmens, welches durch die finanzierende Bank vorgenommen wird (jede Bank hat dafür ihre eigenen Richtlinien und Kriterien).

Kriterien, welche beim Rating (Bonität) eine wesentliche Rolle spielen

Hard Facts (Quantitative Kriterien)

- ▶ Unternehmensperformance
- ▶ Finanzierungsstruktur (Eigenkapital, Eigenfinanzierung, Liquidität)

Soft Facts (Qualitative Kriterien)

- ▶ Strategie, Positionierung
- ▶ Chancen/Risiken, Stärken/Schwächen
- ▶ Führungsstruktur, Management
- ▶ Planungs- und Berichtsinstrumente
- ▶ Rechnungswesen
- ▶ Nachfolgeregelung

Minenfelder, die zu umgehen sind

Die steuerlichen Minenfelder können empfindliche Schäden bei Verkäufer und Käufer anrichten, wenn sie nicht konsequent beachtet und umgangen werden.

Auf Grund der Vielfalt der finanziellen Strukturierung und rechtlichen Situation gibt es keine steuerrechtliche Standardlösung für einen MBO. Hinzu kommt, dass die steuerlichen Ziele der Vertragspartner nicht deckungsgleich sind und sich in wesentlichen Punkten widersprechen können. In Verhandlungen können gute und tragbare Lösungen gefunden werden, welche auf detaillierten steuerrechtlichen Abklärungen beruhen. Im Einzelfall kann man zur Absicherung die Steuerbehörden miteinbeziehen (sog. Steuerruling).

Besonderes Augenmerk ist auf die Tragbarkeit folgender Situationen zu richten

- ▶ Ein Veräußerungsgewinn sollte dort anfallen, wo eine steuerlich privilegierte Situation herrscht (z.B. Holding-Gesellschaft). Im Gegensatz dazu sollten die Zinsen für Darlehen dort wirksam werden, wo der Gewinn maximal besteuert wird.
- ▶ Die Steuerfalle «indirekte Teilliquidation», welche in den vergangenen Jahren ein nicht zu unterschätzendes Hindernis geworden ist, muss durch dementsprechende Strukturierung und vertragliche Regelungen gemeistert werden.
- ▶ Auch der Zeitpunkt einer Veräußerung ist zu beachten und in einer Steuerperiode mit einem ausserordentlichen Aufwand zu realisieren. So kann der Kapitalgewinn wenigstens teilweise kompensiert werden.
- ▶ Nicht zuletzt gilt es zu beachten, dass Gewinne, die bei Transaktionen aus dem Geschäftsvermögen von Personengesellschaften angefallen sind, sozialversicherungsrelevant sind.

Neben Unternehmensanteilen (Aktien/Shares) werden auch Aktiven und Passiven verkauft. Der Asset-Deal wird steuerrechtlich immer als Transaktion zwischen Geschäftsvermögen angesehen und unterliegt daher der Steuerpflicht.

Die steuerlichen Minenfelder können empfindliche Schäden anrichten.

Exemplarische und stark vereinfachte Steuersystematik für MBO und Spin-off

Spin -Off

Grosse Unternehmen: Transaktion der Anteile vom GV in das GV:

- ▶ Verkäufer: Differenz zwischen Buchwert und Verkaufspreis unterliegen der Steuerpflicht (Revision des Bundessteuergesetzes beachten)
- ▶ Käufer: Steuerliche Abschreibung «Goodwill» bei Asset Deal (i.d.R.).

Kleine Unternehmen / Services: Transaktion von Anteilen aus dem GV in das PV:

- ▶ Verkäufer: Differenz zwischen Buchwert und Verkaufspreis unterliegen der Steuerpflicht (Revision des Bundessteuergesetzes beachten)
- ▶ Käufer: Entstehender Zinsaufwand dort anfallen lassen mit höchstem Steuersatz (i.d.R. keine Holding).

MBO (Nachfolgelösung)

Grössere Unternehmen: Transaktion der Anteile aus dem PV in das GV:

- ▶ Verkäufer: Einkommenssteuerfrei, sofern der Tatbestand der indirekten Teilliquidation nicht gegeben ist
- ▶ Käufer: Entstehender Zinsaufwand dort anfallen lassen mit höchstem Steuersatz (i.d.R. keine Holding).

Kleinere Unternehmen/ Gewerbe: Transaktion der Anteile vom PV in das PV:

- ▶ Verkäufer: Einkommenssteuerfrei
- ▶ Käufer: Aufwendungen für Zinsen können im Privatvermögen nicht steuerwirksam geltend gemacht werden.

Due Diligence auch beim MBO/Spin-off ein «Must».

Im Gegensatz zu einem strategischen Verkauf, ist dem Management das Unternehmen in wesentlichen Teilen bekannt. Eine Due Diligence erübrigt sich dennoch nicht.

Die Überprüfung der diversen Unternehmensbereiche, der Verträge und sonstigen Formalitäten, verläuft in mehreren Etappen und wird von verschiedenen in das MBO involvierten Gruppen durchgeführt. In der Vorbereitungsphase veranlasst das Management oder die Verkäuferin eine Vorprüfung (Pre-Due-Diligence/Vendor-Due-Diligence) mit dem Ziel, die Situation im zu übernehmenden bzw. zu verkaufenden Unternehmen darzustellen, Mängel zu korrigieren bzw. diese zu kennen und die notwendige Transparenz zu schaffen. Unliebsame Überraschungen zu einem späten Zeitpunkt im Verkaufsprozess, die unter Umständen zum Abbruch der Verhandlungen führen können, kann man somit weitgehend vermeiden.

Gewährleistungen und Garantien für Unternehmensbereiche, die durch eine Due Diligence überprüft worden sind, fallen geringer aus als für solche, die nicht überprüft worden sind. Zur Wahrung der Vertraulichkeit ist es angebracht, die Unterlagen an einem speziellen Ort zur Einsicht und Überprüfung zur Verfügung zu stellen (sog. Dataroom). Dies hat den Vorteil, dass die Überprüfung nicht im Unternehmen selbst stattfinden muss, sondern auch ausserhalb durchgeführt werden kann und somit kein Aufsehen im Unternehmen erregt. Zudem kann die Einsicht mehreren Personen unter Aufsicht gleichzeitig gewährt werden, was den Prozess zeitlich verkürzen kann.

Gebiete der Überprüfung (Due Diligence)

- ▶ Markt
- ▶ Leistungserbringung (Produktion/Umwelt etc.)
- ▶ Management/Mitarbeiter
- ▶ Finanzen
- ▶ Steuern
- ▶ Recht (bestehende Verträge, mögliche Folgen aus alten Verträgen etc.)
- ▶ Unternehmensindividuelle Spezialgebiete.

Wahrung der Vertraulichkeit während des Prozesses: nur Personen mit einbeziehen, die am Prozess finanziell beteiligt sind.

Da der Prozess eines MBO oder Spin-Off über eine längere Zeitperiode läuft und trotz sorgfältiger Planung und Vorgehen jederzeit ein Scheitern der Verhandlungen möglich ist, muss der Kreis der Eingeweihten während den Vorbereitungen und Verhandlungen so klein als möglich gehalten werden.

Die Erfahrung zeigt, dass eine Proliferation von Wissen über einen geplanten MBO zu einem Wertverlust eines Unternehmens am Markt führen kann. Wird der Verkaufsprozess unterbrochen, ist es von Vorteil, wenn nicht bereits Kunden, Lieferanten, Banken, Revisoren etc. darüber Kenntnis erhalten haben. Dabei helfen relativ einfach durchzuführende Sicherheitsmassnahmen, die Vertraulichkeit zu wahren.

Die Vertraulichkeit hat dort ihre Grenzen, wo Gesetze die Information der Mitarbeiter beim Verkauf/Kauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen zwingend verlangen. Das gleiche ist bei Unternehmen der Fall, die an der Börse kotiert sind. Sie müssen der Informationspflicht nach Reglement der entsprechenden Börse nachkommen. Der Vertraulichkeits- und der Kommunikationsplan müssen daher terminlich detailliert aufeinander abgestimmt werden.

*Einfache Sicherheits-
massnahmen wahren
die Vertraulichkeit*

- ▶ Meetings grundsätzlich ausserhalb des Unternehmens abhalten
- ▶ Korrespondenz/Protokolle etc. an die Privatadresse senden lassen
- ▶ Erste Kontaktaufnahme mit Investoren anonym (über M+A Spezialisten)
- ▶ Erst nachdem zwischen Verkäufer und MBO-Team sowie untereinander die notwendigen Vereinbarungen getroffen worden sind (z.B. Non-Binding-Offer / Wesentliche Punkte des Poolvertrages), weitere Personenkreise in den Prozess integrieren.

*Proliferation
von Wissen
führt zu Wertverlust*

Projektverlauf und Projektorganisation

Um das Ziel sicher und unbeschadet zu erreichen, muss ein Weg zurückgelegt werden, der aus vielen Einzelschritten besteht. Ohne diese Einzelschritte wird man das Ziel nicht erreichen. Parallel zum Weg läuft ein wesentlicher Prozess ab: Die Manager entwickeln sich vom Angestellten zum Inhaber/Teilhaber und bei einer Nachfolgelösung durchläuft der Verkäufer (Inhaber) den Prozess der Abnabelung von seinem Unternehmen. Neben der Einhaltung von Formalien haben menschliche Faktoren auf die Prozesse einen sehr grossen Einfluss.

Oftmals steht am Anfang eines gescheiterten Projektes eine mangelhafte Projektorganisation. Ein Scheitern lässt sich mehrheitlich auf einen fehlerhaften Prozess zurückzuführen und nicht auf eine nicht zustande gekommene Finanzierung, wie man dies vermuten könnte.

Die unvertraute Thematik, ein gewisser Zeitdruck sowie die Anzahl involvierter Spezialisten macht ohne professionelle Unterstützung und Koordination das Projekt schnell instabil. Ein Abkürzen oder Überspringen einzelner Phasen ist selten erfolgreich. Was in einer frühen Phase noch relativ einfach korrigiert werden kann, ist vor der Vertragsunterzeichnung nur noch schwer zu reparieren.

Die Zeitdauer eines MBO-Prozesses wird oftmals unterschätzt. In der Regel wird er zwischen 6 und 12 Monaten in Anspruch nehmen.

*Wesentliche
Einzelschritte im MBO*

Vorbereitungsphase

- ▶ Entscheid und Briefing des M+A Advisor
- ▶ Bewertung des Unternehmens vornehmen lassen
- ▶ Aufbereiten der Unterlagen Bilanzen / Formalien
- ▶ Überprüfung auf Richtigkeit und Vollständigkeit (Vendor Due Diligence)
- ▶ Finanzierungsstruktur, Ausarbeiten eines groben Finanzierungsplanes
- ▶ Ziele von Verkäufer / MBO-Team nennen
- ▶ Absichtserklärung des MBO-Team formulieren

Aufnahme von Verhandlungen

- ▶ Verhandlungen mit Verkäufer / MBO-Team
- ▶ Formulieren einer Non-Binding Offer
- ▶ Überprüfen der Geschäftsunterlagen, Due Diligence
- ▶ Finanzierung sicherstellen (Investoren / Banken)
- ▶ Ausarbeiten einer bindenden Offerte (Gewährung von Exklusivität)
- ▶ Ausarbeiten eines Kaufvertrages/Verhandlungen im Detail
- ▶ Entscheidung

Signing

- ▶ Vertragsunterzeichnung
- ▶ Information der Mitarbeiter/Partner/Medien/ Börse

Zwischenphase

- ▶ Erfüllung der Vertragsbedingungen/Übergabe
- ▶ Einholen der Zustimmung Dritter
- ▶ Umschreibungen etc.
- ▶ Durchführung einer Post Due-Diligence (bei Bedarf)

Closing

- ▶ Realerfüllung und Abschlussprotokoll

Der Einsatz eines M+A-Beraters

Aus Erfahrung können wir sagen, dass es in einem M+A-Prozess immer wieder zu Verzögerungen kommt, die schnell überwunden werden müssen, da längere Unterbrüche im Prozess zu Unsicherheiten auf der Verkäufer- wie auf der Käuferseite führen. Die Gründe dafür sind vielseitig: Meinungsverschiedenheiten unter dem MBO-Team, schleppende Finanzierung, Steuerprobleme usw.

Gewähr für einen Erfolg bietet ein unabhängiges Coaching mit allen Leistungen des Investment Bankings und M+A: Businessplanung, Finanzierung, Vertrags- und Steuerrecht (siehe dazu auch das Kurz-Interview). Die damit verbundenen Kosten bewegen sich in der Regel zwischen 3 bis 5% des Kaufpreises.

*Gewähr für einen Erfolg
bietet ein unabhängiges
Coaching mit allen Leistungen
aus einer Hand.*