

MBO und MBI als Nachfolgemodell – Teil 1

Henning Graw, Kai Peppmeier

Kredit & Rating Praxis, 05/2005, Seite 18-22

Etwa 2/3 aller deutschen Unternehmen sind mittelständisch geprägte Familienunternehmen. Bis zum Jahr 2010 stellt sich bei 700.000 dieser Unternehmen die Frage der Nachfolgeregelung. Über die Hälfte der betroffenen Unternehmen steht unvorbereitet vor dieser Situation.

Unternehmer und Manager, aber auch Kreditinstitute müssen frühzeitig Lösungsmöglichkeiten erarbeiten und umsetzen, um die mit einer ungeklärten Nachfolge auftretenden wirtschaftlichen Probleme der Unternehmen zu lösen. Darüber hinaus wird mit Blick auf die neuen Anforderungen für die Kreditfinanzierung („Basel II“) zukünftig die Regelung der Unternehmensnachfolge einen höheren Stellenwert einnehmen. Eine geregelte Nachfolgelösung wird in die Bonitätsbeurteilung im Rahmen bankinterner Ratingprozesse einfließen und damit einen Einfluss auf die Finanzierungskosten mittelständischer Unternehmen haben.

Die Übernahme einer Gesellschaft durch einen oder mehrere Manager in Kombination mit einem Finanzinvestor kann eine denkbare Handlungsalternative für eine Unternehmensnachfolge darstellen.

Anhand eines Fallbeispiels (folgt in Teil 2 des Beitrages, Ausgabe 6) soll aufgezeigt werden, wie solch eine Transaktion in Form eines „Management Buy In“ hinsichtlich Transaktions- und Finanzierungsstruktur gestaltet werden kann.

1. Ursachen und Formen der Unternehmensnachfolge

Hauptursache für Unternehmensübertragungen sind nach Untersuchungen des IfM Bonn in 64% der Fälle altersbedingte Gründe (Eintritt des Rentenalters). Neben diesen planbaren Nachfolgefällen wird bei etwa 25% der Übertragungen ein Generationswechsel durch nicht vorhersehbare Ereignisse wie z.B. Unfall, Tod oder Krankheit erzwungen. Bei 11% erfolgt die Unternehmensübergabe durch einen unerwarteten Wechsel des Unternehmers in eine andere Tätigkeit (d.h. insgesamt ca. 36% risikobehaftete Nachfolgefälle).

Nach Berechnungen des IfM Bonn vollziehen sich bis zum Jahr 2007 45% der Unternehmensübertragungen familienintern. Außerhalb des Familienkreises wird eine unternehmensinterne Nachfolgelösung durch Verkauf an die erste oder zweite Führungsebene (MBO = Management Buy Out) für etwa 12% der Unternehmen erwartet.

Eine externe Regelung der Nachfolge durch Verkauf an strategische Investoren (z.B. Wettbewerber, Anrainer u.a.) ist in 19%, durch Verkauf an außenstehende Manager (MBI = Management Buy In) in 16% der Nachfolgefälle zu erwarten. Etwa 7% der übergabereifen Unternehmen sind mangels Nachfolger stillzulegen.

Die Statistik zeigt, dass ein Wechsel der Geschäftsführung durch Übergabe der älteren an die jüngere Generation aus dem Familienkreis für eine Vielzahl der Unternehmen nicht dargestellt werden kann. Neben „fehlendem“ Nachwuchs können Mängel in der fachlichen sowie persönlichen Kompetenz möglicher Kandidaten Ursache dieser Entwicklung sein. Darüber hinaus kann die persönliche Lebensplanung jüngerer Familienangehöriger von der „ursprünglich“ durch die Gründer-Generation vorgesehenen Lebensplanung divergieren. Geeignete und übernahmewillige Nachfolger und Nachfolgelösungen müssen verstärkt unter den weiteren alternativen Handlungsmöglichkeiten gesucht werden.

Neben den monetären Zielen (Kaufpreismaximierung) wird das Augenmerk der Alt-Unternehmer bei der Nachfolgelösung, auf folgende Hauptmotive gerichtet sein:

- Fortbestand des Unternehmens,
- Erhalt der Selbständigkeit und Unabhängigkeit,
- Sicherung der Arbeitsplätze,
- schnellstmögliche Durchführung der Transaktion bei
- höchstmöglicher Geheimhaltung sowie
- Vermeidung negativer Imagewirkung und Verunsicherung bei den Stakeholdern.

Die Suche nach geeigneten strategischen Investoren ist in der Regel sehr zeit- und know-how-intensiv. Der gesamte Identifikations- und Anspracheprozess muss zur Vermeidung negativer Imagewirkung und Verunsicherung bei Kunden, Kreditgebern und der Belegschaft streng vertraulich erfolgen. Trotz Geheimhaltungserklärungen können aufgrund des Informationsaustauschs im Rahmen der Due Dilligence und Managementpräsentation wettbewerbsschädliche Risiken entstehen.

Möchte der Unternehmer sein Lebenswerk nicht an einen Konkurrenten verkaufen, kann der Verkauf des Unternehmens an unternehmensinterne (MBO) oder extern akquirierte Manager (MBI) eine sinnvolle Alternative für eine Nachfolgeregelung darstellen.

2. Finanzierungsstruktur von MBO's / MBI's

Bei den meisten Buy-Out Transaktionen reichen die Kapitalrücklagen potentieller MBO-/MBI-Kandidaten nicht aus, einen Großteil des Kaufpreises in Form von Eigenkapital darzustellen.

Eigenkapital / Finanzinvestoren

Unter Umständen wird eine Finanzierungsstruktur gemeinsam mit einem Finanzinvestor angestrebt. Eine Vielzahl institutioneller Beteiligungsinvestoren (Private Equity Gesellschaften) oder privater Investoren (z.B. sog. Business Angeles) haben spezielle Buy-Out-Fonds für MBO / MBI Transaktionen für den Mittelstand aufgelegt. Eine geeignete Internetplattform für die Vorauswahl nach bestimmten Kriterien (z.B. Unternehmensgröße, Kaufpreis, Haltedauer etc.) bietet der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)¹.

Die Ausgestaltungsform der Eigenkapitalbeteiligung (Kapitalanteil, Stimmrechtsanteil, Haltedauer etc.) ist abhängig von der individuellen Vertragsgestaltung. Das Ziel, operativ in die Geschäfte einzugreifen, wird dabei regelmäßig nicht verfolgt.

Aufgrund ihres hohen Risikos erwarten Finanzinvestoren eine risikoadäquate Rendite über 20% p.a. Diese soll im Wesentlichen über den Verkauf des Investments nach einer Haltedauer von etwa fünf bis sieben Jahren realisiert werden („Exit“).

¹ www.bvk-ev.de

Durch den begrenzten Investitionszeitraum ist bei der Auswahl potentieller Finanzinvestoren die Anlagekultur und die Ausstiegsform einer Beteiligungsgesellschaft für die MBO / MBI Manager – aber auch für den Alt-Gesellschafter – bedeutend. In der Regel wird ein Finanzinvestor die Beteiligung am Ende der Haltedauer an eine dritte Partei (strategischer Investor, andere Finanzinvestoren etc.) veräußern. Verfolgt das Management nicht selbst das „Exit-Szenario“ sollte bereits im Vorfeld der Investition individuelle Rückkaufsregelungen und/oder Optionsrechte („Equity-Kicker“) für die MBO / MBI Manager bzw. für die Alt-Gesellschafter vereinbart werden.

Beteiligungsfinanzierungen von privaten Finanzinvestoren sind mit geringeren Beträgen häufig stärker auf eine strategische Beziehung zum Unternehmen abgestellt. Die Anlagekultur ist weniger „aggressiv“ und tendenziell langfristig orientiert. Hierfür eignen sich insbesondere kleinere Nachfolgelösungen, die nicht vollständig von Managern und Banken zu finanzieren sind.

Je höher die nachhaltige Ertrags- und Finanzkraft des Zielunternehmens ist, desto höher wird der Anteil des Eigenkapitals an der Gesamtfinanzierung sein, da die Investitionsbereitschaft der Eigenkapitalinvestoren mit Blick auf die Renditechancen steigen wird. Der Eigenkapitalanteil an der gesamten Transaktion sollte etwa 30% bis 60% betragen. Dieser wird einerseits durch die von den Fremdkapitalgebern geforderte Mindest-Eigenkapitalquote sowie andererseits durch den tatsächlich darstellbaren Fremdkapitalanteil bestimmt. Je nach Unternehmensgröße/Kaufpreis und realisierbarer Finanzierungsstruktur beträgt der Eigenkapitalanteil des Managements etwa 5% bis 50%, der Investor wird mit 50% bis 95% regelmäßig den Großteil der Eigenkapitalinvestition darstellen.

Für die Finanziere ist es wichtig, das involvierte MBO / MBI Management adäquat in das Risiko der Eigenkapitalvergabe einzubeziehen. Es stellt sich hierbei die Frage, ob sich die Käufer mit ihrem gesamten Vermögen an der Transaktion beteiligen sollen, oder ob eine im Verhältnis zu ihrem Vermögen spürbare Beteiligung ausreicht. Gehen die Übernehmer ein hohes persönliches Risiko ein, werden die Finanziere dem Vorhaben tendenziell größeres Vertrauen schenken. Ein zu hoher Betrag birgt die Gefahr, dass dies negative Auswirkungen auf die geschäftliche Entscheidungsfindung hat. In der Praxis beträgt das eingegangene Risiko der Neuunternehmer etwa das zwei- bis dreifache ihres Jahresbruttoeinkommens.

Vorrangiges Fremdkapital / „Senior Debt“

Mit etwa 40% bis 70% Finanzierungsanteil ist das vorrangige Fremdkapital die größte Finanzierungsquelle bei der Strukturierung von Unternehmensübernahmen in Deutschland. Bei der „klassischen“ Finanzierung durch Bankdarlehen sind Zinsaufwendungen als Betriebsausgaben in der Regel steuerlich absetzbar. Zur Maximierung der Eigenkapitalrendite wird ein möglichst hoher Fremdkapitalanteil angestrebt. Die Rendite des Eigenkapitals wird durch den hohen Verschuldungsgrad „gehebelt“ („Leverage-Effekt“, „Leverage-buy-out“).

Das vorrangige Fremdkapital ist im Insolvenzfall vor anderen Kapitalgebern zu befriedigen (d.h. vor Mezzanine- und Eigenkapital). Neben der Prognosestabilität der zukünftigen Finanzüberschüsse wird das Ausmaß der Finanzierung mit Fremdkapital durch das Sicherheitenpotential bestimmt.

Unbesicherte „Senior Debts“ werden regelmäßig eine höhere Zinsmarge aufweisen als besicherte Finanzanteile. Nicht ausreichend besicherte Kreditgeber machen in der Regel die Kreditvergabe von exakt definierten Auflagen und Zielvorgaben (financial covenants) abhängig, die bei Nichteinhaltung zu Kündigungs- und Mitspracherechten führen können.

Nachrangiges Fremdkapital / „Junior Debt“

Reichen Eigen- und/oder Fremdkapitalanteile zur Kaufpreisfinanzierung nicht aus, werden zunehmend hybride Finanzierungsinstrumente zur Schließung verbleibender Finanzierungslücken eingesetzt. Das sog. „Mezzanine-Kapital“ beinhaltet sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalelemente. Gemeinsame Merkmale hybrider Finanzierungsinstrumente sind:

- Nachrangigkeit gegenüber „klassischem“ Fremdkapital und Vorrangigkeit gegenüber den Eigenkapitalgebern
- Klassifizierung als wirtschaftliches Eigenkapital
- steuerliche Behandlung als Fremdkapital und somit Qualifikation der Zinsaufwendungen als Betriebsausgaben
- höhere Vergütung im Vergleich zum Fremdkapital, niedrigere Vergütung im Vergleich zum Eigenkapital
- zeitliche Befristung der Finanzmittel

Je nach Risikosituation liegt die Renditeerwartung der Investoren von Mezzanine-Kapital bei etwa 10% bis 20% p.a. Die Laufzeit kann fünf bis fünfzehn Jahre betragen.

Vorteile hybrider Finanzinstrumente liegen in der großen Gestaltungsfreiheit. Rechte und Pflichten aus dem Kreditverhältnis sowie Zielvorgaben und Auflagen können individuell vertraglich festgelegt werden. Typische Ausgestaltungsformen von Mezzanine-Kapital sind Nachrangdarlehen (Subordinated-Debt), typisch stille Beteiligung, atypisch stille Beteiligung, Genussschein, Wandel- und Optionsanleihen sowie vom Käufer gestundete Kaufpreisforderungen (Seller's-Note). Bei der letztgenannten Variante der hybriden Finanzierung ist völlige Gestaltungsfreiheit bezüglich Zins und Tilgung möglich.

Abbildung 1: Mezzanine Finanzierungsformen

Klassifizierung Kriterien	Nachrang- darlehen	Typisch Stille Beteiligung	Atypisch Stille Beteiligung	Genußrechte	Wandel/ Optionsanleihe
Verzinsung	frei vereinbar (bei var. Zinssatz sind Zins-Caps üblich)	feste Mindest- verzinsung üblich	feste Mindest- verzinsung üblich	frei vereinbar	feste Verzinsung
indikative Rendite- erwartung p.a.	ca. 10 - 15 %	ca. 12 - 18 %	ca. 12 - 18 %	ca. 10 - 20 %	10 - 16 %, bei Wandlung 20 - 30 %
Gewinn- beteiligung	nein	ja (Pflicht)	ja (Pflicht)	möglich	über das Wandlungsrecht
Verlust- beteiligung	nein	ja (bis zur Höhe der Einlage)	ja (bis zur Höhe der Einlage)	möglich (bis zur Höhe der Einlage)	nein, aber i.d.R. Subordination
Unternehmer. Mitspracherecht	nein ("nur" Informationsrechte)	frei vereinbar (i.d.R. nur Kontrollfunktion)	Mitunternehmer- stellung	frei vereinbar (i.d.R. nur Kontrollfunktion)	nach Wandlung Gesellschafter- stellung
Bilanzielles Eigenkapital	nein	nein	ja	gestaltungsabhängig	erst nach Wandlung
Wirtschaftliches Eigenkapital	ja	ja	ja	ja	ja, bei Subordination, sonst bei Wandlung
Beteiligung an stillen Reserven	nein	nein	ja	möglich	ja, nach Wandlung
rechtliche Grundlagen	Darlehensvertrag mit Subordination §§ 607 - 610 BGB	§§ 230 - 237 HGB §§ 705 - 740 BGB + Einzelvertrag	§§ 230 - 237 HGB §§ 705 - 740 BGB + Einzelvertrag	§§ 160 (1) Nr. 6 und 221 (3) + (4) AktG + Einzelvertrag	§ 221 AktG

3. Voraussetzungen einer erfolgreichen Nachfolge mittels MBO / MBI

Für eine erfolgreiche Nachfolgetransaktion mittels Buy-Out muss eine Vielzahl von Bedingungen erfüllt sein. Die wesentlichen Voraussetzungen werden im Folgenden dargestellt.

Qualifiziertes Management

Beteiligte Finanzinvestoren verfolgen in der Regel nicht die Strategie, in das operative Geschäft des Zielunternehmens einzuwirken. Finanzinvestoren haben daher ein starkes Interesse an einer Zusammenarbeit mit einem unternehmerisch denkenden Management. Die Möglichkeit geeignete unternehmensinterne Kandidaten zu finden, ist eng mit dem bislang verfolgten Führungsstil und der Führungskultur des Alt-Unternehmers verbunden. Wurde in der Vergangenheit ein geringer Delegationsgrad verfolgt und konnten/durften Führungskräfte eigenverantwortlich keine Führungsentscheidungen treffen, ist zu prüfen, ob potentielle Kandidaten zukünftig ohne den Inhaber in der Lage sind, unternehmerisch zu handeln.

Für das Eignungsprofil an ein externes Management gelten grundsätzlich die gleichen Anforderungen wie für die Auswahl unternehmensinterner Kandidaten. Die Akquirierung und Auswahl externer Nachfolger kann mit Hilfe von spezialisierten Headhuntern durchgeführt werden. Spezielle Internetplattformen bieten darüber hinaus Unterstützung bei der Suche nach übernahmewilligen Kandidaten (z.B. www.change-online.de).

Eine „Checkliste“ mit Anforderungskriterien für die Managementbeurteilung kann bei Bedarf bei den Autoren angefordert werden.

Plausibeler Businessplan

Eine stabile Ertragslage sowie eine gefestigte Marktposition (z.B. wettbewerbsfähige und ausgereifte Produkte) reduzieren das Übernahmerisiko. Aber auch Unternehmen in einer latenten oder akuten Unternehmenskrise verfügen häufig nach wie vor über strategische Erfolgsfaktoren durch interessante Markt- und Branchenperspektiven, markterprobte Produkte sowie motivierte und gut ausgebildete Mitarbeiter. Ein plausibler Businessplan ist hierbei von großer Bedeutung.

Um die Finanzierbarkeit der Transaktion für die beteiligten Finanziere nachvollziehbar darzustellen, sollte der quantitative Teil des Businessplans in Form einer integrierten Ergebnis-, Finanz- und Bilanzplanung präsentiert werden. Auf Basis prognostizierter Cash-Flows muss erkennbar sein, dass die Gesellschaft nach erfolgter Übernahme den finanziellen Verpflichtungen für die gewählte Finanzierungsstruktur gewachsen ist.

Niedriger Verschuldungsgrad

Ein niedriger Verschuldungsgrad begünstigt die potentielle Kaufpreisfinanzierung mit Fremdkapital. Ein hoher Verschuldungsgrad birgt Finanzierungsrisiken, da mit Blick auf den „Fixkosten-Charakter“ des Kapitaldienstes der zukünftige Finanzierungsspielraum im Falle von z.B. volatilen Absatzmärkten, stark eingeschränkt wird. Eine allgemeingültige Regel über das optimale Fremd-, Eigenkapitalverhältnis² gibt es nicht. Mit größerem Eigenkapitalanteil steigt grundsätzlich die finanzielle Stabilität. Insofern sollte im Falle von größeren Ertrags-, Geschäftsrisiken auch der Eigenkapitalanteil entsprechend höher sein, um Finanzstrukturrisiken zu reduzieren.

² Statischer Verschuldungsgrad = Fremdkapital / Eigenkapital

Niedriger Investitionsbedarf

Grundvoraussetzung für eine stabile Ertragslage und somit Sicherung des Unternehmenswachstums sind moderne Fertigungsanlagen und –verfahren. Inwieweit die Bedingung beim Zielunternehmen erfüllt ist, kann mit Hilfe von Kennzahlen analysiert werden. Je höher (niedriger) der Anlagenabnutzungsgrad³ desto größer (niedriger) ist das durchschnittliche Alter der Sachanlagen und desto größer (niedriger) der künftige Investitionsnachholbedarf für Modernisierungsmaßnahmen.

Wurde in der Vergangenheit über die Abschreibung hinaus investiert, so konnte das Unternehmen Substanz generieren. Liegt die Wachstumsquote⁴ über einen längeren unter der Abschreibung, besteht hingegen die Gefahr des nachhaltigen Substanzverzehr.

Insgesamt betrachtet ist mit Blick auf die liquiditätsschonende Wirkung ein niedriger Nachholbedarf ein positiver Indikator für ein MBO / MBI.

Realistischer Kaufpreis

Insbesondere Eigenkapitalinvestoren fordern eine Rückführung der Kaufpreisfinanzierung in fünf bis sieben Jahren. Insofern muß der Kaufpreis in angemessener Relation zu der Ertragskraft des Unternehmens stehen. Die Motive und Erwartungen der Beteiligten nehmen wesentlichen Einfluß auf den Verlauf und Ausgang der Kaufpreisverhandlung. Der Kaufpreis eines Unternehmens ist durch kein analytisches oder mathematisches Verfahren exakt zu bestimmen. Er hängt im Grunde vom Ausgang der Preisverhandlungen zwischen dem Alt-Eigentümer und dem potentiellen MBO / MBI Manager ab. Das Unternehmen hat für den Alt-Eigentümer häufig einen hohen ideellen, emotionalen Wert – eine zu hohe Preisvorstellung ist auf der anderen Seite ein Hindernis für die Finanzierbarkeit eines MBO / MBI.

Jede Kaufpreisverhandlung basiert auf einer Unternehmensbewertung. Eine in der Theorie und Praxis anerkannte Methode ist das Ertragswertverfahren, bei dem der Unternehmenswert als Barwert prognostizierter Einnahmenüberschüsse für einen bestimmten Planungszeitraum errechnet wird.

Die wesentlichen Einflußgrößen auf die Höhe des Unternehmenswertes mittels Ertragswertverfahren sind:

- prognostizierte Überschüsse pro Periode
- Kapitalisierungszins
- Betrachtungszeitraum bzw. Anzahl der Planungsperioden
- Einbeziehung des Modells „ewige Rente“
- Planungsprämissen (insb. Entwicklung Rohertrag zu Betriebskosten)

Die Bestimmungsgrößen sind niemals frei von subjektiven Einflüssen und sollten auf Käuferseite mit besonderer Aufmerksamkeit plausibilisiert werden.

Aufgrund der Komplexität bei der Unternehmensbewertung mittels Ertragswertverfahren werden in der Praxis auch häufig sog. Multiplikatorverfahren herangezogen. Hierbei wird der Kaufpreis als Vielfaches (Multiplikator⁵) einer bestimmten Bezugsgröße (z.B. Umsatz oder

³ Anlagenabnutzungsgrad = kumulierte Abschreibung des Sachanlagevermögen / historische Anschaffungskosten des Sachanlagevermögen

⁴ Wachstumsquote = Nettoinvestitionen in Sachanlagevermögen / Abschreibung des Geschäftsjahres auf Sachanlagevermögen

⁵ EBIT- und Umsatzmultiplikatoren werden monatlich für börsen- und nicht börsennotierte Unternehmen (Smallcap, Mid- and Largecap) nach Branchenschlüsseln in dem Fachmagazin FINANCE (FAZ-Gruppe) veröffentlicht (sog. FINANCE-Expertenpaneel).

EBIT) auf Basis der erzielten Kaufpreise für vergleichbare Unternehmen ermittelt. Das oftmals als „Faustformel“ oder „Richtwert“ bezeichnete Multiplikatorverfahren kann nach Durchführung bestimmter Aufbereitungsmaßnahmen, wie z.B. die Bereinigung des EBIT um Sondereffekte, unter Kosten-/Nutzenaspekten eine adäquate Bewertungsmethode darstellen.

Ausstiegsmöglichkeit der Eigenkapital-Investoren

Finanzinvestoren verfolgen das primäre Ziel, den Unternehmenswert zu steigern und nach einer bestimmten Halteperiode (fünf bis sieben Jahre) den Ausstieg (Exit) zu suchen. Je nachhaltiger und stabiler die Ertragskraft eines Unternehmens, je gefestigter die Stellung in Markt-, Branche und Wettbewerb und je realistischer bzw. finanzierbarer der Kaufpreis ist, desto realistischer ist die Chance eines gewinnbringenden Ausstiegs für den Eigenkapital-Investor.

Im Wesentlichen stehen vier Ausstiegsvarianten zur Verfügung, die in der Abbildung 2 zusammenfassend dargestellt werden.

Abbildung 2: Ausstiegsmöglichkeiten der Eigenkapital-Investoren

Ausstiegs-variantent	Beschreibung	Vorteile / Chancen	Nachteile / Risiken
Going Public	Anteile werden bei oder nach einem Börsengang verkauft	<ul style="list-style-type: none"> Stärkung der Eigenkapitalbasis, da erzielte Agios ertragssteuerfrei in die Kapitalrücklage fließen Beschaffung zusätzlichen Eigenkapitals über Kapitalerhöhung 	<ul style="list-style-type: none"> geringe Nachfrage nach Aktien von kleinen und mittelgroßen Unternehmen umfangreiche Publizitätspflichten
Trade Sale	Anteile werden an einen strategischen Investor (Wettbewerber, Anrainer) verkauft	<ul style="list-style-type: none"> Realisierung eines „strategischen Preises“ bei vorhandenen Synergiepotentialen hohes Ertragspotential 	<ul style="list-style-type: none"> Verlust der Selbständigkeit des Unternehmens Integrationsprobleme bei Fusionierung mit Zielunternehmen
Buy-Back	Anteile werden durch Altgesellschafter zurückgekauft	<ul style="list-style-type: none"> Altgesellschafter besitzen umfangreiche Kenntnisse über Zielunternehmen Transaktionsprozess relativ kurzfristig umsetzbar 	<ul style="list-style-type: none"> Informationsasymmetrie kann sich negativ auf Preisverhandlung auswirken („Insider Wissen“) geringes Ertragspotential
Secondary-Purchase	Anteile werden an einen anderen Finanzinvestor verkauft	<ul style="list-style-type: none"> Verkauf an Investor mit phasenspezifischer Expertise (z.B. Frühphasen- an Expansions-Finanzierer) hohes Ertragspotential 	<ul style="list-style-type: none"> langer Transaktionsprozess bei stagnierenden Private-Equity Märkten Markt-, Branchen-Know-how kann sich negativ auf Preisverhandlung auswirken

© TMC Turnaround Management Consult GmbH
Dortmund - Hamburg - München

2

4. Transaktionsstruktur bei einem MBO / MBI

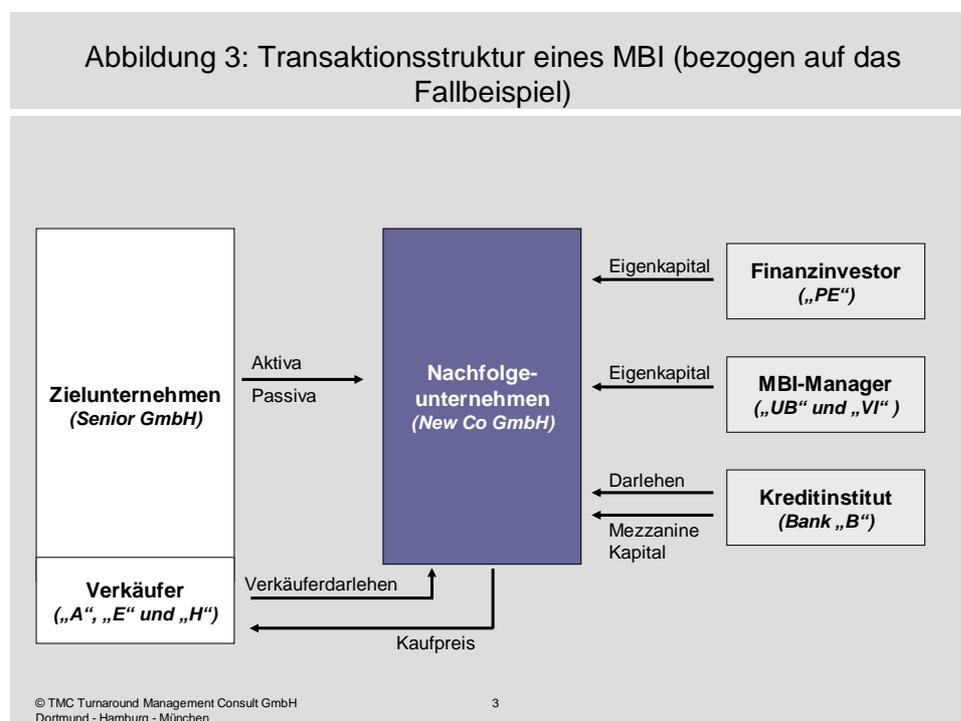
Die Grundformen bei der Übernahme eines Unternehmens sind der Kauf von Geschäftsanteilen (Share Deal) oder der Kauf einzelner Vermögensgegenstände (Asset Deal). Welche Alternative herangezogen wird oder ob Kombinationsmodelle beider Varianten von Vorteil sind, hängt stark von der jeweiligen individuellen Situation der Beteiligten ab. Unterschiedliche steuer-, gesellschafts- und haftungsrechtliche Auswirkungen durch das gewählte Nachfolgemodell auf der einen Seite und die Zielvorstellungen und Interessenlagen der Alt-Eigentümer sowie der Übernehmer auf der anderen Seite, haben Auswirkung auf die Vorteilhaftigkeit einer Transaktionsstruktur. In jedem Fall sollten bei der Auswahl und Prüfung des Erwerbsmodells erfahrene Rechts- und Steuerberater herangezogen werden.

Zur Vermeidung von Haftungsrisiken aus zurückliegenden Geschäften und Gewährleistungen sowie zur Reduktion der Steuerlast wird der Verkäufer in der Regel den

Share Deal bevorzugen. Mit den verkauften Geschäftsanteilen gehen auch sämtliche Verbindlichkeiten an den Käufer über.

Der Käufer ist in der Regel an einem steuerlich wirksamen Abschreibungsvolumen (Differenz Kaufpreis und Substanzwert) interessiert, um seine zukünftige Steuerlast zu senken. Daher wird er in der Regel einen Asset-Deal bevorzugen.

Mit Blick auf steuer-, haftungs- und finanzierungsoptimierte Transaktionsstrukturen wird regelmäßig eine Käufergesellschaft gegründet (Übernahmegesellschaft oder „New Company“, „New Co“ als Kapitalgesellschaft), um das Ziel-Unternehmen zu erwerben. Die „New Co“ wird mit den notwendigen Finanzierungsmitteln ausgestattet. Das Eigenkapital der „New Co“ wird von den Finanzinvestoren und/oder den MBO-/MBI-Managern gehalten. Das Sicherheitenpotential für die Fremdfinanzierung kann durch die Aktiva des Zielunternehmens, die Geschäftsanteile der „New Co“ oder durch Garantieverpflichtungen der „New Co“-Gesellschafter dargestellt werden.



Im zweiten Teil des Beitrages lesen Sie:

Fallbeispiel einer Transaktion in Form eines „Management Buy In“ hinsichtlich Transaktions- und Finanzierungsstruktur.