

## **MBO und MBI: ein neuer Weg zur Nachfolgelösung für Verlage**

Vortrag auf den 3. Rheingauer Verlegertagen, September 2005

**Die Zahl der Manager, die sich durch den Kauf eines Verlages selbständig machen wollen, nimmt kontinuierlich zu. Für Gesellschafter von kleinen und mittleren Verlagen, die keinen geeigneten Nachfolger in der Familie finden, kann darin eine realistische und attraktive Alternative zum Verkauf an einen Wettbewerber liegen.**

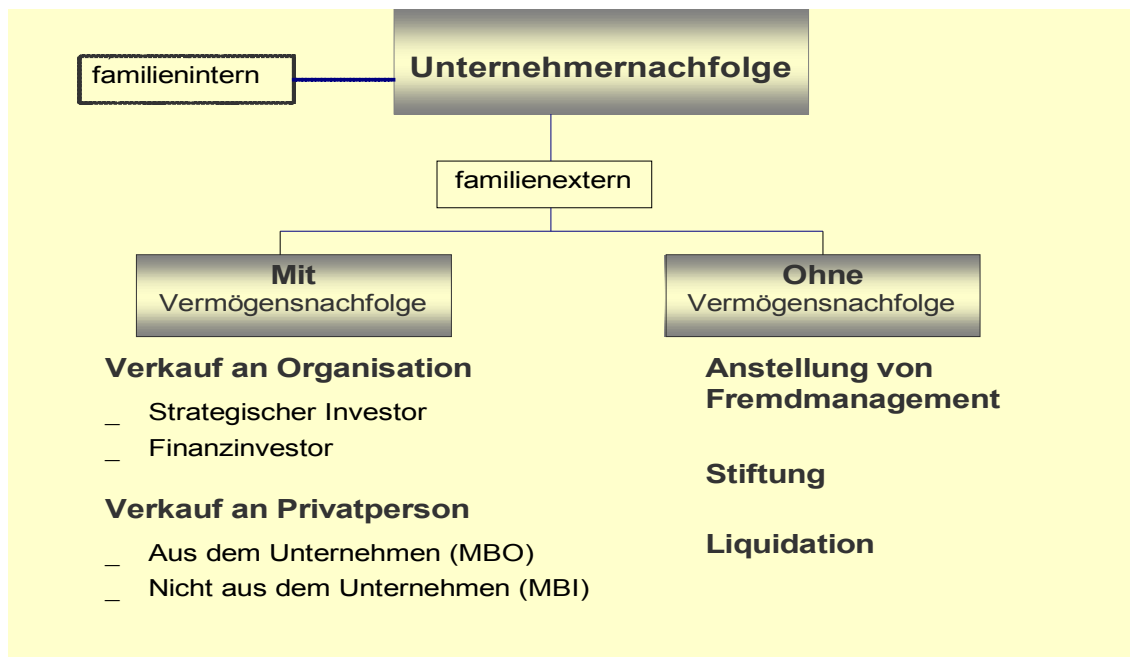
**Wenn die „Chemie“ zwischen Senior und Manager stimmt, ist Geld oft nicht der entscheidende Engpassfaktor. Die Machbarkeit eines MBO oder MBI hängt vielmehr von Geschäftsmodell und Zustand des betroffenen Verlags ab.**

**Dieser Vortrag zeigt auf, worauf es für die Beteiligten bei der Umsetzung von Buyout-Transaktionen wirklich ankommt.**

Steht ein Generationswechsel bevor, dann ist es für die Kontinuität eines Unternehmens von hoher Bedeutung, dass der Wechsel in der Führungs- wie auch in der Gesellschafterrolle sorgfältig und vor allem frühzeitig vorbereitet und eingeleitet werden. Wird das versäumt, so wächst das Risiko, dass sich die Vorstellungen der Gesellschafter mit der Realität der Rahmenbedingungen nicht oder nur noch in Teilen in Einklang bringen lassen. Sei es, dass das Unternehmen aufgrund seiner betriebswirtschaftlichen, organisatorischen oder rechtlichen Strukturen überhaupt nicht verkaufsfähig ist, sei es, dass es in seinem gegenwärtigen Zustand nur einen Verkaufspreis erzielt, der deutlich hinter den Erwartungen zurückbleibt, der vielleicht sogar für die Altersvorsorge der Gesellschafter gar nicht ausreicht. Nicht selten blockieren sich verschiedene Gesellschafterstämme jahrelang gegenseitig bei einer Neuordnung.

Ein Verkauf bietet sich an, wenn sich familienintern kein passender Nachfolger findet und die Gesellschafter unabhängig vom unternehmerischen Erfolg der neuen Geschäftsleitung über liquide Mittel verfügen wollen, damit ihre Altersvorsorge entsprechend gesichert ist. Mit der Unterzeichnung des Kaufvertrags fließt Geld, es werden klare Verhältnisse geschaffen, alle aktuellen und potenziellen familiären Konfliktfelder entfallen. Entscheidender Nachteil der externen Nachfolge ist natürlich, dass danach der formale Einfluss der Altgesellschafter endgültig vorüber ist, und dass die Entscheidung in aller Regel auch nicht mehr rückgängig gemacht werden kann.

Grundsätzlich bestehen zur Lösung der Unternehmensnachfolge folgende Alternativen:



Man unterscheidet beim Unternehmensverkauf also nach der Natur der Käufer in Manager und Unternehmen. Die Gruppe der Manager kann zusätzlich nach ihrer Herkunft differenziert werden, d.h. ob es sich um Führungskräfte des zu verkaufenden Unternehmens oder eine fremde Person handelt. Den ersten Fall bezeichnet man als **Management-Buy-Out (MBO)**, den zweiten als **Management-Buy-In (MBI)**. Weitere Varianten dieser Formen sind der Verkauf an ein gemischtes Management-Team (BIMBO) oder an die Mitarbeiter (EBO). Große Transaktionen, deren Finanzierung durch Eigenkapital von Private Equity-Häusern und Fremdkapital über die Kapitalmärkte erfolgt, bezeichnet man als Leveraged oder auch Institutional Buyout (LBO, IBO). Angesichts der Struktur der Verlagsmärkte spielen sie bisher nur eine geringe, wenngleich sehr medienwirksame, Rolle.

Auch und gerade für Verlage mit einem Umsatz von weniger als 10 Millionen € kann ein MBO oder MBI eine realistische Option für die Nachfolgeregelung darstellen. Gleichzeitig bietet sich darin für bisher angestellte Manager die Gelegenheit, sich im Verlagswesen unternehmerisch auf eigene Beine zu stellen. Zentrale Vorbedingung ist, dass der Verlag in einem gesunden, vor allem aber in einem für sich allein betrachtet wettbewerbsfähigen Zustand ist - wer übernimmt einen Verlag, dessen Überlebensfähigkeit in Frage steht? Wenn ein Verlag mittel- bis langfristig nicht überlebensfähig ist, weil er die dazu erforderlichen Ressourcen alleine nicht erwirtschaften kann, dann bleibt wirklich nur die Integration in eine Gruppe oder Konzern. Wenn er sogar kurzfristig stark sanierungsbedürftig ist, winken auch andere Verlage als Käufer vermutlich dankend ab.

Ein Verkauf an Manager kann für den Verkäufer die ideale Lösung sein, um den Wechsel in Führung und Inhaberschaft zeitgleich, diskret und unauffällig zu vollziehen. Das Unternehmen wird verkauft, ohne es am Markt anzubieten und damit Wettbewerbern die Möglichkeit eines Einblicks in die Firma zu geben. Der Verkäufer gestaltet die inhaltliche und zeitliche Umsetzung des Vorhabens völlig vertraulich und auf Augenhöhe mit dem Käufer, die Interessen sind weitgehend gleich gerichtet.

Der Verkäufer vermeidet, dass sein „Lebenswerk“ durch die Einbindung in die Organisation eines großen Wettbewerbers seinen über viele Jahre gewachsenen Charakter verliert. Er übergibt es einem hoch motivierten jüngeren Manager, der den Verlag so schnell wie möglich auf die Zukunft vorbereiten und ausbauen will und nicht, wie vielleicht ein strategischer Käufer aus dem Wettbewerbsumfeld, nur an Produkten, Abonnenten, Brands und handverlesenen Mitarbeitern interessiert ist und ansonsten vorhandene Strukturen mehr oder weniger schnell auflöst. Eine solche Lösung kann helfen, Unruhen unter Mitarbeitern, Kunden, Autoren und anderen Partnern des Verlags weitgehend zu vermeiden.

Verkäufer erzielen beim Buyout einen angemessenen, aber sehr wahrscheinlich nicht den maximalen Verkaufserlös, denn die Preisobergrenze des Käufers kann weder eine strategische Komponente noch betriebswirtschaftliche Synergiepotenziale enthalten, sondern ist von der künftigen Finanzierungskraft des zu übernehmenden Unternehmens alleine abhängig. Die Entscheidung für einen solchen Weg erfordert daher vom Verkäufer, dass er sich über das Konfliktverhältnis unter den beiden „Gravitationsfeldern“ Zukunftssicherung für Verlag und Mitarbeiter einerseits und Kaufpreis andererseits im Klaren ist. Den maximalen Preis erhält er wahrscheinlich nur durch den Verkauf an einen Wettbewerber, ob mit umfassender Vermarktung oder ohne, aber nicht durch einen Buyout.

Käufer demgegenüber sind Manager, die sich endlich von zähen Entscheidungsprozessen ihrer Altgesellschafter oder Konzerngremien lösen und frei entscheiden möchten. Es geht ihnen letztlich also darum, „Herr im Haus“ zu werden, entweder im eigenen oder einem neu erworbenen Verlag. Durch die Übernahme können sie alle Nachteile einer Neugründung vermeiden und verfügen sofort über eine produkt- und markterfahrene Organisation, in der sie ohne Einmischung des Seniors frei entscheiden können. Natürlich müssen sie dafür vorab einen Kaufpreis bezahlen, den sie wahrscheinlich ganz oder teilweise finanzieren und anschließend tilgen müssen, was ihre Entnahmemöglichkeiten zumindest während der Laufzeit der Finanzierung begrenzt. Für die übernehmende Gründung stehen alle Fördermittel zur Verfügung, die sie auch bei einer Neugründung beantragen könnten. Je größer der Verlag und je höher der Kaufpreis, desto eher müssen Manager aber auch institutionelle Eigenkapitalpartner mit ins Boot nehmen, was ihre unternehmerischen Freiheiten wiederum reduziert.

Ein MBO bietet sich an, wenn im Unternehmen ein leitender Angestellter geeignet und bereit ist, die Nachfolge anzutreten. Nicht selten werden Nachfolgeregelungen von angestellten Managern initiiert, die die Verhältnisse im Unternehmen und unter den Familiengeschaftern naturgemäß gut kennen. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen sind allerdings erfahrungsgemäß stark von der Person des Seniors geprägt, möglicherweise findet sich dort hausintern kein Kandidat, der über die notwendige Akzeptanz innerhalb der Firma und auch bei eventuellen Kapitalgebern verfügt und für die unternehmerische Gesamtverantwortung in Frage kommt. In der Regel ist es nicht die fachliche Qualifikation, die langjährigen Angestellten fehlt, sondern eher die unbedingte Motivation und unternehmerische Risikobereitschaft.

Ein besonderes Problem beim MBO, für das die Beteiligten aus der Situation heraus Lösungswege finden müssen, besteht darin, dass die Manager sozusagen „2 Hüte aufhaben“: sie sind einerseits bezahlte Angestellte des Verkäufers, andererseits aber auch Kaufinteressierte und könnten sich somit in einem Interessenkonflikt befinden. Erschwert wird dieser Konflikt, wenn die Verkäufer gleichzeitig auch mit möglichen strategischen Käufern reden, mit denen Manager sich nur schwer anfreunden mögen.

Beim MBI spielen diese beiden Themen keine Rolle. Hier besteht die erste Schwierigkeit in der Suche nach dem Manager, der sowohl qualifiziert ist als auch menschlich mit dem Senior „kann“ und dessen Vertrauen findet, den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. Oder spiegelbildlich: wer als Manager über einen MBI nachdenkt, muss einen dafür passenden Verlag erst einmal identifizieren. Natürlich muss der Manager neben fachlichen Fähigkeiten und Führungsqualitäten auch entsprechende finanzielle Mittel mitbringen. Diese Personen sind rar, und wenn man sie nicht schon kennt auch nicht leicht zu finden.

Es gibt keine „Börse“, wo sich Angebot und Nachfrage von potenziellen MBI-Partnern treffen. Bartholomäus & Cie. hat allerdings systematisch einen Kreis geeigneter Führungskräfte aufgebaut, die sich durch den Kauf eines Verlages unternehmerisch selbständig machen wollen. Wenn wir für diese Manager diskret auf der Suche nach passenden Verlagen sind, stellen wir immer wieder fest, dass diese spezielle Form der Nachfolgelösung auf eine enorm hohe Gesprächsbereitschaft bei den angesprochenen Verlegern trifft. Es gibt dafür also echten Bedarf.

Es braucht seine Zeit, bis sich Senior-Geschafter und MBI-Manager gut genug kennen gelernt haben und dann die Umsetzung des Erwerbs startet, aber diese Zeit ist immer gut investiert. Sind beide Seiten gefunden, ist Geld oftmals gar nicht der entscheidende Engpassfaktor: letztlich hängt die Machbarkeit mehr von der Qualität des betroffenen Unternehmens und von Höhe und Strukturierung des Kaufpreises ab.

Haben sich MBI-Interessent und Senior mit einem geeigneten Verlag gefunden, muss also zunächst die Machbarkeit eines Unternehmenskaufes solide geprüft werden. Hier stellen sich Fragen nach dem Unternehmenswert, dem maximal darstellbaren Kaufpreis und dessen angestrebter Strukturierung, der Erstellung eines Konzeptes für Banken- und Investorengespräche. Schon sehr früh sollten auch externe Finanzierungspartner, Rechtsanwälte und Steuerberater eingebunden werden.

Was sind nun die Kriterien, die das Unternehmen selbst für einen erfolgreichen Buyout idealerweise erfüllen muss?

- \_ Solides Geschäft, das nachhaltige und gut prognostizierbare Cashflows und stabile Erträge erwirtschaftet
- \_ Gute relative Markt- und Wettbewerbsposition im relevanten Marktsegment oder – nische
- \_ Aussagekräftige und zeitnahe Führungs- und Reportingsysteme
- \_ Wachstums- und Optimierungspotenziale sollten vorhanden sein, die mit den Kenntnissen der MBI-Manager relativ schnell gehoben werden können
- \_ Kein massiver Investitionsrückstau (in Familienunternehmen nicht selten, da mit zunehmendem Alter das Risiko von Investitionen oft gescheut wird)
- \_ Eine möglichst schuldenfreie Übernahmebilanz

Für die Anforderungen an einen Buyout-fähigen Verlag kann man etwas vereinfacht die folgenden Zusammenhänge festhalten:

- \_ Je stärker der „Muß“- Charakter der Inhalte, desto besser (Fachinformation sind besser als Literaturverlage)
- \_ Je höher der Vertriebs-, je niedriger der Anzeigenanteil am Umsatz, desto besser
- \_ Je höher und stabiler die Abo- bzw. Auflagenzahl, desto besser
- \_ Je schneller und je regelmäßiger die Zahlungseingänge, desto besser (Abo-Zeitschriften oder Nachschlagewerke sind besser als Bücher)

Direkt vertreibende Fachinformations- und Special Interest Verlage eignen sich also grundsätzlich eher dafür als Buchverlage oder auch Publikumszeitschriften mit ihren klassischen Vertriebsschienen.

Je mehr dieser Faktoren gegeben sind, desto eher wird es dem Manager gelingen, Kapital für die Finanzierung der Übernahme zu erhalten (dies gilt für Eigen- und Fremdkapital gleichermaßen). Verlage, deren operative und/oder strategische Überlebensfähigkeit allein mittel- und langfristig in Frage steht, wird vermutlich kein Manager übernehmen – es sei denn, der Kaufpreis liegt so niedrig, dass er ebenso wie notwendige Betriebsmittel und die Nebenkosten der Übernahme durch Eigenmittel des Managers selbst finanziert werden kann und der Manager mutig genug ist, sein Geld dafür einzusetzen. Es liegt nahe, dass die relative große Zahl an MBO's unter den klassischen Buchverlagen in den vergangenen Jahren wohl auf diese Weise erklärt werden kann.

Wer sich als Manager mit dem Gedanken eines Buyouts oder Buyins trägt, sollte folgende Ratschläge beachten:

1. ziehen sie spätestens für die Machbarkeitsuntersuchung Buyout-erfahrene Berater hinzu. Diese Fachleute können die praktischen Erfolgsaussichten der Finanzierbarkeit verlegerischer Geschäftsmodelle realistisch einschätzen, kennen die geeigneten Finanzierungspartner, deren Prüfungs- und Entscheidungsprozesse, Beurteilungskriterien und benchmarks für die Buyout-Eignung sowie die Komponenten einer tragfähigen und soliden Finanzierungsstruktur. Berater haben Erfahrung darin, wie man im weiteren Ablauf alle Beteiligten zielgerichtet und effizient in solche Prozesse einbindet und – last but not least – sie können eine wichtige diplomatische Rolle in der Vermittlung strittiger Fragen zwischen Senior und Manager übernehmen.
2. machen sie sich unbedingt eine realistische Vorstellung über die damit verbundene zeitliche und nervliche Belastung. Es ist eine physisch sehr intensive, teilweise hektische und sehr anspruchsvolle Phase, die sie zumindest in einer Übergangszeit parallel zu ihrem Tagesgeschäft leisten müssen. Sie werden noch weniger Zeit für ihre Familie haben als ohnehin schon. Es ist aber wichtig, in Evaluation und Umsetzung keine folgenschweren Fehler zu machen, deren Konsequenzen sowohl Manager als auch Verkäufer auf Jahre hinweg belasten können.
3. Mit der Aufnahme von Krediten zur Finanzierung des Kaufes setzen sie sich und ihrer Familie hohen finanziellen Belastungen aus: eine Faustregel von Kapitalgebern besagt, dass das persönliche Engagement jedes Managers in Bar mindestens dem Gegenwert eines Einfamilienhauses entsprechen sollte.
4. Schulen sie sich frühzeitig im Cashflow-Denken, denn das wird maßgeblich ihre Welt bestimmen – zumindest wenn sie fremd finanzieren müssen.
5. Der zukünftige Erfolg, und damit der Unternehmenswert, wird beträchtlich von dem Maß beeinflusst, in dem die Integration des Nachfolgers gelingt. Dazu empfiehlt es sich, eine Übergangsphase zu vereinbaren, in der Senior und Manager eng zusammenarbeiten. Gerade im Verlagswesen gibt es oft sehr ausgeprägte, wichtige persönliche Beziehungen des Seniors, z.B. zu Autoren, Herausgebern, Verbänden, die für den Verlag langfristig abgesichert werden müssen. Notwendige Bedingung dafür sind Vertrauen und beidseitige Kooperationsbereitschaft.

In diesem Zusammenhang bietet sich zur Absicherung des Käufers die Anwendung der so genannten Earn-Out-Methode an, bei der der verkaufende Senior am gemeinsam erwirtschafteten Ertrag beteiligt wird. Alternativ kann auch eine zeitlich begrenzte Stundung des Kaufpreises bzw. ein Verkäuferdarlehen eingesetzt werden, um dem Senior einen Anreiz zur Kooperation zu geben.

Ist eine Einigung bezüglich des Kaufpreises und seiner Struktur erzielt, stellt sich die Frage der Finanzierung. Die Aufnahme eines Beteiligungspartners werden mittelständische Manager oft vermeiden wollen, da eines ihrer Hauptmotive ja gerade in der unternehmerischen Selbständigkeit liegt, die sie nicht einschränken wollen. Außerdem wollen diese Partner auch irgendwann wieder aussteigen, worin sie sogar einen großen Teil ihrer Rendite erzielen müssen – auch das bringt eine ganze Reihe neuer Probleme für das Management, das möglicherweise gar nicht daran denkt, seine Anteile wieder abzugeben.

Das Ausmaß der Fremdfinanzierung ist davon abhängig, welchen Anteil am Kaufpreis die Manager aus vorhandenem Vermögen finanzieren können. Die in der Vergangenheit übliche Kreditfinanzierung durch die Hausbank hat durch die verschärfte Eigenkapitalunterlegung infolge Basel II stark an Bedeutung verloren. Umso wichtiger werden alternative Finanzierungsmöglichkeiten durch Banken, die in der Beurteilung der künftigen Tilgungskraft der Unternehmen erfahren sind, die Finanzierungen durch abgestimmte Eigen-, Mezzanine und Fremdkapitaltranchen darstellen und die bereit und in der Lage sind, jenseits der klassischen, durch Einlagen oder Hypotheken besicherten Kreditvergabe zu arbeiten. Als Beispiel seien hier die Unternehmens-beteiligungsgesellschaften genannt, die Eigenmittel zwischen 200.000 und 3 Millionen ausreichen und damit einen politisch gewollten, Struktur fördernden Auftrag erfüllen.

Heute sind im Verlagswesen bei kleinen Unternehmen mit relativ geringen Transaktionsvolumen vielfach überwiegend eigenfinanzierte MBO/MBI-Transaktionen gefordert. Das Größenspektrum für Eigenkapitaltranchen hat sich durch neue, öffentlich geförderte Kreditprogramme für Existenzgründer und andere Mittelstandsförderungs-programme deutlich erweitert. Hier ist aber noch Aufklärungsarbeit zu leisten: nur wenige Manager sind über die Vielzahl der öffentlichen Fördermittel für Existenzgründer informiert, die zur Verfügung stehen. Viele kennen weder die Kapitalquellen (z.B. KfW oder Deutsche Ausgleichsbank) noch die Bedingungen für eine Gewährung, Antrags- und Rückzahlungsmodalitäten.

Für die Bewilligung öffentlicher Fördergelder ist regelmäßig entscheidend, dass das Management in seinem Finanzierungskonzept deutlich darstellen kann, wie seine Strategie für die Zeit nach der Übernahme aussieht und wohin sie das Unternehmen steuern wollen. Die von der EU, der Bundesrepublik und den einzelnen Bundesländern bereitgestellten Fördermittel bieten erhebliche Vorteile: lange Laufzeit, tilgungsfreie Anfangsjahre, außerplanmäßige Tilgungen, eigenkapitalähnlichen Charakter, daher sind sie oft eine günstige Alternative oder Ergänzung zur eigenen Finanzierungskraft und zur Hausbank. Sie stehen nicht nur für Einzelgründung zur Verfügung (neu oder auch als Übernahme), sondern auch für partnerschaftliche Übernahmen mehrerer Gründer.

Zum Abschluss noch mal eine kurze Zusammenfassung, worauf es für Manager bei der Umsetzung von Buyout-Transaktionen wirklich ankommt:

1. Prüfen sie das sorgfältig das Unternehmen und legen sie großen Wert auf die „Chemie“ mit dem Senior
2. sie müssen einen spürbaren finanziellen Beitrag bringen; stellen sie angesichts der bedeutenden Veränderungen sicher, dass sie ihre Familie „im Boot“ haben
3. holen sie sich buyout-erfahrene Experten und beauftragen sie spätestens zu Beginn konkreter Kaufverhandlungen eine fundierte Beurteilung der Machbarkeit
4. Ein MBO braucht vertrauensbildende Spielregeln zwischen Manager und Senior bezüglich loyalitätsrelevantem Verhalten
5. Binden sie den Verkäufer für eine Übergangszeit zur Überleitung erfolgskritischer Beziehungen ein, eventuell auch in die finanzielle Risikoteilung
6. Investorengespräche müssen optimal vorbereitet werden: sie brauchen ein schlüssiges unternehmerisches Gesamtkonzept, detaillierte quantitative business Pläne, attraktive Management Profile und eine ausführliche Kapitalbedarfsrechnung (Bandbreite)
7. Suchen sie sich auch die Finanzierungspartner sorgfältig aus, die handelnden Personen müssen zu ihnen passen; mögliche Beteiligungspartner werden vielleicht bald mit Ihnen am Gesellschafterisch sitzen
8. Schätzen sie unbedingt die physische und psychische Belastung realistisch ein;

Die Unternehmensnachfolge wird in den nächsten Jahren für viele Verleger eine vorrangige strategische Herausforderung sein. Dabei ist zu befürchten, dass viele mittelständische Verlage wegen unzureichender und/oder zu stark emotionalisierter Nachfolgeplanung in ihrer Existenz gefährdet sein werden. Eine juristisch und steuerlich optimierte Regelung ist kein Garant für Erfolg, wenn familiäre Konflikte sachlich-betriebswirtschaftliche Entscheidungen dominieren. In jedem Falle bietet sich an, dass ein objektiver Dritter die Übergabe begleitet, um den Nachfolgeprozess zu versachlichen.

Es wäre angesichts dessen sicher angebracht, den Verkauf des eigenen Verlags nicht länger fast als Tabu, sondern ganz nüchtern als alternative Möglichkeit und Chance begreifen. Eine Option zur familieninternen Nachfolge ist die Übernahme im Rahmen eines MBI oder MBO. Wir werden in den nächsten Jahren deutlich mehr solcher Transaktionen sehen als bisher.