

Nachfolgelösung durch Management Buyout

Vortrag auf dem Kongress der Fachpresse

Wiesbaden, 23. Mai 2007

Axel Bartholomäus

Peter Schuck



1

Was ist ein Buyout ?

2

Voraussetzungen für einen erfolgreichen Buyout

3

Ablauf eines Buyouts

4

Praxisbericht Westend-Gruppe

5

**Praktische Tipps für Buyout-interessierte
Manager**

1.1

Terminologie

1.2

Beteiligte und deren Interessen

Ein **MBO** oder **MBI** ist eine Form der Übernahme von Unternehmen, bei der

- _ ... die Initiative von den beteiligten Managern ausgeht
- _ ... das gesamte oder ein wesentlicher Teil des stimmberechtigten Eigenkapitals in der Hand eines oder weniger Manager liegt
- _ ... in der Regel eine deutliche Erhöhung der Verschuldung des Unternehmens zur Finanzierung der Übernahme erfolgt
- _ ... der maximale Kaufpreis aus den Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens abgeleitet wird

Von einem **LBO** spricht man, wenn

- _ ... die Übernahme auf Initiative institutioneller Finanzinvestoren zustande kommt
- _ ... die einen hohen Anteil am Eigenkapital bereit stellen
- _ ... und zusätzlich hohe Fremdmittel-Anteile an der Gesamtfinanzierung aufnehmen (sog. Leverage)

„kleiner“ Buyout

„großer“ Buyout

Rolle der Manager

- Selbständiger Unternehmer
- Allein- bzw. Mehrheitsgesellschaftler
- (Leitender) Angestellter
- Minderheitsgesellschaftler
- Steigt mit dem EK-Partner aus

Zeithorizont

- Langfristige Ausrichtung der strategischen und operativen Entscheidungen
- Inhaber auf Dauer
- Ausrichtung auf kurz- und mittelfristige Wertsteigerung
- Inhaber auf Zeit

Exit

- spielt keine Rolle
- bestimmt (fast) alles

Finanzierung

- überwiegend aus Eigenmittel der Manager
- evt. ergänzt durch Kapital aus öffentlichen Quellen und/oder Verkäuferdarlehen
- EK überwiegend von Finanzinvestoren
- FK von Banken
- Optimierung des sog. „operating leverage“

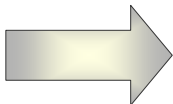
Alt-Gesellschafter

- verkauft an „Manager“
- hat dauerhaften Nachfolger
- behält evt. unterstützende Rolle
- verkauft an „Investoren“
- hat Nachfolger auf Zeit

1

Manager

- _ Frei entscheiden können („Herr im Haus“)
- _ Sich von zähen Entscheidungsprozessen der Altgesellschafter bzw. von Konzerngremien lösen
- _ Beim Verkauf „Ihrer“ Firma im eigenen Interesse mitbestimmen
- _ Mit einer marktfähigen Organisation starten, also nicht gründen
- _ Ein Unternehmen neu ausrichten und bisher versteckte Potenziale durch eigene Kraft heben



... und dafür unternehmerische Risiken eingehen

1

Altgesellschafter (Verkäufer)

- _ Den Wechsel der Inhaber diskret und unauffällig gestalten
- _ Mittelständische Kultur ihres Verlages erhalten
- _ Wettbewerbern keinen Einblick in den Verlag geben
- _ Ihre eigene soziale Position nach einem Verkauf sichern
- _ Einen angemessenen Verkaufserlös erzielen
- _ Den Verkauf schnell vollziehen, um Unruhe zu vermeiden

Eigenkapital-Investoren

- _ Die „hidden champions“ finden und mit einem fähigen und hoch motivierten Management-Team erwerben
- _ Sich nicht in das operative Geschäft einmischen
- _ Risikokonforme Rendite erzielen
- _ An einer nachhaltigen Wertsteigerung beteiligt sein
- _ Eingesetztes EK so schnell wie möglich refinanzieren
- _ Ausstieg nach etwa 4 bis 6 Jahren

Voraussetzungen für einen erfolgreichen Buyout

2.1

Anforderungen an das Unternehmen

2.2

Anforderungen an den/die Manager

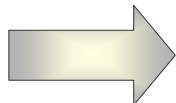
2.3

Anforderungen an die Eigenkapitalpartner

2

Anforderungen an das Unternehmen

- _ Nachhaltige, gut prognostizierbare Cashflows und stabile Erträge
- _ Möglichst schuldenfreie Bilanz
- _ Aussagekräftige und zeitnahe Führungs- und Reportingsysteme
- _ Wachstums- und Optimierungspotenziale, aber kein „Sanierungsfall“
- _ Kein massiver Investitionsrückstau
- _ Gute Marktposition im relevanten Wettbewerbsumfeld
- _ Kompetente Mitarbeiter (2. Führungsebene), die an Bord bleiben



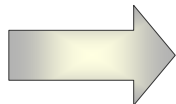
Kaufpreis als ausgleichender Faktor

Speziell für Verlage gilt

- _ Grundsätzlich eignen sich alle Verlage für einen buyout, solange die Finanzierung zu 100% aus Eigenmitteln des Managers erfolgt
- _ Werden zur Finanzierung des Kaufpreises externe Mittel benötigt, dann spielen Höhe und Nachhaltigkeit der zukünftigen Cash Flows für die Zahlung von Zins- und Tilgung eine entscheidende Rolle
- _ Für Verlage bedeutet das
 - ... je stärker der „Muss“-Charakter der Inhalte, desto besser
 - ... je größer die Vertriebs- zu den Anzeigenerlösen, desto besser
 - ... je höher und stabiler die Abo- bzw. Auflagenzahl, desto besser
 - ... je schneller und regelmäßiger die Zahlungseingänge, desto besser

Anforderungen an die Manager

- _ Mehrjährige Erfahrung als Führungskraft mit Ergebnisverantwortung
- _ Fähig, strategische und operative Ziele zu definieren und umzusetzen
- _ Überzeugendes Zukunftskonzept (für Verkäufer und Kapitalgeber)
- _ Hoch motiviert, gesund, belastbar
- _ Rückhalt in der Familie, Alter etwa Ende 30 bis Anfang 50
- _ Ausgeprägtes Cash Flow Denken
- _ Nennenswerter Eigenkapitalbeitrag



Unbedingter Wille, Unternehmer zu werden

Anforderungen an die EK-Partner

2

- _ Verständnis cash flow-basierter Risikobeurteilung
- _ Erfahrung in der Beurteilung verlegerischer Geschäftsmodelle und Business Pläne
- _ Bereitschaft, auch das geplante Wachstum mit zu finanzieren
- _ Schnelle Entscheidungen ohne lange Gremienwege
- _ Gegenseitiges Vertrauen und persönlicher „Fit“
- _ Zusätzliche Nutzen (z.B. Beirat)

3.1

Grundsätzlicher Ablauf eines Buyouts

3.2

Übernahmemodell

3.3

Beispielrechnung

**Persönliches
Kennen lernen**

Machbarkeit

Finanzbedarf

Buyout-Memorandum

Kapitalbeschaffung

Übernahmeprüfung

Verträge

Zeit



?

ca. 4 bis 6 Monate

?

3

Persönliches Kennen lernen

- _ Gezielte Auswahl und Ansprache
- _ Berater (M&A, Personalberater)
- _ Verbandskontakte

Machbarkeit

- _ Entwicklung unternehmerisches Konzept
- _ Quantitative business planung
- _ Ermittlung Kaufpreisspanne
- _ Geplante Finanzierungsbeiträge

3

Finanzbedarf

- _ Analyse der leverage-Kraft des Unternehmens
- _ Ermittlung Finanzierungsvolumen und -grobstruktur

Buyout- Memorandum

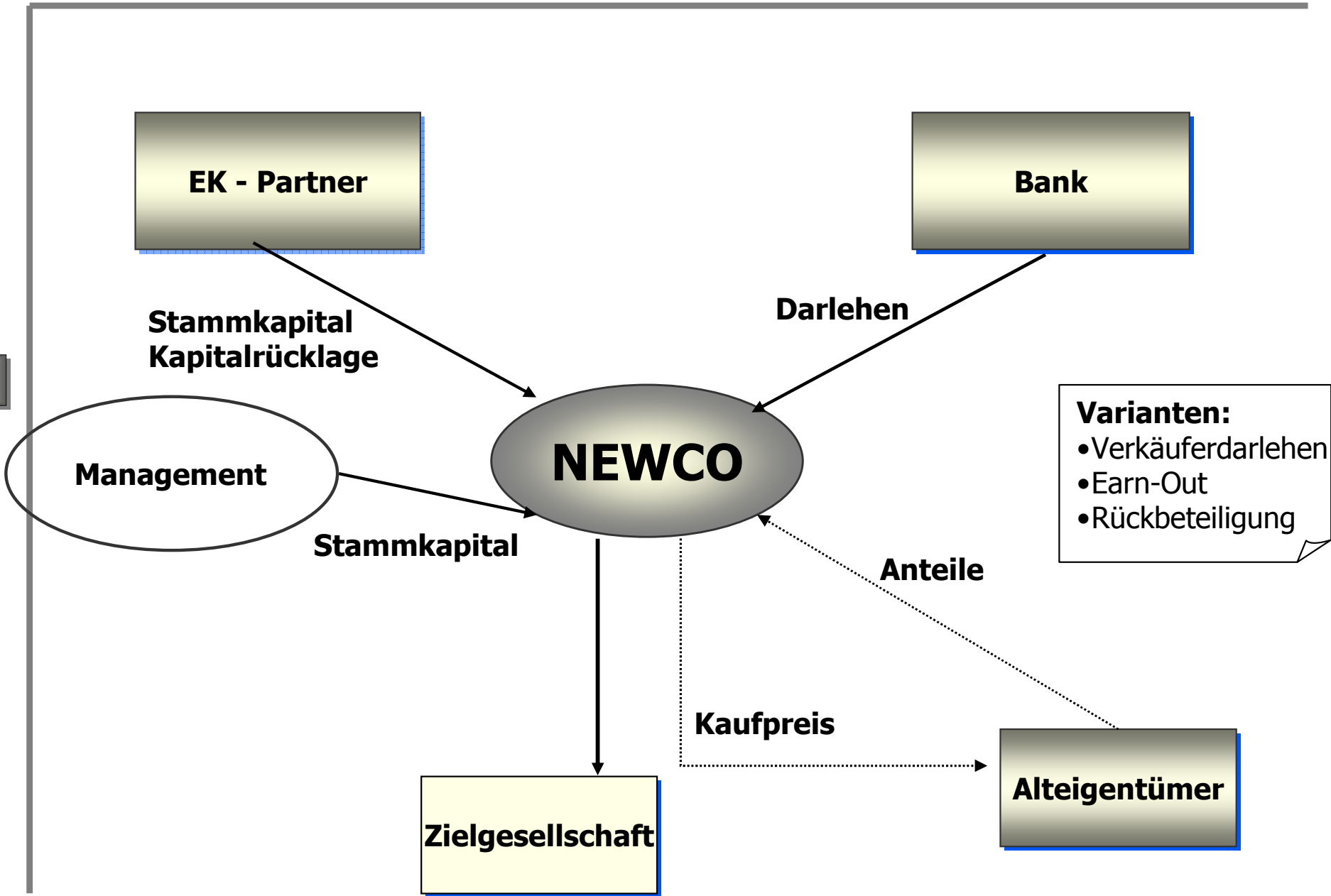
- _ Unternehmensdarstellung
- _ Übernahme- und Beteiligungsmodell
- _ Geplantes Finanzierungsmodell
- _ Management-Team
- _ Beirat

- Kapitalbeschaffung**
- _ Auswahl und Verhandlung mit Eigenkapitalpartnern
 - _ Finanzierung des EK-Anteils der Manager
 - _ Auswahl und Verhandlung mit Fremdkapitalgebern

- Übernahmeprüfung**
- _ Due Diligence des Käufers
 - _ Due Diligence der Finanzierungspartner

- Verträge**
- _ Kaufvertrag
 - _ Gesellschaftsvertrag und Geschäftsordnung
 - _ Eigenkapital-Verträge
 - _ Kreditverträge

3



3

Eigenkapital

ca. 20 - 30 %

Management

Investoren

Finanzinstitutionen
UBG's
LBO Fonds
PE-Häuser

Mezzanine Mittel

- _ Partiarische Darlehen
- _ Stille Gesellschaft
- _ Genussrechte
- _ Verkäuferdarlehen

ca. 10 - 30 %

**Bank oder
Bankenkonsortium
Verkäufer**

Bankdarlehen

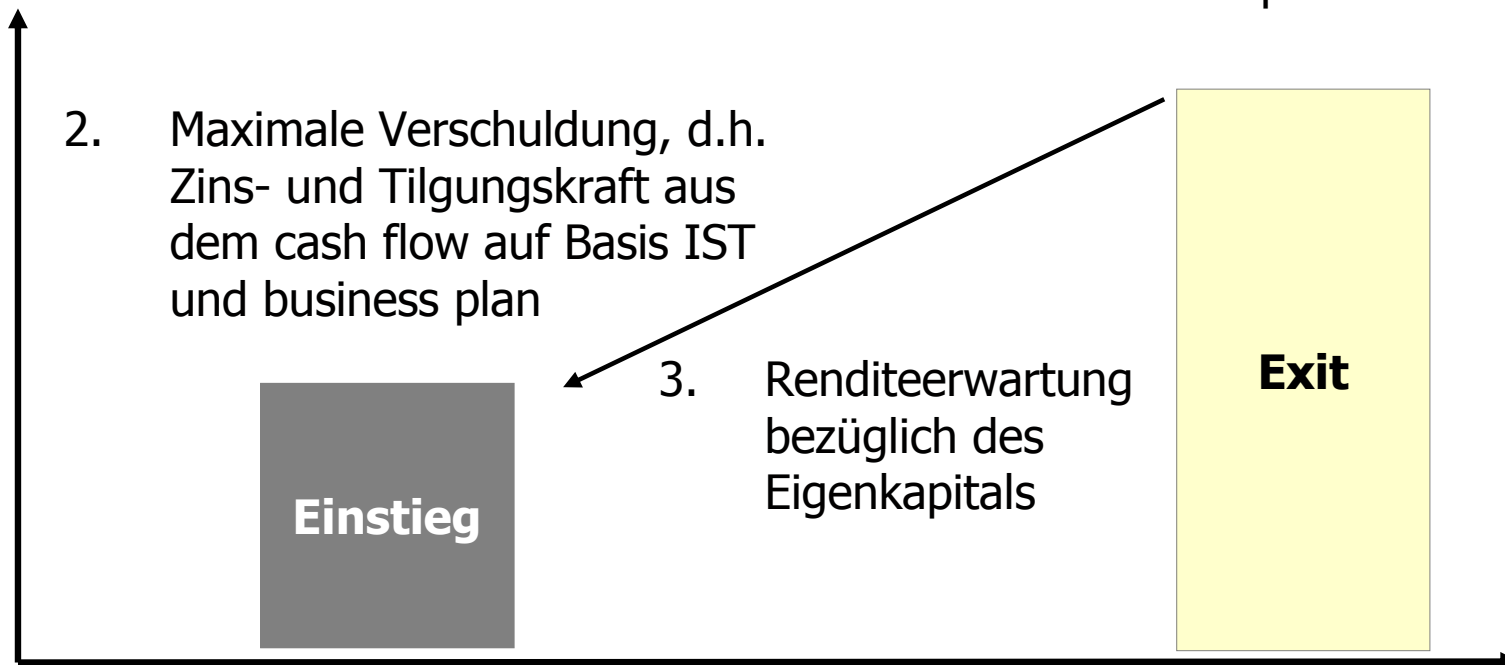
- _ Laufzeit 5 -10 Jahre
- _ besichert/unbesichert
- _ Betriebsmittelfinanz.

ca. 40 - 70 %

**Bank oder
Bankenkonsortium**

Ermittlung des maximalen Kaufpreises beim Einstieg

1. Wahrscheinlicher Unternehmenswert beim Ausstieg auf Basis der erwarteten Entwicklung lt. business plan und der Multiples
2. Maximale Verschuldung, d.h. Zins- und Tilgungskraft aus dem cash flow auf Basis IST und business plan
3. Renditeerwartung bezüglich des Eigenkapitals
4. Überprüfung der Plausibilität eines Angebots aus Sicht der aktuellen Situation



1. Ergebnisplanung

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Umsatz	4.000	4.280	4.622	5.085	5.593
<i>Wachstumsrate</i>	<i>7,00%</i>	<i>8,00%</i>	<i>10,00%</i>	<i>10,00%</i>	<i>10,00%</i>
EBITDA	600	556	647	712	839
<i>Marge</i>	<i>15,00%</i>	<i>13,00%</i>	<i>14,00%</i>	<i>14,00%</i>	<i>15,00%</i>
Multiplikator	5				6
Unternehmenswert	3.000				5.034
Netto-Cashposition	0				453
Summe Finanzschulden	0				-1.702
Eigenkapitalwert	3.000				3.785
Finanzierung Kaufpreis					
Eigenmittel Manager	600				
Öffentliche Fördermittel	750				
Darlehen A	1000				
Darlehen B	650				

3

2. Kapitaldienst

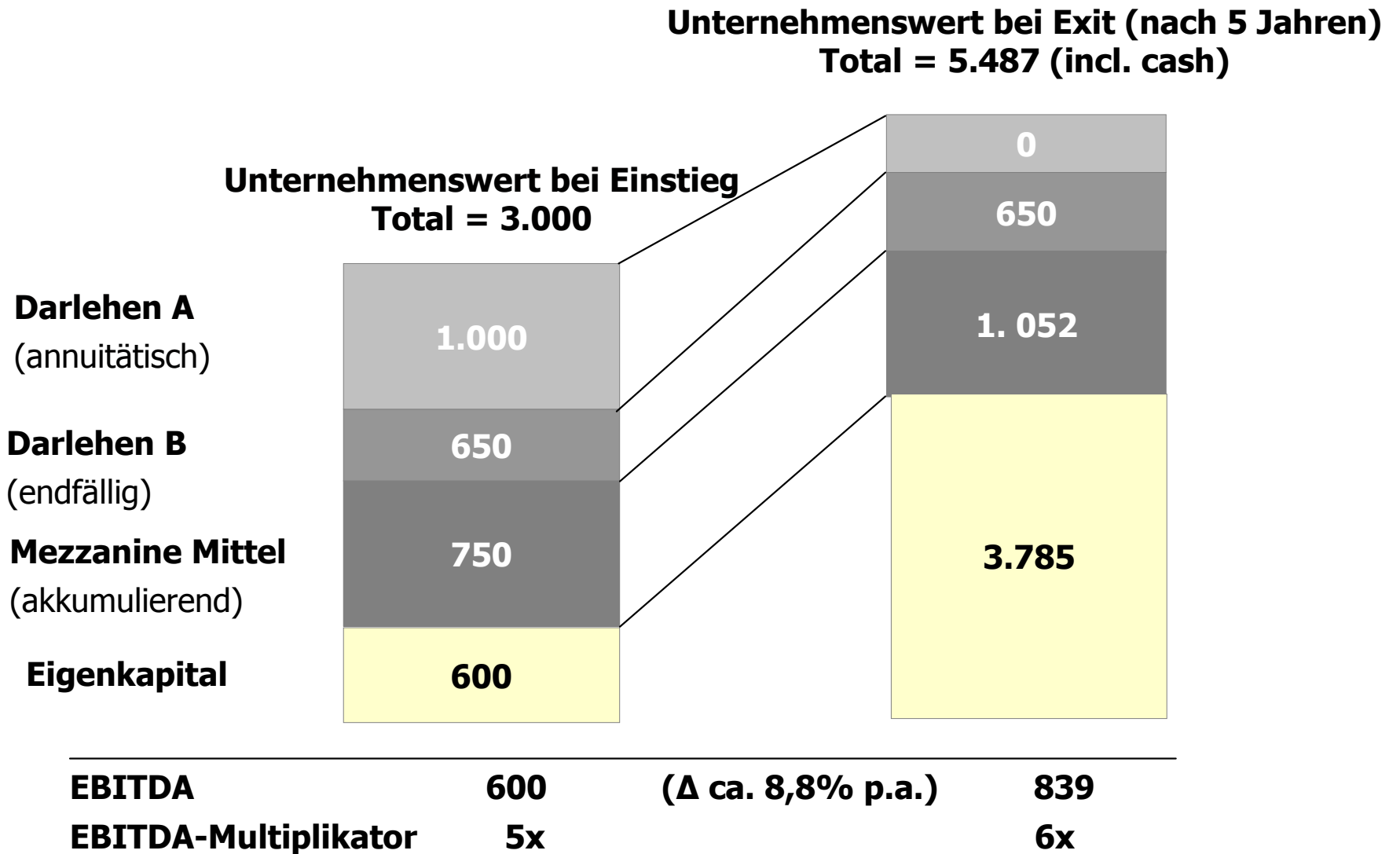
		<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Öffentliche Fördermittel						
endfällig, akkumulierend						
Zinsen	7%	54	58	62	67	71
Stand Jahresanfang		750	803	859	919	983
Stand Jahresende		803	859	919	983	1.052
Darlehen A						
Zinsen	9%	81	63	45	27	9
Tilgung 5Jahre, annuitätisch		200	200	200	200	200
Stand Jahresanfang		1000	800	600	400	200
Stand Jahresende		800	600	400	200	0
Darlehen B						
Zinsen	11%	71,5	71,5	71,5	71,5	71,5
Tilgung endfällig		650	650	650	650	650
Summe Tilgungen		200	200	200	200	200
Summe Zinskosten		153	135	117	99	81

3. Cash Flow

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Umsatz	4.000	4.280	4.622	5.085	5.593
<i>Wachstumsrate</i>	<i>7,00%</i>	<i>8,00%</i>	<i>10,00%</i>	<i>10,00%</i>	<i>10,00%</i>
EBITDA	520	556	647	712	839
<i>Marge</i>	<i>13,00%</i>	<i>13,00%</i>	<i>14,00%</i>	<i>14,00%</i>	<i>15,00%</i>
Investitionen Sachanlagen	125	150	200	200	225
Investitionen working capital	20	56	68	92	102
Free Cash Flow vor Kapitaldienst	375	350	379	419	512
Tilgungen	200	200	200	200	200
Zinskosten	153	135	117	99	81
<i>Zinsdeckung</i>	<i>3,4</i>	<i>4,1</i>	<i>5,6</i>	<i>7,2</i>	<i>10,4</i>
FCF nach Kapitaldienst	23	16	62	121	232
Netto-Cashposition (Jahresende)	23	38	101	221	453
verzinsliche Fremdmittel					1.702
Netto-Finanzposition					-1.249

3

3



- _ Mindest-Eigenkapitalausstattung erforderlich, aber in der Regel begrenzte private Mittel der Manager
- _ Ist mit Einblicks- und Eingriffsrechten verbunden: heilsamer Zwang zu effizientem Controlling und zur grundsätzlichen Bereitschaft zu transparenter Unternehmensführung
- _ Erhöht Verschuldungskapazität und ermöglicht es, sich bietende Wachstumschancen wahrzunehmen
- _ Begrenzung der Fremdkapitalerschuldung vermindert Anfälligkeit auf operative Schwankungen bzw. Planabweichungen
- _ Vielzahl öffentlicher Fördermittel für die sog. „übernehmende Gründung“ (MBG, UBG, ca. 1.000 Förderrichtlinien und ca. 3.000 Förderprogramme)

- _ Kaufobjekt oder Käufer müssen „förderungswürdig“ sein
 - Käufer, die dadurch in die Selbständigkeit gehen
 - Tätige Beteiligung, also geschäftsführende Funktion des Bewerbers
 - Unternehmerische Beteiligung (also 100% der Anteile)

- _ Käufer muss sich „in angemessenem Umfang“ mit Eigenmitteln beteiligen (wie hoch hängt vom Förderprogramm ab)

- _ Darlehen müssen banküblich besichert sein

- _ Mehrfachförderung aus einem Programm nicht möglich, aber Kombination verschiedener Programme

- _ Kein Rechtsanspruch; Anträge über die Hausbanken

- _ Kauf darf nicht vor Einreichung der Förderanträge vollzogen sein, d.h. Nachfinanzierungen und Umschuldungen werden i.d.R. nicht gefördert

beispielhaft: MBG Baden-Württemberg

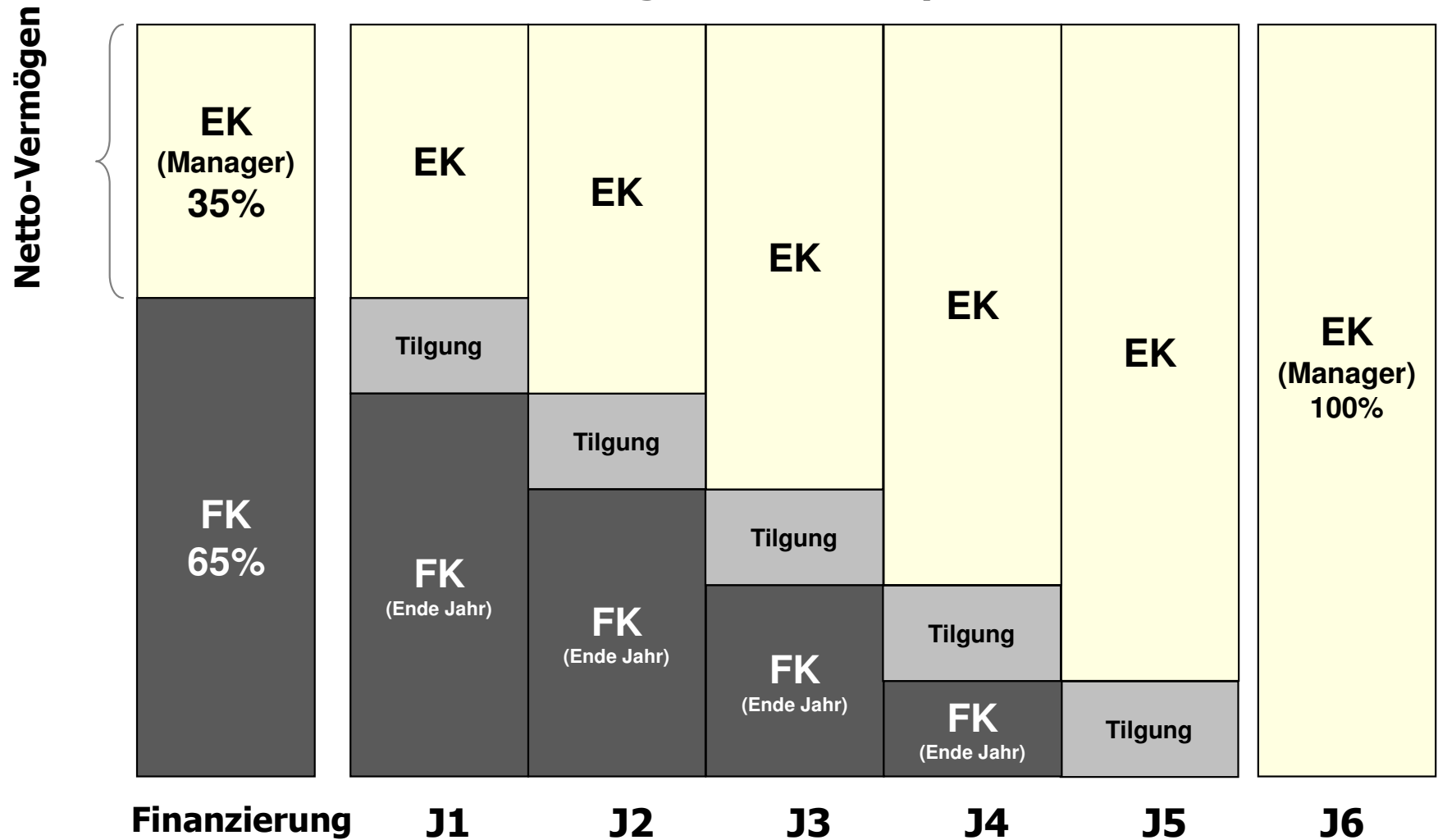
- _ Typischerweise eine sog. „Stille Beteiligung“
- _ Max. Beteiligungshöhe 1 Million €
- _ Keine Betriebsmittelfinanzierung oder Umschuldung
- _ Schlüssiges Unternehmenskonzept
- _ Persönliche Garantie des geschäftsführenden Gesellschafters
- _ Laufzeit 10 Jahre, vorzeitige Tilgung möglich
- _ Kosten: feste Verzinsung plus erfolgsabhängige Rendite, Bearbeitungsgebühr

beispielhaft: MBG Baden-Württemberg

- _ Mischung aus Eigen- und Fremdkapital
- _ Im Konkursfall nachrangig, d.h. Rendite höher als bei „klassischem“ FK
- _ Flexible Ausgestaltung der Zins- und Tilgungsregelung, damit im Bedarfsfall reduziertes Insolvenzrisiko
- _ Steuerlich vorteilhaft, sofern Zinsen als Betriebsaufwand gelten
- _ Erleichtern es dem Manager, seinen Anteil am stimmberechtigten EK hoch zu halten, d.h. unternehmerischen Einfluss zu sichern, und zugleich eine relativ hohe bzw. befriedigende EK-Quote zu erreichen

Finanzierung/Amortisation (Ohne EK-Partner)

Rückzahlung des Fremdkapitals in Jahr 1 bis 5

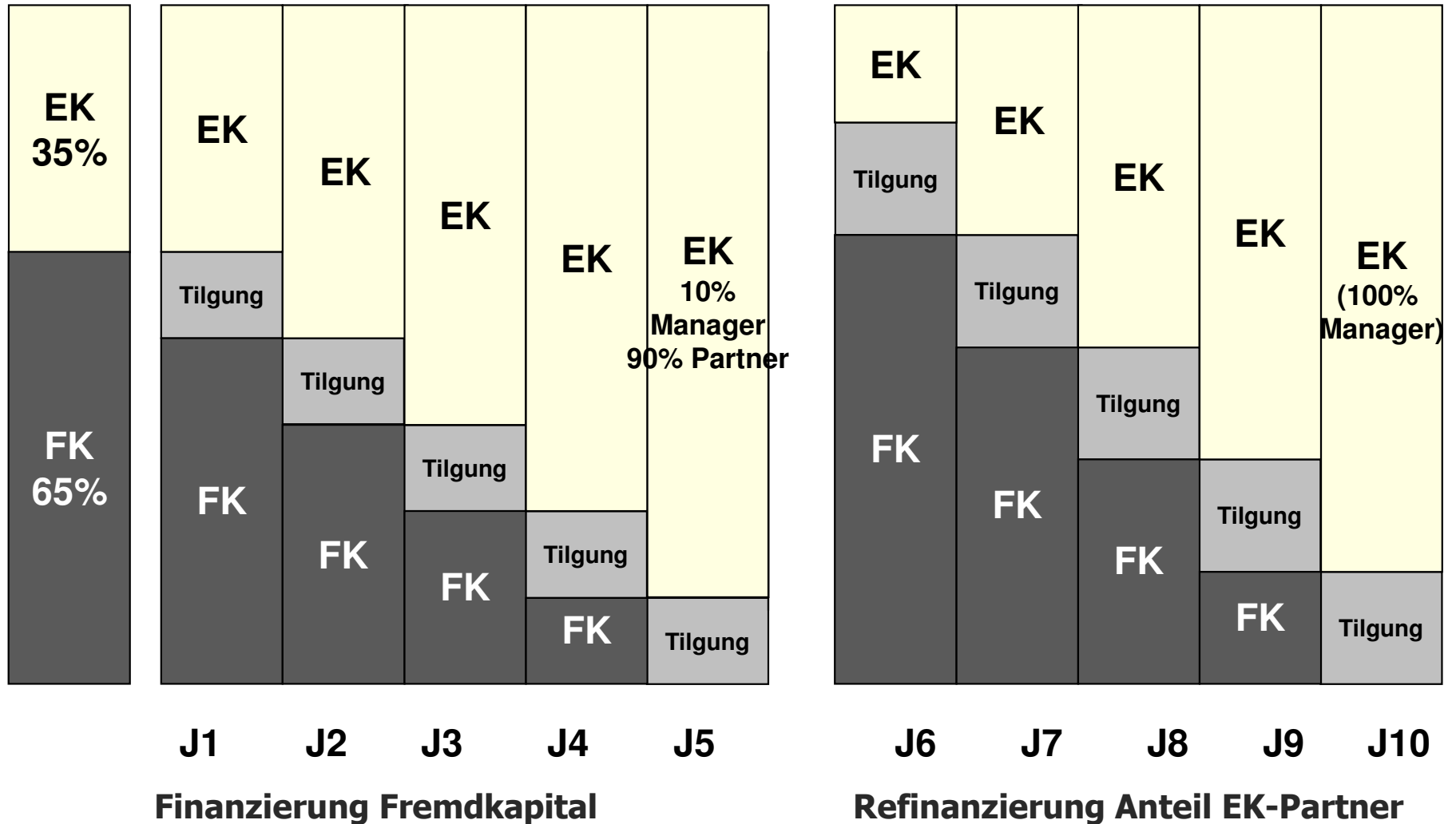


3

Finanzierung/Amortisation (Mit EK-Partner)

Rückzahlung des Fremdkapitals und des Eigenkapitals in Jahr 1 bis 10

3



4

Praxisbericht Westend-Gruppe

Gesamtumsatz der Gruppe im Geschäftsjahr 2005/06: ca.102 Mio. €

Gesamtzahl Mitarbeiter: ca. 310



Eine der führenden deutschen Rollen-Offset Druckereien (heat-set) mit Schwerpunkt im Bereich Inline-Fertigung (Prospekte) mit 5 großen Rotationsmaschinen von 16-64 Seiten Umfang.

4



Marktführer in Deutschland auf dem Gebiet der Vermarktung von Messemedien für die großen Messestandorte in Deutschland

LEIPZIGER MESSE

Messen nach Maß!

 **Messe Berlin**




Messe
Düsseldorf

 **koelnmesse**
we energize your business



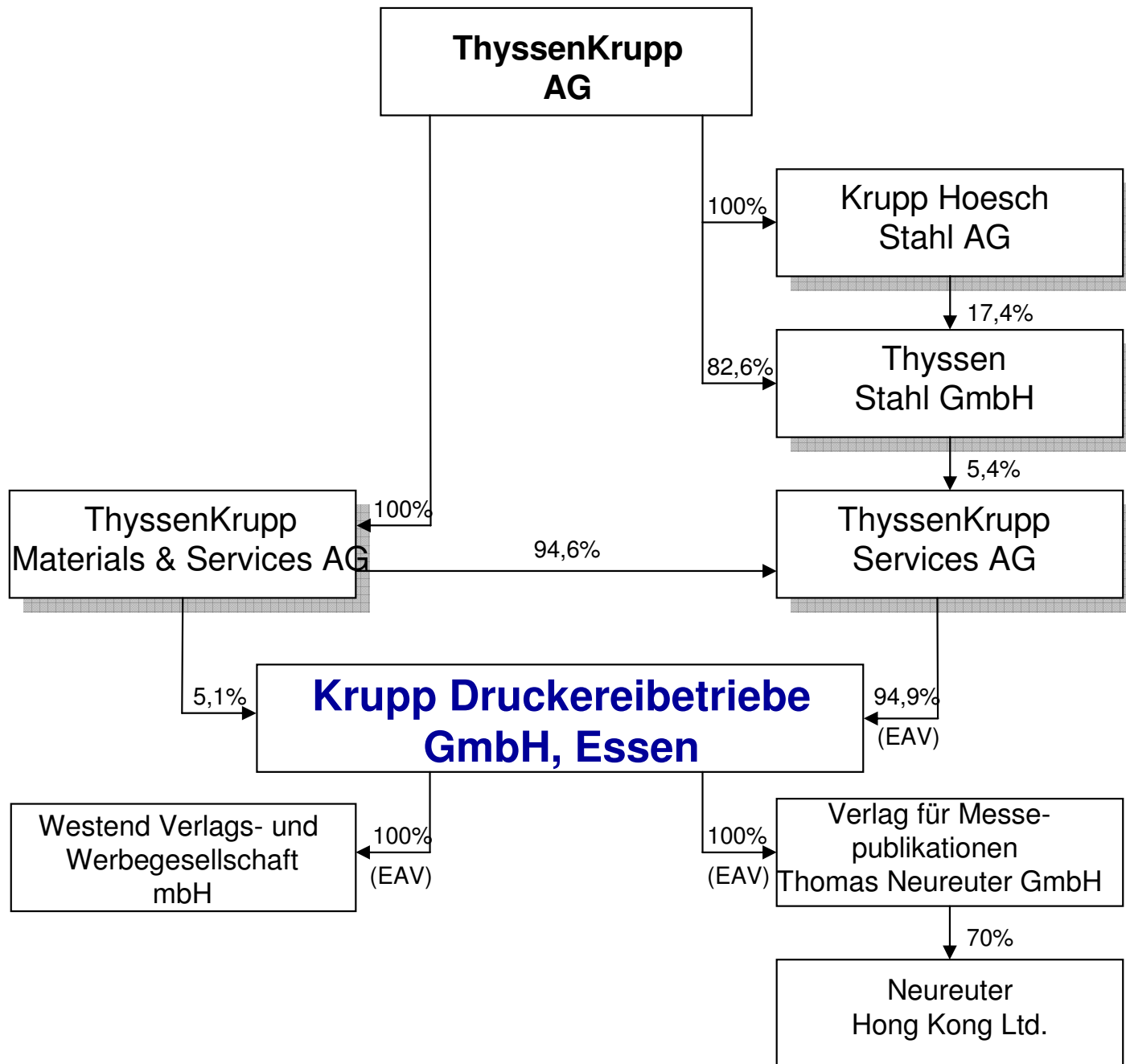
Messe Stuttgart



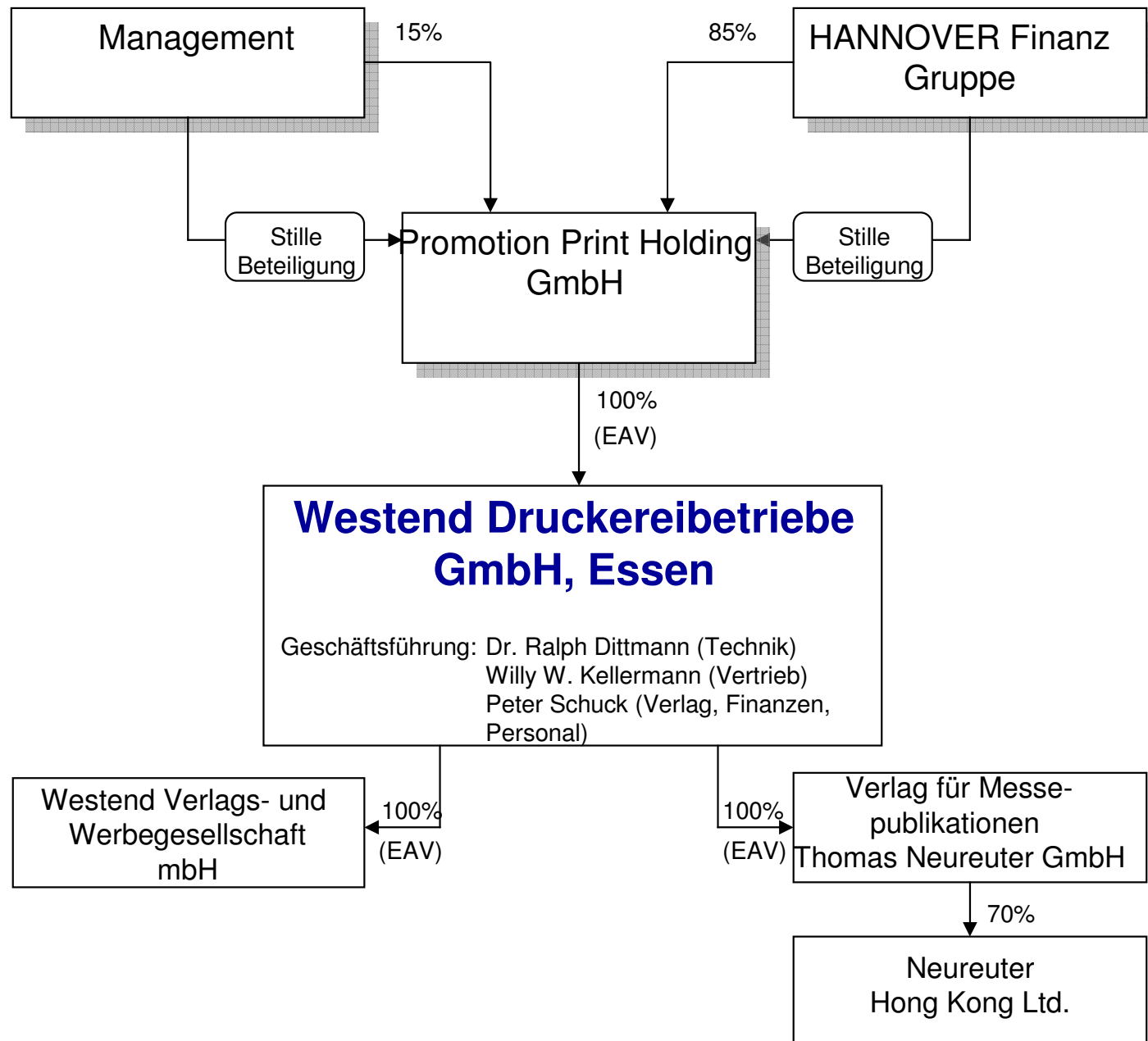
 **Deutsche Messe**
Hannover · Germany

Gesellschaftsrechtliche Ausgangsstruktur (2005)

4



Aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur





Ausgestaltung der Investitionen

- Schwerpunkt: Offene Eigenkapitalbeteiligungen.
- Ergänzend: Mezzanine (Stille Beteiligungen, Gesellschafterdarlehen, Genussscheinkapital).
- Wachstumsfinanzierungen: Im Regelfall Minderheitsbeteiligungen.
- MBO/MBI: Im Regelfall Mehrheitsbeteiligungen.
- Unternehmensindividuelle Ausgestaltung der Verträge.
- „Evergreen Fonds“ sichern Beteiligungen ohne Laufzeitbegrenzung; Laufzeit durchschnittlich 7 – 9 Jahre.
- Equity Abschnitte ab T€ 5.000 bis T€ 30.000.
- Üblicherweise Syndizierung innerhalb der HANNOVER Finanz Gruppe.
- Bei größeren Projekten weitere Syndizierung mit befreundeten Beteiligungsgesellschaften.



Investitionsstrategie

Zielgruppe

- Erfolgreiche, wachsende Unternehmen.
- Produktions-, Handels- und Dienstleistungssektor.
- Umsatzvolumen ab T€20.000.
- Kein Branchenschwerpunkt.

Auswahlkriterien

- Kompetentes Management.
- Gute Marktposition.
- Stabiler Cash-Flow.
- Gute Ertragsperspektive.
- Aussagefähiges, geordnetes Rechnungswesen.
- Keine Sanierungen.

5

Praktische Tipps für Buyout-interessierte Manager

- _ Unterziehen Sie das Kaufobjekt frühzeitig einer kritischen Prüfung auf Eignung für einen fremdfinanzierten Kauf
- _ Beziehen Sie Berater mit ein: (a) zur Beurteilung der Machbarkeit, (b) als Moderator gegenüber dem Verkäufer und (c) als Experte für Finanzierungskonzepte und Gespräche mit Kapitalgebern
- _ Ziehen Sie Finanzierungspartner für Eigen- und Fremdkapital frühzeitig und mit einem stringenten Buyout-Konzept in die Gespräche ein
- _ Machen Sie sich unbedingt eine realistische Vorstellung über die zeitliche und nervliche Belastung
- _ Versichern Sie sich der Unterstützung Ihrer Familie, auch was die damit verbundenen finanziellen Belastungen angeht
- _ Schulen Sie sich frühzeitig in Cash Flow – Denken, zumindest, wenn Sie fremd finanzieren müssen
- _ Sofern Sie einen MBO als Abwehr gegen einen Verkauf durchführen wollen: seien Sie sich Ihrer realistischen Position bewusst und gehen Sie korrekt mit Ihren Loyalitätspflichten um



Bartholomäus & Cie.

Mendelssohnstraße 72
60325 Frankfurt

Tel 06257 507626

Fax 06257 507625

E-Mail bartholomaeus@ba-cie.de

www.ba-cie.de

Westend Druckereibetriebe

Westendstraße 1
45143 Essen

Tel 0201 1006 111

Fax 02011006 125

E-Mail p.schuck@westenddruck.de

www.westenddruck.de