

Offen gesprochen

Nachfolgeregelung im Niedrigzinsumfeld –
Sind fehlende (Anlage-) Alternativen wirklich ein Grund, nicht zu veräußern?

„Erstens fehlen den Besitzern im Niedrigzinsumfeld rentable Alternativen. Zweitens läuft es für deutsche Firmen gut. Beides zusammen führt dazu, dass Familienunternehmer oft selbst dann an ihrem Besitz festhalten, wenn sie aus dem operativen Geschäft aussteigen wollen und keinen Nachfolger haben.“ Dieses Zitat aus einer führenden Publikation zum Corporate-Finance-Markt und ähnliche Statements hört man aktuell sowohl von M&A-Beratern als auch von Private-Equity-Investoren immer wieder, wenn es um die Frage geht, warum die Anzahl mittelständischer Transaktionen, insbesondere sogenannter Primaries, also der Veräußerung von Unternehmen aus dem Familienbesitz in Deutschland, rückläufig ist. Aus unseren Diskussionen mit Unternehmern kennen wir diese Argumentation natürlich auch – es stellt sich allerdings zunehmend die Frage: Wie sieht eine Lösung für Unternehmer aus, die ihre Nachfolge trotzdem regeln wollen?

Hierzu muss man zunächst die Entscheidungssituation der Unternehmer bzw. der Gesellschafter im Vorfeld eines Transaktionsprozesses betrachten. Situationen, in denen Eigentümer mittelständischer Unternehmen ihre Gesellschaft beispielsweise an einen strategischen Käufer veräußern, bieten eine hohe Transaktionslogik. Strategische Käufer sind regelmäßig in der Lage, Synergien bei der Ermittlung des Kaufpreises zu berücksichtigen und können daher meist hochattraktive Kaufpreise bieten. Häufig besteht durch die Kombination der beiden Unternehmen auch eine bessere Entwicklungsperspektive für die Zukunft. Transaktionen mit einem solchen Hintergrund sind auch im aktuellen Niedrigzinsumfeld für die Verkäufer meist attraktiv und

werden durchgeführt. Ähnlich verhält es sich mit Transaktionen, die aus Gesellschafterkonflikten entstehen. Auch hier stellen das Niedrigzinsumfeld und ggf. weniger rentable Anlagealternativen ein eher untergeordnetes Entscheidungskriterium dar.

Doch was soll man tun, wenn tatsächlich „nur“ der mutmaßlich faire Unternehmenswert geboten wird und andere Entscheidungsparameter eher eine untergeordnete Rolle spielen?

Auch hier ist es sinnvoll, im Vorfeld eines Transaktionsprozesses zunächst die Entscheidungssituation zu analysieren. Dabei spielt insbesondere die Frage nach einer familieninternen Nachfolgeregelung eine wichtige Rolle. Gibt es einen Nachfolger, der neben der Gesellschafterrolle auch die Geschäftsführung übernehmen kann und soll, stellt sich die Frage nach einer externen Nachfolgeregelung im Regelfall gar nicht erst. Ist eine familieninterne Lösung nicht möglich oder nicht gewünscht, kommt als Alternative die Rekrutierung externer, familienfremder Geschäftsführer in Betracht. Ein solcher Schritt ist allerdings viel komplexer, als er im ersten Moment erscheinen mag.

Es ergibt sich somit häufig eine Situation, in der ein Unternehmer 100% der Anteile veräußern möchte, ohne sich rückzubeteiligen und ohne künftig noch für einen längeren Zeitraum als Manager zur Verfügung zu stehen. Zudem weisen viele Unternehmen aufgrund der Marktsituation sehr gute Ergebnisse auf. Parallel werden von Beratern bei den Vorgesprächen zu einem Verkauf häufig Transaktionsmultiplikatoren von M&A-Transaktionen herangezogen, die oftmals unter der

Beteiligung strategischer Käufer erzielt wurden, oder es wird auf eine Peer Group vermeintlich vergleichbarer börsennotierter Unternehmen abgestellt. Beide Verfahren führen im aktuellen Niedrigzinsumfeld zu hohen Bewertungserwartungen.

Grundlage für die Ermittlung des fairen Wertes ist allerdings die erwartete zukünftige Entwicklung des Unternehmens. Diese Zukunftserwartungen werden naturgemäß vom Unternehmer vergleichsweise positiv eingeschätzt. Zudem wird die Abhängigkeit des zukünftigen Erfolges von der eigenen Managementleistung des Unternehmers durch den Unternehmer selbst und den Finanzinvestor in der Regel unterschiedlich eingeschätzt. Während der Finanzinvestor eine hohe Abhängigkeit sieht, kommt es seitens des Unternehmers zu der Aussage: „Ein guter Fremdmanager kann das auch“. Schon die divergierenden Zukunftserwartungen führen also häufig zu unterschiedlichen Wertvorstellungen zwischen Unternehmer und Finanzinvestor. Zieht der Unternehmer dann noch die ihm als vermeintlich relevant vermittelten Bewertungsmultiplikatoren aus vergleichbaren M&A-Transaktionen oder börsennotierter Unternehmen heran, vergrößert sich die Lücke zwischen der Wertvorstellung des Finanzinvestors und der des Unternehmers meist noch mehr.

In dieser Situation gewinnt die Frage nach einer Rückbeteiligung des Unternehmers oder seines eigenen Verbleibs in der Geschäftsführung wieder an Bedeutung. Denn sowohl eine Rückbeteiligung, als auch der Verbleib in der Geschäftsführung führen zu einer Interessengleichheit zwischen Finanzinvestor und Unternehmer. Der Finanzinvestor kann seine Risikoabschläge reduzieren bzw. seinen Kaufpreis erhöhen. Darüber hinaus partizipiert der Unternehmer über seine Rückbeteiligung an künftigen Wertsteigerungen. Insbesondere im aktuellen Niedrigzinsumfeld sind gerade diese Punkte häufig das Zünglein an der Waage. Denn die Bewertungen, die ohne solche Strukturen erreicht werden,

liegen häufig deutlich unterhalb von Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen mit strategischer Beteiligung oder unterhalb der von börsennotierten Vergleichsunternehmen.

Erstaunlicherweise war dies bis zum Beginn der Niedrigzinsphase auch nicht anders, allerdings konnte der Unternehmer sein Risiko bei der Wiederanlage des Kaufpreises deutlich reduzieren und mit der Investition in Staatsanleihen trotzdem Renditen zwischen 4% und 6% erzielen. Damit war die Kaufpreiselastizität der Veräußerer grundsätzlich höher. Dies ist heute definitiv nicht mehr der Fall. Ganz im Gegenteil: Der Unternehmer muss in Assetklassen wie Immobilien, Anleihen oder Aktien investieren, die in seiner Wahrnehmung riskanter sind als die Investition in das eigene Unternehmen, um Renditen zu erzielen, die in der Regel unterhalb seiner bisherigen Unternehmerrendite liegen. Insbesondere können kaum signifikante laufende Erträge erzielt werden. Bei einer nahezu risikolosen Wiederanlage muss der Unternehmer somit laufende Kosten aus dem Vermögen tragen. Eine Vorstellung, die vielen Unternehmern zuwider läuft.

Doch wie kann es zu einem solchen ökonomischen Paradoxon, einem mutmaßlich zu geringen Kaufpreis bei gleichzeitig unattraktiven Anlagealternativen kommen? Die Antwort liegt zum einen in der Renditeanforderung der Finanzinvestoren, die sich trotz des aktuellen Niedrigzinsumfeldes nur geringfügig angepasst hat – Finanzinvestoren kalkulieren nach wie vor mit Renditen $> 15\%$ und bieten daher Kaufpreise, die für den Unternehmer auf den ersten Blick nicht attraktiv sind. Zum anderen liegt ein Teil der Antwort in der Risikoeinschätzung der Unternehmer – sie schätzen eine Investition in ihr Unternehmen eben als deutlich weniger volatil ein als andere Marktteilnehmer, insbesondere als Finanzinvestoren. Darüber hinaus muss man festhalten, dass – im historischen Vergleich – das Niedrigzinsumfeld und die aktuell sehr gute konjunkturelle Situation zwar zu attraktiven

Kaufpreisen führen, dieser Aspekt durch die Reduzierung der Bewertung auf Kaufpreismultiplikatoren aber häufig verzerrt dargestellt wird. Die hohen aktuellen Unternehmensergebnisse führen rein mathematisch zu eher geringen Multiplikatoren. Diese relative Betrachtung lässt allerdings die zukünftige Entwicklung und die Ertragsprognosen außen vor. Reduzieren sich die Ergebnisse in den nächsten Jahren nur leicht, wirkt der Kaufpreis oftmals schon wieder fair. Trotz allem ist eine häufige Schlussfolgerung: Ich behalte mein Unternehmen, lasse mir über die nächsten Jahre Dividenden ausschütten und verkaufe das Unternehmen zu einem besseren Zeitpunkt zu einem attraktiveren Preis.

Grundsätzlich ändert die Bewertungsfrage allerdings nichts an der Logik, die dazu geführt hat, nach einer familienexternen Nachfolgeregelung durch den Verkauf an einen Finanzinvestor zu suchen. Will sich der Unternehmer aus dem Management zurückziehen, kommt nur die Fortführung innerhalb der Familie oder die Involvierung eines Fremdmanagements als Alternative zum Unternehmensverkauf in Frage. Dies führt uns zu der Frage zurück, ob die Installation eines Fremdmanagements eine Alternative zum Exit über einen Finanzinvestor ist. Zunächst spielt dabei die Größe des Unternehmens eine nicht ganz unerhebliche Rolle. Gute Manager wollen entsprechend entlohnt werden und ohne die Möglichkeit, sich im Rahmen der Transaktion zu beteiligen (häufig in Form von sog. Sweet Equity), ist es schlichtweg schwierig, geeignete unternehmerisch denkende Manager zu finden. Darüber hinaus ist es ein schmaler Grat zwischen der unternehmerischen Freiheit, die ein neues Management braucht, und einer angemessenen Kontrolle durch den Gesellschafter. Nicht selten hat man den Fall, dass Geschäftsführer dann doch häufiger ausgetauscht werden, als das im Rahmen einer kontinuierlichen Entwicklung wirklich sinnvoll wäre. Oder – ganz im Gegenteil – es ergeben sich hohe Abhängigkeiten des Gesellschafters

von einem starken Management, das dann in Fragen der Unternehmensführung, aber insbesondere auch im Rahmen späterer Transaktionen, Eigeninteressen entwickelt, die nicht immer deckungsgleich mit den Interessen des Gesellschafters sind. Letztendlich sind das genau die Risiken, die auch ein Finanzinvestor bei einem Komplettausstieg des Unternehmers mit einpreist.

Doch was ist nun die Schlussfolgerung? Zunächst gibt es natürlich nicht die eine Lösung für eine solch komplexe Entscheidungssituation. Allerdings ist es häufig die Frage nach der realistischen Abwägung der Alternativen: Kaufpreis heute vs. zukünftige Ergebnissicherheit. Insbesondere bei kleineren bis mittelgroßen Unternehmen bestehen objektive Risiken, die mit der Veränderung der Gesellschafterstruktur einhergehen. Neben den klassischen Punkten wie dem frühzeitigen Aufbau einer externen Geschäftsführung sowie der frühzeitigen Einführung klarer und transparenter Corporate-Governance- und Reporting-Strukturen ist es vor allem die frühzeitige Entscheidung, das Unternehmen zu verkaufen und dabei auch eine gewisse Übergangsphase einzuplanen, die eine gelungene Nachfolgeregelung ausmachen. Denn durch einen fließenden Übergang und eine Rückbeteiligung des Unternehmers können die Risiken fair auf Käufer und Verkäufer verteilt werden. Letztlich geht es für beide Parteien darum, eine Brücke zu bauen, über die man mit gutem Gefühl geht und damit darum, das Gefühl einer fairen Transaktion zu haben. Dieses Gefühl ist unabhängig von der aktuellen Zinssituation.

Ken Kinscher, Corporate Finance
September 2016

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798