

## Themen in dieser Ausgabe:

Unternehmerische Minderheitsbeteiligungen	6
Familiengesellschaften	9
Familienstrategie - DIE Herausforderung für Familienunternehmer	13
Unternehmensnachfolge: Typische Nachfolgeprobleme	18
Mit Unternehmensgeschichten den Generationswechsel erfolgreich gestalten	24
Post Merger Integration	26
Unternehmensverkauf - und dann?	36
Das Drei-Töpfe-Konzept - für einen guten Schlaf	41

## Management-Buy-Out-Praxisbeispiel: Cryotherm GmbH & Co. KG, 57548 Kirchen/Sieg

MBO-/MBI-Unternehmensübernahmen müssen keinesfalls mit gewagten Übernahmefinanzierungen erfolgen. Solide eigenkapitalgeprägte Finanzierungen - auch bei 2- und 3-stelligen Millionen-Kaufpreisen - sind keine Ausnahme.



**Karl A. Niggemann**, Niggemann & Partner GmbH  
[k.a.niggemann@ifwniggemann.de](mailto:k.a.niggemann@ifwniggemann.de)

Vor mehr als 30 Jahren schrieb ich in der Fachzeitschrift „Der Aufstieg“ (Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler) zum Thema „Vom Manager zum Unternehmer“. Der Bericht erschien damals in der Rubrik „Erfolgsideen“.

Die „Erfolgsidee“ hat sich zwischenzeitlich in der Praxis vielfach bestätigt. Interessierten Führungskräften und Unternehmern können wir sehr viele Referenzen für den Beleg dieser Erfolgsidee benennen.

» Fortsetzung auf Seite 2



### » Fortsetzung von Seite 1

Das jüngste Beispiel einer Management-Buy-Out-Beratung ist die Nachfolgeregelung der Firma Cryotherm GmbH & Co. KG, 57548 Kirchen/Sieg. Dieses 1923 gegründete Unternehmen ist ein Spezialist für die Herstellung von vakuum-superisolierten Behältern und Leitungen für tiefkaltverflüssigte (kryogene) Gase, wie Stickstoff, Sauerstoff, Argon, Wasserstoff und Helium. Diese kommen sowohl in der Industrie - beispielsweise in der Chemie, der Biotechnologie, der Lebensmittel-, der Luft- und Raumfahrtindustrie - als auch in Medizin und Forschung zum Einsatz. Das Unternehmen beschäftigt aktuell 63 Mitarbeiter und war in den letzten Jahren wirtschaftlich stets erfolgreich.

Die Alleingesellschafterin des Unternehmens hat die strategische Entscheidung getroffen, sich auf das Kerngeschäft zu konzentrieren. Deshalb sollte das Unternehmen verkauft werden.

Der seit Januar 2011 im Unternehmen tätige Geschäftsführer, Dipl.-Kfm. Peter Siara, sowie vier Führungskräfte der zweiten Führungsebene, haben die Chance genutzt und gemeinsam mit geeigneten Partnern 100 % des Kapitals der Gesellschaft übernommen.

## Motive für Führungskräfte

In zunehmendem Umfang streben Führungskräfte unternehmerische Herausforderungen an. Dafür gibt es einige Motive:

- Übernahme unternehmerischer Verantwortung
- Selbstständigkeit und Entscheidungsfreiheit
- Wunsch nach Bildung von Vermögen durch die Entwicklung von Firmenwerten
- Abneigung gegen Konzerndirektiven
- Abneigung gegen langfristige Entscheidungsprozesse
- Abneigung gegen neue Eigentümer für den Fall des Verkaufs an einen anderen Investor

Dass die Ziele überwiegend erreicht werden, bestätigen auch die MBO-/MBI-Investitionen spezialisierter Fonds, sowohl in Deutschland als auch in Europa und den USA.

## Weshalb Verkauf an Führungskräfte?

Familienunternehmer, die sich entschieden haben, ihr Unternehmen zu verkaufen, sind daran interessiert, den „besten“ Käufer zu finden. Das können in Einzelfällen diejenigen Investoren sein, die bereit sind, einen maximalen Unternehmenskaufpreis zu zahlen. Familienunternehmer denken jedoch nicht nur an die Maximierung des Verkaufspreises. So haben die Wahrung der Unternehmenstradition, die langfristige Fortführung von Firmennamen und Standorten sowie die Sicherheit für die

Arbeitsplätze der Arbeitnehmer eine außerordentlich große Bedeutung bei der Auswahl geeigneter Käufer.

Eine Käufergruppe können Führungskräfte sein - sowohl aus dem Unternehmen als auch externe Führungskräfte. Nicht selten gibt es auch eine Kombination zwischen Führungskräften des Unternehmens und einer externen Führungskraft.

Unternehmer, die ihre Unternehmen an Führungskräfte verkauft haben, nennen diese Motive für ihre Käuferentscheidung:

- Wahrung der Unternehmenstradition (Firmenname, Standorte)
- Kein Verkauf an Wettbewerber
- Kein Risiko der „Ausforschung“ durch strategische Interessenten
- Geringere Gewährleistungsprobleme
- Erhaltung der Beschäftigungsstruktur
- Geringere öffentliche Aufmerksamkeit

Ein entscheidender Vorbehalt von Unternehmern ist: Führungskräfte sind nicht in der Lage, einen angemessenen Kaufpreis für das Unternehmen zu zahlen. Selbst, wenn die Möglichkeit besteht, über Existenzgründungsdarlehen und Akquisitionsfinanzierungen eine Kaufpreisfinanzierung sicherzustellen, haben viele Unternehmer hinsichtlich der finanziellen Solidität der Käufer Bedenken. Tatsächlich gibt es für Führungskräfte heute die Möglichkeit, Eigenkapitalpartner mit in ein Übernahmekonzept einzubinden, die auf diese Weise Teile ihres Vermögens investieren. Nicht wenige vermögende Haushalte investieren gern zwischen 5 % und 15 % des Gesamtvermögens in unternehmerische Direktbeteiligungen. Da Führungskräfte zur Unternehmensführung prädestiniert sind, zählen sie zu den besonders beliebten Partnern.

MBO-/MBI-Unternehmensübernahmen müssen keinesfalls mit gewagten Übernahmefinanzierungen erfolgen. Solide eigenkapitalgeprägte Finanzierungen - auch bei 2- und 3-stelligen Millionen-Kaufpreisen - sind keine Ausnahme. Viele dieser Investoren finanzieren derartige Übernahmen ausschließlich aus Eigenkapital.

## Partnerauswahl der Führungskräfte

Führungskräfte, die die Möglichkeit haben, das von ihnen geleitete Unternehmen zu erwerben oder die die Chance nutzen wollen, ein anderes Unternehmen, welches sie führen möchten, zu erwerben, können unterschiedliche Eigenkapitalpartner einbinden. Dabei kann es sich beispielsweise um „typische“ Finanzinvestoren handeln, die sich mit Kapital engagieren - überwiegend allerdings mit begrenztem Zeithorizont. Ziel dieser Investoren ist die Wertmaximierung innerhalb relativ kurzer Zeit. Diese Investoren möchten nach einer Dauer von 3-7 Jahren die Beteiligung weiterveräußern und dabei einen höchstmöglichen Veräußerungsgewinn erzielen. Diese Zielsetzung kann sich z. B. sehr gut mit der Planung älterer Führungskräfte decken. Diese Führungskräfte möchten



**Der APOLLO®-Behälter ist ein vakuumsuperisolierter Druckbehälter aus korrosionsbeständigem Edelstahl zum Speichern von Stickstoff, tiefgekühlt-flüssig**

gern ihr Know-how nutzen, um von der Entwicklung des Firmenwerts zu profitieren. Nicht selten konnten Führungskräfte dadurch die Altersversorgung sehr komfortabel sicherstellen.

Andere Führungskräfte haben jedoch das Ziel, ein Unternehmen zu übernehmen und dieses langfristig als Familienunternehmen zu führen. Nicht selten ist damit auch die Hoffnung verbunden, ein derartiges Unternehmen auf die nächste Familiengeneration übertragen zu können.

Diese Führungskräfte benötigen andere Eigenkapitalpartner, welche daran interessiert sein sollten, gemeinschaftlich mit den Führungskräften eine werthaltige unternehmerische Beteiligung zu erhalten. Erfahrungsgemäß werden dabei Renditen erwirtschaftet, die deutlich attraktiver sind als an den organisierten Kapitalmärkten erwirtschaftet werden können.

Derartige Eigenkapitalpartner können z. B. ehemalige Unternehmer sein, die Teile ihres Vermögens in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren.

Ehemalige Unternehmer können jedoch auch hervorragende Sparringspartner für Führungskräfte sein, denn sie verfügen über Know-how und häufig sehr umfangreiche Netzwerke. Das können z. B. Auslandskontakte oder Erfahrungen in der Ziel-Industrie sein. Nicht selten haben diese Ei-

genkapitalpartner die Internationalisierung von MBO-/MBI-Unternehmen erreicht und konnten neue Kundengruppen erschließen und dadurch Wachstum und Ertragskraft sicherstellen. Know-how und Netzwerk sind bei derartigen Projekten wichtiger als Kapital.

Im Rahmen des Cryotherm-Management-Buy-Out wurde selbstverständlich die Chance genutzt, einen qualifizierten Beirat zu initiieren. Neben einem erfahrenen Unternehmer (Dipl.-Ing. und Dipl.-Kfm.) und dem Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft gehöre ich diesem Gremium an. Das Gremium soll noch durch einen branchenerfahrenen Spezialisten ergänzt werden. Ziel des Gremiums ist, die Geschäftsführung wirkungsvoll bei der Zielerreichung zu unterstützen.

Gelegentlich binden Führungskräfte jedoch auch andere Unternehmen als Eigenkapitalpartner mit ein. Es gibt sehr erfolgreiche Unternehmen, die in den angestammten Tätigkeitsbereichen keine wirtschaftlich sinnvollen Investitionsmöglichkeiten mehr haben. Diese Unternehmen sind durchaus auch an unternehmerischen Minderheitsbeteiligungen interessiert, die gemeinschaftlich mit Führungskräften übernommen werden. Zum Teil sind diese Eigenkapitalpartner sehr passiv. Es gibt jedoch auch aktive industrieorientierte Eigenkapitalpartner, die Unternehmen wirkungsvoll unterstützen können. Gerade, wenn es um die Internationalisierung geht, können aktive industrieorientierte Partner von Vorteil sein.



Natürlich sind auch die individuellen Regelungen für Führungskräfte von entscheidender Bedeutung. Bei der Firma Cryotherm GmbH & Co. KG wurde zwischen Stammkapital und Gesellschafterdarlehen so differenziert, dass das Führungsteam die gesellschaftsrechtliche Mehrheit übernommen hat. Die ehemaligen Unternehmer als Mit-Investoren halten eine gesellschaftsrechtliche Minderheitsbeteiligung - haben dafür aber in erhöhtem Umfang Gesellschafterdarlehen zur Verfügung gestellt. Bei dieser Gesellschaft ist eine solide Übernahmefinanzierung nach konservativen Grundsätzen sichergestellt worden.

Die Praxis bietet Führungskräften unterschiedliche Anreizsysteme, z. B. beim Erwerb von Gesellschaftsanteilen. Die Eigenkapitalpartner leisten im Verhältnis zum Anteil am Gesellschaftskapital überdurchschnittliche Gesellschafterdarlehen oder zahlen in die Rücklagen der Gesellschaft ein. Darüber hinaus kann den Führungskräften auch die Möglichkeit gegeben werden, zu späteren Terminen zusätzliche Gesellschaftsanteile zu Vorzugskonditionen übernehmen zu können. Wird z. B. das angestrebte Ziel erreicht oder übertroffen, besteht die Chance, dass die Führungskräfte zusätzliche Gesellschaftsanteile zu einem Wert übernehmen, der deutlich unter dem Marktwert liegt.

Anreizsysteme gibt es natürlich auch für den Fall der Veräußerung von Gesellschaftsanteilen. Das trifft insbesondere für MBO-/MBI-Projekte „auf Zeit“ zu. Die Finanzinvestoren als Eigenkapitalpartner „belohnen“ das Engagement der Führungskräfte, wenn beim Verkauf Renditen erreicht werden, mit gesonderten Prämien.

Entscheidend ist letztlich die langfristige Zielsetzung - sowohl für die Partnerauswahl als auch für die Möglichkeiten, Anreizsysteme einzuführen. Dipl.-Kfm. Peter Siara hat als Cryotherm-Geschäftsführer das Ziel, das Unternehmen langfristig im Eigentum zu halten. Deshalb wurden bei der Partnerauswahl auch ehemalige Unternehmer als Eigenkapitalpartner ausgewählt.

## Spezialisierte Beratung

Qualifizierte Buy-Out-Berater haben umfangreiche Aufgaben im Rahmen derartiger Transaktionen zu übernehmen. Das beginnt mit den Verhandlungen hinsichtlich der Übernahmbedingungen, der Strukturierung der Finanzierung unter wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Aspekten und ist besonders wichtig, wenn es um die Auswahl von Eigenkapital- und Fremdkapitalpartnern geht. Welche Mit-Investoren sind für die Zielsetzung der Führungskräfte sinnvoll? Welche Konditionen können mit diesen verhandelt werden? Ein Marktüberblick und großes Kontaktpotenzial ist in jedem Fall hilfreich.

Ein geeigneter Buy-Out-Berater muss auch einen umfassenden Überblick über die spezialisierten Fremdkapitalgeber haben, die über das besondere Know-how verfügen, derartige Übernahmefinanzierungen zu realisieren. Dazu ist natürlich auch ein Überblick über Förderkreditmöglichkeiten erforderlich. Denn: Auch unter Kostenaspekten muss eine derartige Übernahmefinanzierung strukturiert werden.

Seit mehr als 30 Jahren beschäftigen wir uns nicht nur mit der Theorie von MBO-/MBI-Projekten, sondern begleiten Führungskräfte und Unternehmen bei der Realisierung von MBO-/MBI-Unternehmensübernahmen. Weit mehr als 100 realisierte MBO-/MBI-Projekte haben wir beraten. Deshalb haben interessierte Führungskräfte und Unternehmer auch die Möglichkeit, mit Referenzen vertrauliche Gespräche zu führen. Neben dem fachlichen wirkt sich unser Kontaktpotenzial sehr positiv aus. Einige Mandanten im Bereich des Vermögenscontrollings sind auch an unternehmerischen Direktinvestitionen interessiert. Der Zugang zu Eigenkapitalpartnern wird dadurch erleichtert.

## Spezialangebot für Führungskräfte

Nicht alle Führungskräfte haben die Möglichkeit, das Unternehmen zu übernehmen, in dem sie aktuell tätig sind. Diese Führungskräfte beschäftigen sich häufig mit Marktangeboten - investieren viel Zeit und Kosten, um dann letztlich die Erfahrung zu machen, dass potenzielle strategische Käufer bereit und in der Lage sind, einen höheren Kaufpreis zu zahlen.

Für Führungskräfte, die gern eine unternehmerische Herausforderung übernehmen möchten, diese Chance jedoch nicht im eigenen Unternehmen haben, bieten wir ein ganz spezielles Angebot. Nicht selten sind wir in der Lage, 5-8 Parallelmöglichkeiten zu offerieren, die den Anforderungskriterien der Führungskräfte entsprechen. In der Regel lässt es sich auch erreichen, dass mit den verkaufsbereiten Unternehmern zeitlich befristete Exklusivitätsvereinbarungen getroffen werden.

Im Rahmen dieser Mandate stellen wir dann auch Kontakt zu geeigneten Eigenkapital- und Fremdkapitalpartnern her. Neben der Identifizierung geeigneter Unternehmen ist die finanzielle Strukturierung eine Aufgabe, die wir interessewährend für Führungskräfte übernehmen. Die Vergütung ist ausgeprägt erfolgsorientiert.

Eine nennenswerte Zahl von Führungskräften konnte durch Nutzung dieses Leistungsangebots Unternehmen übernehmen. Ernsthaften Interessenten ermöglichen wir gern Gespräche mit diesen Unternehmern.





## Aktuelle Bewertungszinssätze

Einer Unternehmensbewertung, gleich aus welchem Anlass sie gefertigt wird, liegt immer ein Vergleich zugrunde: Die zukünftig aus dem Unternehmen erwarteten Zahlungsüberschüsse werden geschätzt und mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Letzterer verkörpert ökonomisch die Rendite der besten Alternativinvestition zur Investition in das Bewertungsobjekt. Ein Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes ist der theoretisch bezüglich Währung, Termin und Höhe (quasi) risikolose Basiszinssatz. Dieser Basiszinssatz wird in den gängigen Bewertungsverfahren ergänzt um die sog. Marktrisikoprämie. Diese ist die Differenz zwischen der erwarteten Rendite eines risikobehafteten Marktportfolios und dem risikofreien Zinssatz. Sie ist wesentlicher Bestandteil des Capital Asset Pricing Model (CAPM) und erklärt in diesem Kapitalmarktmodell im Zusammenspiel mit dem Betafaktor einer risikobehafteten Anlagemöglichkeit deren erwartete Rendite.

Im handelsrechtlichen Einzelabschluss sind Beteiligungen regelmäßig hinsichtlich ihrer Werthaltigkeit zu überprüfen. Dabei gelten für die Bewertung im Jahresabschluss 31.12.2013 die folgenden Ausgangsdaten: Der nach den Empfehlungen des FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft) ermittelte

Basiszinssatz beträgt zum 31.12.2013 2,75 % (vor persönlichen Ertragsteuern) nach 2,25 % im Vorjahr. Für die Marktrisikoprämie empfiehlt der FAUB bei aktuellen Bewertungen einen Wert (vor persönlichen Steuern) zwischen 5,50 % und 7,00 %, sodass als Mittelwert von 6,25 % ausgegangen werden kann. Nach persönlichen Steuern beträgt der Basiszinssatz dann 2,02 %, die gemittelte Marktrisikoprämie liegt bei 5,50 %. Bei einem Betafaktor von 1,0 ergibt sich somit zum 31.12.2013 ein Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Steuern von 9,0 % und nach Steuern von 7,52 %.

Dieser Satz liegt nur unwesentlich über den für steuerliche Bewertungen heranzuziehenden Zinssatz auf Basis der Vorgaben der §§ 199 BewG. Der Marktrisikoprämie von 4,50 % (§ 203 BewG) ist hier der vom BMF veröffentlichte Basiszinssatz hinzuzuaddieren. Dieser liegt ab dem 01.01.2014 bei 2,59 %. Damit ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz von 7,09 %.

Die beiden relevanten Kapitalisierungsfaktoren betragen demnach 13,30 bzw. 14,10. Zur Differenz zu aktuellen am Markt üblichen Multiplikatoren gehen wir in der Information zum Thema Erbschaftsteuer näher ein.

### Historische Entwicklung der Basiszinsen gemäß der IDW-Methode

Datum	Stichtagszinssatz	Gerundet
01.01.2009	4,216 %	4,25 %
01.01.2010	4,179 %	4,25 %
01.01.2011	3,196 %	3,25 %
01.01.2012	2,763 %	2,75 %
01.01.2013	2,365 %	2,25 %
01.01.2014	2,754 %	2,75 %