

## Themen in dieser Ausgabe:

Post Merger Integration (PMI) Teil 2 - Bedeutung von Synergien bei der Kaufpreis- findung und Umsetzungserfordernisse	10
Die strategische Bedeutung von IT bei M&A-Prozessen	16
Der Beirat: Schlüssel für Unternehmenserfolg durch Einbringung von Ideen, Kontakten und Effizienz	21
Interessengerechte Gestaltung von Honorarvereinbarungen mit Beratern	26
Robo Advisor - Konkurrenz für Dach- und Multi-Asset-Fonds des Bankvertriebs?	30

## Owner Buy-Out: Ein Instrument zur Vermögens- diversifizierung von Unternehmern

Mit einem gut vorbereiteten Owner Buy-Out gelingt es Unternehmern regelmäßig, Privatvermögen außerhalb des Unternehmens zu bilden und die Nachfolge zu sichern.



Dipl.-Kffr. **Britt Niggemann**, Niggemann & Partner GmbH  
[b.niggemann@ifwniggemann.de](mailto:b.niggemann@ifwniggemann.de)

In unserer Beratungspraxis treffen wir häufig auf Unternehmer, die den größten Teil der Gewinne im Unternehmen thesaurieren und für weiteres Unternehmenswachstum einsetzen. Sie verzichten darauf, Privatvermö-

gen zu bilden und ihr Vermögen auf andere Anlageformen zu verteilen. Folglich setzen sie sich damit der Gefahr aus, dass sie bei Fehlentwicklungen im Unternehmen den größten Teil ihres Vermögens verlieren.

» Fortsetzung auf Seite 2



Ein Unternehmer, der eine Risikostreuung und private Vermögensbildung anstrebt, kann einen sogenannten Owner Buy-Out in Erwägung ziehen. Unter Owner Buy-Out („OBO“) versteht man den Verkauf eines Unternehmens unter Rückbeteiligung des Alteigentümers. Hierdurch wird ein Teil des Vermögens in Liquidität umgewandelt, eine Beteiligung am Unternehmen bleibt aber bestehen. Oft werden OBO-Lösungen ausgelöst durch Überlegungen zur Unternehmensnachfolge oder anstehende Gesellschafterneustrukturierungen. Hierzu zwei Beispiele:

## Beispiel 1: Owner Buy-Out zur Vermögensdiversifizierung und Vorbereitung einer Unternehmensnachfolge

Unternehmer U, Ende 50, hat keine familiären Nachfolger. Er möchte sich in 5-10 Jahren zur Ruhe setzen und eine bereits im Unternehmen tätige Führungskraft stärker einbinden. Sein Wunsch ist es darüber hinaus, sich an einem jungen Weingut zu beteiligen, welches Kapital für weiteres Wachstum und Aufbau des Vertriebs benötigt. Für die Kapitalbeschaffung möchte er weder einen Bankkredit aufnehmen, für den er persönlich bürgen müsste, noch seine privat genutzte Immobilie beleihen.

**Lösung:** Zunächst wird das Unternehmen an eine Käufergesellschaft verkauft. An dieser Gesellschaft beteiligen sich der Unternehmer, die Führungskraft und ein (Finanz-)Investor. Hierdurch kann U Liquidität für die Beteiligung an dem Weingut schaffen, diversifiziert damit sein Vermögen und bleibt gleichzeitig noch signifikant am Unternehmen beteiligt. Die Führungskraft wird durch die Kapitalbeteiligung stärker eingebunden und auf die Übernahme von Aufgaben des Unternehmers vorbereitet.

## Beispiel 2: Owner Buy-Out zur Vermögensdiversifizierung und Gesellschafterneustrukturierung

Unternehmen U wurde vor vielen Jahren von dem Unternehmer U gegründet und erfolgreich aufgebaut. Unternehmer U hat zwei Kinder, aber nur Kind B hatte Interesse, die Geschäftsführung des Unternehmens zu übernehmen. Kind A ist als Arzt tätig.

Nach mehreren Jahren der gemeinsamen Geschäftsführung mit Kind B scheidet Unternehmer U aus dem Unternehmen aus. In diesem Zusammenhang möchte er die Geschäftsanteile im Wege der Schenkung (vorgelegene Erbfolge) zu je 50 % auf seine Kinder übertragen. Kind B möchte als Geschäftsführer des Unternehmens auch gesellschaftsrechtlich die Mehrheit am Unternehmen erwerben; Kind A plant die Eröffnung einer Facharztpraxis und wird dafür in einigen Jahren Kapital benötigen.

**Lösung 2.1:** Der Vater schenkt je 50 % der Geschäftsanteile seinen Kindern. Die Kinder verkaufen ihre Anteile an eine Käufergesellschaft unter Einbindung eines Finanzinvestors. Kind B erwirbt eine Rückbeteiligung an der Käufergesellschaft. Da B mehrere Jahre bereits Geschäftsführer im Unternehmen war und das Unternehmen weiterentwickeln möchte, kann eine Mehrheitsbeteiligung ausgehandelt werden. Kind A scheidet als Gesellschafter aus und kann von dem Verkaufserlös die Einrichtung der Facharztpraxis finanzieren. Für eine steueroptimale Schenkung wäre es in diesem Beispiel erforderlich, dass die Behaltensfrist für die Unternehmensanteile beachtet wird. Nach derzeitigem Erbschaftsteuergesetz ist eine Behaltensfrist von 5 Jahren (Regelverschonung) bzw. von 7 Jahren (Verschonungsoption) erforderlich. Wird innerhalb dieser Frist verkauft, entfällt zeitanteilig die Verschonung. Dadurch können ggf. erhebliche Erbschaftsteuern anfallen.

**Lösung 2.2:** Alternativ könnte Unternehmer U 50 % der Geschäftsanteile in die Käufergesellschaft einbringen und verhandeln, dass er dafür die Mehrheit am Eigenkapital der Käufergesellschaft erhält. Anschließend schenkt er seine Anteile an der Käufergesellschaft Kind B. Die restlichen Anteile am Unternehmen U verkauft er direkt an die Käufergesellschaft und schenkt den Verkaufserlös nach Steuern Kind A.

Dieses Beispiel zeigt, dass es sinnvoll ist, im Vorfeld einer OBO-Transaktion verschiedene Transaktionsstrukturen zu entwickeln und ihre (steuerlichen) Konsequenzen zu prüfen. Eine steueroptimale Struktur rechtfertigt den im Vorfeld anfallenden Mehraufwand.

## Aspekte für die Auswahl eines OBO-Partners

Unternehmer, die ein OBO anstreben, werden viele Jahre mit dem Finanzpartner zusammenarbeiten. Deshalb ist eine sorgfältige Auswahl des geeigneten Partners besonders wichtig. Vielfach steht nicht die Kaufpreismaximierung im Vordergrund, sondern die Ausgestaltung der zukünftigen Zusammenarbeit.

Da es nicht das Tagesgeschäft eines Unternehmers ist, Investoren zu identifizieren und zu kontaktieren, Unterlagen aufzubereiten, indikative Angebote einzuholen und Verhandlungen über einen Unternehmensverkauf zu führen, bietet es sich an, einen M&A-Berater einzuschalten. Dieser kann den Unternehmer während des gesamten Prozesses der Investorensuche einschließlich der Vertragsverhandlungen beraten.

Grundsätzlich kommen folgende Investorengruppen in Betracht:

- Strategischer Investor
- Beteiligungsgesellschaft
- Family Office/Privatinvestor

Viele strategische Investoren sind nur an mehrheitlichen bzw. vollständigen Unternehmensübernahmen interessiert. Insbesondere im Mittelstand gibt es jedoch auch Unternehmen, die strategische Partnerschaften



ten eingehen und sich als Minderheitsgesellschafter beteiligen. Von dieser strategischen Partnerschaft wollen beide Seiten profitieren, z. B. durch Nutzung von Know-how, Kapazitäten oder Vertriebskanälen des Partners. Ziel ist die strategische Stärkung beider Unternehmen.

Die Beteiligungsgesellschaften können in private und öffentlich geförderte Beteiligungsgesellschaften differenziert werden. Während die privaten Private-Equity-Gesellschaften das Ziel der Renditemaximierung verfolgen, steht bei den öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften der Gedanke der Förderung der regionalen Wirtschaft im Vordergrund. Letztere engagieren sich auch minderheitlich, während die privaten Beteiligungsgesellschaften überwiegend die Mehrheit anstreben. Teilweise nehmen private Beteiligungsgesellschaften starken Einfluss auf die Geschäftsführung der Beteiligungsunternehmen; die öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften erwarten zwar ebenfalls ein aussagefähiges Berichtswesen, beschränken sich i. d. R. aber auf Kontrollaufgaben.

Private Equity Gesellschaften als Mitgesellschafter sind für den Verkäufer vor allem dann attraktiv, wenn er den vollständigen Verkauf seiner Geschäftsanteile in einem Zeitraum von 4-7 Jahren anstrebt. In diesem

Zeitraum kann er gemeinsam mit dem Finanzinvestor das Unternehmen so ausrichten, dass eine Unternehmenswertsteigerung und damit ein höherer Verkaufspreis erwartet werden kann. Durch den Verkauf seiner restlichen Anteile hat der Unternehmer die Chance, an der Wertsteigerung zu partizipieren, die er gemeinsam mit dem Finanzinvestor erreichen will.

Family Offices und Privatinvestoren unterscheiden sich von den Beteiligungsgesellschaften i. d. R. durch einen langfristigeren Investmenthorizont. Hier steht nicht die Renditemaximierung im Vordergrund, sondern die Vermögensdiversifizierung und der langfristige Vermögenserhalt. Deswegen können Family Offices und Privatinvestoren geeignete Partner sein, wenn der Gesellschafterkreis langfristig stabil bleiben soll. Diese Investorengruppen setzen teilweise auch nur Eigenkapital zur Kaufpreisfinanzierung ein und sind dadurch nicht von regelmäßigen Gewinnausschüttungen für die Fremdkapitalbedienungen abhängig. Demgegenüber nehmen Beteiligungsgesellschaften in hohem Maß Bankdarlehen auf, um die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu steigern.

Die Aspekte zur Auswahl möglicher OBO-Partner sind in Abbildung 1 dargestellt:

## Auswahl eines OBO-Partners: Aspekte für den Kapitalsuchenden (Verkäufer)

Strategischer Partner	Beteiligungsgesellschaft	Family Office/ Privatinvestor
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stärkung der Marktposition</li> <li>• Nutzung von Vertriebskanälen des Partners/ Zugang zu neuen Kundengruppen oder Märkten</li> <li>• Einbringung von Know-how</li> <li>• Nutzung von Produktionskapazitäten/ Auslastung eigener Kapazitäten</li> <li>• Nutzung von Skaleneffekten und Kosteneinsparungspotenzialen</li> <li>• Langfristiger Investmenthorizont</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wertsteigerung und Renditemaximierung</li> <li>• Bei öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften: Förderung der regionalen Wirtschaft; i.a. geringe Einflussnahme auf operatives Geschäft</li> <li>• Einbringung von Erfahrungen und Kontakten</li> <li>• Erfahrung mit Controlling- und Managementinformationssystemen</li> <li>• Häufig befristeter Investmenthorizont von 4-7 Jahren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vermögensdiversifizierung</li> <li>• Langfristiger Vermögenserhalt</li> <li>• Nutzung zusätzlicher Potenziale, durch Know-how und Netzwerk des Investors</li> <li>• I. d. R. keine Einflussnahme auf operatives Geschäft</li> <li>• Ggf. aktive Mitarbeit im Beirat</li> <li>• Langfristiger Investmenthorizont</li> </ul>

Abb. 1: Auswahl OBO-Partner



Investoren sind grundsätzlich an der Finanzierung von OBO stark interessiert, da das bestehende Management die Firma weiterführt und eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass die in der Unternehmensplanung aufgezeigten Ergebnisse auch erreicht werden. Ist mittelfristig das Ausscheiden des geschäftsführenden Gesellschafters beabsichtigt, haben Gesellschafter und Investor ausreichend Zeit, um gemeinsam die Nachfolgefrage zu lösen. In diesem Fall können ggf. bereits beim Einstieg des OBO-Partners Regelungen getroffen werden, die eine Übernahmeverpflichtung zu im Vorhinein festgelegten Konditionen bzw. Bewertungsgrundsätzen vorsehen.

## Praxisbeispiel

Die Strukturierung eines OBO verdeutlicht nachfolgendes Praxisbeispiel:

Unternehmer U möchte sein im Unternehmen U gebundenes Vermögen diversifizieren und seine Altersvorsorge unabhängig von der Unternehmensentwicklung sichern. Gleichzeitig soll eine Führungskraft A, welche möglicherweise seine Nachfolge in einigen Jahren übernehmen kann, am Eigenkapital der Gesellschaft beteiligt werden. U wird bei dem geplanten Teilverkauf durch einen M&A-Berater unterstützt, der Kontakt zu verschiedenen Investoren aufnimmt und indikative Angebote einholt. U einigt sich schließlich mit einer Beteiligungsgesellschaft auf einen Unternehmenswert („Enterprise Value“) von 23 Mio. EUR.

Unternehmen U hat zinstragende Verbindlichkeiten von 4,5 Mio. EUR und eine nicht betriebsnotwendige Liquidität von 1 Mio. EUR, sodass sich eine Netto-Verschuldung („Net Debt“) von 3,5 Mio. EUR errechnet. Wird nun die Nettoverschuldung vom Unternehmenswert subtrahiert, ergibt sich ein Wert für das Eigenkapital („Equity Value“) von 19,5 Mio. EUR.

Auf dieser Preisbasis werden 100 % aller Geschäftsanteile an eine Käufergesellschaft („NewCo“) veräußert. Die Käufergesellschaft dient als reines Übernahmehikel ohne operatives Geschäft. Sie wird von der Beteiligungsgesellschaft, dem Altgesellschafter U und der Führungskraft A mit Eigenkapital ausgestattet, das zusammen mit dem Akquisitionsdarlehen zur Finanzierung des Transaktionsvolumens (= Kaufpreis plus Transaktionsnebenkosten) dient. Im Beispielfall übernimmt die NewCo neben dem Kaufpreis noch 500 TEUR Transaktionskosten, sodass sich ein Transaktionsvolumen von 20 Mio. EUR ergibt. Die NewCo wird mit einem Eigenkapital von 2 Mio. EUR ausgestattet. Daran kann sich Führungskraft A mit 200 TEUR beteiligen und erhält dafür einen Anteil von 10 % am Eigenkapital. Unternehmer U übernimmt 41 % bzw. 820 TEUR des Eigenkapitals, die Beteiligungsgesellschaft 49 % bzw. 980 TEUR. Unternehmer U und Führungskraft A halten damit gemeinsam die Mehrheit am Eigenkapital der NewCo. Der Kaufpreis soll zur Hälfte mit Fremdkapital finanziert werden, die Differenz, d. h. 8.000 TEUR, werden mit nachrangigem Kapital, welches Unternehmer U und die Beteiligungsgesellschaft aufbringen, finanziert.

Die Eröffnungsbilanz der NewCo stellt sich wie folgt dar:

Aktiva	TEUR	Passiva	TEUR
Geschäftsanteile am Unternehmen U (100 %)	19.500	Eigenkapital	
		Unternehmer U	820
		Führungskraft A	200
		Beteiligungsgesellschaft	980
		Mezzanine	
		Unternehmer U	3.600
		Beteiligungsgesellschaft	4.400
Transaktionskosten	500	Akquisitionsdarlehen	10.000
	<b>20.000</b>		<b>20.000</b>

Abb. 2: Eröffnungsbilanz der NewCo



Durch das nachrangige Kapital, welches der Unternehmer U und die Beteiligungsgesellschaft in die NewCo einbringen, kann das Eigenkapital der Gesellschaft auf 2 Mio. EUR begrenzt werden. Diese Struktur ermöglicht es, die Führungskraft zu Vorzugskonditionen am Unternehmen zu beteiligen: Führungskraft A kann mit einem Kapitaleinsatz von nur 200 TEUR eine Beteiligung von 10 % erwerben.

### Finanzierung

Die Höhe der Fremdmittel hängt von den geplanten Free Cashflows des operativen Unternehmens ab. Die Konditionen für das Fremdkapital werden maßgeblich von der Kreditwürdigkeit des Unternehmens sowie der Höhe des Eigenkapitals im Verhältnis zum Fremdkapital bestimmt.

Die Finanzierungsstruktur muss so gewählt werden, dass das Unternehmen seine Schulden zurückführen kann, ohne dabei notwendige Investitionen in das operative Geschäft zu vernachlässigen. Aus diesem Grund sind Finanzierungen mit einem Fremdkapitalanteil von 50 % (wie im Beispielfall) nur bei Unternehmen möglich, die einen planbaren und stabilen Cashflow besitzen.

Die finanzierenden Banken orientieren sich bei der Ermittlung der Kapitaldienstfähigkeit an der Unternehmensplanung des operativen Unternehmens. Für die Prognose der Bedienbarkeit der Akquisitionsdarlehen ist neben der absoluten Höhe die Stabilität und Planbarkeit der zukünftigen

Free Cashflows bedeutsam. In der Praxis werden meistens Finanzierungsstrukturen gewählt, bei denen mehrere Darlehenstranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten, Tilgungsstrukturen und Konditionen zum Einsatz kommen. Als Sicherheiten dienen neben der Verpfändung der Geschäftsanteile an der operativen Gesellschaft alle wesentlichen Vermögensgegenstände des operativen Unternehmens (u. a. Grundschulden, Abtretung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Verpfändung bzw. Abtretung des Umlaufvermögens).

Während der Laufzeit der Akquisitionsdarlehen besteht die Verpflichtung, den Banken und Finanzinvestoren regelmäßig Unterlagen über die Geschäftsentwicklung zur Verfügung zu stellen.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist die Einhaltung von Finanzkennzahlen („Financial Covenants“), die anhand der Unternehmensplanung festgelegt werden.

In der Praxis sind vor allem folgende Finanzkennzahlen gebräuchlich (s. Abb. 3):

- Eigenkapitalquote: Eigenkapital/Bilanzsumme
- Verschuldungsgrad: Vorrangige Finanzverbindlichkeiten/EBITDA
- Zinsdeckungsgrad: EBITDA/Zinsaufwand
- Kapitaldienstfähigkeit: Cashflow vor Finanzierung/Kapitaldienst (Zinsaufwand + Tilgungen)

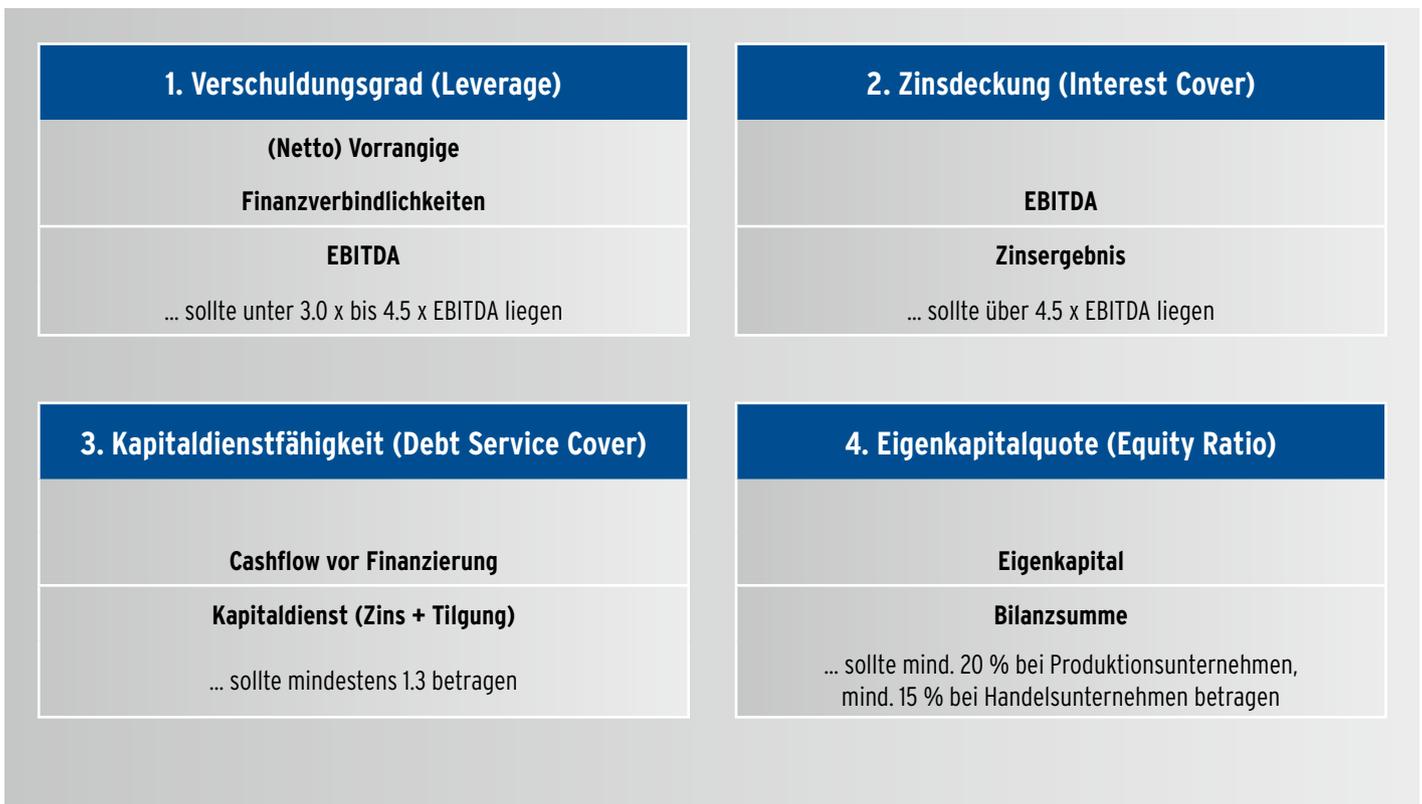


Abb. 3: Finanzkennzahlen