

NACHFOLGE IN DER FAMILIE ODER VERKAUF AN DRITTE

NACHFOLGE ALS CHANCE FÜR FAMILIE UND UNTERNEHMEN

VOM LEBENSWERK ZUM ÜBERLEBENSPROJEKT

Die Nachfolgeregelung in kleinen und mittleren Unternehmen («KMU») ist von aussen betrachtet ein selbstverständlicher Vorgang, der zum Lebenszyklus eines Unternehmens gehört. Für viele Unternehmer ist sie jedoch mit unangenehmen Emotionen verbunden, geht es doch ums Älterwerden und um die Neuorientierung, um das Abgeben von Verantwortung, um die realistische Einschätzung der Fähigkeiten der Kinder und um die Vermögensaufteilung. Zwar machen sich viele Unternehmer ab dem 50. Altersjahr Gedanken, doch die reale Umsetzung wird ebenso oft hinausgeschoben, manchmal bis es zu spät ist: Untersuchungen zeigen, dass in 70% der Fälle die Nachfolge zu spät angegangen wird und pro Generationenwechsel im Schnitt 25% der Familienunternehmen untergehen. Der Grund liegt häufig darin, dass keine Nachfolger haben gefunden werden oder der anspruchsvolle Übergabeprozess nicht hat bewältigt werden können.

Die zahlreichen Misserfolge erschrecken umso mehr, als der überwiegende Teil des Vermögens eines KMU-Unternehmers in seiner Firma gebunden ist. Das Unternehmen stellt ein eigentliches Klumpenrisiko dar. Bei einem Gesamtwert des Privatvermögens von beispielsweise CHF 20 Mio. macht es bis zu 90% aus; der Rest verteilt sich auf vielleicht 6 Positionen (Abbildung 2). Dem stehen rund 150 Einzelpositionen gegenüber, würde man dasselbe Kapital nach den Grundsätzen der modernen Portfoliotheorie und der Risikoverteilung anlegen (Abbildung 3). Bei der familieninternen Nachfolge verschärfen sich die Risiken, indem das Unternehmen nicht nur Altersvorsorge und Familienvermögen des bisherigen Inhabers, sondern zugleich auch Objekt und Basis für die Finanzierung des neuen Eigentümers ist.

Die frühzeitige Beschäftigung mit der Unternehmensnachfolge ist deshalb nicht nur für den Erhalt des Lebenswerks und des Familienfriedens wichtig, sie ist schlicht existenznotwendig!

«Die erfolgreiche Gestaltung der eigenen Nachfolge zählt zu den nobelsten Aufgaben jedes Unternehmers»

Dabei gibt es kein Patentrezept, wie Sie am Besten vorgehen – auch die vorliegende Broschüre ist kein solches. Sie soll jedoch Ihnen als Unternehmer oder Nachfolger Leitfaden und Gedankenanstoss dafür sein, wie eine bevorstehende Unternehmensnachfolge erfolgreich gemeistert werden kann. Das Schwergewicht legen wir dabei auf die familienexterne Nachfolge, weil sie in der Regel rechtlich, steuerlich und finanztechnisch komplex ist.

Nachfolgeregelung ist Teamwork; genau wie die vorliegende Broschüre, die unsere beiden Büros als erfahrene Spezialisten auf diesem Gebiet gemeinsam herausgeben.

In diesem Sinn: anregende Lektüre und viel Erfolg bei Ihrer individuellen Lösung!

The Corporate Finance Group
Peter Bohnenblust, Franz Schärer

Kellerhals Hess Rechtsanwälte
Thomas Bähler, Beat Brechbühl, Christian Witschi



FALLGRUBEN UND STOLPERSTEINE

EMOTIONEN HÜBEN UND DRÜBEN

Den emotionalen und psychologischen Aspekt zu unterschätzen, stellt nach unserer Erfahrung mit Abstand den wichtigsten Grund für das Scheitern einer Nachfolgeregelung dar. Das erstaunt nur auf den ersten Blick. Denn der Übertritt in den Ruhestand bedeutet für den abtretenden Firmenchef Verzicht auf Macht, verbunden mit Angst vor Statusverlust, aber auch Sorge um Familie und Mitarbeiter. Desgleichen kann die Ablösung dadurch erschwert werden, dass der «Patron» gänzlich neuer Lebensperspektiven bedarf.

«Von der Seitenlinie zusehen, fällt einem jahrelang aktiven Unternehmer nicht leicht»

Der Augenblick des Stabwechsels ist aber auch für den Nachfolger nicht einfach: Denn man wird – gerade als familieninterner Juniorchef – scharf beobachtet, mit einer kritischen Haltung der Kunden und Mitarbeiter konfrontiert, fällt es nicht leicht die Erwartungen zu erfüllen. Die Übernahme der ganzen Verantwortung droht deshalb, vor allem bei einem abrupten Wechsel, den Nachfolger zu überfordern.

FALSCH STRUKTURIERT IST HALB VERSPIELT

Viele Unternehmer vernachlässigen das Entwickeln umfassender Strategien für Unternehmen, Familie, Vorsorge und Erbfolge. Solange der Unternehmer aktiv ist, mag dies angehen, doch für die Nachfolge – in welcher Variante auch immer – sind fehlende Strukturen sowie die fehlende Abgrenzung zwischen Geschäfts- und Privatvermögen Sand im Getriebe.

«Viele Unternehmer vernachlässigen das Entwickeln umfassender Strategien für Unternehmen, Familie, Vorsorge und Erbfolge»

Häufig glaubt man auch, die Kosten für eine neutrale Unternehmensbewertung sparen zu können, vor allem dort, wo die Übergabe unentgeltlich erfolgt – was immerhin für 20% der Fälle zutrifft. Diese vermeintliche Ersparnis führt später zu erbrechtlichen Auseinandersetzungen und Familienstreitigkeiten, die allen Beteiligten wesentlich mehr an Geld, Zeit und Nerven abverlangen.

Eine zusätzliche Hürde sind (latente) Steuern, die eine an sich sinnvolle Übertragung eines gesunden Unternehmens behindern oder die Bildung

von Fremdkapital zu Lasten von Eigenkapital begünstigen. Last but not least ist die Finanzierung zu erwähnen, mit der, je nach Ausgestaltung, immer auch über den Tag der Übergabe hinaus das Konfliktpotential erhöht werden kann. So ist sich z.B. der Nachfolger oft zu wenig bewusst, dass mit dem Verkäuferdarlehen des bisherigen Inhabers nicht nur die Unterstützung des abtretenden «Patrons» verbunden ist, sondern auch die Gefahr des «Dreinredens» erhöht wird.

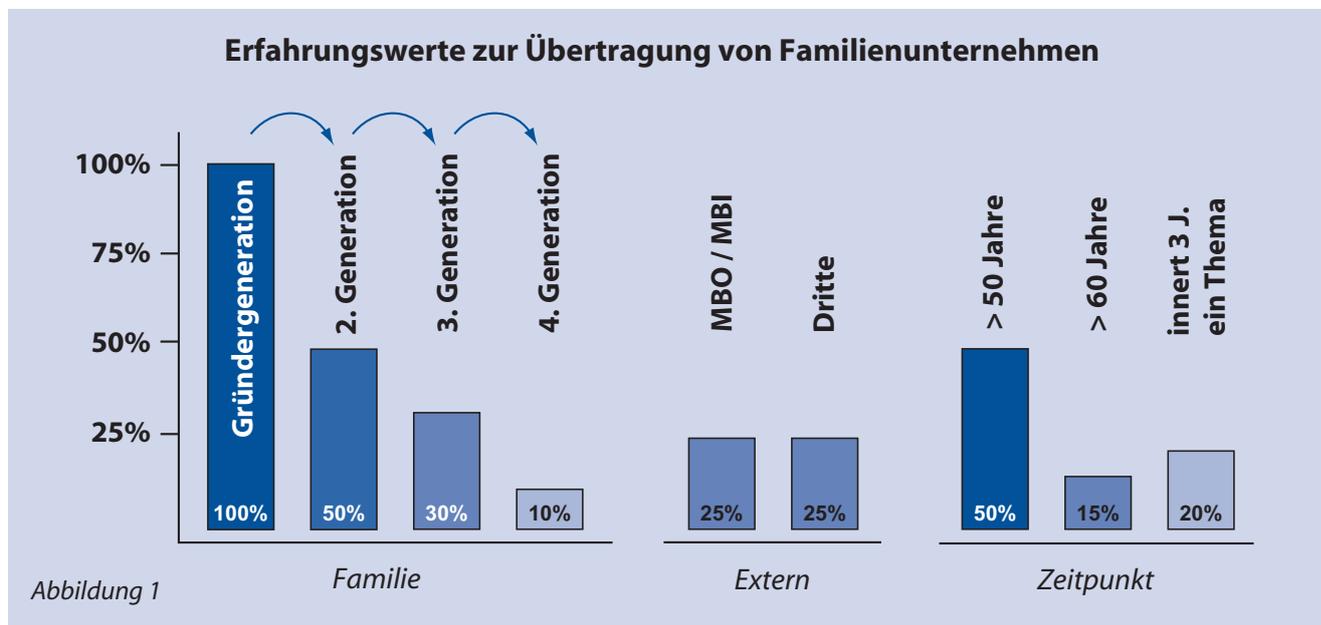
DIE QUAL DER WAHL EINER NACHFOLGEVARIANTE

Ebenso wichtig wie die Schaffung der (internen) Strukturen ist für den scheidenden Unternehmer die möglichst vorurteilsfreie Prüfung aller möglichen Nachfolgevarianten.

«Pro Generationenwechsel gehen 25% der Familienunternehmen unter, weil die Nachfolge misslingt»

Zu diesem Zweck muss er sich zunächst über seine persönlichen bei der Nachfolge zu erstrebenden Ziele Rechenschaft ablegen.

Nicht überraschend ist aus *Abbildung 1* ersichtlich, dass die nach wie vor häufigste Nachfolgelösung im KMU



PERSÖNLICHE PRIORITÄTEN

- Schutz und Ausbau des Familienvermögens
- Diversifizierung der Vermögenswerte/Altersvorsorge
- Vorgabe hinsichtlich der Nachfolgeregelung oder einer teilweisen Desinvestition
- Vorgaben hinsichtlich der Beziehung zu anderen Aktionären (beispielsweise anderen Familienmitgliedern)
- Zeithorizont
- Wunsch, die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten
- Rolle, die der Unternehmer nach einer Transaktion spielen möchte

die familieninterne Übertragung darstellt. Voraussetzung dazu ist – und

dies ist ein grosser Pferdefuss – dass sich in der nächsten Generation geeignete Nachfolger finden lassen. Die Fakten sprechen eine deutliche Sprache: nur noch jedes zehnte Unternehmen wird auf die 4. Generation übertragen; gemäss jüngeren Untersuchungen haben Familienunternehmen in den Industrieländern eine durchschnittliche Lebenserwartung von gerade noch 24 Jahren!

Es lohnt sich, die Alternativen zur familieninternen Nachfolge nicht von vornherein zu verwerfen, sondern eingehend zu prüfen, ob sie nicht die bessere Lösung darstellen. Beim Verkauf an die bestehende Geschäftsleitung («Management Buy-out», MBO) oder eine neue Geschäftsleitung («Management Buy-in», MBI) kann die

für KMU wichtige Einheit von Eigentum und Führung erreicht werden. Rund 25% der Unternehmer entscheiden sich wohl auch darum für diese Variante.

Eine Übertragung an Dritte, sei dies an strategisch-industrielle oder Finanzinvestoren kann sich demgegenüber in Fällen aufdrängen, wo das Unternehmen «zu schwer» (mit einbehaltenen Gewinnen gefüllt) ist, um von Einzelpersonen gekauft zu werden, wo ein Alleingang aus strategischer Sicht wenig Erfolg versprechend oder wo kein für die Übernahme geeignetes Management vorhanden ist.

«Ein MBO erhält die Einheit von Eigentum und Führung»

Typisches Unternehmer-Portfolio

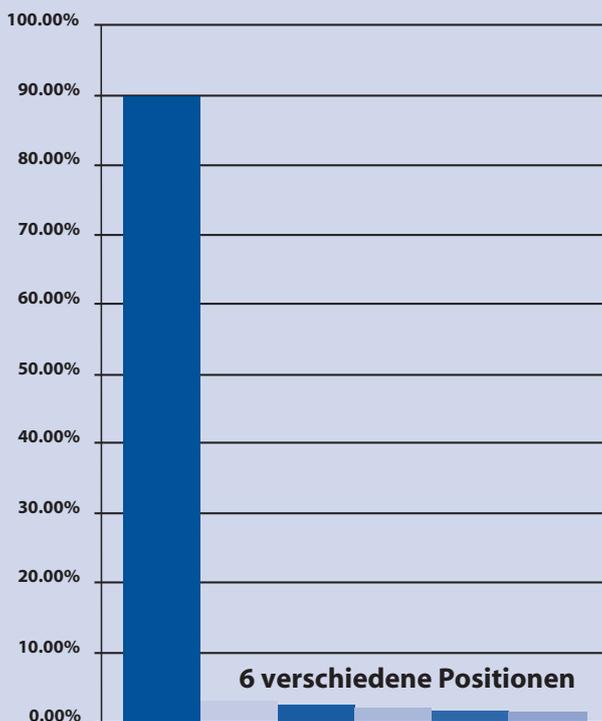


Abbildung 2

Diversifiziertes Muster-Portfolio einer führenden Privatbank

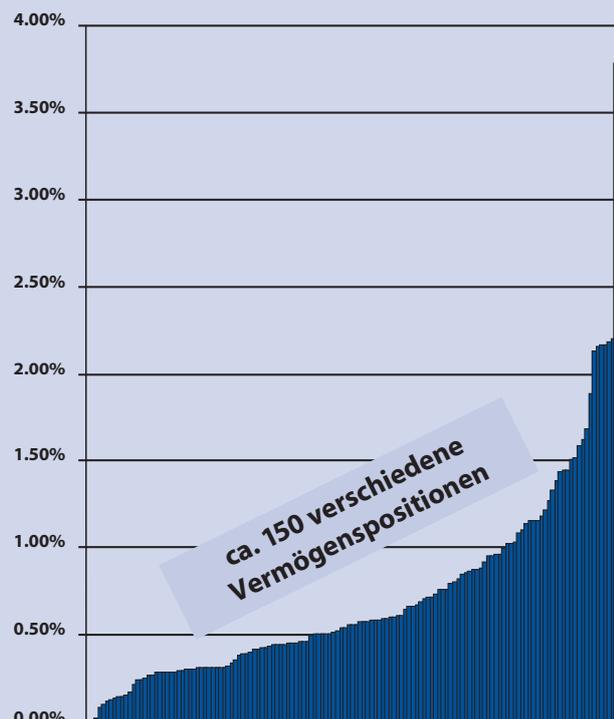


Abbildung 3

DAS UNTERNEHMEN BLEIBT IN DER FAMILIE

Der häufigste Fall der Nachfolge ist gleichzeitig auch der schwierigste – nicht sosehr in rechtlicher und steuerlicher, sondern vielmehr in psychologischer Hinsicht. Die Übergabe an ein Kind wird von vielen Unternehmern als Idealfall empfunden – die emotionale Komponente überlagert deshalb häufig sachliche Überlegungen. Umso wichtiger ist es, gewisse «rationale Barrieren» aufzustellen, um zu testen, ob lediglich das elterliche Gefühl Vater des Gedankens ist oder ob die Idee tatsächlich erfolgreich umgesetzt werden kann:

- Schon Jahre vor der Übergabe ist ein Nachfolgeprogramm zu entwickeln: häufige Einsätze potentieller Nachfolger im Unternehmen, «Feriensparring» mit der Geschäftsleitung oder Selektion der Kandidaten im praktischen Einsatz
- Lehr- und Wanderjahre der Nachfolgekandidaten in anderen Unternehmen und Kulturen; allenfalls Übergangslösung durch den Einsatz eines familienexternen Geschäftsführers

- Der Unternehmer kann mit einer aussenstehenden Vertrauensperson (Coach) die Abwicklung planen sowie beispielsweise den Entscheid treffen, ob ein «Sprung ins Wasser» oder eine schrittweise Übergabe des Unternehmens erfolgen soll

Sobald die Grundsatzentscheide gefällt worden sind, müssen die für die Umsetzung nötigen steuerlichen, rechtlichen und strukturellen Voraussetzungen geschaffen werden.

DIE HÜRDEN VON EHE- UND ERBRECHT...

Gleichgültig welche Nachfolgevariante favorisiert wird, besonders aber bei der familieninternen Nachfolge, ganz frei sind der Unternehmer und seine Familie hinsichtlich der Wahlmöglichkeiten nicht. Die erste Hürde setzt das **Eherecht**: Je nach Güterstand, ist das frei verfügbare Vermögen grösser oder kleiner. Die drei gesetzlichen Güterstände sind Errungenschaftsbeteiligung (diese gilt, wenn kein Ehevertrag besteht), Gütertrennung oder Gütergemeinschaft. Die Ehegatten können den Güterstand frei wählen (und später mit gewissen Einschränkungen auch wieder frei abändern) und haben innerhalb des Güterstandes gewisse Gestaltungsspielräume. Ein weiterer kritischer Punkt ist in unserer Erfahrung die vom Ehegatten des Unternehmers aus seiner Gütermasse er-

brachten Kapitaleistungen in das Unternehmen oder die (häufig kostenlose) Mitarbeit im Unternehmen. Hieraus können ohne vertragliche Regelung regelmässig hohe Ansprüche und grosse Berechnungsprobleme entstehen.

Die zweite Hürde liegt im **Erbrecht**: Ohne gültige Anordnung des Unternehmers auf den Todesfall (Achtung Formvorschriften beachten!) tritt die gesetzliche Erbfolge ein und verunmöglicht regelmässig eine gute Nachfolgeregelung. Doch selbst bei einem gültigen Testament geht der Anspruch der pflichtteilsgeschützten Erben (Ehegatte, Kinder und allenfalls Eltern) auf einen Mindestanteil der Erbschaft der letzten Verfügung vor und verhindert möglicherweise eine sinnvolle Unternehmenslösung.

... UND DEREN ÜBERWINDUNG

Zur umfassenden familieninternen Nachfolge gehört ein notariell beurkundeter Ehe- und Erbvertrag (dieser ist tendenziell einem Testament vorzuziehen), der möglichst von allen Betroffenen, besonders von den Pflichtteilserven, unterzeichnet wird. Er sollte der Arbeitsteilung der Ehegatten, dem vorhandenen Vermögen und der Situation der Nachkommen Rechnung tragen.

Wir empfehlen, mindestens die folgenden Fragen zu klären:

- Wahl des Güterstandes
 - Bei der Errungenschaftsbeteiligung kann z.B. das Unternehmen dem Eigengut des Unternehmers zugewiesen werden; er kann so über seine Nachfolge allein bestimmen
 - Mit der Gütertrennung kann erreicht werden, dass jedem Ehegatten sein eingebrachtes und während der Ehe erwirtschaftetes Vermögen zur alleinigen Nutzung und Ver-

fügung zusteht – damit sichert sich der Unternehmer den grössten Einfluss auf seine Nachfolge (und sichert sich auch ab im Falle eines Konkurses)

- Durch die Gütergemeinschaft kann der Ehepartner ehevertraglich maximal begünstigt werden; sie eignet sich in Fällen, wo dieser die Nachfolge antreten soll
- Umfassende ehevertragliche Regelung
 - Festlegung und Regelung von Kapital- und Arbeitsleistungen des Ehegatten in das Unternehmen
- Umfassende erbvertragliche Regelung mit Ehegatten und Nachkommen
 - Meistbegünstigung des familieninternen Nachfolgers
 - Kombination von Erbaufkauf und (unter Umständen) Erbverzicht der anderen Erben
- Einsetzen eines Willensvollstreckers als Vertreter des Erblassers und Schlichter zwischen den Erben

WEGE ZUM ERFOLG

Ein Unternehmer ist gut beraten, seine Nachfolgeregelung frühzeitig an die Hand zu nehmen, und «sein Haus» für eine Übernahme fit zu machen. Bevor er sich seinen Hausaufgaben zuwenden kann, muss er sein Unternehmen im Hinblick auf eine Übertragung analysieren.

Die Antworten auf diese und weitere Fragen helfen ihm zu bestimmen, welcher der «5 Wege zur Unternehmensnachfolge» (Abbildung 4) für ihn überhaupt in Frage kommt:

DIAGNOSE DES UNTERNEHMENS:

- Finanzielle Lagebeurteilung (Bilanz, Erfolgsrechnung, Verschuldungskapazität, nicht-betriebliche oder nicht-strategische Aktiven, Immobilien, thesaurierte flüssige Mittel)
- Prognostizierbarkeit der Cash-Flows
- Bereitschaft für eine nächste Etappe (Ergebnisentwicklung und Bilanzstruktur, steuerliche Aspekte)
- Zukunftsaussichten im Marktsegment des Unternehmens
- Position der Konkurrenten und deren Zukunftsperspektiven
- Rolle des Unternehmers in der künftigen Geschäftsführung des Unternehmens
- Rolle und Qualität des Managements
- Organisatorische Aspekte

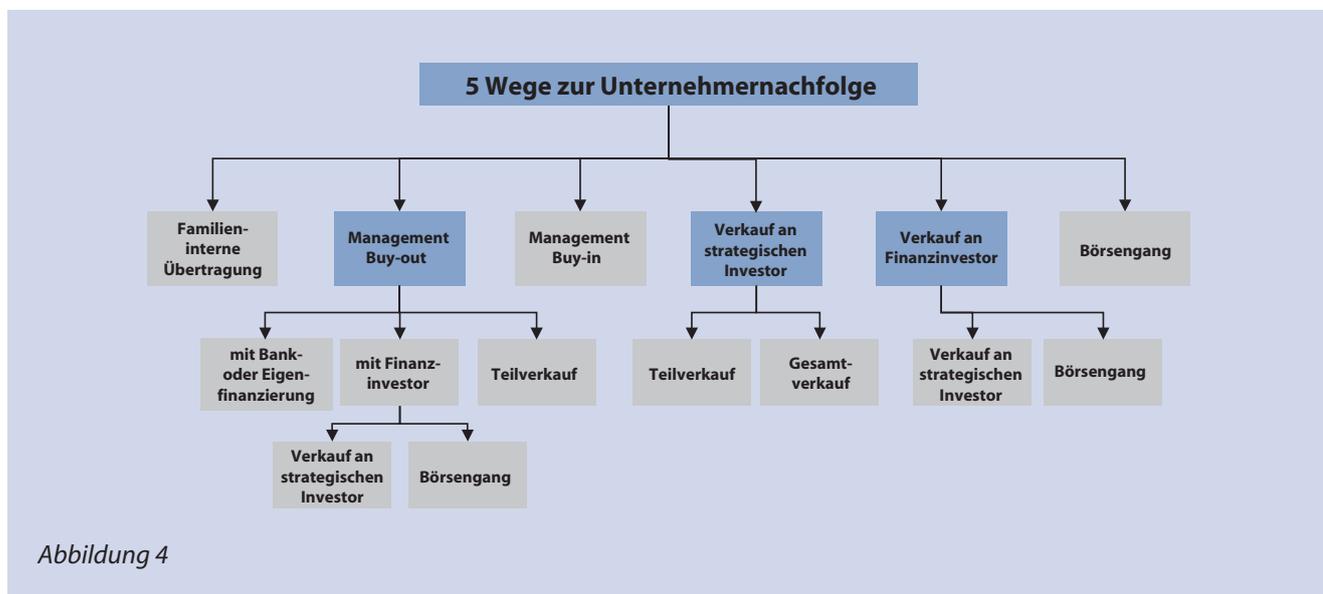


Abbildung 4

Nachfolgend wollen wir – wie im Vorwort erwähnt – vertieft auf die familienexterne Nachfolge, insbesondere den Verkauf an das Management (MBO) und an einen externen Käufer, eingehen.

«Ein Unternehmer ist gut beraten, seine Nachfolgeregelung frühzeitig an die Hand zu nehmen und sein Unternehmen für eine Übernahme fit zu machen»

Nicht näher eintreten werden wir auf die familieninterne Unternehmensnachfolge, da diese einen vorgelagerten Entscheid zu einem Prozess mit spezifischen Merkmalen (siehe Kästen) darstellt. Am anderen Ende der Skala befindet sich der Börsengang; auch dieser folgt eigenen Gesetzmäßigkeiten. Seine Bedeutung ist in der Praxis des KMU-Unternehmers hingegen beschränkt, weshalb wir auch hier auf eine Behandlung verzichten. Ein

Management Buy-in weist schliesslich Elemente der nachfolgend vertieften Varianten MBO und Verkauf an Dritte auf, womit sich eine separate Bearbeitung ebenfalls erübrigt.

MANAGEMENT BUY-OUT

Oftmals räumt der Unternehmer der Übertragung seines Unternehmens an die bestehenden Kadermitarbeiter bezüglich Zeit, Kaufpreis und Transaktionsstruktur Priorität ein.

Idealerweise geht der Unternehmer ein mögliches MBO selber pro-aktiv an, indem er während der Vorbereitung eines Verkaufes die Rahmenbedingungen für ein MBO klärt. Dabei geht er nach *Abbildung 5* vor.

«Der Unternehmer geht ein MBO idealerweise selber pro-aktiv an»

Phase 1: Gibt es im Kader potentielle Unternehmer, welche die Voraussetzungen mitbringen würden, um eine Nachfolge anzutreten? Wenn ja, ist die finanzielle Tragbarkeit einer Übernahme für ein MBO-Team abzuschätzen. Dafür ist meist eine mehrjährige Finanzplanung erforderlich. Entscheidend ist die Höhe der im Unternehmen erwirtschaftbaren, freien Mittel, die für die Finanzierung des Kaufpreises verwendet werden können (sog. Earn out).

Phase 2: Erscheint ein MBO finanziell machbar, sind die für ein MBO in Frage kommenden Kadermitarbeiter einzubeziehen. Im Innenverhältnis haben sich diese erst einmal zusammenzurufen. Im Zentrum steht dabei die Erarbeitung eines Partnerschaftsmodells, das sowohl den Interessen des Teams, der Gesellschaft, aber auch jedes Einzelnen in guten wie in schlechten Zeiten gerecht

wird, was ein nicht ganz einfaches Unterfangen darstellt, für den Erfolg eines MBO jedoch unerlässlich ist (Stichworte: Kapitalbeteiligung, Gewinnverteilung, Geschäftsführung, Ein- und Austritt, Vorkaufs- und Mitverkaufsrechte usw.). Im Aussenverhältnis ist die Finanzierung der Übernahme sicherzustellen. Dabei gelangt das MBO-Team oftmals mit Forderungen an den Verkäufer, insbesondere bezüglich Transaktionsstruktur: nicht selten hilft der Verkäufer dem MBO-Team, die finanzielle Last in den (schwierigen) ersten Jahren durch eine geeignete Kaufpreisstaffelung oder tranchenweise Eigentumsübertragung abzufedern.

«In der Regel hilft der Verkäufer dem MBO-Team, die finanzielle Last in den ersten Jahren abzufedern»

Es kommt gelegentlich vor, dass das Management zeitgleich mit Dritten eingeladen wird, ohne Unterstützung des Verkäufers ein Angebot zu unterbreiten. Wir haben es mehrmals erlebt, wie die Kadermitarbeiter dadurch in einen inneren Zwiespalt und Interessenkonflikt getrieben werden. Die Loyalität der Kadermitarbeiter wird erheblich strapaziert, was zu Frustration und mittelfristig zu einem Scheitern der Nachfolgeregelung führen kann.

Im Übrigen stellt das MBO einen Sonderfall des Verkaufs dar, weshalb wesentliche Elemente der Phasen 3 und 4 identisch sind wie beim Verkauf an Dritte (siehe *Abbildung 6*).

ECKPUNKTE EINES MBO

- Dem Verkauf an ein MBO-Team ist zeitlich Priorität einzuräumen
- Die Kaufpreisvorstellungen des Verkäufers für ein MBO sind zu definieren
- Die Tragbarkeit (Annahmen: mind. 10% Eigenmittel des MBO-Teams, Rückführung der Fremdfinanzierung über max. 6 Jahre) ist zu prüfen
- Das potentielle MBO-Team ist einzubeziehen
- Das MBO-Team hat sich zu konstituieren
- Das MBO-Team hat die Finanzierung sicherzustellen
- Der «go/no go»-Entscheid ist zu fällen, bevor Dritt-Interessenten angegangen werden

Mit einem halbherzig oder schlecht vorbereiteten Verkaufsprozess werden im Handumdrehen Werte vernichtet, die zuvor über Jahre hart erarbeitet worden sind. In aller Regel müssen sich selbst bestandene Unternehmer in ihrer Karriere nur einmal mit dem Verkauf ihres Unternehmens beschäftigen. Sie machen eine für sie neue Erfahrung. Das Geheimnis eines erfolgreichen Verkaufsprozesses (*Abbildung 6*) liegt denn auch eher in der Kombination von Fachwissen, Erfahrung und psychologischem Geschick als in einem technokratischen Ablauf.

«M&A-Transaktionen haben ihre eigenen Spielregeln»

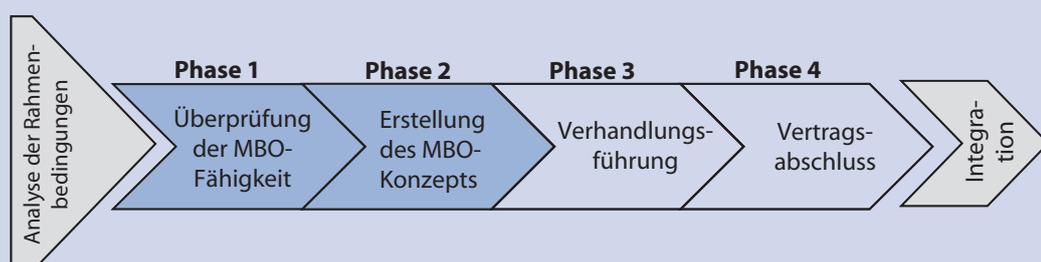


Abbildung 5

VERKAUF AN DRITTE

In der **ersten Phase** gilt es, die Hausaufgaben zu machen. Die transaktionsbezogene Optik unterscheidet sich vom Tagesgeschäft und ist dem Unternehmer nicht unbedingt vertraut. So ist zum Beispiel der Rechnungs-Abschluss nach transaktionsorientierten (betriebswirtschaftlichen) Gesichtspunkten zu erstellen. Es ergeben sich erhebliche Unterschiede zwischen einem Abschluss, der unter handelsrechtlichen, steuerlichen oder transaktionsorientierten Gesichtspunkten erstellt worden ist. Quasi als Nebenprodukt lernen die Beteiligten dabei immer wieder auch Neues über das eigene Unternehmen. Dies tut man besser «en famille» als während einer detaillierten Prüfung der Übernahme (sog. Due Diligence-Prüfung) in Anwesenheit der Kaufinteressenten.

«Lass Dich nicht überraschen!»

Gleichzeitig sind die strategischen Rahmenbedingungen und das Marktumfeld für einen Verkauf zu analysieren. Wer ist der ideale Käufer? Welche Anforderungen wird er haben? Ist das Unternehmen überhaupt fit für einen Verkauf? Nicht zuletzt sind in dieser Phase auch die eigenen Wert- und Preisvorstellungen zu definieren und der Verkaufsprozess festzulegen.

In der **zweiten Phase** folgt die Kontaktnahme mit möglichen Interessenten. Heute lassen sich per Internet eindrückliche Listen von Firmen aus der ganzen Welt generieren. Erfolg ver-

sprechender ist aber ein wohl überlegtes, diskretes Vorgehen, bei dem nur einige wenige Interessenten erster Wahl angegangen werden. Der Erstkontakt ist nach unserer Erfahrung wichtiger als man denkt, soll daher minutiös vorbereitet sein und erfolgt in aller Regel anonym.

FAUSTREGELN DES VERKAUFS

- Lass dich nicht überraschen!
- Wert ist nicht gleich Preis; letzterer hängt massgeblich vom Verkaufsprozess ab
- Jeder Verkaufsprozess ist so individuell wie der Unternehmer
- Man soll die Transaktion nicht vor dem Vollzug loben
- Der Unternehmer soll sich nicht zu früh exponieren
- Erfahrung, Hartnäckigkeit und Nervenstärke zahlen sich aus

Wird grundsätzliches Interesse an einer näheren Prüfung signalisiert, ist vor Abgabe der Unternehmensdokumentation eine Geheimhaltungserklärung zu unterzeichnen. Die Dokumentation kann je nach gewähltem Vorgehen und Adressaten mehr oder weniger ausführlich sein, enthält aber in jedem Fall einen Beschrieb über den Markt, die Konkurrenz, die Erfolgsfaktoren und die strategischen Ziele des Unternehmens sowie ausgewählte Finanzkennzahlen. In der Regel wird es nun an den Interessenten sein, gestützt darauf erste indikative Preisvor-

stellungen zu äussern. Jetzt gilt es zu entscheiden, welchen Interessenten vertieft Einblick in die Verhältnisse der Unternehmung zu gewähren sei.

«Erfolgversprechend ist meist ein wohl überlegtes, diskretes Vorgehen»

Bei den in der **dritten Phase** anstehenden Verhandlungen ist eine klare Strukturierung nötig, ohne dadurch Kreativität und Flexibilität aufzugeben. Gerade in einem Käufermarkt kann es angezeigt sein, auf die individuellen Wünsche eines Interessenten einzugehen, ohne dadurch das Heft aus der Hand zu geben. Ein gutes Verhandlungsergebnis kann dem Verkäufer einen erheblichen zusätzlichen Erlös einbringen – es lohnt sich deshalb, sich die Unterstützung von Profis zu sichern. Am Ende der Verhandlungen steht – je nach Bindungswille und -wirkung – regelmässig eine Absichtserklärung (Letter of Intent) bzw. ein Vorvertrag. Nun rückt die Stunde der Wahrheit näher: Die Interessenten wollen nun das Unternehmen in der sog. Due Diligence-Prüfung genau durchleuchten. Für den Verkäufer steht nochmals sehr viel Geld auf dem Spiel – nach unserer Erfahrung zeigt ein Interessent oftmals erst hier sein wahres Gesicht. Der Aufbereitung und Betreuung des sog. Data room ist daher grosse Bedeutung beizumessen. Die guten Vorbereitungen aus der Phase 1 zahlen sich nun aus. Am Schluss dieser Phase folgt die verbindliche Preisofferte des Interessenten.

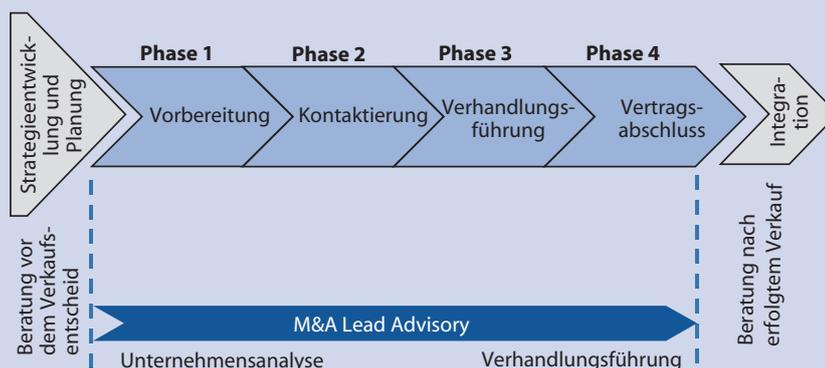


Abbildung 6

Due Diligence Support

«In der Due Diligence zeigt sich, wer seine Hausaufgaben gemacht hat!»

In der Regel erlebt der Unternehmer in der **vierten Phase** ein Wechselbad der Gefühle. Obwohl sich ein Wunschkandidat herauskristallisiert, wird noch bis in letzter Minute mit harten Bandagen um Preis und Vertragsklauseln gerungen. Der erfahrene M&A-Berater hält hier mit einer Mischung aus Hartnäckigkeit und Nervenstärke seinen breiten Rücken geduldig hin. Spätestens jetzt muss mit dem Entwurf der Verträge begonnen werden. Grundsätzlich sollten die ersten Entwürfe vom Verkäuferanwalt

stammen, denn auch hier sollte der Unternehmer das Heft nicht aus der Hand geben. Vor dem Vertragsabschluss gilt es, die letzten rechtlichen, steuerlichen und finanziellen Hürden aus dem Weg zu räumen. Oft ist es angezeigt, die Unterzeichnung der Verträge vorzunehmen und den Vollzug der Transaktion zeitlich später anzusetzen. So gewinnen die Parteien Zeit für die Einholung von Bewilligungen, die Klärung der letzten Details und die Bereitstellung des Kaufpreises.

«Der Unternehmer erlebt nochmals ein Wechselbad der Gefühle»

Von grosser Bedeutung ist die Information: Nach der Unterzeichnung müssen Mitarbeitende, Geschäftspartner und Öffentlichkeit informiert werden.

«Meist sind es die «weichen Faktoren», die über Erfolg und Misserfolg einer Transaktion entscheiden»

Bei der anschliessenden Integration geht es darum, die verschiedenen Kulturen zusammenzuführen. Noch immer scheitern bekanntlich rund die Hälfte der Übernahmen und Fusionen.

STEUERLICHE RAHMENBEDINGUNGEN

Die Übertragung von Aktien einer Unternehmung im Rahmen der Erbfolge bietet bei sorgfältiger Planung grundsätzlich wenig steuerliche Probleme. Es fällt in der Regel nur die Erbschaftssteuer an.

Die Übertragung von Aktien zu Lebzeiten kann an Dritte oder aber an Nachkommen erfolgen. Mit diesem Vorgehen will der Unternehmer-Aktionär eine Liquidation seiner Unternehmung vermeiden.

Unternehmer-Aktionäre, die die Aktien im Privatvermögen halten, streben im Rahmen einer Nachfolgelösung durch Verkauf der Aktien («share deal») einen **steuerfreien Kapitalgewinn** an. Ein Investor (Käufer) ist daran interessiert, die Finanzierungskosten für den Erwerb der Unternehmung direkt mit dem operativen Ergebnis der erworbenen Gesellschaft zur Verrechnung zu bringen. Dieses Ziel kann er grundsätzlich nur erreichen, indem er die Aktiven und Passiven der zum Verkauf stehenden Unternehmung über eine Gesellschaft erwirbt («asset deal»). Diese unterschiedliche Interessenlage von Verkäufer und Käufer schliesst eine einfache Lösung einer Transaktion grundsätzlich aus.

Eine Annäherung der Interessenlagen kann z.B. dadurch erfolgen, dass der Verkäufer seine Kaufpreisvorstellungen reduziert und den Käufer an der mit dem steuerfreien Kapitalgewinn verbundenen Steuerersparnis teilhaben lässt. Alternativ besteht die Möglichkeit, dass der Käufer die Aktien in eine einzig zu diesem Zweck errichtete Akquisitionsgesellschaft einbringt und die für die Deckung der Finanzierungskosten (zu amortisierenden Darlehen und Darlehenszinsen) erforderlichen Mittel über Dividenden der erworbenen Gesellschaft abschöpft.

Bei der Umsetzung gilt es – unabhängig davon, ob eine Akquisitionsgesellschaft eingeschaltet wird oder nicht – zahlreiche **steuerliche Fussangeln** zu beachten (insb. **indirekte Teilliquidation** mit möglichen Einkommenssteuerfolgen für den

Verkäufer bzw. Verrechnungssteuerfolgen auf Stufe der veräusserten Gesellschaft). Bedienen sich Nachkommen des Verkäufers für den Erwerb einer Unternehmung einer Akquisitionsgesellschaft, können die Einkommenssteuerfolgen für die veräussernde Partei besonders unvorteilhaft sein (Stichwort: Tücken der **Erben-Holding**).

Bei sorgfältiger Strukturierung eines Unternehmensverkaufs können verkaufsbedingte Steuerfolgen durch **Steuerplanung** oftmals vermieden werden. Je nach Fallkonstellation empfiehlt es sich, Unternehmensverkäufe vor dem Vollzug des Kaufvertrags mit den zuständigen Steuerbehörden auf Stufe Kanton und Bund abzusprechen. Mit diesem Vorgehen können die Parteien die mit dem Verkauf bzw. dem Kauf der Unternehmung verbundenen Steuerfolgen verbindlich ermitteln. Mit dem neuen Kreisschreiben Nr. 14 der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 6. November 2007 zur indirekten Teilliquidation werden sog. Rulings grundsätzlich nur noch für objektive Tatbestandselemente (z.B. Höhe der veräusserten Quote, Fristenlauf, handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven) abgegeben. Das Vorliegen einer indirekten Teilliquidation kann von den Steuerbehörden somit nur noch dann ausgeschlossen werden, wenn objektive Tatbestandselemente nicht erfüllt sind oder offensichtlich keine nichtbetriebsnotwendige Substanz vorhanden ist. Dies schränkt die verbindliche Abschätzbarkeit von Steuerfolgen im Zeitpunkt der Durchführung der Transaktion empfindlich ein.

Steuerfolgen eines Unternehmensverkaufs können nicht immer vermieden werden. Allenfalls kann die Steuerneutralität eines Unternehmensverkaufs vom Verhalten des Käufers abhängig sein. Diese steuerlichen Rahmenbedingungen sind bei der Erarbeitung der Verträge betreffend den Verkauf einer Unternehmung durch die Aufnahme von «Steuerklauseln» zu berücksichtigen.

DER WERT DES UNTERNEHMENS

Obwohl teilweise sehr komplex und mathematisch hoch anspruchsvoll, ist die Bewertung von Unternehmen keine exakte Wissenschaft: **Den einzig richtigen und verbindlichen Unternehmenswert gibt es nicht.** Die Bewertung vermag somit einzig eine Wert-Bandbreite für ein Unternehmen zu ermitteln und diese zu plausibilisieren.

Zudem hat jede Bewertung einen vorher definierten Zweck zu erfüllen.

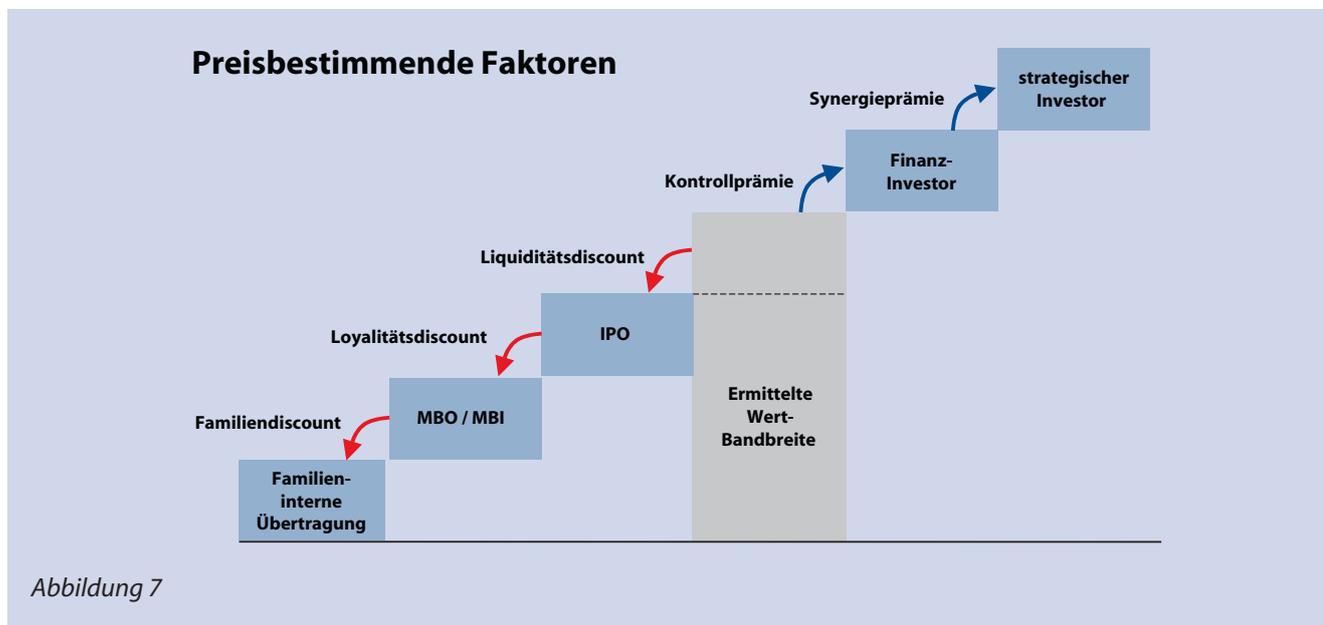
Je nachdem kann – ja muss – das Ergebnis unterschiedlich ausfallen. Darin kommt auch der Unterschied zwischen Wert (grau) und Preis (blau) zum Ausdruck. Von dem berechneten Wert weichen die typischerweise im Rahmen tatsächlicher Transaktionen erzielten Preise (Abbildung 7) ab:

«Wert und Preis sind zweierlei»

Die Bewertung eines Unternehmens ruft nach der Erfahrung und dem

Fachwissen des Spezialisten. **Vorsicht: Wert und Preis sind nicht dasselbe!**

Um den Wert eines Unternehmens zu ermitteln, gibt es **verschiedenste Möglichkeiten** (Abbildung 8). Nach unserer Erfahrung hat sich in der Praxis das nachfolgende Vorgehen bewährt.



PRAKTIKERMETHODE UNGEEIGNET

Weiterhin sehr verbreitet bei KMU und Beratern ist die Bewertung von Unternehmen nach der sog. Praktikermethode. Diese kann jedoch die Ansprüche an ein differenziertes Vorgehen nicht erfüllen und ist in den meisten Fällen untauglich: Die Praktikermethode stützt sich auf das «mechanische» Berechnen des Unternehmenswerts, in der Regel mit der Formel $2 \times \text{Ertragswert} + 1 \times \text{Substanzwert}$ dividiert durch 3. Diese Methode bedient sich des Vorwandes, es allen recht gemacht zu haben. Sie erspart es dem Bewerter, den Gründen dafür nachzugehen, weshalb sich mit den verschiedenen Bewertungsmethoden teilweise grössere Unterschiede ergeben. Er kann es sich damit auch ersparen, Argumente zu entwickeln, weshalb der einen Methode im konkreten Fall der Vorzug gegenüber der anderen Methode zu geben sei oder doch zumindest weshalb die eine Methode zusätzlich zu gewichten sei.

Oft stellt die Praktikermethode nichts anderes als ein grobes Werkzeug des Kaufinteressenten dar, der mit der Berücksichtigung des oft tieferen Substanzwertes in den Verhandlungen den Preis drücken will.

Die Befürworter dieser Methode setzen sich dem Verdacht aus, nicht denken, sondern nur mechanisch rechnen zu wollen. Ausserhalb unserer Landesgrenzen, insbesondere im anglo-amerikanischen Bereich, findet

diese Methode denn auch überhaupt keine Anerkennung.

BEWERTUNG NACH DEM STAND DER TECHNIK

Die heute in der Praxis bekannten Verfahren gliedern sich nach folgenden Kategorien:

Die **Ertragswerte** basieren auf der Kapitalisierung von bereinigten, nachhaltig erzielbaren Gewinnen (Ertragswert im engeren Sinne) oder durch Diskontierung von zukünftigen Einnahmen-Überschüssen, sog. Free Cash-Flows (Discounted Cash-Flow-Methode).

Bei der **Substanzwert-Betrachtung** als Fortführungswert ist zu beachten, dass dieser i.d.R. lediglich einen Teilwert darstellt, da er der Rentabilität bzw. der Ertragskraft des Unternehmens nicht Rechnung trägt. Unbestritten in Theorie und Praxis ist, dass der Liquidationswert der niedrigste Unternehmenswert bzw. die Wertuntergrenze darstellt.

Die **Marktwerte** werden aus dem Vergleich mit ähnlichen, börsenkotierten Unternehmen (Comparable Trading Analyse) oder aus tatsächlich stattgefundenen Unternehmensverkäufen und -fusionen (Comparable Transaction Analyse) abgeleitet. Diese Methoden sind einigen Fremdeinflüssen unterworfen, z.B. Schwankungen von Börsenkursen, Höhe des Free Floats, mangelnde direkte Vergleichbarkeit mit dem zu bewertenden Unterneh-

men etc., so dass der Bewertungsexperte das Wissen benötigt, um die Ergebnisse entsprechend würdigen zu können.

Entscheidend bei der Unternehmensbewertung ist, nach der fundierten Analyse des Unternehmens und des relevanten Marktes das Risiko bzw. die Ungewissheit angemessen zu berücksichtigen. Dies kann im Kapitalisierungssatz, in der Berechnung des Zukunftserfolges, im Risikoabschlag am Erfolg, im Bewertungsmethoden-Mix oder durch Abschlag am Gesamtwert erfolgen. In der Praxis stellen wir fest, dass die grössten Differenzen zwischen zwei Gutachten meistens auf unterschiedliche Einschätzung der Zukunft und/oder unterschiedliche Berücksichtigung des Risikofaktors zurückzuführen sind. Daneben kann auch eine unterschiedliche Aussonderung des nicht-betriebsnotwendigen und separat zu bewertenden Vermögens zu grösseren Abweichungen führen.

Angesichts all dieser Vorgehensvarianten den richtigen Weg einzuschlagen, ruft nach sehr viel Erfahrung und Expertenwissen. Der Bewerter erbringt seine wesentliche Leistung erst, nachdem er mit verschiedenen Methoden die Werte als Teilresultate ermittelt hat. Er wird anschliessend die erhobenen Werte und die festgestellten Abweichungen analysieren und daraus die erforderlichen Schlüsse ziehen. Je nachdem wird er einzelne Methoden eliminieren oder sogar zusätzlich gewichten. Auf jeden Fall setzt die Herleitung des fairen, objektiven Unternehmenswertes einen fundierten Prozess, grosse Erfahrung und tiefes Expertenwissen voraus. In diesem Sinne ist Unternehmensbewertung eine Kunst. Dazu gehört auch die Fähigkeit, schliesslich die logische Argumentationskette zu formulieren, die den ermittelten objektiven Wert als angemessen und fair rechtfertigt. Nur mit überzeugenden Argumenten verfügen die Destinatäre der Bewertung über ein «Produkt», das ihnen wirklich zur Lösung ihrer Aufgabe dient.

Multiplikatoren	P/E*	EV/EBITDA**
Baunebengewerbe	10.3	6.2
MEM	15.1	8.7
Nahrungsmittel	14.7	9.9
Verpackung & Papier	9.8	5.2
Medizinaltechnologie	17.6	10.5
Transport	15.1	8.1
Durchschnitt	13.8	8.1
Median	14.9	8.4

* Price/Earnings, Preis je Aktie dividiert durch Gewinn je Aktie

** Enterprise value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
Gesamtunternehmenswert (Marktkapitalisierung plus verzinsliches Netto-Fremdkapital)
dividiert durch Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

WERT VS. PREIS

Schliesslich sei herausgestrichen, dass der Unternehmenswert, der nach objektiven und neutralen Kriterien ermittelt wird, nicht mit dem Preis übereinstimmen muss, der anlässlich einer Transaktion tatsächlich bezahlt wird (Abbildung 7). Hier kommt zum Ausdruck, dass es sich bei einem privaten Unternehmen um ein individuelles Gut handelt, für das es keinen Marktpreis gibt. Einem einzigen Gut stehen im Normalfall mehrere Kaufinteressenten gegenüber. Die subjektiven

Gründe der Käufer spielen denn auch eine grosse Rolle und finden schliesslich im bezahlten Preis ihren Ausfluss. Als Gründe können die Machtverhältnisse (z.B. Druck von Kapitalgeber oder Konkurrenten), die Taktik bei den Kaufverhandlungen (z.B. Qualität der Berater) sowie der Verkaufszeitpunkt (z.B. überstürzter Notverkauf, unglückliches Timing) angeführt werden.

«Ein Unternehmen ist ein individuelles Gut, für das es keinen Marktpreis gibt»

In jeder umfassenden Bewertung werden verschiedene Bewertungsmethoden angewandt und die Resultate miteinander verglichen. Es ist jedoch unumgänglich, dass die Berücksichtigung der angewandten Methoden für jeden Einzelfall hinterfragt wird. Die Resultate der einzelnen Bewertungsmethoden werden zwecks Ermittlung eines angemessenen groben Unternehmenswertes am Schluss einer Gesamtwürdigung unterzogen.

SUBSTANZWERT-METHODE

Der Substanzwert einer Unternehmung ist identisch mit dem am Stichtag vorhandenen Eigenkapital. Um das Eigenkapital zu ermitteln, sind die Aktiven und Passiven stichtagsbezogen zu bewerten. Dabei ist grundsätzlich auf Fortführungswerte (Going concern Basis) abzustellen.

Im Vergleich zu den Buchwerten müssen hierzu die stillen Reserven ermittelt und Rückstellungen für die auf diesen stillen Reserven latent ruhende Steuerlast gemacht werden. Zudem

sind vorhandene, nicht-betriebliche Aktiven und Passiven von den betrieblichen zu trennen und separat zum Verkehrswert (Veräusserungswert) zu bewerten.

Die latente Steuerlast ist auch hier zu berücksichtigen.

Als Resultat dieser Arbeiten ergibt sich einerseits der betriebliche Substanzwert und andererseits der Wert der nicht-betrieblichen Vermögensteile.

ERTRAGSWERT-METHODE

Während der Substanzwert ausschliesslich über das im Bewertungszeitpunkt vorhandene Eigenkapital des Unternehmens Auskunft gibt, vermittelt der Ertragswert eine Aussage über dessen Rentabilität.

Allgemein gesagt ist der Ertragswert Ausdruck der in der Zukunft zu erwartenden Ertragskraft der Unternehmung. Der Ertragswert ist deshalb wesentlich bedeutsamer als der Substanzwert der Unternehmung. Für die Berechnung des Ertragswertes wird in der Praxis oft der von der Unternehmung nachhaltig erzielbare Gewinn ermittelt und mit dem festzulegenden Kapitalkostensatz kapitalisiert. Für die Schätzung des

nachhaltigen Gewinnes können sowohl die in der Vergangenheit realisierten, nach betriebswirtschaftlichen Kriterien bereinigten Gewinne als auch die in der Zukunft erwarteten Gewinne berücksichtigt werden.

Die Bereinigung der in der Vergangenheit realisierten Gewinne setzt bei den handelsrechtlich ausgewiesenen Ergebnissen an. Diese werden nach betriebswirtschaftlichen Kriterien berichtigt. Ausserdem werden nicht geschäftsmässig begründete Aufwendungen ausgeschieden und sämtliche ausserordentlichen Aufwendungen und Erträge ab-/aufgerechnet.

PRAKTIKERMETHODE

Bei der in der Schweiz teilweise angewandten sog. Praktikermethode werden Ertragswert wie auch Substanzwert gemittelt. Je nach Anwendungsbereich kommt es zu einer beson-

deren Gewichtung der einen oder anderen Komponente. In letzter Zeit trifft man häufig eine Übergewichtung der Ertragswertkomponente an.

DISCOUNTED CASH-FLOW-METHODE (DCF-METHODE)

Im Gegensatz zur klassischen Ertragswert-Methode mit Kapitalisierung des nachhaltig erzielbaren Jahresgewinnes wird bei der DCF-Methode hinsichtlich des Ertragswertes nicht auf die Reingewinne, sondern auf den zukünftig erzielbaren Freien Cash-Flow abgestellt.

Der Freie Cash-Flow wird üblicherweise wie folgt definiert:

Betriebserfolg vor Abschreibungen
 +/- Veränderung Rückstellungen
 +/- Veränderung Umlaufvermögen
 -/(+) Investitionen (Desinvestitionen) ins Anlagevermögen
 = Freier Cash-Flow

Einzelne Definitionen berücksichtigen bei der Bestimmung des Freien Cash-Flows auch den Dividendenabfluss.

Die DCF-Methode unterscheidet sich hauptsächlich in zweierlei Hinsicht von der klassischen Methode der Ertragswertermittlung:

- Sie berücksichtigt die für die Zukunft geplanten Investitionen und Desinvestitionen im Umlauf- und Anlagevermögen (und stellt somit nicht auf den kalkulatorisch ermittelten Abschreibungsbedarf ab);
- Sie orientiert sich an den für das Unternehmen massgeblichen Planzahlen während des Planungshorizontes.

Bei der DCF-Methode werden die Ergebnisse der Geschäftsjahre des Prognosehorizontes einzeln bestimmt und abgezinst. Am Ende dieses Prognosehorizontes wird der sog. Residual Value bestimmt und ebenfalls auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst.

MARKTWERTE

Der erste **Marktwertansatz** leitet den Unternehmenswert aus dem **Vergleich des Bewertungsobjektes mit ähnlichen, börsenkotierten Unternehmen** ab. Dabei werden sog. Trading Multiples berechnet, z.B. ein Price-Earnings-Ratio (P/E-Ratio), und auf den Gewinn des Bewertungsobjektes angewandt. Es können für den Vergleich zum Unternehmenswert auch andere Vergleichsdaten (Multiples), wie z.B. EBDIT (Earnings Before Depreciation, Interest and Tax) oder Cash-Flow (CF-Ratio), verwendet werden.

Der Bewerter wird jedoch bei der Anwendung dieser Multiples auf die finanziellen Resultate der zu bewertenden Unternehmung die Situation einer genauen Analyse unterziehen und das verwendete Multiple entsprechend anpassen. Der **zweite Marktwertansatz** zur Bestimmung des Unternehmenswertes stützt sich auf sog. **Multiplikatoren** ab. Hierbei soll der Unternehmenswert aus einem Vergleich mit vormaligen Kaufangeboten für Vergleichsunternehmen oder bei ähnlichen Transaktionen effektiv bezahlten Preisen (falls diese bekannt sind)

ermittelt werden. Bei der Bewertung nach diesem Verfahren muss das zeitliche Auseinanderliegen von Bewertung und erfolgter Transaktion berücksichtigt werden. Weiter ist zu beachten, dass der für ein Unternehmen bezahlte Preis nicht zwingend mit dem objektiven Unternehmenswert übereinstimmt. Hier kommt zum Ausdruck, dass es sich bei einem Unternehmen um ein individuelles Gut handelt, für das es keinen allgemeinen Marktpreis gibt. Einem einzigen Gut stehen im Normalfall mehrere Kaufinteressenten gegenüber. Die subjektiven Gründe der Käufer spielen denn auch eine grosse Rolle und finden schliesslich im bezahlten Preis ihren Ausfluss. Als Gründe können die Machtverhältnisse (z.B. Druck von Kapitalgeber oder Konkurrenten), die Taktik bei den Kaufverhandlungen (z.B. Qualität des Beraters) sowie der Verkaufszeitpunkt (z.B. überstürzter Notverkauf, unglückliches Timing) angeführt werden. Unsere Erfahrung zeigt denn auch, dass bei Unternehmensverkäufen zwischen dem erst- und zweitplatzierten (ausgehandelten) Angebot eine Preisspanne zwischen 10% und 50% häufig anzutreffen ist.

Aus **rechtlicher Sicht** ist von Bedeutung, dass in der Gerichtspraxis der sog. **Methodenpluralismus** gilt, wonach je nach Aktiven und Verhältnissen in der Gesellschaft der Unternehmenswert verschieden ermittelt werden kann. Allerdings muss die gewählte Methode nachvollziehbar, plausibel, anerkannt, in vergleich-

baren Fällen verbreitet und begründet besser oder zumindest ebenso bewährt sein wie andere Methoden. Diese Praxis bedeutet, dass man davon ausgehen kann, dass im Zweifelsfall ein Gericht jede von den Parteien gewählte Methode stützen wird, sofern sie die erwähnten Kriterien erfüllt.

Die Steuerbehörden anerkennen für Steuerzwecke grundsätzlich einen gestützt auf eine gängige Bewertungsmethode (es gelten die Grundsätze der Begründetheit, der Nachvollziehbarkeit und der Plausibilität) ermittelten Unternehmenswert.

«SCHWERE GESELLSCHAFT»

Die nachfolgenden Praxisbeispiele enthalten Elemente von Transaktionen, die wir anlässlich unserer Begleitung von Nachfolgeprojekten bearbeitet haben. Jede Ähnlichkeit mit einer bestimmten Transaktion ist jedoch rein zufällig und von uns nicht beabsichtigt.

PROJEKT SCHWERE GESELLSCHAFT

Die Alpha-Gruppe (Abbildung 9) ist in den Bereichen Klima, Lüftung, Heizung und Haustechnik tätig. Als Folge der zurückhaltenden Ausschüttungspolitik sind über Jahrzehnte in erheblichem Umfang nicht-betriebliche Mittel thesauriert worden.

Die Exponenten des Aktionariates A, die auch die Geschäftsleitung stellen, haben ein fortgerücktes Alter erreicht und suchen eine Lösung für die Nach-

folge. Die Unternehmerfamilie A fällt den Entscheid, die Beteiligung zu veräussern. Diese Entwicklung löst bei den Exponenten des Aktionariats B den Entscheid aus, bei dieser Gelegenheit ihre Beteiligung ebenfalls zu veräussern. Somit kommt es zur Suche eines Käufers für sämtliche Aktien der Alpha-Gruppe.

«In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes!» Benjamin Franklin

Ein professionelles M&A-Team wird mit dem Verkauf mandatiert. Sämtliche strategischen Interessenten ziehen sich zurück, da sie die umfangreichen thesaurierten Mittel als Hindernis für eine Übernahme einstufen, bzw. zur Finanzierung der Übernahme nicht in der Lage sind.

Schliesslich kann ein Finanzinvestor gefunden werden, der die Aktien übernimmt (Abbildung 10). Für den Übernehmendeentscheid ausschlaggebend ist für den Finanzinvestor, dass er sich – im Rahmen der Preisgestaltung – an der durch den Grundsatz des steuerfreien Kapitalgewinns bedingten Steuerersparnis beteiligen kann, die von den Aktionariaten A und B anlässlich des Verkaufs erzielt werden kann.

STEUERLICHE BEMERKUNGEN

Aktionariat A und B (natürliche Personen, die die Aktien an der Alpha AG bzw. der Holding im Privatvermögen halten) streben bei der Veräusserung der Aktien der Alpha AG bzw. der Holding einen steuerfreien Kapitalgewinn an. Der Finanzinvestor ist daran interessiert, die Finanzierungskosten für den Erwerb der Holding bzw. der Aktien der Alpha AG mit dem operativen Gewinn der Alpha AG zur Verrechnung zu bringen. Die unterschiedliche Interessenlage gilt es im Rahmen der Wahl der Akquisitionsstruktur zu berücksichtigen.

Aktionariat A und B erkaufen sich den steuerfreien Kapitalgewinn durch Konzessionen beim Kaufpreis. Mit der Umsetzung der Unternehmenssteuerreform II werden Dividenden aus massgeblichen Beteiligungen (>= 10% des Aktienkapitals) zumindest auf Stufe Bund nur noch zu 60% besteuert. Dies wird zur Folge haben, dass sich der Druck auf den Verkäufer betreffend einer Kaufpreisreduktion für den Erhalt des steuerfreien Kapitalgewinns eher vermindern wird. Der Finanzinvestor kann die Transaktion allenfalls steuerlich optimieren, wenn er die Aktien der Holding und der Alpha AG über eine neu zu gründende Holding erwirbt (vgl. dazu Projekt MBO).

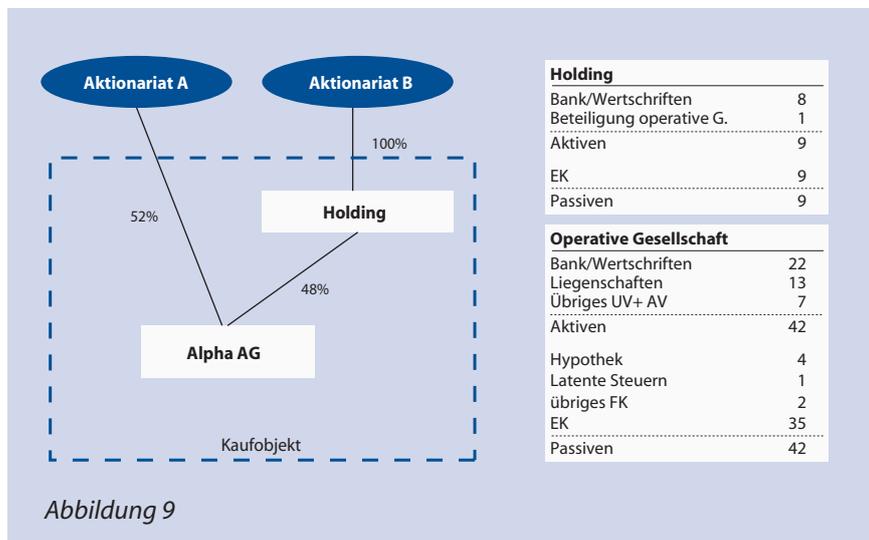


Abbildung 9

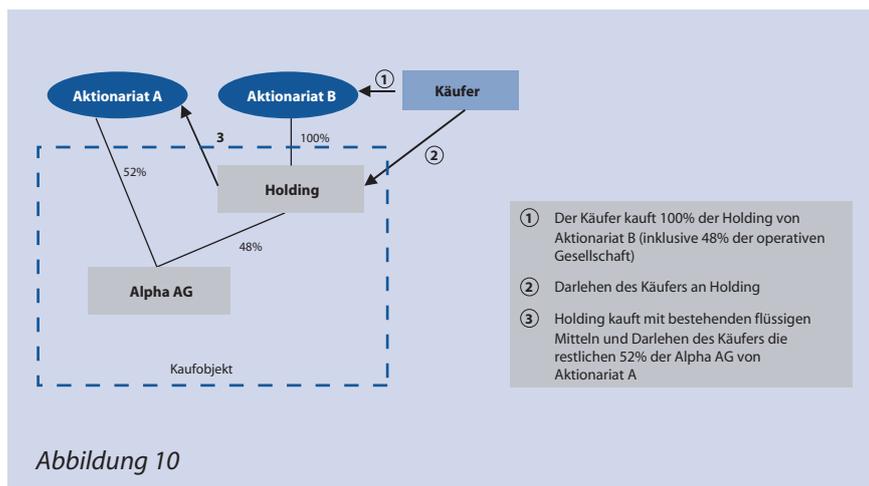


Abbildung 10

MBO

PROJEKT MANAGEMENT
BUY-OUT

Die Beta AG ist ein in der Beratung im IT-Bereich und der Implementierung von entsprechenden Projekten tätiges Unternehmen. Mit 78 Mitarbeitern erzielt es einen Umsatz von CHF 14 Mio. Das ambitionöse Ziel eines durchschnittlichen Wachstums von 20 bis 25% p.a. über die folgenden Jahre erscheint als realistisch.

Der Alleinaktionär B, der das Unternehmen aufgebaut hat, möchte seine Nachfolge lösen, und räumt dem Verkauf an ein Team seiner führenden Mitarbeiter Priorität ein. Ein sorgfältig ausgewähltes Team von 5 leitenden Mitarbeitern des Unternehmens erar-

beitet mit Hilfe professioneller M&A-Berater ein MBO-Konzept. Das MBO-Team ist in der Lage, aus privaten Quellen insgesamt eigene Mittel im Betrag von CHF 1.5 Mio. einzubringen. Die Spezial-Finanzierungsabteilung einer schweizerischen Bank erklärt sich bereit, einen Akquisitionskredit von CHF 10 Mio. zu gewähren. Zusätzlich stellt sie im Hinblick auf die geplante Expansion des Unternehmens einen Investitionskredit von CHF 6 Mio. zur Verfügung und gewährt einen Betriebsmittelkredit von CHF 2.5 Mio.

Das MBO-Team als neues Aktionariat des Unternehmens gründet eine MBO-

Holding als Akquisitions-Vehikel (Abbildung 11). Der von der Bank gewährte Akquisitionskredit wird dieser MBO-Holding als Darlehensnehmerin gewährt. Die Investitions- und Betriebsmittel-Kredite fließen an die operative Gesellschaft. Graphisch dargestellt ergibt sich die folgende Transaktionsstruktur:

«Mit einer MBO-Holding als Akquisitions-Vehikel lässt sich der Unternehmenskauf steueroptimiert realisieren»

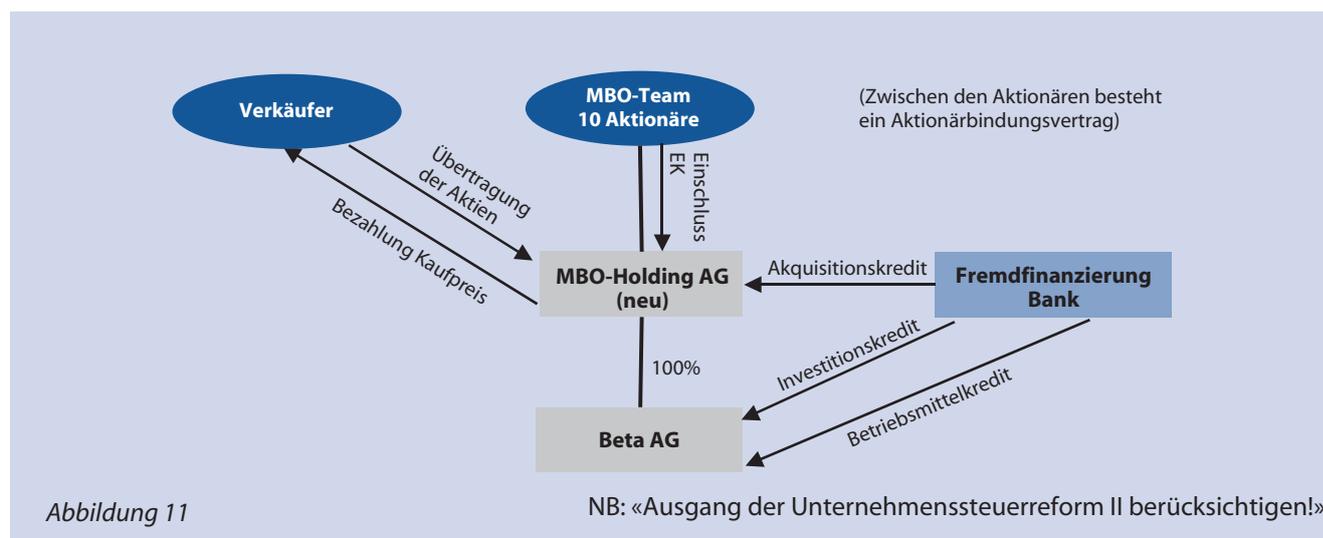


Abbildung 11

STEUERLICHE
BEMERKUNGEN

Das MBO-Team will die Finanzierungskosten (Akquisitionskredit / Verzinsung des Akquisitionskredits) für den Erwerb der Beta AG über Erträge der Beta AG amortisieren. Die MBO-Holding AG ist für die Gewinne auf Stufe Kanton steuerbefreit. Auf Stufe Bund kann sie Dividenden grundsätzlich (fast) steuerfrei vereinnahmen. Mit der Zwischenschaltung einer MBO-Holding AG kann das MBO-Team erreichen, dass es die Finanzierungskosten nicht mittels Einkünften (z.B. Erwerbseinkommen und Vermögenserträge in Form von Zinsen oder Dividenden), die bereits als Einkom-

men versteuert worden sind, sondern mittels praktisch steuerfrei vereinnahmter Dividenden aus der Beta AG begleichen kann. Für die Amortisation und die Verzinsung des Akquisitionskredits steht damit der volle Betrag (d.h. nicht der um die Einkommenssteuer gekürzte Betrag) der Dividende zur Verfügung.

STEUERFREIER KAPITAL-
GEWINN

Alleinaktionär B strebt einen steuerfreien Kapitalgewinn an.

Im Rahmen der Umsetzung des Erwerbs der Beta AG durch das MBO-Team ist darauf zu achten, dass die

von der Steuerverwaltung gemachten Vorgaben für die Anerkennung eines steuerfreien Kapitalgewinns durch das MBO-Team nicht verletzt werden. Es ist sicherzustellen, dass das MBO-Team keinen Tatbestand der indirekten Teilliquidation begründet. Der steuerfreie Kapitalgewinn ist durch vertragliche Vorkehrungen («Steuerklauseln») abzusichern. Je nachdem, wie der Kauf der Aktien strukturiert wird, entspricht es dem Gebot der Sorgfalt, im Zusammenhang mit der Transaktion steuerliche Vorbescheide bei den zuständigen Steuerbehörden einzuholen.

KELLERHALS HESS RECHTSANWÄLTE

KELLERHALS HESS.

Mit etablierten Standorten in der Regierungstadt Bern und in der Wirtschaftsmetropole Zürich ist Kellerhals Hess in den beiden wichtigsten Städten der Schweiz präsent. Unsere Firma verbindet die langjährige Tradition einer führenden Anwaltskanzlei des Schweizer Mittellandes mit den Innovationen eines profilierten Zürcher Anwaltsbüros. Kellerhals Hess ist in allen wichtigen wirtschaftsrechtlichen Fachbereichen tätig.

KH hat einen wichtigen Schwerpunkt und eine grosse Erfahrung in der rechtlichen Beratung von KMU von der Gründung bis zur Nachfolgeregelung; insbesondere auch im Bereich von M&A-Transaktionen. KH denkt vernetzt, ist flexibel und entwickelt gemeinsam mit ihren Klienten sachgerechte, zeitgemässe, kreative und kostenoptimierte Lösungen.

M&A-TRANSAKTIONEN BEI KMU

- Steueroptimierte Nachfolgeplanungen
- Management Buy-Outs (MBO) und Buy-Ins (MBI)
- Fusionen, Übernahmen, Spaltungen
- Unternehmenskäufe und -verkäufe

RECHTSBERATUNG IM ALLTAG BEI KMU (AUSWAHL)

- Gründung und Strukturierung von Unternehmen, Verträge unter Gesellschaftern (Aktionärbindungsverträge)
- Ausarbeitung und Verhandlung von Partnerschafts-, Vertriebs- und Agenturverträgen, Lieferverträgen, Werkverträgen, Kredit- und Kreditsicherungsverträgen, Finanzierung- und Leasingverträgen, AGB
- Kennzeichenschutz, Schutz von geistigem Eigentum, Geheimhaltungs- und Lizenzverträge
- Wettbewerbsrechtliche Beratung und Vertretung (Kartellrecht, UWG)
- Beratung und Vertretung in allen Belangen des Arbeitsrechts (inkl. GAV) und des Sozialversicherungsrechts
- Mitarbeiterentschädigungsmodelle
- Steuerplanung
- Externe Rechtsabteilung (Erledigung des Tagesgeschäfts)
- VR-Mandate

THE CORPORATE FINANCE GROUP



The Corporate Finance Group
 ► Mergers & Acquisitions

The Corporate Finance Group (TCFG) zählt in der Schweiz zu den führenden, unabhängigen Beratungsunternehmen im Bereich Mergers & Acquisitions/Corporate Finance. Unsere Partner verfügen über langjährige Erfahrungen und haben in über 250 erfolgreich abgeschlossenen nationalen und internationalen M&A-Transaktionen echte Mehrwerte für die Kunden erzielt. Wir können uns auf ein etabliertes Beziehungsnetz abstützen und sind mit einem Team von 20 Mitarbeitern an den Standorten Bern, Genf und Zürich in der Schweiz ausgezeichnet verankert.

TCFG ist der exklusive schweizerische M&A/CF-Partner der 1805 in Genf gegründeten Privatbank Pictet & Cie., einer der grössten Privatbanken der Schweiz, und gilt als führende unabhängige Privatbank Europas.

M&A-TRANSAKTIONEN BEI KMU

- Unternehmenskäufe und -verkäufe
- Nachfolgeregelungen
- Management Buy-Outs und Buy-Ins
- Spin-offs
- Fusionen und Kooperationen
- Restrukturierungen
- Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen
- Kapitalmarkttransaktionen, IPO-Beratungen
- Strategische Transaktionsberatung

CORPORATE FINANCE-BERATUNG

- Unternehmensbewertungen
- Financial Engineering
- Second Opinions, Fairness Opinions
- Machbarkeitsstudien
- Business- und Finanzpläne
- Partnerschaftsmodelle
- Management Coaching
- VR-Mandate

ADRESSEN

KELLERHALS HESS.

Kapellenstrasse 14, CH-3001 Bern
Tel. 058 200 35 00, Fax 058 200 35 11

Rämistrasse 5, 8024 Zürich
Tel. 058 200 39 00, Fax 058 200 39 11

E-Mail:
info@kellerhals Hess.ch
www.kellerhals Hess.ch

DIE AUTOREN:

Dr. Thomas Bähler, Rechtsanwalt,
LL.M., Partner; Lehrbeauftragter an
der Universität Bern
thomas.baehler@kellerhals Hess.ch

Dr. Beat Brechbühl, Rechtsanwalt,
LL.M., Partner; Lehrbeauftragter an
der Universität Fribourg
beat.brechbuehl@kellerhals Hess.ch

Dr. Christian Witschi, Rechtsanwalt,
dipl. Steuerexperte, Partner; Prüfungs-
experte für Steuerexpertenprüfungen
christian.witschi@kellerhals Hess.ch



The Corporate Finance Group
Mergers & Acquisitions

Thunstrasse 23
CH-3000 Bern 6
Phone +41 (0)31 356 25 25
Fax +41 (0)31 356 25 26

Bd des Philosophes 7
CH-1211 Genève 4
Phone +41 (0)22 705 14 85
Fax +41 (0)22 705 14 86

Beethovenstrasse 11
CH-8027 Zürich
Phone +41 (0)44 287 22 55
Fax +41 (0)44 287 22 56
E-Mail: info@tcfg.ch
www.tcfg.ch

DIE AUTOREN:

Peter Bohnenblust, Fürsprecher,
M.B.A. (Rochester N.Y.), Partner
peter.bohnenblust@tcfg.ch

Franz Schäfer, lic.iur., MCL, Partner
franz.schaerer@tcfg.ch

Impressum

Herausgeber
The Corporate Finance Group (TCFG) und
Kellerhals Hess Rechtsanwälte (KH)

Druck:
Geiger AG Bern

© 2008 The Corporate Finance Group
und Kellerhals Hess Rechtsanwälte
All Rights Reserved

Wir hoffen, auch viele Unterneh-
merinnen und Nachfolgerinnen
anzusprechen, und rechnen bei
unseren Leserinnen mit Verständ-
nis dafür, dass wir zu Gunsten
der Leserlichkeit auf die weibliche
Form verzichten.