

Bedeutung und Anforderungen von MBOs bei der mittelständischen Unternehmensnachfolge

Verfasser:

WP/StB Hermann Pointl,
Dr. Langenmayr & Partner GbR, München

Warum Management-Buy-Out?

Der Mittelstand (KMU, Familienunternehmen) ist die tragende Säule der deutschen Wirtschaft. Als sogenannter Mittelstand werden etwa 3,3 Mio. Unternehmen mit bis zu 500 Beschäftigten und bis zu 50 Mio. € Umsatz, wovon etwa 90 % aller Unternehmen einen Umsatz von unter 5 Mio. € erzielen, verstanden. Dieser Mittelstand erwirtschaftet ca. 50 % des Bruttoinlandsproduktes, tätigt 46 % der gesamtwirtschaftlichen Investitionen, beschäftigt mehr als 70 % der Arbeitnehmer und stellt ca. 80 % aller Ausbildungsplätze in Deutschland zur Verfügung.

Das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) hat in seiner Neuberechnung 2002 ermittelt, daß **etwa 355.000 übergabereife Unternehmen** im Fünfjahreszeitraum (also jährliche Unternehmensübertragungen ca. 71.000) existieren. Von rund 90.000 industriellen Familienunternehmen (bis 500 Beschäftigte) werden bis zum Jahr 2006 etwa 21.600 Unternehmen, d.h. 24 % an Nachfolger übertragen werden. Inwieweit diese Unternehmen an die „nächste Generation“ weitergegeben werden können, läßt sich nicht voraussagen. Jedoch kann unschwer vorausgesagt werden, daß ein erheblicher Teil dieser Mittelstandsunternehmen nicht durch Familiengesellschafter, sondern durch Fremdgegesellschafter weitergeführt bzw. übernommen werden. Der Mangel an geeigneten oder willigen Nachfolgern aus dem Familienkreis wird zunehmend ein Hauptgrund sein, einen MBO (Management-Buy-Out = bisherige Geschäftsführung/Management des Unternehmens wird Eigentümer bzw. erwirbt Anteile) oder MBI (Management-Buy-In = externes Management übernimmt/erwirbt das Unternehmen) durchzuführen.

Der Erwerb durch ein branchenzugehöriges Unternehmen bietet zwar eine sachkundige

Leitung, ist aber mit dem Verlust der Selbständigkeit des eigenen Unternehmens - durch Eingliederung als Tochterunternehmen oder Verschmelzung - verbunden.

Weitere Motive für die bisherigen Eigentümer bzw. Verkäufer von mittelständischen Familienunternehmen sind der zu erzielende Verkaufserlös, die Beibehaltung der Firma, die Kunden- und Lieferantenbeziehungen sowie - wichtig - die Arbeitsplatzsicherung der Arbeitnehmer. Dabei besteht auch die Möglichkeit, sich nicht vollständig von dem Unternehmen zu trennen, sondern nur einen bestimmten Anteil zu veräußern und weiterhin an der Unternehmensentwicklung zu partizipieren.

Im Rahmen der Rückbesinnung auf Kernkompetenzen stoßen Konzerne bestimmte Unternehmensanteile ab, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Es bietet sich hier an, die bisherigen Manager anstelle von Konkurrenten zu beteiligen (Spin-off).

Für das Management (Geschäftsführer u.a.) bedeutet der MBO den Schritt in die Selbständigkeit. Der Kauf des „eigenen“ Unternehmens ist überschaubar, da die Manager aufgrund ihrer Funktion genaue Kenntnis über das Unternehmen haben. Im Vergleich zu einer Neugründung ist die MBO-Transaktion mit geringerem Risiko verbunden, weil die Organisation, Kunden, Lieferanten und Mitarbeiter sowie Kenntnisse über die Branche, den Markt und das Umfeld vorhanden sind. Neben dem Schritt in die Selbständigkeit bildet die hohe interne Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals der Management-Kandidaten (Sweet Equity) einen starken Anreiz zur Durchführung eines MBO.

Auch für die mitfinanzierenden Investoren (Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Mezzanine-Gebauer und Kreditinstitute) ist die Qualität des Ma-

nagements eine wesentliche Voraussetzung ihrer Beteiligungsbereitschaft.

Wer könnte also besser geeignet sein, das Unternehmen als (Mit-)Eigentümer fortzuführen als ein bisher funktionierendes und erfolgreiches Management?

Das Finanzierungsproblem und die Bewertung der Machbarkeit

In der Praxis werden dem sich beteiligenden Management i.d.R. relativ geringe Eigenmittel zur Verfügung stehen, so daß eine gesellschaftsbezogene Neuorientierung zu einem hohen Anteil fremdfinanziert werden muß. Dies kann auch ein Vorteil sein, weil die betroffenen Manager-Eigentümer nicht das gesamte Kapital aufbringen müssen, jedoch - ggf. für einen bestimmten Zeithorizont - ihre ganze Energie in das Unternehmen einbringen. Alle an der MBO-Transaktion Beteiligten führen Bewertungen durch. Das Management, der Verkäufer (Alteigentümer) und ggf. der institutionelle Eigenkapitalgeber oder Mezzanine-Geber ermitteln ihre jeweiligen Grenzpreise. Die Fremdkapitalgeber bestimmen Beleihungsgrenzen, das maximale Finanzierungsvolumen und die Zinskonditionen.

Somit ergeben sich zunächst drei Hauptprobleme bei der Durchführung eines MBO:

- das Bewertungsproblem (beim Erwerb)
- die Wertschöpfung und Machbarkeit des Investments (nach der Übernahme)
- die Schuldentilgungsfähigkeit und Finanzierbarkeit der MBO-Transaktion (während der Finanzierungsphase).

1. Das Bewertungsproblem¹

Bei MBOs ist - unstrittig wie bei anderen Unternehmenstransaktionen - eine Unternehmensbewertung erforderlich, wenn man rational handeln möchte. Die besonderen Probleme der Unternehmensbewertung resultieren bei MBOs aus dem hohen Finanzierungsrisiko, das zum zu bewertenden Geschäftsrisiko noch hinzutritt. Die Manager-Eigentümer verzichten über einen bestimmten Zeithorizont hinaus wegen der hohen Schuldenlast auf Ausschüttungen, erhoffen sich aber später Überkompensationen. In einer

bestimmten Frist müssen eventuelle Eigenkapitalgeber und die Fremdfinanzierer (Kreditinstitute, Mezzanine-Geber) bedient werden. M.E. kann der Unternehmenswert nur durch den **Ertragswert oder Discounted Cash-Flow (DCF)** ermittelt werden.

Bei Verwendung von **EBIT-Multiplikatoren** wird das Verhältnis des Gesamtunternehmenswertes zum Ergebnis vor Steuern bei Vergleichstransaktionen errechnet (EBIT-Faktor). Mit diesem Faktor multipliziert man den EBIT des eigenen Unternehmens. Hierbei sollte kritisch hinterfragt werden, ob es sich um Grenzpreise oder um Marktpreise, die letztlich Einigungspreise sind, handelt.

Die Verwendung des Ertragswertes wird eigentümerbezogen verstanden, während der DCF teilweise als Wert für Eigentümer und Fremdkapitalgeber verstanden wird. Beide Berechnungen können ineinander überführt werden.

Der Ertragswert ist die Summe der diskontierten zukünftigen Ausschüttungen an die Eigentümer. Die Ertragswertkomponenten sind hierbei

- die mehrwertigen Ausschüttungserwartungen (Risiken und Chancen)
- der Planungshorizont und die Rechenformel (Phasenmethoden) sowie
- der Zinsfuß.

Nehmen wir an, daß sich aufgrund einer Analyse des Unternehmens, dessen Eigentümer die Manager werden wollen, folgende Erwartungen gebildet haben, aus denen sich darauf aufbauend nachstehende Barwerte ergeben:

Zeit-horizont (t)	Entnahmebandbreite (E)	Entnahmeerwartung (EWT)	Entnahme bei Sicherheitssabschlägen (SÄ)	Barwert (SÄ) (i = 6,25 %)	Barwert (EWT) (i+z = 9 %)
	Mio. €	Mio. €	T€	T€	T€
1	1,0-1,4	1,2	720	680	1.100
2	1,0-1,4	1,2	720	640	1.010
3	1,2-1,6	1,4	1.000	830	1.080
4	1,2-1,6	1,4	1.000	780	990
5	1,4-1,8	1,6	1.150	850	1.040
6	2,0-4,0	3,0	2.000	20.780	19.370
			ger. Mio.	24.560 25,0	24.590 25,0

Unternehmenswert = Kaufpreis

Bei dieser Berechnung wurden die Ausschüttungserwartungen auf die Sicherheitsäquivalente verdichtet und mit dem landesüblichen Zinsfuß diskontiert (BW_{SA}), während die Erfassung des Risikos im Zinsfuß (i) zu unbegründbaren Zuschlägen führen kann. Der risikoangepaßte Zinsfuß wird in der Regel mit Hilfe von Betafaktoren ermittelt.

Ein modernes und verbreitetes Bewertungsverfahren ist das DCF-Verfahren. Hierbei werden zukünftige Cash-Flows zu einem durchschnittlichen Kapitalkostensatz abgezinst. Zu beachten ist, daß sich der durchschnittliche Kapitalkostensatz an der Zielkapitalstruktur des zukünftig bestehenden Unternehmens orientieren muß.

Die vorgenannte Bewertung wird im Zeitpunkt des Erwerbs bzw. zu Beginn der MBO-Transaktion, also unter den Ertragsaussichten des bestehenden Unternehmens („wie es steht und liegt“), vorgenommen.

2. Wertentwicklung und Machbarkeit²

Um herauszufinden, ob die MBO-Transaktion ein wertschöpfendes Investment ist, muß der Wert des Zielunternehmens auf der Basis des erwarteten Cash-Flows, der unter dem neuen Eigentümer-Management erwirtschaftet wird, dargestellt werden. Nur wenn der erwartete Wert das ursprüngliche Investment - wie im o.a. Beispiel ermittelt - von € 25,0 Mio. überschreitet, ist die Transaktion ein **positives NPV-Investment** (NPV = Net Present Value = Barwert abgezinster künftiger Zahlungen). Um eine Wertsteigerung zu erreichen, kann das neue (und alte) Management - unter Abkehr einer konservativen Unternehmensphilosophie des bisherigen Eigentümers - neue offensivere Strategien entwickeln, um eine operative Leistungsverbesserung des Zielunternehmens und dessen Cash-Flows zu erzielen. Diese können sein:

- Steigerung des Nettoumsatzes (um 5% p.a. für die nächsten 5 Jahre)
- Abbau des Working Capitals (von 15% auf 10%)
- neue Produkte (derselben Branche)
- neue Märkte (geographisch)
- neues Marketing-Konzept usw.

Ausgangspunkt des Wertschöpfungsvergleichs und damit der Machbarkeit sind die Buy-Out-Strukturen zu Beginn der MBO-Transaktion und zu einem bestimmten Fixpunkt (z.B. nach 5 bis 10 Jahren bei Exit des Finanzinvestors, Rückzahlung des Fremdkapitals u.a.).

Vereinfachtes Beispiel:

BILANZ	Vor dem Buy-Out		Nach dem Buy-Out		NPV nach 5 Jahren	
	Mio.€	%	Mio.€	%	Mio.€	%
AKTIVA	Buchwerte		Verkehrswerte		(Erwartung)	
Anlagevermögen (intangible and fixed assets)	7,0		22,0		32,0	
Working Capital (Umlaufvermögen, saldiert mit kurzfristigen Verbindlichkeiten)	2,5		2,5		2,5	
Cash (Bankguthaben, Kasse)	0,5		0,5		0,5	
	10,0		25,0		35,0	
PASSIVA					(Plan)	
Eigenkapital	10,0		5,0	(20)	5,0	(28)
Schulden/Mezzanine	0,0		20,0	(80)	13,0	(72)
	10,0		25,0	(100)	18,0	(100)

EIGENKAPITALSTRUKTUR	Vor dem Buy-Out		Nach dem Buy-Out	Finanzierungsanteil	Anteil am Eigenkapital
	Mio.€	%			
Eigenkapital (KG, Stammkapital)					
• Alteigentümer	10,0	100	0,0	0	0
• Management-Eigentümer	0,0		3,0	12	60
• Finanzinvestor	0,0		2,0	8	40
	10,0		5,0	20	100
Senior Debt (Kreditinstitute)	0,0		15,0	60	
Mezzanine (Nachrangkapital)	0,0		5,0	20	
	10,0		25,0	100	

Der NPV nach 5 Jahren (abgezinst auf den Beginn der MBO-Transaktion) ermittelt sich aus

+	Barwert der (vorhandenen) Vermögensgegenstände (= DCF-Wert aus schuldenfreien Assets) und ggf. Barwert der künftigen Steuerersparnisse (DCF-Wert aus zusätzlichen Abschreibungen und Zinsen)
=	Barwert aller (levered) Vermögensgegenstände
./.	Schuldenstand zu Beginn der MBO-Transaktion
=	potentiell zu generierender Mehrwert des übernommenen MBO-Unternehmens

Bei einem unterstellten Kaufpreis von Mio. € 25,0 hätte der MBO (nach dem o.a. Beispielfall) das Potential, Mio. € 10,0 Mehrwert zu generieren. Das MBO-Projekt wäre somit „machbar“.

3. Schuldentilgungsfähigkeit und Finanzierbarkeit

Unabhängig von der Wertschöpfung durch einen MBO muß dargestellt werden, daß die Schulden (bei Kreditinstituten), das eventuelle Nachrangkapital (bei Mezzanine-Gebern) und ggf. das Gesellschafterdarlehen (des Finanzinvestors) planmäßig zurückgezahlt werden können.

Ergibt der mittelfristige Finanzplan, daß die ausgearbeitete MBO-Struktur nicht finanzierbar ist, müssen

- der Fremdkapitalanteil reduziert,
- der Eigenkapitalanteil erhöht und
- die Unternehmensstrategie (z.B. Expansion, neue Produkte)

überdacht werden.

Wenn also die **Kapitaldienstfähigkeit** (Tilgungen und Zinsen) nicht dauerhaft, vollständig und planmäßig gewährleistet ist und zusätzliches Eigenkapital³, in welcher Form auch immer, nicht erbracht werden kann, ist der MBO letztlich zum Scheitern verurteilt, obwohl er eigentlich von der Wertschöpfung her positiv beurteilt werden kann.

Somit wird bei jedem MBO-Modell die Frage nach dem zu erzielenden Jahresüberschuß, dem sich ergebenden Cash-Flow und damit der Liquidität sowie der sich entwickelnden Kapitalstruktur (Eigenkapitaldarstellung anhand einer Planbilanz) im Vordergrund stehen. Das MBO-Modell finanziert sich aus dem Cash-Flow und

dem Eigenkapital. Im Gegensatz zu den übrigen Betriebsmittelkrediten stellen bei einem MBO die zukünftigen Einnahmenüberschüsse und nicht die besicherungsfähigen Aktivwerte des Zielunternehmens die zentrale Grundlage der Investitionsentscheidung der Fremdkapitalgeber dar.

Dies macht weiterhin deutlich, daß ein („machbarer“ und „finanzierbarer“) MBO nur bei Unternehmen vorgenommen werden wird, die Leistungssteigerungsreserven (also zusätzlichen Cash-Flow) - nach der Übernahme - generieren und in einer stabilen oder beurteilbaren Branche (Nische) agieren.

Daneben wird sich wohl der Eigenkapitalanteil und/oder Mezzanine-Finanzierungsanteil in Zukunft aufgrund der „Basel II“-Auswirkungen auf die Kreditinstitute erhöhen müssen, da der Fremdkapitalanteil der Banken tendenziell, insbesondere bei MBO-Transaktionen, reduziert werden wird.

Es besteht also ein erheblicher Druck auf das Management, den Businessplan so genau wie möglich einzuhalten bzw. umzusetzen, um die geplanten Cash-Flows zu realisieren. Ebenso wird auch im Hinblick auf „Basel II“ die verstärkte Verbesserung der Eigenkapitalsituation (Erhöhung der EK-Quote) die Schuldentilgung forcieren müssen.

Die MBO-Deal-Konstruktion

Grundsätzlich gibt es zwei Basisformen, eine MBO-Transaktion rechtlich und steuerrechtlich durchzuführen. Dies sind der

- Asset Deal und der
- Share Deal.

Der **Asset Deal** ist durch den Übergang der einzelnen Aktiva und Passiva - im Wege der Einzelrechtsnachfolge - des Unternehmens gekennzeichnet.

Dazu wird in der Praxis eine Erwerbsgesellschaft (**NewCo** = New Company), meist in Form einer GmbH, als Special Purpose Vehicle gegründet, die das **Target** (Zielunternehmen) kauft und ggf. Verbindlichkeiten übernimmt bzw. ablöst. Die Geschäftsanteile der NewCo werden von den Erwerbern gehalten und die NewCo nimmt die erforderlichen Akquisitionsdarlehen und Mezzanine-Finanzierungen auf. Zur Besicherung der

Fremdfinanzierung stehen nur die Aktivwerte des Zielunternehmens und eventuelle Garantien der Gesellschafter der NewCo zur Verfügung. Die neu erworbenen Aktivwerte werden in der Bilanz der NewCo ausgewiesen und abgeschrieben.

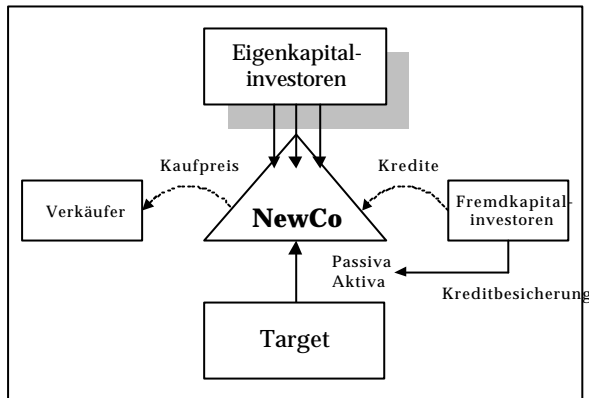


Abb.: Asset Deal⁴

Der **Share Deal** beinhaltet die Übernahme der Anteile der Gesellschaft. Der Anteilserwerb wird bei der Erwerbsgesellschaft als Beteiligung bilanziert. Ein Kaufpreis über den erworbenen Aktivwerten ist in dem Beteiligungsansatz eingerechnet und kann nicht als Goodwill aktiviert und planmäßig abgeschrieben werden. Aus Haftungsgründen wird der „Alteigentümer“ den Share Deal bevorzugen, weil bei dem Anteilserwerb auch sämtliche Verbindlichkeiten übergehen. Die Erwerbsgesellschaft wird i.d.R. den Asset Deal bevorzugen, der die Möglichkeit bietet, auf die erworbenen materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände Abschreibungen vorzunehmen.

Die steuerrechtlichen Parameter⁵

Beim **Asset Deal** werden zivilrechtlich die einzelnen Wirtschaftsgüter eines Betriebes oder Teilbetriebes auf die/den **Erwerber(in)** übertragen. Zwar ist der Verkauf eines Anteils an einer Personengesellschaft zivilrechtlich ein Share Deal, da nur der Anteil übertragen wird, steuerlich jedoch stellt der Verkauf eines Anteils an einer Personengesellschaft einen Asset Deal dar, da auf die Gesellschafter steuerlich durchgegriffen wird und somit die Gesellschafter die auf sie anteilig entfallenden Wirtschaftsgüter veräußern.

Veräußert ein **Einzelunternehmer** seinen Betrieb oder Teilbetrieb oder wird ein Betrieb oder Teil-

betrieb im Wege des Asset Deals aus einer Personengesellschaft heraus veräußert, so ist ein daraus resultierender Veräußerungsgewinn steuerlich begünstigt, wenn die Veräußerung „im Ganzen“ erfolgt, d.h. die stillen Reserven sämtlicher wesentlicher Betriebsgrundlagen versteuert werden, indem sie in einem einheitlichen Vorgang (sog. Betriebsveräußerung) oder zum Teil veräußert werden. Ein Veräußerungsgewinn ist bei dem Veräußerer (Alteigentümer) wie folgt begünstigt:

- Gewährung eines Freibetrags in Höhe von € 51.200,- auf Antrag, der sich um den Betrag reduziert, um den der Veräußerungsgewinn € 154.000,- übersteigt (§ 16 Abs. 4 EStG)
- Veräußerung mit dem halben durchschnittlichen Steuersatz auf Antrag (§ 34 Abs. 3 EStG), mindestens jedoch 19,9 %:
 - Vollendung des 55. Lebensjahres oder dauernd berufsunfähig
 - Gewährung nur einmal im Leben
 - Teil des Veräußerungsgewinns, der insgesamt € 5,0 Mio. übersteigt, ist nicht begünstigt.

Ebenso begünstigt sind Gewinne aus der Veräußerung von Personengesellschaftsanteilen (Mitunternehmeranteilen), wobei bei wesentlichen Betriebsgrundlagen im Sonderbetriebsvermögen (z.B. der Gesellschafter überläßt ein ihm zivilrechtlich gehörendes Grundstück der Personengesellschaft zur Nutzung) auch die hierin enthaltenen stillen Reserven aufzudecken sind.

Befinden sich im Betriebsvermögen des (Teil-)Betriebs oder der Personengesellschaften Anteile an Kapitalgesellschaften, so findet auf den Teil des Veräußerungsgewinns, der auf die Anteile an Kapitalgesellschaften entfällt, das ab 2002 geltende Halbeinkünfteverfahren Anwendung.

Wird ein (Teil-)Betrieb im Ganzen oder ein Mitunternehmeranteil durch eine **Körperschaft (GmbH, AG)** veräußert, so unterliegt der Gewinn beim Veräußerer (Alteigentümer) der regulären Besteuerung mit 25 % Körperschaftsteuer zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag. Wird der Gewinn anschließend an eine natürliche Person als Gesellschafter ausgeschüttet, so unterliegt die Ausschüttung dem Halbeinkünfteverfahren. In der Regel wird deshalb für einen Veräußerer ein Verkauf der Anteile an der Kapitalgesellschaft (nur Halbeinkünfteverfahren) günstiger sein als ein Asset Deal aus der Kapitalgesellschaft heraus

mit anschließender Ausschüttung, zumal dann noch der rechtliche „Gesellschaftsmantel“ verbleibt. Der Gewinn aus der Veräußerung des Gesamtbetriebs oder Teilbetriebs unterliegt außerdem in voller Höhe der Gewerbesteuer.

Der **Käufer** eines Unternehmens verfolgt primär das (steuerliche) Ziel, den Kaufpreis in Form von Abschreibungen steuermindernd abzusetzen. Ebenso sollen die Aufwendungen zur Finanzierung des Kaufpreises steuerlich abzugsfähig sein.

Beim **Erwerb** eines (Teil-)Betriebs oder eines Mitunternehmeranteils wird die steuermindernde Berücksichtigung des Kaufpreises durch die Aktivierung der Wirtschaftsgüter mit deren Anschaffungskosten verwirklicht. Die stillen Reserven in den immateriellen und materiellen Gegenständen sind auf die einzelnen Wirtschaftsgüter und ggf. den Firmenwert zu verteilen und die bisherigen Buchwerte entsprechend aufzustocken (Step-up). Beim Erwerb eines Mitunternehmeranteils erfolgt dies steuerlich in einer sog. Ergänzungsbilanz des Gesellschafters. Es ergeben sich also durch das Steuersenkungsgesetz vom 23.10.2000 keine Änderungen. Nachteile ergeben sich jedoch durch die Änderung der Abschreibungs-(AfA-)Vorschriften durch verlängerte Nutzungsdauern sowie Senkung des Satzes der degressiven Abschreibung auf höchstens 20 %. Die **Finanzierungsaufwendungen** können durch den **Käufer** im Falle des Asset Deals grundsätzlich in voller Höhe als Betriebsausgaben abgesetzt werden (gewerbesteuerlich nur zur Hälfte). Im Fall des Erwerbs eines (Teil-) Betriebs wird die Schuld zu einer Betriebsschuld, während es sich im Fall des Erwerbs eines Anteils an einer Personengesellschaft um Sonderbetriebsausgaben handelt.

Beim **Share Deal**, also der Veräußerung eines Anteils an einer Kapitalgesellschaft durch eine natürliche Person, muß danach unterschieden werden, ob sich der Anteil im Betriebsvermögen oder im Privatvermögen des **Veräußers (Alteigentümer)** befindet.

Ist der Anteil an der Kapitalgesellschaft Teil des **Betriebsvermögens** eines Einzelunternehmens oder einer Personengesellschaft, an der natürliche Personen beteiligt sind, so ist die Ermittlung des Veräußerungsgewinns des Anteils künftig nur noch zur Hälfte zu berücksichtigen (§ 3 Nr. 40 a EStG). Im Gegenzug ist auch nur die

Hälfte der Anschaffungs- und Veräußerungskosten anzusetzen (§ 3 c Abs. 3 EStG).

Wird ein Anteil an einer Kapitalgesellschaft veräußert, der sich im **Privatvermögen** des Gesellschafters befindet, so unterliegt der Gewinn nur dann der Besteuerung, wenn entweder die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 EStG (über 1 % beteiligt) oder des § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG (Veräußerung von Wirtschaftsgütern, die nicht mehr als 1 Jahr nach der Anschaffung im Eigentum verblieben sind) erfüllt sind oder wenn es sich um einbringungsgeborene Anteile i.S.d. § 21 UmwStG handelt. In den Fällen des § 17 Abs. 1 EStG und § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG kommt ebenfalls das Halbeinkünfteverfahren zur Anwendung (§ 3 Nr. 40 c und j EStG).

Veräußert eine Kapitalgesellschaft einen Anteil an einer Kapitalgesellschaft, so ist der Veräußerungsgewinn zukünftig in voller Höhe körperschaftsteuer- und gewerbesteuerfrei (§ 8 b Abs. 2 KStG). Umgekehrt können weder Veräußerungsverluste noch Teilwertabschreibungen auf Anteile an Kapitalgesellschaften ab 1.1.2002 steuerlich berücksichtigt werden. Die Steuerfreiheit gilt auch dann, wenn Anteile an Kapitalgesellschaften mittelbar über eine Personengesellschaft gehalten werden und die Personengesellschaft die Anteile veräußert (§ 8 b Abs. 6 KStG).

Wie bereits ausgeführt, ist bei einem Share Deal das primäre steuerliche Interesse des Unternehmenskäufer (NewCo) - die zeitnahe steuermindernde Geltendmachung des Kaufpreises - nicht realisierbar, so daß die bisher vorgenommenen Umstrukturierungsmodelle (sogen. Kombinations-, Mitunternehmer- und Umwandlungsmodelle) aufgrund des Wegfalls von Teilwertabschreibungen (§ 8 b Abs. 3 KStG) bzw. der nur hälftigen Berücksichtigung für natürliche Personen (§ 3 c Abs. 2 KStG) nicht mehr interessant sind. Als potentielle Lösungsmöglichkeiten werden derzeit das sogen. „Down-Stream-Merger-Modell“ und das „Organschaftsmodell“ diskutiert, die jedoch beide umstritten sind und nicht als endgültige Lösung dienen können.

Die steuerliche **Absetzbarkeit der Finanzierungsaufwendungen beim Share Deal** ist gegenüber dem Asset Deal erheblich niedriger. Ist der **Erwerber** eines Anteils an einer Kapitalgesellschaft eine natürliche Person, so sind die Finanzierungskosten nur zur Hälfte steuerlich abzugsfähig (§ 3 c Abs. 2 EStG), und zwar perio-

denübergreifend, also unabhängig davon, wann die Dividenden zufließen.

Für **Kapitalgesellschaften** als Anteilseigner sind solche Finanzierungsaufwendungen in voller Höhe nicht abzugsfähig, soweit sie in unmittelbarem wirtschaftlichen Zusammenhang mit den steuerfreien Dividenden stehen (§ 3 c Abs.1 EStG).

Sowohl beim Asset Deal (Teil-/Betrieb im Ganzen) als auch bei der Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft im Wege des Share Deals ist der **Umsatz nicht steuerbar** bzw. **steuerfrei**. Beim Asset Deal sind die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstandenen Vorsteuern in voller Höhe abziehbar, während die Vorsteuern beim Share Deal (z.B. Vorsteuern auf Beratungskosten) grundsätzlich nicht abziehbar sind.

Gehört beim Asset Deal ein Grundstück zum Betriebsvermögen, so unterliegt die Veräußerung grundsätzlich der Grunderwerbsteuer mit 3,5 %.

Zusammenfassung und Anforderungen an MBOs

Um MBO-Übernahmetransaktionen durchführen zu können, sollten folgende Kriterien für potentielle MBO-Zielunternehmen vorliegen:

- hohe Cash-Flows zur schnellen Entschuldung und Vermeidung finanzieller Risiken sowie zur Generierung von Mezzanine-Kapital
- gesicherter Marktanteil mit Wachstumschancen zur Erreichung von Unternehmenswertsteigerungen
- hohe Qualifikation der Management-Eigentümer
- ausgereifte Produkte mit langen Produktlebenszyklen
- hohe Unabhängigkeit von Kunden, Lieferanten, Großaufträgen und Lizenzgebern
- robuste Märkte mit hohen Markteintrittsbarrieren
- Vorhandensein geeigneter Aktivwerte zur Kreditbesicherung
- kein Nachholbedarf an Investitionen zur Erhaltung der Schuldentilgungsfähigkeit

- hohe Wahrscheinlichkeit der Realisierung eines höheren Preises bei Veräußerung bzw. Exit des Finanzinvestors.

Die mittelständischen Unternehmer werden nicht umhin können, sich „Due Diligence“-Überprüfungen (commercial, financial, legal, tax) zu unterziehen.

Ein zentrales Ergebnis einer neuen Studie („MBO als Nachfolgelösung“), herausgegeben von Finance 1/2002, ergab, daß bei der überwiegenden Mehrzahl der befragten Unternehmen der Verkauf des Familienunternehmens an einen Finanzinvestor und das Management die Ertragskraft und den Wert des Unternehmens gesteigert haben.

Darüber hinaus stellt die Unternehmensnachfolge durch einen Management-Buy-Out eine klare Alternative dar, den Fortbestand des Unternehmens zu sichern.



*Hermann Pointl
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
Certified Rating Advisor
Partner der Kanzlei
Dr. Langenmayr & Partner GbR*

¹ vgl. Ballwieser, Akquisition und Unternehmensbewertung; Unternehmensbewertung beim Management-Buy-Out, S. 83 ff.; Schriften des Instituts für Revisionswesen 1991 der Universität Münster, herausgegeben von Prof. Dr. Jörg Baetge

² vgl. weiterführend Cullom/Stein in: Venture Capital und Private Equity, 2001, S. 123 ff., und Becker in: Buy-Outs in Deutschland, 2000, S. 17 ff.

³ vgl. Pointl/Dr. Weigert: „Wie Mezzanine-Capital zum Unternehmenswachstum beiträgt“ in: Jahrbuch der Unternehmensfinanzierung 2002, S. 78 ff.

⁴ vgl. Betsch/Groh/Lohmann in Corporate Finance, 2. Aufl., S. 333 ff.

⁵ vgl. weiterführend Bock/Meissner in: Mergers & Acquisitions in der Praxis, 2001, S. 29 ff.