

# Corporate Finance Fokus.



## Nachfolgelösungen im Mittelstand Demographie und fehlende Planung belasten

### THEMEN

Wer soll  
Nachfolger werden?

Erfolgsfaktoren  
für eine Nachfolge-  
regelung

Bewertung und  
Finanzierung

Zusammenfassung

Unsere  
Publikationsfamilie

# AUF EINEN BLICK.

## LEITER RESEARCH

---

**UWE BURKERT** CHEFVOLKSWIRT  
(+49) 711 127-73462 uwe.burkert@LBBW.de

LBBW RESEARCH auf Bloomberg LBBK <GO>

## AUTOREN

---

**HANS-PETER KUHLMANN**  
SENIOR ANALYST CORPORATE DEVELOPMENTS  
(+49) 711 127-70563 hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

**MARCO GÖCK** LEITER DER GRUPPE  
CORPORATE/RETAIL DEVELOPMENTS  
(+49) 711 127-70493 MARCO.GOECK@LBBW.DE

Der demographische Wandel und eine geringere Bereitschaft der jungen Generation zur Unternehmertätigkeit führen zu Nachfolgeproblemen bei einer steigenden Zahl von mittelständischen Unternehmen.

Egal ob Verkauf oder Übergabe an einen Nachfolger, eine optimale Nachfolgeregelung benötigt Zeit. Viele Unternehmer beschäftigen sich erst sehr spät mit der Planung der Nachfolge, was zu Problemen bei einem unerwarteten Ausfall des Inhabers führen kann.

Die Nachfolge kann über die ganze Familie, einen Verkauf oder auch über eine Stiftung geregelt werden. In der Studie stellen wir wichtige Voraussetzungen, Probleme sowie Vor- und Nachteile der einzelnen Lösungsansätze vor.

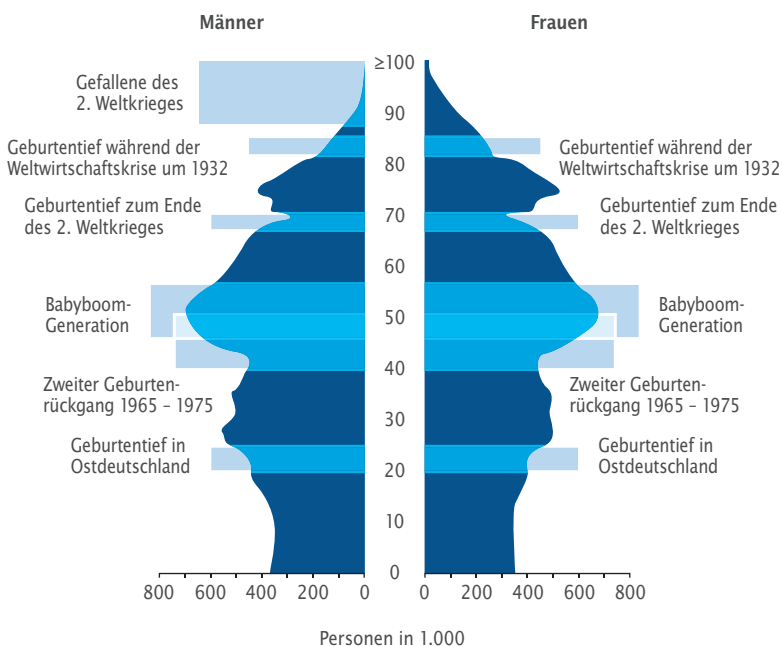
# Einleitung.



Die Nachkriegsjahre haben in Deutschland einen boomenden Mittelstand hervorgebracht, um den Deutschland in der Welt beneidet wird. Dieser war und ist eine wesentliche Basis der guten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland. Einen großen Anteil daran haben die geburtenstarken Jahrgänge, aus der auch viele Gründer bzw. Inhaber von Familienunternehmen hervorgegangen sind. Diese Generation kommt nun zunehmend in das Rentenalter. Auch wenn es für Unternehmensinhaber im Gegensatz zu Angestellten und Beamten keine gesetzliche Altersgrenze gibt, stellt sich doch für viele Unternehmen die Frage der Nachfolge aufgrund des drohenden altersbedingten Ausscheidens des Inhabers.

## Alterspyramide Deutschland.

Altersstruktur der Bevölkerung in Deutschland und demografische Ergebnisse, 2015

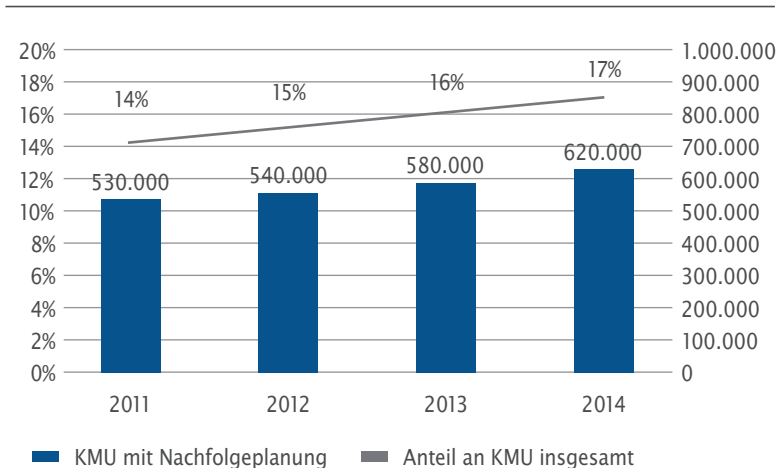


# 620.000 Unternehmensübergaben bis 2018.

So schätzt die KfW in einer Studie von 2015, dass alleine in dem Zeitraum 2016 bis 2018 rund 620.000 Unternehmensübergaben aus Altersgründen erfolgen werden. Dies sind rund 17% der kleineren und mittleren Unternehmen (KMU). Der Hauptgrund liegt in der Demographie. So ist der Anteil der Inhaber mit einem Alter von über 55 Jahren zwischen 2002 und 2014 von 20% auf 35% gestiegen.

Dies verursacht einige Probleme. Zunächst führt die demografische Entwicklung dazu, dass sich die Zahl der potenziellen jungen Übernahmeinteressenten pro Jahrgang deutlich reduziert hat. So kamen 2002 auf eine Person zwischen 55 und 70 Jahren noch 2,6 Jüngere zwischen 20 und 54 Jahren. 2016 waren es 2,4 und 2030 werden es nur noch ca. 1,8 Personen sein.

## Nachfolgeplanung von KMU.

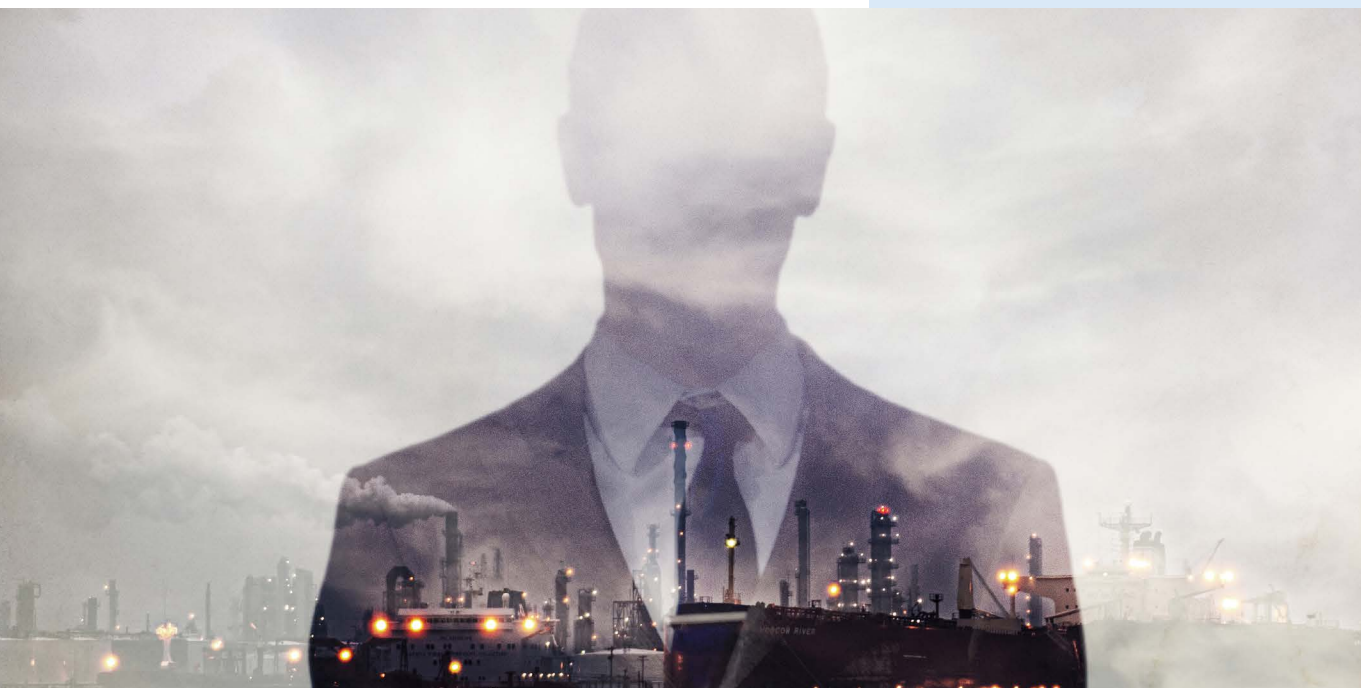


Quellen: KfW, LBBW Research

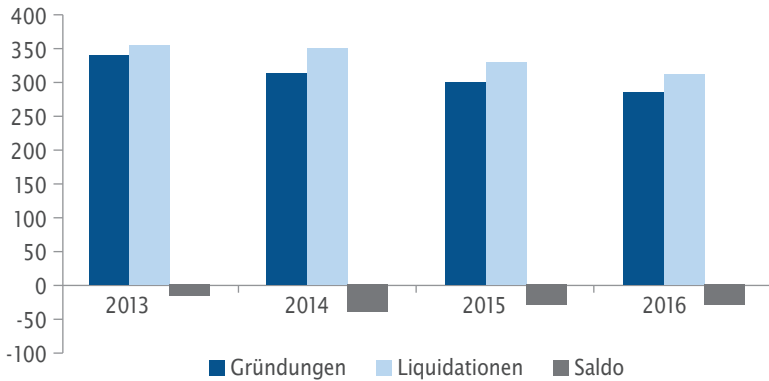
»Zahl der Gründer ist rückläufig.«

Dazu kommt das Problem, dass in der jüngeren Generation die potenzielle Zahl der Gründer wesentlich kleiner ist als früher.

Viele sehen für sich bessere Chancen als Angestellte in etablierten Unternehmen und scheuen das Risiko als selbstständige Unternehmer. In etablierten Märkten ist es außerdem wesentlich schwieriger als in der Nachkriegszeit, ein neues Unternehmen aufzubauen. Bei der Übernahme von bestehenden Unternehmen scheitern zudem viele auch an der Finanzierung. Die in den letzten Jahrzehnten deutlich gewachsene Bürokratie schreckt ebenfalls eine ganze Reihe von potenziellen Unternehmern ab.



## Unternehmensgründung und Liquidationen.



Quellen: IfM Bonn, LBBW Research

Obige Grafik zeigt die Entwicklung von Unternehmensgründungen und Liquidationen. Beide Zeitreihen sind im Trend rückläufig, wobei der Saldo seit einigen Jahren negativ ist. Die Interpretation ist allerdings nicht ganz einfach. So erklärt das Institut für Mittelstandsforschung den Rückgang der Neugründungen auch mit der guten Konjunktursituation, so dass in den vergangenen Jahren weniger Existenzgründungen aus Arbeitslosigkeit erfolgten.

## Gründungen nach Wirtschaftszweigen 2016.



Quellen: KfW-Gründungsmotor 2017, LBBW Research

Obige Grafik gibt einen recht interessanten Einblick in die unterschiedlichen Wirtschaftszweige, auf die sich die Gründungen verteilen. Gut erkennbar ist, dass etablierte Industrien und Gewerbe nur einen geringen Anteil haben. Für einen Gründer dürfte es z. B. aufgrund der benötigten Produktionskapazitäten wesentlich schwerer als bei Dienstleistungen sein, etablierte Unternehmen zu verdrängen. Die meisten Gründungen werden daher bei persönlichen ebenso wie wirtschaftlichen Dienstleistungen vorgenommen. Dies liegt zum einen daran, dass weniger finanzielle oder sonstige schwer zu erfüllende Voraussetzungen für das Angebot einer Dienstleistung nötig sind. Daher werden hier auch viele Existenzgründungen aus Arbeitslosigkeit vorgenommen. Zum anderen dürften sich auch viele Technologie-Startups gerade bei Dienstleistungen positionieren, um hier innovative Dienste mit Hilfe von IT/Internetlösungen anzubieten.



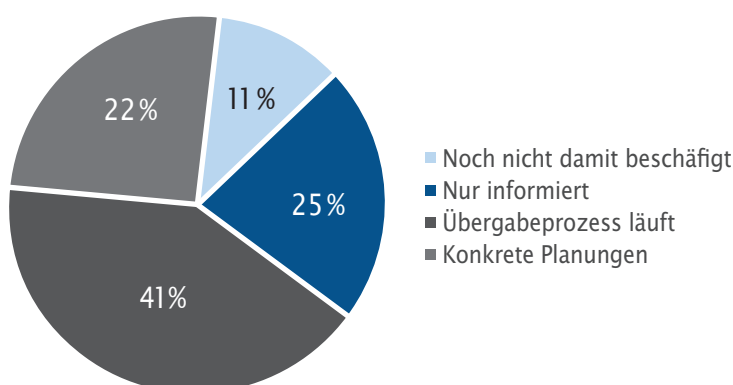
# Angebot an Unternehmen übersteigt Nachfrage.

»Es gibt in Deutschland einige etablierte Börsen für Unternehmenskäufe.«

Die bekannteste ist die Börse nexxt-change, eine Internetplattform des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, der KfW, der DIHK, des Zentralverbands des Deutschen Handwerks sowie der Volks- und Raiffeisenbanken und der Sparkassen. Die Entwicklung von Angebot und Nachfrage ist hier ein guter Indikator für die Lage am Unternehmensmarkt. Seit einigen Jahren werden deutlich mehr Unternehmen angeboten als nachgefragt. Aktuell liegt das Angebot an Unternehmen (6550) gut dreimal so hoch wie die Nachfrage (2130).

Allerdings betrifft das vornehmlich kleinere Betriebe, die aufgrund ihrer Größe weniger für Investoren interessant sind. Angebotsknappheit besteht oberhalb des kleineren Unternehmenssegment beim etablierten und gehobenen Mittelstand. Für Unternehmen, welche die Trennung von Management und Kapital in Personalunion des Unternehmers bereits gemeistert haben, treten drei Käufergruppen auf. Zum einen die Industrieunternehmen, die an Technologie, Kunden und regionalen Marktzugang interessiert sind. Zum anderen lassen diese Vorzüge auch Beteiligungsgesellschaften und Family Offices auf den Plan treten. Hier überwiegt die Nachfrage das knappe Angebot bei weitem. Dies ist sicherlich auch eine Folge der hohen Investitionsbereitschaft aller Käufergruppe durch den Wunsch, eigenes Wachstum durch Zukäufe zu generieren oder Anlagemöglichkeiten zu finden.

## Planung der Nachfolgeregelung von KMU.



Quellen: KfW-Gründungsmotor 2017, LBBW Research

»Planung erfolgt häufig sehr spät.«

Ein weiteres Problem bei der Nachfolgeregelung ist, dass ein nicht unwesentlicher Teil der Inhaber sich erst spät um eine Nachfolgeregelung kümmert.

Die DIHK empfiehlt z.B., dass für eine geordnete Unternehmensübergabe durchaus bis zu 3 Jahre Vorbereitungszeit eingeplant werden sollte. Laut einer Umfrage von Creditreform und der KfW haben sich aber rund ein Drittel der Unternehmen, die innerhalb der nächsten 3 Jahre eine Nachfolgeregelung planen, noch nicht mit dem Thema auseinandergesetzt. Diese laufen daher in Gefahr, unter Zeitdruck zu geraten bzw. suboptimale Entscheidungen bei der Nachfolgeregelung zu treffen. Dies gilt insbesondere für die 11%, die sich noch gar nicht mit dem Thema auseinandergesetzt haben.

# Wer soll Nachfolger werden?



Als Nachfolger kommen Familienmitglieder, externe Käufer, Miteigentümer, Mitarbeiter sowie bei größeren, etablierten Unternehmen auch Stiftungslösungen in Frage. Auch die Auflösung sowie Stilllegung ist natürlich eine Option, auch wenn diese i.d.R. nicht angestrebt wird.

Eine Umfrage ergab, dass sich Unternehmer am häufigsten ein Familienmitglied als Nachfolger vorstellen können. Der Anteil derer, die sich einen Miteigentümer bzw. Mitarbeiter als Nachfolger vorstellen können, liegt mit 48% (Mehrfachnennung möglich) etwas niedriger, aber noch vor externen Käufern (43%). Eine Stilllegung ziehen dagegen nur 6% in Betracht.

## Präferenzen für Nachfolgeregelung.



Mehrfachnennungen möglich  
Quellen: Creditreform/KfW, LBBW Research

## Präferenz



## Familien- mitglied als Nachfolger.

# Nachfolge in der Familie.

Eine Nachfolge in der Familie ist immer noch die häufigste und natürlichste Lösung, der Trend ist allerdings abnehmend. Nicht immer ist ein geeigneter Nachfolger vorhanden und nicht immer wollen diese auch das Familienunternehmen übernehmen.

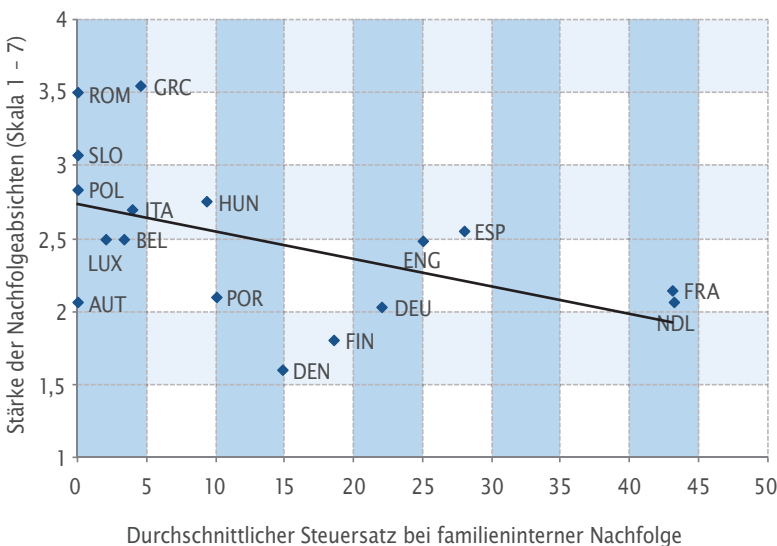
Laut einer Umfrage unter Studenten von der Universität St. Gallen und EY wollen nur 3,5% der Studenten sofort das elterliche Unternehmen übernehmen. Auch die Zahl derer, die sich das nach 5 Jahren vorstellen können, liegt mit 5% sehr niedrig. Immerhin schließen rund 20% mittelfristig nicht aus, das Familienunternehmen zu übernehmen.

Die Absicht der Kinder, in das elterliche Familienunternehmen einzusteigen, hängt von unterschiedlichen Faktoren ab. Als wichtige Faktoren wurden das Wohlstandsniveau eines Landes, die Besteuerung, kulturelle Faktoren, die Rangfolge innerhalb der Familie, das Geschlecht, die Interessen der potenziellen Nachfolger und auch das Verhältnis der Kinder zu den Eltern genannt. Je höher das Wohlstandsniveau, umso mehr bieten sich attraktive, alternative Berufswege an, so dass das Interesse der Kinder an der Übernahme sinkt.

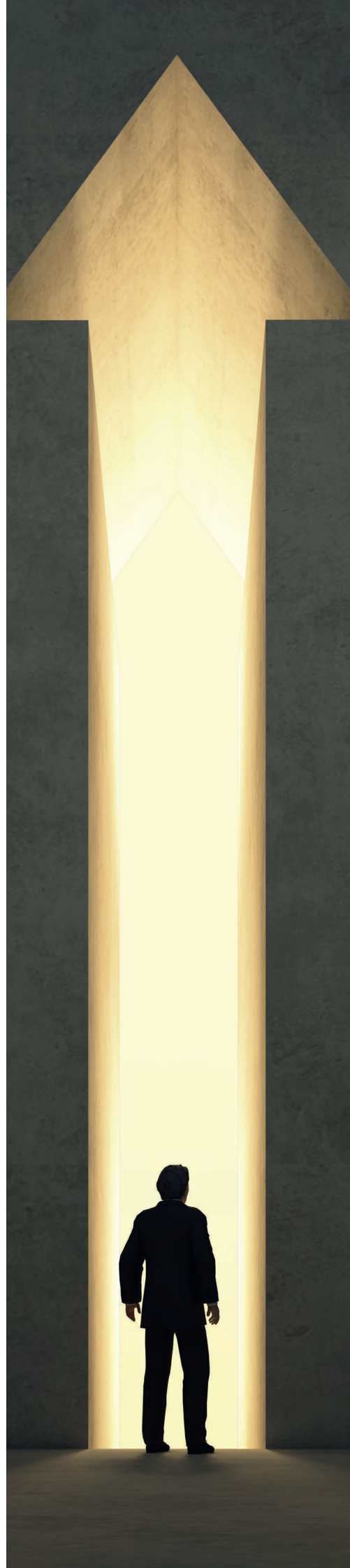
In ärmeren Gesellschaften bietet dagegen ein Familienunternehmen i.d.R. eine relativ bessere Chance zur Erlangung von Wohlstand und Ansehen. Hier ist bei internationalen Umfragen eine eindeutige Korrelation vorhanden.

Bei der Besteuerung ist der Zusammenhang simpel, je höher die Besteuerung bei der Unternehmensübergabe, umso geringer das Interesse an einer Nachfolge.

## Durchschnittliche Steuersätze und Stärke der Nachfolgeabsichten.



Quelle: EY und Universität St. Gallen, LBBW Research





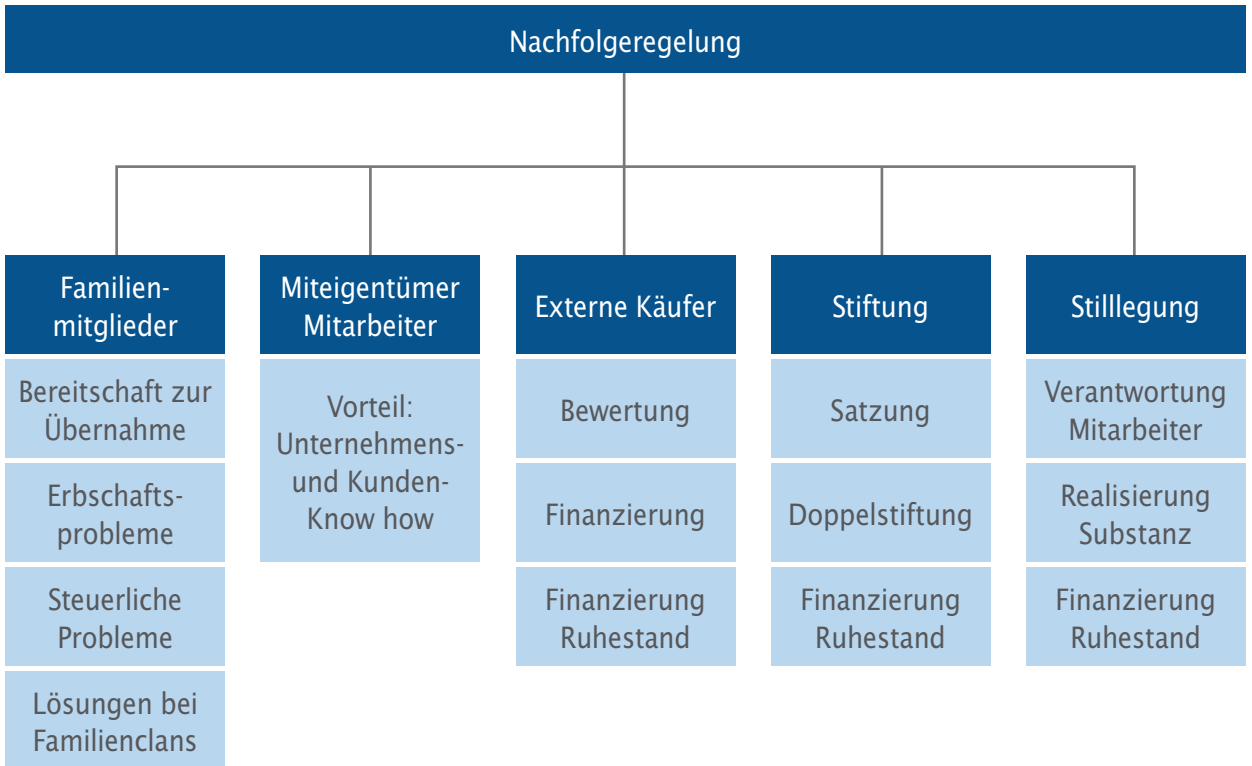
Kulturelle Argumente für eine Nachfolge sind z. B. in Gesellschaften mit viel Stolz, Loyalität und einem starken Familienzusammenhang vorhanden. Auch das Geschlecht spielt eine Rolle. So ist lt. obiger Studie bei Studenten die Bereitschaft, die Nachfolge in einem Familienunternehmen anzutreten, im Vergleich zu Studentinnen um 25% höher. Hierbei wurde kein Unterschied je nach Studienfach festgestellt, allerdings war die Quote je nach Land durchaus unterschiedlich.

»So liegt in Ländern wie Lichtenstein, Malaysia und Deutschland die Quote der Frauen, die bereit zur Nachfolge sind, höher als im Durchschnitt.«

## Mehrere Familienmitglieder.

Bei mehreren Familienmitgliedern können zusätzliche Probleme auftauchen. So kann ein Streit entstehen, wer die Nachfolge antreten soll. Prominente Beispiele zeigen, dass ein solcher Streit sich über Jahre erstrecken und das Familienunternehmen lähmen kann. Ebenso kann ein Konflikt zwischen einer gerechten Erbschaftsfolge und einer optimalen Unternehmensnachfolge entstehen. Über mehrere Generationen können sich die Anteile auf immer mehr Inhaber verteilen, so dass dies zu Lasten einer effektiven Führung gehen kann. Lösungen können aber z. B. Family Offices oder Familienholding-Strukturen bieten, die Eigentum und Führung regeln. Im Family Office oder in der Holding Gesellschaft wird dann das Eigentum gebündelt und die Unternehmensführung (durch Familienvertreter oder externe Manager) geregelt. Ebenso sollten die Ausschüttungsmodalitäten und die Ausstiegsregelungen (z. B. Vorkaufsrechte und Bewertungsgrundsätze) vertraglich geregelt werden. Bekannte Familienholdings sind z. B. Henkel, C&A oder Haniel. Auch Stiftungen sind eine häufige und auch für Familien interessante Lösung.

## Potentielle Nachfolgelösungen.



## Nachfolge durch Miteigentümer oder Mitarbeiter

Die Nachfolge durch einen Miteigentümer oder Mitarbeiter hat den großen Vorteil, dass die Person oder das Managementteam bereits das Unternehmen und die Kunden kennt und daher keine große Einarbeitungsphase notwendig ist. Folglich sind Übernahmen durch bisherige Führungskräfte (MBO Management Buy Outs) eine durchaus häufige Lösung von Nachfolgeproblemen, wenn in der Familie z. B. kein direkter Nachfolger zur Verfügung steht.

Das Hauptproblem ist hier jedoch häufig die Finanzierung. Besonders bei größeren Unternehmen sind Miteigentümer oder Mitarbeiter in vielen Fällen nicht in der Lage, den entsprechenden Kaufpreis aufzubringen. Allerdings gibt es hier auch eine ganze Reihe von Lösungsmöglichkeiten. So kann der Kaufpreis gestreckt werden oder es können Finanzierungspartner wie Beteiligungsgesellschaften, Private Equity Gesellschaften oder auch Family Offices mit aufgenommen werden. Aufgrund der Bedeutung des Themas Finanzierung gehen wir auf das Problem später noch einmal detaillierter ein.



# Nachfolge durch einen externen Käufer.

Wenn intern oder durch die Familie kein Nachfolger in Frage kommt, ist ein Verkauf eine sinnvolle Lösung. Die Bandbreite möglicher externer Käufer ist breit. Häufig kommen andere Unternehmen wie Konkurrenten (sofern kartellrechtlich möglich), Lieferanten oder Kunden in Frage. Ebenso bieten sich spezialisierte Beteiligungsgesellschaften oder auch bei kleineren Unternehmen Einzelpersonen mit Branchenwissen oder auch externe Managementteams (Management Buy In) als Käufer an. Die Anforderungen an den Verkäufer bestehen darin, das Unternehmen für die Übernahme vorzubereiten und den Verkaufspreis zu optimieren. Der externe Käufer hat i.d.R. den Nachteil, dass er das Unternehmen nicht detailliert kennt. Daher wird in solchen Fällen eine detaillierte Due Diligence von Experten durchgeführt. Diese erstellen u. a. ein Stärken/Schwächen-Profil des Unternehmens, so dass der Käufer dies als Basis für eine realistische Bewertung und Finanzierung nehmen kann.

# Nachfolge durch eine Stiftungslösung.

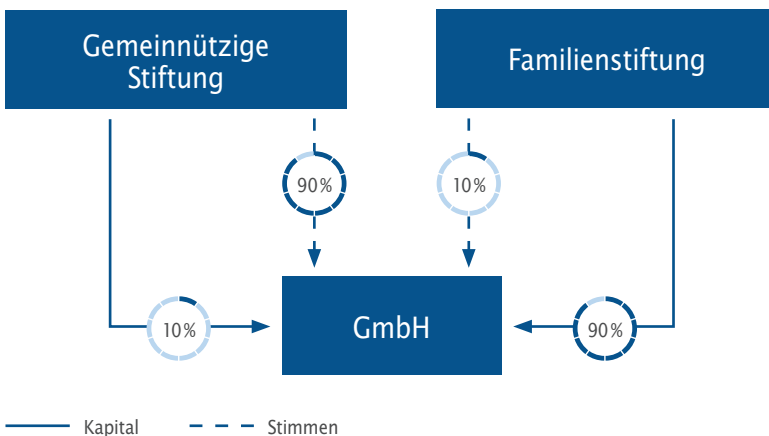
Eine Option zur Regelung der Nachfolge können unternehmensverbundene Stiftungen sein. Im deutschen Südwesten ist das sogenannte Doppelstiftungsmodell eine interessante Gestaltungsmöglichkeit. Beim Doppelstiftungsmodell handelt es sich um eine Konstruktion, in der eine Familienstiftung mit Versorgungsaspekt und eine gemeinnützige Stiftung als Gesellschafter einer GmbH eingesetzt sind. Die GmbH, als Kapitalgesellschaft, betreibt unter ihrer Rechtsform ein Unternehmen oder fungiert als Beteiligungsgesellschaft (sog. Holding) für einen oder mehrere Unternehmensträger (Unternehmensgruppe).

Diese Grundstruktur der Doppelstiftung erfährt in der Praxis zahlreiche Modifikationen. So werden zum Beispiel andere Rechtsformen, wie eine gemeinnützige GmbH in die Konstruktion eingebunden, so dass keine zweite Stiftung vorhanden ist. Den Platz neben der steuerbegünstigten Stiftung kann darüber hinaus auch eine KG oder GmbH einnehmen. Trotzdem wird auch hier von einer Doppelkonstruktion gesprochen.

Als Gesellschafter der Kapitalgesellschaft dienen beide Stiftungen dem Erhalt des Unternehmens. Die Familienstiftung wirkt der Gefahr einer Zersplitterung der Anteile und einem möglichen Liquiditätsabfluss aus dem Unternehmen durch Erbaseinandersetzungen entgegen.

Die klassische Doppelstiftung zeichnet sich dadurch aus, dass die Mehrheit des Kapitals in der gemeinnützigen Stiftung liegt. Dagegen bündelt die Familienstiftung die Mehrheit der Stimmrechte. Die Besonderheit dabei liegt in der unterschiedlichen Ausgestaltung der Stimmrechte und Kapitalanteile beider Gesellschafter. Auf die gemeinnützige Stiftung werden in der Regel stimmrechtslose Anteile übertragen. Die restlichen Anteile gehen in die Familienstiftung über. Eine in der Praxis häufige Gestaltung ist: Die Beteiligung der gemeinnützigen Stiftung am Gesellschaftsvermögen zu 90 Prozent und an den Stimmrechten zu 10 Prozent. Dagegen wird die Familienstiftung am Gesellschaftsvermögen zu 10 Prozent und mit 90 Prozent der Stimmen beteiligt (s. Abb.).

## Das klassische Doppelstiftungsmodell.



Quelle: LBBW Stiftungsmanagement

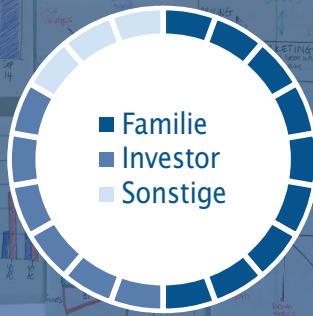
Grundsätzlich ist das Modell der Doppelstiftung jedoch kein Allheilmittel bei Unternehmensnachfolgeproblemen. Allerdings gelingt es damit, den Unternehmerwillen zu perpetuieren und so für Kontinuität in der Unternehmensführung zu sorgen, wobei in dieser strategischen Entscheidung stets das Spannungsfeld zwischen notwendiger Starrheit bzw. erforderlicher Flexibilität der Satzung offensichtlich wird. Die wesentlichen Zielvorstellungen einer Unternehmensnachfolge lassen sich auf diesem Wege realisieren.

## »Faktoren zur Unternehmensnachfolge.«

Bei der finalen Entscheidung kommt es natürlich immer auf das jeweilige Unternehmen, den zu ersetzenden Unternehmer und die jeweilige Stiftungsstruktur und -organisation sowie auf die möglichst intensive Übungszeit an, die der Unternehmer-Stifter seinem Stiftungsprojekt durch frühzeitige Errichtung und Umsetzung gönnt. Darüber hinaus empfiehlt es sich, mit Blick auf die Konjunkturanfälligkeit der mittelständischen Wirtschaft entsprechende Regelungen in die Satzungen aufzunehmen, in denen die Stiftungen bei Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen berechtigt sind, ihre Beteiligungen an der GmbH aufzugeben bzw. in andere Vermögenswerte umzuschichten.



# Nachfolge- lösungen



## Stilllegung als letzte Lösung.

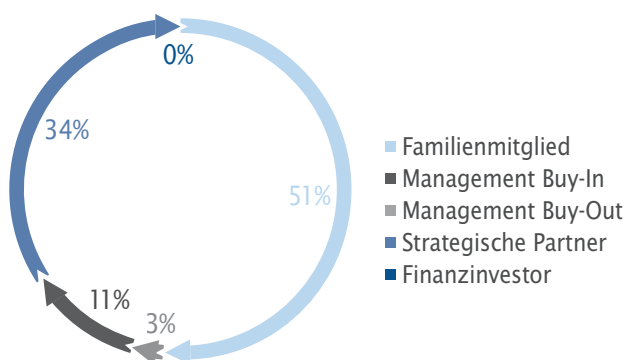
Immerhin rund 6% der Unternehmen ziehen schlussendlich eine Stilllegung als letzte Nachfolgelösung in Betracht. Dies betrifft besonders ertragsschwache Unternehmen sowie Unternehmen, bei denen der Inhaber eine spezielle Qualifikation hat, die so einfach nicht ersetzt werden kann. Aber auch eine Stilllegung ist nicht problemlos und bedarf je nach Unternehmensstruktur einer teilweise durchaus längerfristigen Planung. So sollten Lösungen für die Mitarbeiter gesucht, Kundenaufträge bzw. rechtliche Verpflichtungen abgearbeitet und eventuell vorhandene Substanzwerte optimal realisiert werden.

Ein spezielles Problem tritt häufig bei alteingesessenen Unternehmen im Einzelhandel (manchmal auch bei Dienstleistern) mit Immobilienbesitz auf. Diese können sich trotz zunehmender Konkurrenz durch große Händler und dem Internet häufig dadurch behaupten, dass Immobilien im Unternehmensbesitz sind und folglich keine marktüblichen Mieten bezahlt werden. Ein Nachfolger müsste dann aber entweder den Kauf des Gebäudes finanzieren oder eine entsprechende Miete zahlen, was aus den Erträgen des Geschäfts häufig nicht mehr möglich ist. Daher werden viele Geschäfte in Innenstadtlagen geschlossen und die Immobilien fremdvermietet, wenn die Inhaber z. B. aus Altersgründen ausscheiden.

## »Käufer- gruppen bei Unterneh- mensnach- folgen im Mittelstand.«

Recht interessant ist noch ein Umfrageergebnis unter Mittelständlern, bei denen die Nachfolge in den letzten Jahren bereits realisiert wurde. Hierbei erfolgte bei gut der Hälfte der Unternehmen eine Nachfolge in der Familie, während bei gut einem Drittel ein strategischer Investor die Nachfolge angetreten hat. Die anderen Nachfolgelösungen spielten dagegen nur eine untergeordnete Rolle.

## Käufergruppen bei Nachfolgeregelungen.



# Erfolgsfaktoren für eine Nachfolgeregelung?

Durch eine gute Vorbereitung, die sich durchaus über mehrere Jahre erstrecken kann, kann die Nachfolgeregelung wesentlich erfolgreicher gestaltet werden als wenn dies unter Zeitdruck geschehen muss.

## Erfolgsfaktoren für eine Übergabe.



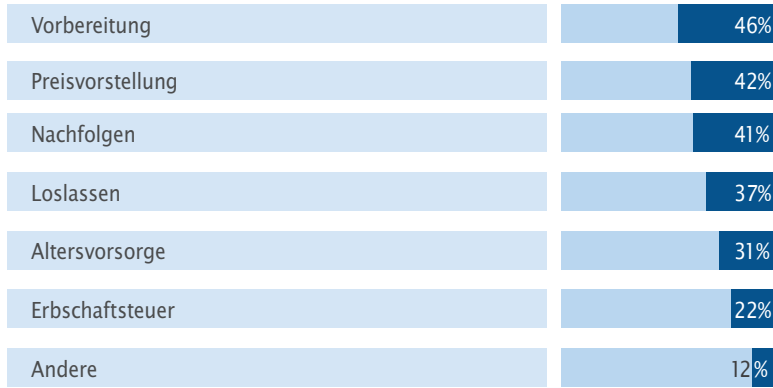
Mehrfachnennung möglich

Quellen: Creditreform/KfW, LBBW Research

Obige Grafik zeigt die Bedeutung von Erfolgsfaktoren für eine Übergabe. Wenig überraschend erscheint die Einarbeitung des Nachfolgers als wichtigster Faktor. Bedeutend sind aber auch die Punkte Erhalt von Kunden/Lieferanten sowie Akzeptanz durch Mitarbeiter. Letzter Punkt kann zu Problemen bei Familienunternehmen führen, wenn z. B. ein Familienmitglied die Unternehmensführung zu früh ohne ausreichend praktische oder theoretische Erfahrung übernimmt.

Eine andere Perspektive zeigt die nachfolgende Grafik, die die größten Herausforderungen für den Senior-Unternehmer im Rahmen der Nachfolgeregelung auflistet.

## Die größten Herausforderungen für Senior-Unternehmen.



Quellen: DIHK, IfM Bonn, nexxt change, LBBW Research

Am wichtigsten ist zweifelsfrei die Vorbereitung. Hier muss zunächst das Ziel geklärt werden. Soll das Unternehmen

- als unabhängiges Unternehmen erhalten werden; oder
- zum maximalen Kaufpreis verkauft werden?

Im Fall von a) stellt sich dann die Frage, wer kann das Familienunternehmen als Nachfolger übernehmen? (s. vorheriges Kapitel). Daran anschließend folgt die Frage, wie die Ausbildung/Einarbeitung des potenziellen Nachfolgers aussehen sollte. Allein diese Frage signalisiert, dass eine Nachfolgeregelung ausreichend früh angegangen werden sollte. Allerdings zeigt die Praxis, dass es keine ideale Vorbereitung für die potenziellen Nachfolger gibt. So gibt es eine ganze Reihe von prominenten Beispielen, in denen die Kinder von Familienunternehmern zunächst Erfahrungen außerhalb des Unternehmens suchten und teilweise auch zunächst Berufsausbildungen wählten, die nicht unbedingt in Zusammenhang mit der Übernahme der Unternehmensführung lagen. Naheliegender ist aber eine Ausbildung des Nachfolgers in kaufmännischen, technischen und/oder juristischen Themen sowie eine gründliche Einarbeitung im Unternehmen.

Auch im Fall der Entscheidung für einen Verkauf ist eine längerfristige Vorbereitung für den Unternehmer sehr sinnvoll, um entweder einen attraktiven Kaufpreis oder eine sinnvolle Nachfolgeregelung zu realisieren. So sollten z.B. die Strukturen im Unternehmen und das Know-how so aufgebaut werden, dass das Unternehmen sich unabhängig vom Inhaber darstellt und damit der Unternehmenswert auch beim Übergang auf einen Käufer erhalten bleibt.

Als nächstgrößte Herausforderungen werden die Preisfindung und das Finden eines Nachfolgers gesehen. Auf beide Themen gehen wir in separaten Kapiteln detailliert ein.





Ein besonderes Problem ist das Loslassen. So fällt es langjährigen Unternehmern oftmals schwer, nach der Übergabe der Unternehmensführung an einen Nachfolger sich vom Tagesgeschäft zurückzuziehen. Dies kann zu Problemen mit dem potenzielle Nachfolger führen.

Auch die Frage der Altersvorsorge ist für die Inhaberfamilie wichtig. Dies kann zum einen der Kaufpreis sein, zum anderen aber auch eine regelmäßige Ausschüttung vom Unternehmen, wenn das Unternehmen z. B. im Familienbesitz bleibt. Ein wichtiger Aspekt ist dabei auch die Sicherheit und Diversifizierung der Einkommensquellen im Alter.

Das Thema Erbschaftssteuer ist ebenfalls ein sehr wichtiges Thema. Es empfiehlt sich eine frühzeitige Beratung durch Experten, da das Thema sich relativ komplex darstellt und frühzeitige Maßnahmen für Familienunternehmen sinnvoll sein können.

## Die größten Herausforderungen für Unternehmensnachfolger.



Quellen: DIHK, IfM Bonn, nexxt change, LBBW Research

Für Unternehmensnachfolger sehen die Herausforderungen naturgemäß anders aus. Entscheidend ist für einen externen Käufer insbesondere die Finanzierung des Kaufpreises, da nur wenige potenzielle Käufer über ausreichend eigene Mittel für einen Unternehmenskauf verfügen dürften. So muss eine Bank und/oder eine externe Quelle für die Finanzierung gefunden werden. Für Käufer ist daneben auch die Frage von großer Bedeutung, wie ein interessantes Unternehmen zur Übernahme gefunden werden kann. Die Anforderungen sowie die Qualifikation für einen zukünftigen Unternehmenslenker ist ein weiteres wichtiges Thema.

## »Vorgänger und Nachfolger.«

Wo es möglich ist, bietet sich eine enge Zusammenarbeit zwischen dem Vorgänger und dem Nachfolger an. So sollten einem externen Käufer Informationen über Entscheidungs- und Weisungskompetenzen im Unternehmen bekannt sein und mögliche Umstrukturierungen gemeinsam vorgestellt werden. Bei Familienunternehmen wäre z. B. ein Fahrplan, wann der Junior Chef welche Verantwortungen übernimmt, hilfreich. In der Praxis hat es sich häufig als negativ herausgestellt, wenn ein solcher Plan nicht vorliegt und der Nachfolger hierdurch Akzeptanzprobleme erfährt.



# Lösungsansätze durch Beteiligungsgesellschaft

Durch Hereinnahme einer Beteiligungsgesellschaft in eine Minderheitenposition kann gemeinsam der Einstieg in den Ausstieg angelegt werden. Erst nach einigen Jahren erfolgt die Abgabe der unternehmerischen Verantwortung, indem die Mehrheit der Anteile an den Partner übergeht.

Auch ein Rückkauf ist gestaltbar, sodass zum Beispiel eine mögliche Generationenlücke überbrückt werden kann. Durch die Expertise bei der Entwicklung von Unternehmensstrukturen kann die Beteiligungsgesellschaft helfen, indem sie aus Ihrem Netzwerk einen erfahrenen Geschäftsführer herein bringt. Im Ergebnis gibt dieses Vorgehen der Familie die Möglichkeit, die Anteile wieder zu 100% in Familienbesitz zu nehmen, wenn der eigene Nachwuchs dazu bereit ist.

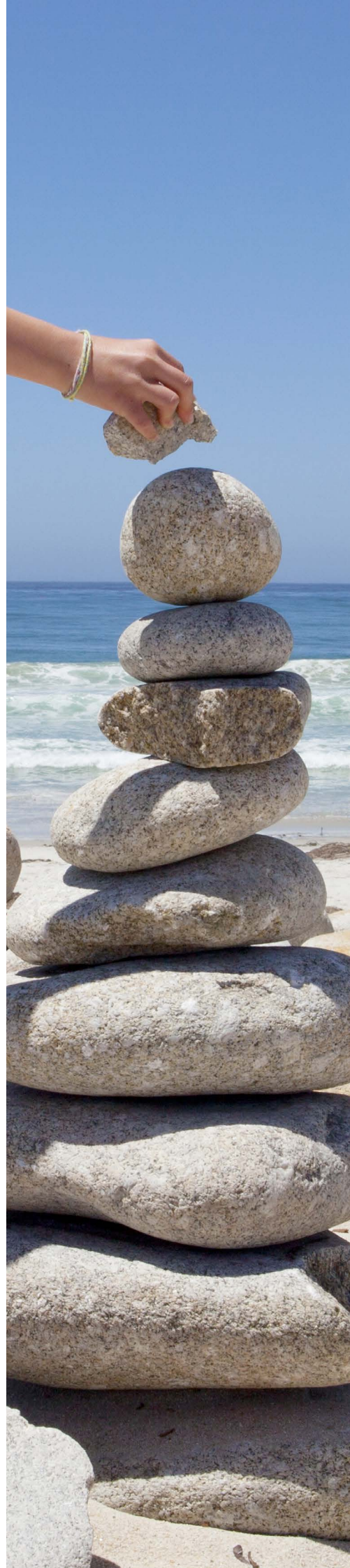
## Erfolgsfaktoren bei einer Stiftung

Auch wenn jede Stiftungslösung individuell ist und den Geist und Willen ihres Stifters widerspiegelt, so lassen sich doch einige grundsätzliche Faktoren festhalten, die für den Erfolg wichtig sind.

Eine Stiftung sollte nie in Eile errichtet werden. Gerade weil Stiftungen etwas Bleibendes, auf Dauer Angelegtes sind, müssen sie in jeglicher Hinsicht gut überlegt und durchdacht sein. Dafür sollte man sich ausreichend Zeit nehmen. Zwischen dem ersten Gedanken und der tatsächlichen Realisierung einer Stiftungskonstruktion kann durchaus ein Entscheidungsprozess von mehreren Jahren liegen.

Bei der Festlegung des Stiftungszwecks sollte darauf geachtet werden, diesen zwar ausreichend konkret, aber nicht zu eng zu wählen, so dass der Stiftung im Zeitablauf auch bei Veränderungen im Umfeld eine sinnvolle Stiftungsarbeit möglich ist. Die der Stiftung zur Verfügung stehenden Mittel sollten bei realistischer Betrachtung ausreichen, diesen Zweck jederzeit erfüllen zu können.

Gerade wenn verschiedene Ziele und Belange durch die Stiftungslösung erfüllt werden sollen, ist es wichtig, der Realisierung der Stiftung eine umfassende Gesamtschau voran zu stellen. Dabei ist es sinnvoll, dass neben der Person des Stifters auch dessen Familie nach Möglichkeit in den Entscheidungsprozess einbezogen wird und die Entscheidungen mitträgt. Die Gesamtschau sollte alle Folgewirkungen umfassen, auch emotionale Aspekte berücksichtigen, die mit der Errichtung der Stiftung verbunden sind.



# Bewertung und Finanzierung

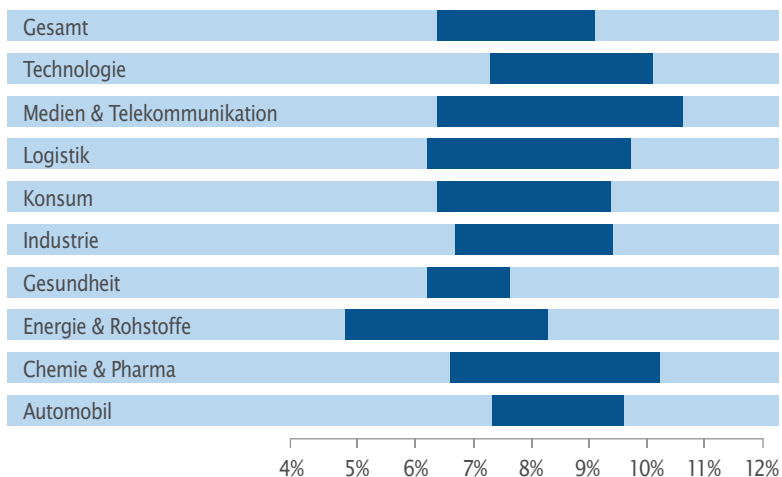


Die Bewertung ist insbesondere bei einem Unternehmensverkauf eine wichtige Frage. Sie spielt aber auch bei Familienunternehmen eine Rolle, wenn z. B. mehrere Erben vorhanden sind oder die Senioren eine finanzielle Abfindung für ihre Versorgung im Ruhestand verlangen.

Die Bewertungsmethoden sind in der Theorie und Praxis recht gut erforscht und standardisiert. So wird üblicherweise eine DCF-Bewertung (Berechnung der diskontierten zukünftigen freien Cashflows) oder eine Multiplikatorbewertung mit einer Peergroup durchgeführt. Die Diskussionspunkte liegen dabei aber im Detail und können zu einem breiten Bewertungsspektrum führen. Beim DCF-Modell besteht häufig Diskussionsbedarf um die Unternehmensplanung und die Höhe der Kapitalkosten. Hierbei ist besonders der Betafaktor, der das unternehmensspezifische Risiko abbildet, ein Diskussionspunkt. Je kleiner und je zyklischer das Unternehmen, umso höher ist i.d.R. der Betafaktor. Auch bei der Höhe der zukünftigen Free Cashflows gibt es Bewertungsspielräume. So könnten die aktuellen Finanzüberschüsse z. B. über temporär zu niedrige Erhaltungsinvestitionen erzeugt worden sein.

Nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über die Bandbreite der Kapitalkosten in verschiedenen Branchen. Je risikoloser das Geschäftsmodell, umso geringer sind normalerweise die Kapitalkosten. Branchen wie Technologie, Medien sowie Biotechnologie (in Chemie & Pharma enthalten) haben üblicherweise deutlich überdurchschnittliche Kapitalkosten, während defensive Branchen wie Telekommunikation, Konsum, Energie oder Gesundheit niedrige Kapitalkosten aufweisen.

## Kapitalkosten nach Branchen.



Quellen: KPMG, LBBW Research

Auch die Multiplikatorberechnung kann nur Näherungswerte ergeben, da die zu vergleichende Peergroup selten völlig identisch ist und daher über Gründe für Auf- oder Abschläge bei dem Multiplikator diskutiert werden muss. Gründe für Abweichungen können z. B. Unterschiede bei der Marke, Marktstellung und Abhängigkeiten oder unterschiedliches Wachstum sein. Ebenso müssen nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte wie Immobilien oder Patente oder auf der anderen Seite veraltetes Anlagevermögen, das erneuert werden muss, berücksichtigt werden.

Grundsätzlich wird ein Verkäufer versuchen, einen höheren Preis als den theoretisch fairen Marktpreis zu erzielen, da er das Unternehmen kennt, geringere Risikoabschläge macht und den Kaufpreis für sich maximieren möchte. Ein Käufer will dagegen das Unternehmen zu einem günstigen Preis kaufen und bewertet vorsichtshalber die Risiken höher als der Inhaber. Bei kleineren Unternehmen kommt dazu die Fragestellung, ob das Ausscheiden des bisherigen Inhabers nicht auch zu einer schlechteren Umsatz- und Ertragsentwicklung führt, da dieser wesentlich zu der Ertragsentwicklung beigetragen hat und nicht so leicht ersetzbar ist. Wie überall spielen letztendlich auch Angebot und Nachfrage eine entscheidende Rolle für die Preisfindung. Daher veranstalten Verkäufer, die einen maximalen Verkaufspreis erzielen wollen, häufig mit Hilfe von Beratern strukturierte Verkaufsprozesse, bei denen im Idealfall mehrere potenzielle Bieter gegeneinander antreten. Wenn dagegen nur ein potenzieller Käufer vorhanden ist (und er das weiß), hat dieser gute Chancen, einen für ihn attraktiven Preis zu verhandeln.

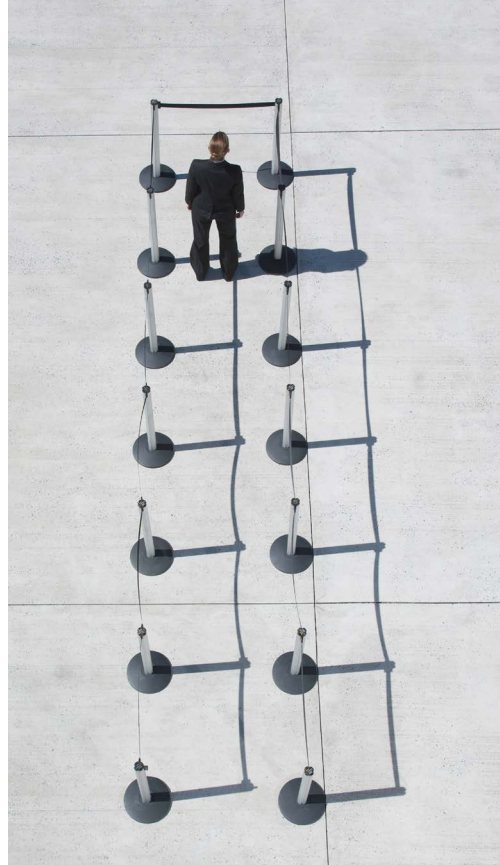


Der Verkäufer muss sich im Klaren sein, ob sein Ziel die Maximierung des Verkaufspreises ist oder auch noch andere Aspekte eine Rolle spielen. Bei familienfremden Käufern haben Inhaber häufig auch das Interesse, das von ihnen aufgebaute Unternehmen und die Mitarbeiter in vertrauenswürdige Hände zu legen, um das Unternehmen langfristig zu erhalten. Die höchsten Preise zahlen allerdings häufig Hedgefonds oder Konkurrenten, die Synergieeffekte heben können. Der Preis dafür könnte bei Hedgefonds z. B. eine deutliche Erhöhung der Verschuldung des Unternehmens sein, während bei Wettbewerbern die Selbstständigkeit gefährdet sein könnte. Beteiligungsgesellschaften, die langfristig die Beteiligungen halten oder Unternehmen, die ein neues Geschäftsfeld erschließen wollen, sind dagegen häufig weniger aggressiv und an einer langfristigen Entwicklung interessiert. Allerdings zahlen solche Adressen häufig nicht die höchsten Kaufpreise. Dafür gehen sie aber möglicherweise wesentlich kooperativer mit den Mitarbeitern um und garantieren die Selbstständigkeit (was auch vertraglich abgesichert werden kann/sollte). Hier muss der Verkäufer abwägen, ob er den Verkaufspreis maximieren oder auch andere Aspekte berücksichtigen will.

Verschiedene Finanzierungsmodelle helfen dem Käufer, den Kaufpreis zu bezahlen. So gibt es spezialisierte Fonds oder Family Offices, die sich z. B. bei einem Management Buy-out beteiligen. Die Führung überlassen sie dem übernehmenden Management und sind rein an der finanziellen Performance interessiert. Das Management kommt dadurch in die Lage, den Kaufpreis, der für sie alleine nicht darstellbar ist, über Eigenkapital oder auch nachrangige Darlehen zu finanzieren. So müssen sie zwar gegebenenfalls die Inhaberschaft teilen, profitieren aber auch im Rahmen ihrer finanziellen Beteiligung. Zusätzlich stärkt die Finanzierung über Eigenkapital das Unternehmen. Alternativ gibt es auch die Variante des Management Buy-in, wenn unternehmensfremde Manager das Unternehmen übernehmen. Dies kann bei Branchenexperten oder Restrukturierungsexperten Sinn machen, kommt aber in der Praxis deutlich seltener als MBOs vor.

Bei Inhaber von kleineren mittelständischen Unternehmen kommen auch sogenannte Rentenmodelle in Frage. Hierbei zahlt der Nachfolger (häufig Führungskräfte, aber auch eigene Kinder oder fremde Manager) eine regelmäßige Rente (abhängig von der Ertragskraft) an den ehemaligen Inhaber. Dieser sichert dadurch seinen Lebensstandard im Alter. Das Modell bietet sich bei kleineren Unternehmen an, wenn ein geeigneter Nachfolger die Finanzierung nicht stemmen kann bzw. der Inhaber Interesse an regelmäßigen Einkünften hat.

Der Verkäufer muss dazu abwägen, ob er einem potenziellen Käufer entgegen kommt, indem er Teile des Kaufpreises über einen längeren Zeitraum stundet. Dies kann insbesondere bei kleineren Unternehmen eine Rolle spielen, wenn der Verkäufer einem Wunschnachfolger (z. B. ein verdienter Mitarbeiter), der aber nicht über die notwendigen Mittel verfügt, den Erwerb erleichtern will. Ebenso werden in der Praxis häufig Earn-Out-Modelle vereinbart. Hier wird ein Teil des Kaufpreises an die Entwicklung der zukünftigen Ertragskraft gekoppelt. Damit kann das Problem der unterschiedlichen Informationsstände zwischen Verkäufer und Käufer reduziert werden, da der Käufer bereit ist, einen höheren Kaufpreis zu zahlen, wenn er die Garantie hat, dass das Unternehmen tatsächlich über eine bestimmte Ertragskraft verfügt.



---

## »Die Finanzierung stellt für den Käufer eine wesentliche Restriktion dar.«

Hier kommt der Frage nach einer angemessenen Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital, der Laufzeit des Fremdkapitals sowie einer möglichen Diversifizierung der Kapitalgeber eine wichtige Rolle zu. Bei aggressiven Käufern, die einen wesentlichen Teil der Verschuldung auf das gekaufte Unternehmen übertragen wollen, stellt sich dazu die Frage nach der maximalen Schuldenfähigkeit des Unternehmens.

---

# Zusammenfassung



Der demographische Wandel und eine geringere Bereitschaft der jungen Generation zur Unternehmertätigkeit führt zu Nachfolgeproblemen bei einer steigenden Zahl von kleineren mittelständischen Unternehmen. So schätzt die KfW, dass alleine in dem Zeitraum 2016 - 2018 rund 620.000 Unternehmen an einen Nachfolger übergehen werden müssen. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass auf aktuellen Portalen für Unternehmenskäufe/verkäufe bereits ein deutlicher Überhang an Unternehmen, für die ein Käufer gesucht wird, besteht. Umgekehrt ist es beim gehobenen Mittelstand, wo wenige Unternehmen zum Verkauf stehen und hohe Nachfrage von wachstumshungrigen Firmen und anlagesuchenden Beteiligungsgesellschaften besteht.

Ein weiteres Problem ist, dass viele Unternehmen sich zu spät mit der Nachfolgeproblematik beschäftigen. Unabhängig von der Frage, ob ein Nachfolger in der Familie aufgebaut oder das Unternehmen verkauft werden soll, bietet eine längerfristige Planung die Möglichkeit eines deutlich besseren Übergangs im Vergleich zu einer kurzfristig notwendigen Lösung.

In Umfragen wurden die Einarbeitung des Nachfolgers und das Loslassen des Senior-Unternehmers als die größten Probleme für Familienunternehmen gesehen. Dazu kommen die Bewertung des Unternehmens sowie die Finanzierung des Kaufpreises, die besonders bei einem Verkauf in den Vordergrund rücken.

# Unsere Publikationsfamilie

## Treasury Weekly

Unsere wöchentlich erscheinende Publikation »Treasury Weekly« stellt einen prägnanten Wochenrück- und Ausblick dar und enthält ausführlichere Analysen zu interessanten Themen. Überdies werden innerhalb der 8 - 12 Seiten in stetigem Wechsel Finanzierungsthemen behandelt. Kommentare zur Währungsentwicklung, der Konjunktorentwicklung, dem Geschäftsklima sowie aktuelle Marktcharts und eine Prognoseübersicht können zudem die Planung unterstützen und Anhaltspunkte liefern.

Die Publikation richtet sich u.a. an Interessierte und Entscheidende aus Finanzabteilungen, Treasury und Unternehmensführung. Ziel ist es, in übersichtlicher und prägnanter Form aktuelle, aufgesuchte Informationen wiederzugeben sowie Chancen und Herausforderungen aufzuzeigen. Überdies werden strategische und die Finanzierung betreffende Themenstellungen behandelt.

## LBBW Mittelstandsampel

Im digitalen Zeitalter und der damit einhergehenden Informationsflut wird es zunehmend wichtiger, die individuell relevanten Daten zu filtern und richtig zu interpretieren. Die LBBW Mittelstandsampel soll hierbei unterstützen und Unternehmen einen schnellen Überblick über die Entwicklung derzeitiger Rahmenbedingungen geben.

Die Mittelstandsampel ist eine Zusammenfassung und Interpretation von aktuellen unternehmensrelevanten, makroökonomischen Daten. Diese werden zu einer Kenngröße aggregiert und fassen damit die Rahmenbedingungen für den Mittelstand auf einen Blick zusammen.

Die monatlich erscheinende Publikation verfolgt mit einem Umfang von 4 - 5 Seiten das Ziel, die bestehende Informationskomplexität durch eine zeitnahe, schnelle und effiziente Auswertung wirtschaftlicher Rahmenfaktoren deutlich zu reduzieren. Dadurch kann frühzeitig auf veränderte Marktverhältnisse reagiert werden.

## Corporate Finance Fokus

Ob zur sofortigen Unterstützung bei der Entscheidungsfindung oder als Nachschlagewerk zu einem späteren Zeitpunkt - unsere 5 - 20 Seiten umfassenden Fokus-Publikationen können hilfreiche Hintergrundinformationen zu Schwerpunktthemen liefern.

Die Studien befassen sich u.a. mit Finanzierungsanlässen und -produkten, strategischen Fragestellungen oder auch Accounting-Thematiken. Ergänzt werden dazu regelmäßig aktuelle Herausforderungen wie beispielsweise Digitalisierung, Cyber-Kriminalität oder Währungsvolatilitäten behandelt. Somit richten sich die Studien an Finanzabteilungen, Treasury und Unternehmensführung.

# Ansprechpartner.

## Ansprechpartner Produktlösungen.

### Corporate Finance Origination

Anleihen, Schuldscheine, Syndizierte Kredite, Eigenkapitalmaßnahmen  
+49 711 127-78746

### Corporate Finance Spezial

ABS, Akquisitionsfinanzierung  
+49 711 127-49379

### Zahlungsverkehrslösungen

SEPA, AZV, Cash-Management, Karten, Konten, E-Commerce  
+49 711 127-46565

### International Business

AZV, Trade and Export Finance, Internationales Netzwerk  
+49 711 127-41440

### ZWRM

Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement  
+49 711 127-75677

### SüdLeasing

Mobilienleasing, Vendorleasing, Fördermittel, Mietkauf  
+49 711 127-15152

### SüdFactoring

Forderungsankauf, Finanzierung, Debitorenmanagement  
+49 711 127-78953

### Stiftungsmanagement

Mirjam Schwink  
+49 711 124-73428  
mirjam.schwink@bw-bank.de

## LBBW Research.

### Uwe Burkert

Chefvolkswirt  
+49 711 127-73462  
uwe.burkert@LBBW.de

## Strategy Research.

### Marco Göck

Leiter der Gruppe Corporate/  
Retail Developments  
+49 711 127-70493  
marco.goeck@LBBW.de

### Barbara Ambrus

+49 711 127-73461  
barbara.ambrus@LBBW.de

### Clemens Bundschuh

+49 711 127-74029  
clemens.bundschuh@LBBW.de

### Martin Dresp

+49 711 127-48938  
martin.dresp@LBBW.de

### Martin Güth

+49 711 127-79603  
martin.gueth@LBBW.de

### Thomas Hollenbach

+49 711 127-42794  
thomas.hollenbach@LBBW.de

### Hans-Peter Kuhlmann

+49 711 127-70563  
hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

### Antje Laschewski

+49 711 127-73064  
antje.laschewski@LBBW.de

### Dr. Katja Müller

+49 711 127-42106  
katja.mueller@LBBW.de

## Strategy Research.

**Rolf Schäffer**

Leiter der Gruppe  
Strategy/ Macro  
+49 711 127-76580  
rolf.schaeffer@LBBW.de

**Wolfgang Albrecht**

+49 711 127-73258  
wolfgang.albrecht@LBBW.de

**Christian Götz**

+49 711 127-74470  
christian.goetz@LBBW.de

**Jan Hofmeister**

+49 711 127-79392  
jan.hofmeister@LBBW.de

**Frank Klumpp**

+49 711 127-75894  
frank.klumpp@LBBW.de

**Michael Köhler**

+49 711 127-42664  
michael.koehler@LBBW.de

**Dr. Frank Schallenberger**

+49 711 127-77436  
frank.schallenberger@LBBW.de

**Martin Siegert**

+49 711 127-76182  
martin.siegert@LBBW.de

**Uwe Streich**

+49 711 127-74062  
uwe.streich@LBBW.de

**Elmar Völker**

+49 711 127-76369  
elmar.voelker@LBBW.de

**Dirk Chlench**

+49 711 127-76136  
dirk.chlench@LBBW.de

**Matthias Krieger**

+49 711 127-73036  
matthias.krieger@LBBW.de

**Dr. Jens-Oliver Niklasch**

+49 711 127-76371  
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

**Julian Trahorsch**

+49 711 127-76683  
julian.trahorsch@LBBW.de

**Manfred Wolter**

+49 711 127-42816  
manfred.wolter@LBBW.de

**Dr. Guido Zimmermann**

+49 711 127-71640  
guido.zimmermann@LBBW.de

## X-Asset Research.

**Dr. Thomas Meißner**

Managing Director  
+49 711 127-73574  
thomas.meissner@LBBW.de

## Corporates.

**Gerhard Wolf**

Executive Director  
+49 711 127-48078  
gerhard.wolf@LBBW.de

## Financials / Covered Bonds / Agencies.

**Alexandra Schadow**

Executive Director  
+49 711 127-78951  
alexandra.schadow@LBBW.de



Die LBBW unterliegt den Aufsichtsbehörden Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn/  
Postfach 50 01 54, 6039 1 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden und erfüllt die Anforderungen des § 4 Abs. 4 WpDVerOV im Hinblick auf Aussagen zu früheren Wertentwicklungen der behandelten Finanzinstrumente, Finanzindexe oder Wertpapierdienstleistungen nicht.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften (»Moody's«). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's (»Moody's-Informationen«) sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

## Redaktion

Landesbank Baden-Württemberg  
Strategy Research  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart  
Telefon: +49 711 127-70493

**Landesbank Baden-Württemberg**  
Hauptsitze

**Stuttgart**  
70144 Stuttgart  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart  
Telefon 0711 127-0  
Telefax 0711 127-43544  
www.LBBW.de  
kontakt@LBBW.de

**Mannheim**  
Postfach 10 03 52  
68003 Mannheim  
Augustaanlage 33  
68165 Mannheim  
Telefon 0621 428-0  
Telefax 0621 428-72591  
www.LBBW.de  
kontakt@LBBW.de

**Karlsruhe**  
76245 Karlsruhe  
Ludwig-Erhard-Allee 4  
76131 Karlsruhe  
Telefon 0721 142-0  
Telefax 0721 142-23012  
www.LBBW.de  
kontakt@LBBW.de

**Mainz**  
55098 Mainz  
Große Bleiche 54 - 56  
55116 Mainz  
Telefon 06131 64-37800  
Telefax 06131 64-35701  
www.LBBW.de  
kontakt@LBBW.de