

# Der Verkauf eines Familienunternehmens, die langfristige Bindung des Erlöses und die Strategie der Vermögensanlage



Prof. Rainer Kirchdörfer, Rechtsanwalt, Hennerkes, Kirchdörfer & Lorz  
Harald Braun, Geschäftsführer, Fontis Family Office GmbH

Immer mehr Familienunternehmer veräußern ihr Unternehmen und werden damit vom Unternehmer zum Vermögensverwalter und Anleger. Dieser Transformationsprozess wirft eine ganze Reihe von Fragen und Problemen auf. Im ersten Teil des nachfolgenden Beitrags geht es darum, einige Besonderheiten beim Verkauf von Familienunternehmen zu betrachten, um sodann im zweiten Teil der Frage nachzugehen, wie auf der Basis eines professionellen Strategieprozesses eine optimale Vermögensstruktur für das Familienvermögen aufgesetzt werden kann.

## I. Der Verkaufsprozess im Familienunternehmen

Familienunternehmen sind Unternehmen beliebiger Größe und beliebiger Rechtsform, an welchen unmittelbar oder mittelbar mehrheitlich eine oder mehrere Familien beteiligt sind. Diese Familien sind entweder untereinander verwandtschaftlich verbunden oder aber sie verfolgen eine familienübergreifende, auf das Unternehmen bezogene Unternehmensstrategie. Darüber hinaus nehmen diese Familien in bestimmter Weise einen nachhaltigen Einfluss auf die Strategie des Unternehmens, sei es durch direkte Einflussnahme der Gesellschafterversammlung, sei es über einen Beirat oder über Vertreter im Aufsichtsrat oder sei es über die unmittelbare Vertretung der Familie im Geschäftsführungsorgan<sup>1</sup>. Dieser Einfluss der Familie wirkt sich in einem M&A-Prozess am deutlichsten aus. Es gibt wohl kaum einen Vorgang im Lebenszyklus eines Unternehmens, in dessen Zusammenhang die Unter-

nehmerfamilie stärker auf die unternehmerische Entscheidung einwirkt, als beim Verkauf des Familienunternehmens.

Selbstverständlich ist jedes Unternehmen in ein soziales Umfeld eingebettet. Die Verwobenheit zwischen Unternehmen und Umfeld ist aber beim Familienunternehmen besonders stark. Ein Unternehmen, welches über Generationen in einer Region gewachsen ist, in welcher der Unternehmer nicht nur ökonomisch, sondern auch politisch und gesellschaftlich stark engagiert war und ist und in welchem eine Vielzahl der Menschen vor Ort Beschäftigung finden, wird im Rahmen des Verkaufsprozesses vom verkaufenden Unternehmer völlig anders behandelt, als dies bei einem vergleichbaren Verkauf einer Tochtergesellschaft eines internationalen Konzerns der Fall wäre.

Der Verkauf eines Familienunternehmens wird zum Gegenstand öffentlichen Interesses und zwar tendenziell mit einer für den Unternehmer und seine Familie negativen Stoßrichtung. Nicht die ökonomische, sondern die emotionale Ebene tritt beim verkaufenden Familienunternehmer deutlich in den Vordergrund. Für ihn gibt es

## INHALT

- I. Der Verkaufsprozess im Familienunternehmen
- II. Verkaufsgründe
- III. Die Grundstruktur des Verkaufs
  - 1. Asset Deal oder Share Deal
  - 2. Gewachsene Strukturen im Verkaufsprozess
- IV. Was tun mit dem Verkaufserlös?
  - 1. Das Reinvestment in das eigene Familienunternehmen
  - 2. Die Bindung des Veräußerungserlöses in der Familie
    - a. Allgemeines
    - b. Poolverträge
    - c. Familienvermögensgesellschaften
  - 3. Stiftungen
- V. Die Entwicklung der Vermögensstrategie
- VI. Die Umsetzung der Strategie
- VII. Erfolgskontrolle und Anpassungen
- VIII. Zusammenfassung

## Keywords

Verkaufsprozess; Verkaufsgründe; asset deal; share deal; Familienvermögensgesellschaften; Stiftungen; Doppelstiftungen; Strategische Vermögensplanung; Diversifikation; Vermögenserhalt; Finanzmarktkrise; Vermögensverwaltung

<sup>1</sup> Kirchdörfer, FuS 2011, S. 32; Hennerkes, Die Familie und ihr Unternehmen, 2004, 16 f.; Wiechers, Familienmanagement zwischen Unternehmen und Familie, 2006, S. 31 ff.

kein Zurück ins Unternehmen, häufig nicht einmal ein Zurück in den Arbeitsprozess. Seine bisherige Rolle als anerkannter Unternehmer wandelt sich in die eines „anonymen Vermögensverwalters“<sup>2</sup>.

## II. Verkaufsgründe

Es verwundert nicht, dass die Gründe, die zum Verkauf eines Familienunternehmens führen, in weiten Teilen identisch sind mit den Verkaufsgründen bei anderen Unternehmen: Die Beschränkung des unternehmerischen Engagements auf das Kerngeschäftsfeld, die Trennung von nicht mehr ausreichend rentablen Geschäftsbereichen, die Fusion strategischer Geschäftsfelder mit anderen Unternehmen, die Verbesserung der Liquidität eines Unternehmens, der Schuldenabbau und vieles mehr sind Gründe, die auch einen Verkaufsprozess im Familienunternehmen begründen. Darüber hinausgehend gibt es aber auch eine ganze Reihe von für Familienunternehmen typischen Verkaufsgründen. Diese liegen etwa in den Besonderheiten der Nachfolgersituation, in speziellen Finanzierungsproblemen, in Streitigkeiten im Gesellschafterkreis oder aber in dem Wunsch des Familienunternehmers nach breiterer Diversifizierung des Familienvermögens begründet. Häufig tritt die Verkaufsbereitschaft eines Familienunternehmers im fortgeschrittenen Alter zu Tage und ist dann auf ein Bündel von Gründen zurückzuführen, die in der Sorge des Familienunternehmers um den Erhalt seines Lebenswerkes und seine eigene Alterssicherung kulminieren.<sup>3</sup> Der Unternehmer spürt, ob zu Recht oder nicht, dass seine Abkömmlinge als Nachfolger letztendlich doch nicht

die unternehmerischen Qualitäten haben, die er für erforderlich hält. Er ist darüber hinaus der Ansicht, ein Management, welches nur aus Fremden besteht, könne sein Unternehmen auf Dauer nicht ordentlich führen, und er glaubt daher, dass sowohl die Lösung mit dem „suboptimalen“ Abkömmling als auch die Lösung mit dem „nur auf kurzfristige Eigeninteressen“ bedachten Fremdmanagement zu einer Gefährdung des langfristigen Erfolges des Unternehmens und damit zu einer Gefährdung seines Lebenswerkes und seiner Alterssicherung führen könnte.

## III. Die Grundstruktur des Verkaufs

### 1. Asset Deal oder Share Deal

Bei jedem Unternehmensverkauf spielt die Verkaufsstruktur eine wesentliche Rolle. Beim Verkauf eines Familienunternehmens nimmt diese häufig sogar die zentrale Rolle ein. Im Hinblick auf die steuerlichen Folgen, aber auch im Hinblick auf eine sinnvolle zivilrechtliche Gestaltung des Verkaufs, sind daher mehr oder weniger langfristige Vorbereitungsmaßnahmen in Richtung Strukturierung des Verkaufs notwendig.

Zivilrechtlich geht es auf der Seite des verkaufenden Familienunternehmers zunächst um die einfachste Struktur. Jede Komplexität reduziert die Abschlusswahrscheinlichkeit und sollte daher sorgfältig auf ihre Notwendigkeit geprüft werden. Steuerrechtlich geht es auf der Seite des verkaufenden Familienunternehmers i.d.R. schlicht darum, Steuern zu optimieren. Man sollte glauben, dem Käufer gehe es schlichtweg auch darum, Abschreibungspotenzial für die Zukunft zu schaffen und damit gleichfalls Steuern zu sparen. Letzteres ist aber nicht immer der Fall. Es kann – je nach Käufer – durchaus auch von Interesse sein, dass der Gewinnausschuss des kaufenden Unternehmens nicht durch planmäßige Abschreibungen im Zusammenhang mit dem

gekauften Unternehmen geschmälert wird. Gerade beim Verkauf von Familienunternehmen an (börsennotierte) Großunternehmen lassen sich insoweit – wenn und weil der Käufer nicht selten weniger auf Steueroptimierung achtet – für den Familienunternehmer optimale Ergebnisse durch die Verkaufsstruktur erzielen.

Spiele demgegenüber steuerliche Optimierungsüberlegungen sowohl auf Verkäufer- als auch auf Käuferseite eine wichtige Rolle, so stehen die Interessenlagen häufig zunächst diametral zueinander.<sup>4</sup> Die Verkaufsstruktur eines asset deals, also der Verkauf eines Unternehmens durch Verkauf dessen sämtlicher aktiver wie passiver Vermögensgegenstände, die es dem Käufer am ehesten ermöglichen, Abschreibungspotenzial zu erhalten und damit Steuern zu sparen, führt beim Verkäufer i.d.R. zu einer höheren Steuerbelastung.<sup>5</sup> In zivilrechtlicher Hinsicht ist die Strukturierung des Verkaufs als asset deal deutlich komplexer als die des share deals (Gesellschaftsanteilskaufes). Viel zu schnell und unter Vernachlässigung der psychologischen Folgewirkungen von Komplexität und Garantienotwendigkeiten, je nach gewählter Verkaufsstruktur, sprechen Berater gerne von der „weitgehenden Austauschbarkeit“ von share deal und asset deal. Solche Aussagen sind zwar zivilrechtlich zutreffend, im Rahmen des Verkaufes eines Familienunternehmens psychologisch aber völlig falsch.

Im Familienunternehmen erhält die Strukturierung des Verkaufs als asset deal oder als share deal aber noch eine besondere Bedeutung im Hinblick auf die u.U. gewollte Bündelung sowie die Verteilung und Auszahlung des Veräußerungserlöses auf die einzelnen Gesellschafter. Werden nämlich im Rahmen eines asset deals Einzelwirtschaftsgüter aus einem ver-

<sup>2</sup> Hennerkes/Kirchdörfer, Der Verkauf des Familienunternehmens, FS Lürer 2008, S. 535 ff.

<sup>3</sup> Zu den verschiedenen Perspektiven des Verkaufenden: Zellweger, Was ist ein Familienunternehmen wert? Ernst & Young, 2006, S. 6; zu den verschiedenen Käufertypen: Hinderer, Familienunternehmen und M&A-Transaktionen, in: Familienunternehmen in Recht, Wirtschaft, Politik und Gesellschaft, FS Hennerkes, 2009, S. 381

<sup>4</sup> Beck/Klar, DB 2007, 2819; Kästle/Oberbracht, Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement, 2010, S. 4 ff.; Rogall, DStR 2003, 750

<sup>5</sup> Hierzu Elser, DStR 2002, 1827

kaufenden Familienunternehmen heraus auf einen Erwerber übertragen, so fällt der Veräußerungserlös in dem verkaufenden Familienunternehmen selbst an und ist dort zunächst einmal „als Familienvermögen“ gebündelt. Die Verteilung und Auszahlung des Verkaufserlöses an die einzelnen Gesellschafter richtet sich dann grundsätzlich nach dem Gewinnverteilungsschlüssel des Gesellschaftsvertrages des Familienunternehmens. Ganz anders beim Verkauf von Gesellschaftsanteilen. Hier ist – sieht man einmal von steuerrechtlichen Besonderheiten ab – jeder einzelne Gesellschafter frei, welchen Kaufpreis er infolge der Verhandlungen erhält. Auch stellt sich die Frage nach dem „ob überhaupt“ der Auszahlung oder – alternativ – der weiterhin gemeinsamen Verwaltung des Veräußerungserlöses aus dem Unternehmen an die einzelnen Mitgesellschafter beim share deal zunächst nicht, da der Veräußerungserlös direkt für den Verkauf der Gesellschaftsanteile eines jeden Mitgeschafters direkt bezahlt wird. Solche Überlegungen können insbesondere bei einem zerstrittenen Gesellschafterkreis oder beim Wunsch, den Veräußerungserlös als Familienvermögen langfristig zusammenzuhalten, Bedeutung erlangen.

## 2. Gewachsene Strukturen im Verkaufsprozess

Eine Struktur, die bei Familienunternehmen häufig anzutreffen ist, ist die sog. Betriebsaufspaltung.<sup>6</sup> Hier werden wesentliche Grundlagen des gewerblichen operativen Betriebs, insbesondere wichtige Betriebsgrundstücke, zivilrechtlich außerhalb der eigentlichen operativen Betriebsgesellschaft gehalten. Sie gehören unmittelbar dem Familienunternehmer bzw. den Familienunternehmern oder einer gesonderten Gesellschaft. Das operative Geschäft, also z.B. die Produktion und der Vertrieb, wird sodann in einer von dieser wesent-

lichen Betriebsgrundlage rechtlich getrennten Unternehmung, häufig in der Rechtsform einer GmbH, der sog. Betriebsgesellschaft, abgewickelt. Haben nun derselbe oder dieselben Personen, die in dem Besitzunternehmen das Sagen haben, auch in dem Betriebsunternehmen die Stimmrechtsmehrheit und überlässt das Besitzunternehmen dem Betriebsunternehmen eine wesentliche Betriebsgrundlage zur Nutzung, z.B. ein ganz wichtiges Betriebsgrundstück, so spricht man von einer Betriebsaufspaltung. Solche Betriebsaufspaltungen, die praktisch nur bei Familienunternehmen vorkommen, erfordern eine besondere zivilrechtliche und steuerrechtliche Betrachtung im Rahmen des Verkaufs.<sup>7</sup>

Zivilrechtlich ist selbstverständlich im Einzelnen zu erörtern, was alles Gegenstand eines Verkaufes sein soll. Gehört etwa die wesentliche Betriebsgrundlage zum Verkaufsgegenstand oder aber soll nur das operative Geschäft der Betriebsgesellschaft verkauft werden.

Steuerrechtlich gehören Besitz- und Betriebsgesellschaft als einheitlicher Gewerbebetrieb zusammen, obwohl sie gesellschaftsrechtlich selbstständige Unternehmen sind. Daraus folgt etwa, dass das „Besitzunternehmen“ auch dann einen steuerlichen Gewerbebetrieb mit entsprechenden gewerbesteuerpflichtigen Einkünften aus Gewerbebetrieb hat, wenn es für sich isoliert betrachtet lediglich Vermietung und/oder Verpachtung betreibt.<sup>8</sup> Auch zählen die Gesellschaftsanteile an der Betriebs-GmbH zum gewerblichen Betriebsvermögen des Besitzeinzelunternehmens bzw. der Besitzgesellschaft und die Dividenden, welche die Betriebsgesellschaft an ihre Gesellschafter, die zugleich Gesellschafter des Besitzunternehmens sind, bezahlt, sind gewerbliche Einkünfte.

Möchte daher etwa der verkaufende Gesellschafter (Mitunternehmer) im Rahmen einer Betriebsaufspaltung von der Steuervergünstigung des § 34 Abs. 3 EStG Gebrauch machen, wonach er bis zu einem Betrag von insgesamt € 5 Mio. nur 56 % des durchschnittlichen Steuersatzes auf seinen Veräußerungsgewinn bezahlen muss, wenn er das 55. Lebensjahr vollendet hat, so muss er zwingend seinen gesamten Mitunternehmeranteil veräußern oder aufgeben. Er muss also neben seinem Gesellschaftsanteil an der Betriebs-GmbH auch seinen Anteil an der Besitzgesellschaft entsprechend mit veräußern oder unter steuerpflichtiger Aufdeckung der stillen Reserven in sein Privatvermögen entnehmen. Um hier unerwünschte Steuerfolgen zu verhindern, sollten in solchen Sachverhalten vorteilhafte Verkaufsstrukturen lange im Vorfeld eines Verkaufs geschaffen werden.

Auch an diesem Beispiel zeigt sich, dass der Verkauf eines Familienunternehmens häufig eine längere Vorlaufzeit benötigt, die erfahrungsgemäß vom Familienunternehmer unterschätzt wird.<sup>9</sup>

Familienunternehmen sind nicht selten als Gruppen von Gesellschaften (Familienkonzerne) historisch gewachsen und nicht Ergebnis professioneller Unternehmensstrukturüberlegungen. Es finden sich Kapitalgesellschaften und Personengesellschaften in der Unternehmensgruppe, ohne dass die Gründe für die Wahl der Rechtsformen noch im Einzelnen nachvollziehbar wären. Ausländische Vertriebsorganisationen sind teilweise rechtlich verselbstständigt, teilweise werden sie als unselbstständige Verkaufsbüros geführt. Zwischen einzelnen Gesellschaften der Unternehmensgruppe bestehen Gewinnabführungsverträge, mit anderen Gesellschaften bestehen solche nicht. Liquiditätsflüsse zwischen den Fami-

6 Layer/Seemann, FuS 2011, S. 20; Lorz/Kirchdörfer, Unternehmensnachfolge, 2. Aufl., S. 139

7 Lorz/Kirchdörfer, Unternehmensnachfolge, 2. Aufl., S. 139 ff.

8 Sothen in Münchner Anwaltsbuch Erbrecht, 2010, § 36 Rn. 140

9 Pöllath, Unternehmensfortführung durch Nachfolge oder Verkauf, 2007, S. 212 f.; Habig/Benninghaus, Die Nachfolge im Familienunternehmen ganzheitlich regeln, 1998, S. 102

liengesellschaften sind nach Liquiditätserfordernissen und nicht nach rechtlichen Kriterien und Pflichten und auch nicht nach steuerlichen Überlegungen geordnet. So haften Betriebsgrundstücke einer Tochtergesellschaft für Verbindlichkeiten der Muttergesellschaft, das Umlaufvermögen einer Schwestergesellschaft ist zugunsten eines Kredits einer anderen Schwestergesellschaft verpfändet und die Liquiditätszuflüsse aus einem konzernweit stattfindenden Factoring oder einer ABS-Finanzierung werden zentral verteilt. Bei der Neugründung einer Tochtergesellschaft als GmbH ist das Stammkapital von einer anderen Gesellschaft der Familienunternehmensgruppe aufgebracht worden und sofort wieder über die gruppenweit stattfindende Finanzierung in den einheitlichen Liquiditätstopf geflossen.

Im Rahmen des Verkaufes einer solchen Familienunternehmung geben sich die Berater der Käuferseite geradezu geschockt. Gefahrenszenarien aus nicht hinreichend aufgebrachttem oder rückbezahlem Stammkapital, aus (angeblich oder tatsächlich) unzulässigem Cashmanagement, aus (fehlerhaften) Verrechnungspreisen und aus (steuerrechtswidriger) Verlagerung von Geschäftschancen und immateriellen Wirtschaftsgütern werden heraufbeschworen und mit Bewertungsabschlägen oder mit Garantie- und Freistellungserfordernissen belegt. Um solche unerfreulichen Verhandlungsrunden zu verhindern, reicht es seitens des Verkäufers nicht, nur darauf hinzuweisen, dass der Käufer eben ein lebendes und gewachsenes Unternehmen erwirbt. Es ist geradezu zwingend, dass der verkaufende Familienunternehmer die möglichen Probleme und Angriffsfelder schon vor dem Verkauf kennt, – nach Möglichkeit – beseitigt und die Familienunternehmensgruppe in eine professionelle Struktur bringt.

Die vorstehenden Problemaufrisse und weitere Stichworte wie Erstellung von Konzernabschlüssen, Umstel-

lung auf andere Bilanzierungsmethoden, Zurückführung von Bankverbindlichkeiten, Veräußerung oder Entnahme nicht betriebsnotwendigen Vermögens, Optimierung der steuerlichen Struktur, Ausbau des Fremdmanagements, Ausgliederung oder Schließung etc. von Verlustbringern, Vorwegnahme der Erbfolge durch Schenkungen an die Kinder, Abschluss von schriftlichen und nachvollziehbaren Verträgen zwischen den Konzerngesellschaften sollen an dieser Stelle genügen.

#### IV. Was tun mit dem Veräußerungserlös?

##### 1. Das Reinvestment in das eigene Familienunternehmen

Insbesondere beim Verkauf eines Familienunternehmens an Finanzinvestoren wird ein Teil des Kaufpreises vom verkaufenden Familienunternehmer nicht selten wieder in sein verkauftes Unternehmen oder in eine Erwerbergesellschaft (NewCo) investiert. In solchen Fällen hat der verkaufende Familienunternehmer, da er weiterhin Anteilseigner ist, die (von ihm gewünschte) Möglichkeit, an den künftigen Wertsteigerungen seines Unternehmens zu partizipieren. Wie ein solcher Vorgang unter Nutzung von leverage-Effekten strukturiert werden kann, zeigt folgendes Beispiel:

An einer Familien-GmbH sind der Gründungsgesellschafter zu 70 % und seine drei Kinder mit jeweils 10 % beteiligt. Der Wert der Familien-GmbH liegt bei 100 Mio. €. Die Familie hat den Wunsch, stärker in ihr Privatvermögen zu diversifizieren, aber nur eine Minderheitsbeteiligung zu verkaufen. Gleichzeitig soll die Nachfolge auf die Kinder geregelt werden. Ein Finanzinvestor ist bereit, eine Beteiligung von 25 % an der Familien-GmbH zu erwerben und den Kindern eine Dreiviertelmehrheit zu belassen. Die Transaktion könnte bspw. so ablaufen, dass in einem ersten Schritt von dem Finanzinvestor und den drei Kindern gemeinsam eine neue Gesellschaft (NewCo) gegründet wird. Diese NewCo wird mit einem Grundkapital von 20 Mio. € ausgestattet. Hiervon zeichnen der Finanzinvestor und jedes der drei Kinder 25 %, also je 5 Mio. €. Die NewCo erwirbt sämtliche Anteile der Familie an der Familien-GmbH zum Kaufpreis von 100 Mio. € unter gleichzeitiger Aufnahme eines Darlehens (teilweise beim Finanzinvestor) i.H.v. 80 Mio. €.

Die Transaktion führt selbstverständlich dazu, dass künftig auf das aufgenommene Fremdkapital Zins- und Tilgungsdienste zu leisten sind. Die NewCo wird daher einen deutlichen Druck auf das operative Unternehmen ausüben, damit dieses die entsprechende Liquidität zur Verfügung stellt.

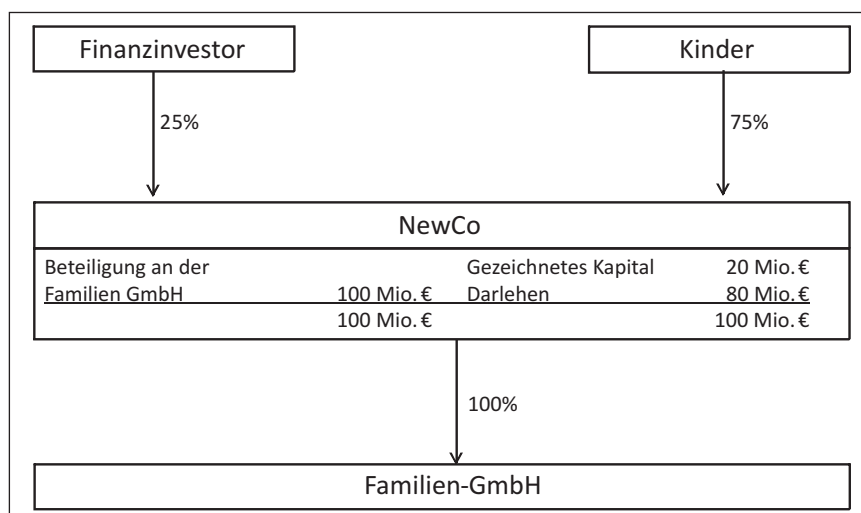


Abb. 1



U.U. wird zwischen der NewCo und dem operativen Unternehmen auch ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen oder die beiden Unternehmen werden später wieder verschmolzen.

Im Ergebnis ist erreicht, dass der Senior seine 70 %-Beteiligung wunschgemäß zu einem Kaufpreis von 70 Mio. € und die drei Kinder ihre jeweils 10 %-Beteiligung zu einem Kaufpreis von jeweils 10 Mio. € verkaufen konnten. Den Veräußerungsgewinn mussten die Gesellschafter nach dem Teileinkünfteverfahren (zu 60 %) versteuern (vgl. nachfolgend Abb. 6 1.2, S. 66). Jedes der Kinder stellt dann von dem vereinnahmten Nettoveräußerungserlös einen Betrag i.H.v. 5 Mio. € zur Verfügung, um damit die Beteiligung von je 25 % an der NewCo zeichnen zu können. Damit bleibt die Mehrheit am Unternehmen in der Hand der Familie. Freilich hat sich die Bilanzsituation des Unternehmens durch das Fremdkapital drastisch verschlechtert, wie die Abbildung 1 veranschaulicht.

## 2. Die Bindung des Veräußerungserlöses in der Familie

### a. Allgemeines

Ein über Generationen aufgebautes Familienunternehmen stellt für die Unternehmerfamilie häufig weitaus mehr dar als nur die Summe einzelner Vermögenswerte. Es bildet – ganz ähnlich wie die früheren Familienfideikomisse – aus der Sicht der Unternehmerfamilie einen Vermögensgegenstand, welcher der Familie als solcher zusteht und weniger Individualeigentum einzelner Familienmitglieder ist, als ein Familienvermögen, welches in der Generationenfolge zu erhalten und zusammenzuhalten ist. Vor diesem Hintergrund erklären sich auch Wünsche der verkaufenden Unternehmergeneration dahingehend, das Familienvermögen über vertragliche Gestaltungen oder Rechtseinstitute auf längere Zeit, bis hin zur möglichst „ewigen Perpetuierung“,

in Familienhand zusammenzuhalten. Darüber hinaus erklären sich solche Überlegungen auch aus der bei vielen Familienunternehmen vorhandenen philanthropischen Zielsetzung und der damit einhergehenden besonderen Verantwortungsübernahme für eine Region oder für die Gemeinschaft als solche. Ein schönes Beispiel für Letzteres ist etwa die Verfassung des Hauses Bosch<sup>10</sup> oder die besondere Sichtweise der Unternehmerfamilie Handtmann<sup>11</sup>.

Solche Bindungen des Familienvermögens innerhalb der Unternehmerfamilie reichen von mehr oder weniger lockeren Familienverträgen, z.B. Poolverträgen oder Syndikatsverträgen, über die Organisation von Familienvermögen in Familienvermögensgesellschaften, wobei Letztere wiederum in verschiedenen Rechtsformen (z.B. GbR, GmbH & Co. KG, GmbH oder AG) geführt werden können, bis hin zur Perpetuierung von Familienvermögen in gemeinnützigen Stiftungen, in Familienstiftungen oder in sog. Doppelstiftungen.<sup>12</sup>

### b. Poolverträge

Wird das Familienvermögen individuell von mehreren Mitgliedern der Familie gehalten, beispielsweise von solchen, die vor einem Verkauf des Familienunternehmens an diesem beteiligt waren, oder von solchen, die vor oder im Rahmen des Verkaufes Gesellschaftsanteile oder Teile des Veräußerungserlöses geschenkt bekommen haben und wünschen diese Familienmitglieder eine „einheitliche Verwaltung“ des Familienvermögens, so kann diese einheitliche Verwaltung schlicht über schuldrechtliche Poolverträge oder Syndikatsverträge erreicht werden<sup>13</sup>. Die Struktur sol-

cher Poolverträge ist in Abbildung 2 verdeutlicht.

Im Rahmen einer solchen lockeren Bindung des Familienvermögens stehen die einzelnen Vermögensgegenstände unmittelbar im Eigentum der jeweiligen Familienmitglieder. Über Poolverträge wird nur mittels einer vertraglichen Verpflichtung zwischen den unterzeichnenden Familienmitgliedern geregelt, wie man mit den einzelnen – schuldrechtlich gebündelten – Vermögensgegenständen umzugehen hat. Solche Poolungen werden nicht selten von Vermögensverwaltern angeregt, zumal sich dann größere Volumina in den einzelnen asset-Klassen bilden lassen, das Anlageportfolio breiter aufgestellt werden kann und Kostendegressionen erzielbar werden.

### c. Familienvermögensgesellschaften

Die nächsthöhere Bindungsstufe des Familienvermögens bildet die Familienvermögensgesellschaft. Diese Struktur ist in der Abbildung 3 dargestellt, wobei wir hier bereits eine Gesellschaftsstruktur dargestellt haben, welche die Besonderheit aufweist, dass Kapitalanteil, Stimmrecht und Gewinnanteil nicht quotenentsprechend verteilt sind.<sup>14</sup>

Wählt die Familie die vorstehende Struktur der Zusammenfassung ihres Vermögens in einem eigenständigen Rechtskleid und überträgt das Eigentum an den einzelnen Gegenständen des Familienvermögens auf die Gesellschaft, so ist schon viel dafür getan, dass das Familienvermögen über längere Zeit in der Hand der Unternehmerfamilie als solcher verbleibt und sich nicht schnell atomisiert. Die weiteren Vorteile einer solchen Familienvermögensgesellschaft sind in Kurzform:

10 Kögel/Berg, Die Unternehmensverfassung des Hauses Bosch als Grundmodell der Doppelstiftung, FuS 2011, S. 13 ff.

11 Albert Handtmann, FuS-Gespräch mit Herrn Arthur Handtmann, FuS 2011, S. 28 ff.

12 Kirchdörfer/Lorz, Familienvermögensgesellschaften als Organisationsmodelle im Rahmen der Familienstrategie und der Planung von Vermögensnachfolge, DB Beilage Nr. 3/2004

13 Langenfeld, ZEV 2010, 17

14 Kirchdörfer/Lorz, Familienvermögensgesellschaften als Organisationsmodelle im Rahmen der Familienstrategie und der Planung von Vermögensnachfolge, DB Beilage 3/2004; Lorz/Kirchdörfer, Unternehmensnachfolge, 2. Aufl., S. 165 ff.

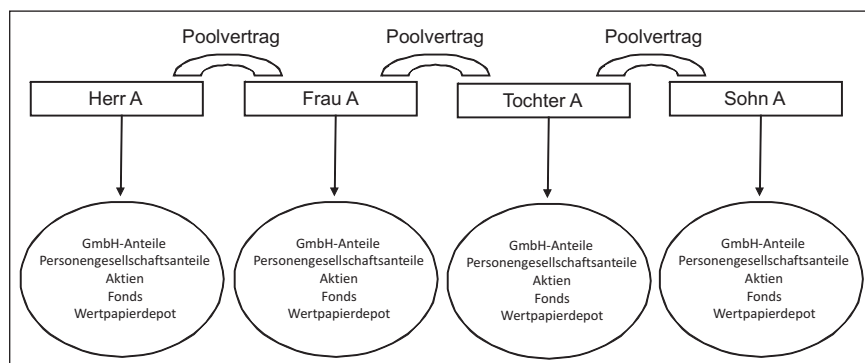


Abb. 2

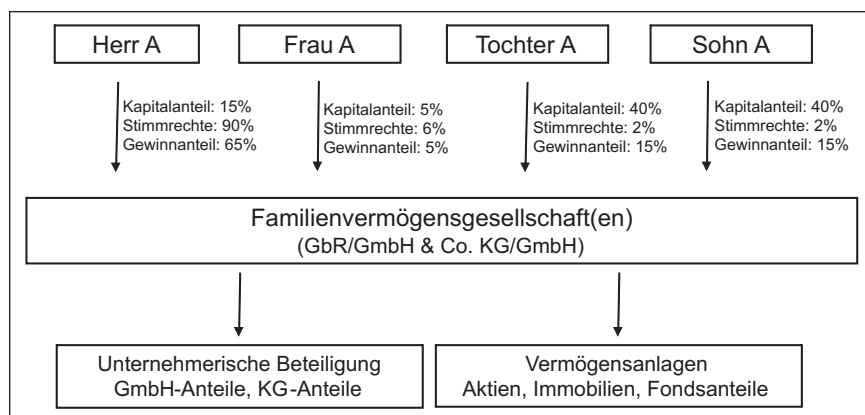


Abb. 3

- Der Zusammenfassung des Familienvermögens in einer Familienholding können strategische Überlegungen im Rahmen der Nachfolgeplanung zugrunde liegen.
- Die Organisation des Familienvermögens kann generationenübergreifend aufgebaut werden: Kinder, Enkel etc. sind unproblematisch an der Familienvermögensgesellschaft mit abgestuftem Einfluss zu beteiligen.
- Es ist eine flexible Regelung der Geschäftsführung möglich: Die Geschäftsführungsbefugnis kann als Sonderrecht unabhängig von der Höhe der kapitalmäßigen Beteiligung geregelt werden. (Wer hat im operativen Bereich der Familienholding das Sagen?)
- Es ist eine flexible Regelung der Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung der Familienholding möglich: Die Stimmrechte können unabhängig von den Kapitalanteilen ausgestaltet werden. (Wer hat

in der Gesellschafterversammlung der Familienholding das Sagen?)

- Es ist eine flexible Regelung der Gewinnrechte, bezogen auf den Gewinn der Familienholding, möglich: Die Gewinnanteile können unabhängig von den Kapitalanteilen geregelt werden. (Wer partizipiert in welchem Umfang am Gewinn der Familienholding?)
- Die Übertragung des Familienvermögens wird erleichtert, da nur ein Übergang der Gesellschaftsanteile der Familienholding notwendig ist.
- Es sind Veräußerungsverbote, bezogen auf die Gesellschaftsanteile an der Familienvermögensgesellschaft, mit dinglicher Wirkung im Gesellschaftsvertrag regelbar.
- Familiengerechte Erbfolgeklauseln können im Gesellschaftsvertrag der Familienholding zur dinglichen Steuerung der Anteilsnachfolge vereinbart werden.
- Es können Verpflichtungen der Kinder zum Abschluss bestimm-

ter erb- und güterrechtlicher Vereinbarungen mit ihren jeweiligen Ehepartnern im Gesellschaftsvertrag der Familienholding vereinbart werden.

- Die Kinder können schrittweise an die Vermögensverwaltung und an die Geschäftsführung herangeführt werden.
- Steuerliche Vorteile bei frühzeitiger Beteiligung der Kinder und Enkel an der Familienholding im Rahmen einer vorweggenommenen Erbfolge:

- Alle zehn Jahre neue Erbschaftsteuerfreibeträge.
- Ein Generationensprung (aus erbschaftsteuerlichen Gründen wird eine Generation übersprungen) lässt sich leichter vermitteln, wenn und weil die „übersprungene“ Generation auch einen (kleinen) Anteil, dieser allerdings verbunden mit hohem (Stimmrechts-)Einfluss, erhält.
- Wertzuwachs des übertragenen Vermögens erfolgt bereits bei den Kindern.
- Ertragsteuerliche Progressionsvorteile.
- Weitere steuerliche Vorteile sind durch spezielle Gestaltungen erzielbar.

Selbstverständlich bedarf die Auswahl der Rechtsform der Familienvermögensgesellschaft einer professionellen Detailplanung. Die hier anzustellenden Überlegungen reichen von zivilrechtlichen Fragestellungen der notwendigen Finanzausstattung in der jeweiligen Rechtsform, Haftungsfragen, Fragen der – je nach Rechtsform unterschiedlichen – Geschäftsführungsstruktur, der Flexibilität des Gesellschaftsvertragsrechts bzw. des Satzungsrechts über Fragen zur zwingend notwendigen Publizität von Jahresabschlüssen und sonstigen vertraulichen Daten über Fragen der steuerlichen Behandlung der Einbringung von Vermögen in solche Vermögensverwaltungsgesell-

| Steuerlicher Vergleich der Behandlung von Dividenden bzw. Veräußerungsgewinnen beim Verkauf von Aktien und Rentenpapieren aus dem Privatvermögen bzw. aus dem Vermögen einer Familienvermögens-Kapitalgesellschaft |                                                                                                                                       |                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                    | Im Privatvermögen gehalten                                                                                                            |                                                                         | Über eine GmbH gehalten                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                          |
|                                                                                                                                                                                                                    | Aktien                                                                                                                                | Festverzinsliche Wertpapiere                                            | Aktien                                                                                                                                                                                                                                | Festverzinsliche Wertpapiere                                                                             |
|                                                                                                                                                                                                                    | Aktiengesellschaft<br>↓<br>Dividende 100                                                                                              | Schuldner der Rentenpapiere<br>↓<br>Zins 100                            | Aktiengesellschaft<br>↑ Beteiligung ≥ 15 %<br>↓ Dividende 100<br>Familien-GmbH (KSt/SolZ/ GewSt: 1,5)<br>↓ Dividende = 98,5<br>↑ Beteiligung < 15 %<br>↓ Dividende 100<br>Familien-GmbH (KSt/SolZ/ GewSt: 14,8)<br>↓ Dividende = 85,2 | Schuldner der Rentenpapiere<br>↓ Zins 100<br>Familien-GmbH (KSt/SolZ/ GewSt: 29,8)<br>↓ Dividende = 70,2 |
| Steuern auf Dividenden bzw. Zins auf privater Ebene des Aktionärs/ Gläubigers<br>EST/SolZ (ohne Kirchensteuer)                                                                                                     |                                                                                                                                       |                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                          |
| - Normaltarif (bis 45% zzgl. SolZ)                                                                                                                                                                                 | ---                                                                                                                                   | ---                                                                     | ---                                                                                                                                                                                                                                   | ---                                                                                                      |
| - Abgeltungsteuer (EST 25% zzgl. SolZ)                                                                                                                                                                             | 26,4                                                                                                                                  | 26,4                                                                    | 26,0                                                                                                                                                                                                                                  | 18,5                                                                                                     |
| - Zufluss nach Steuern                                                                                                                                                                                             | 73,6                                                                                                                                  | 73,6                                                                    | 72,5                                                                                                                                                                                                                                  | 51,7                                                                                                     |
| Steuern auf Veräußerungsgewinne                                                                                                                                                                                    | Verkauf von Aktien durch privaten Aktionär:<br>Abgeltungsteuer oder Teileinkünfteverfahren im Fall von § 17 EStG (Anteilsquote ≥ 1 %) | Verkauf von Rentenpapieren durch privaten Gläubiger:<br>Abgeltungsteuer | Verkauf von Aktien durch die Familien GmbH:<br>Steuerfrei (bis auf ca. 1,5%)                                                                                                                                                          | Verkauf von Rentenpapieren durch die Familien GmbH:<br>KSt und GewSt zum Normaltarif (= ca. 29,8%)       |

Abb. 4

schaften und Fragen der steuerlichen Behandlung der Erträge der Vermögensverwaltungsgesellschaft und deren Ausschüttungen an die Familienmitglieder als deren Gesellschafter bis hin zu erbrechtlichen Fragen bei künftiger Vererbung von Anteilen an den jeweiligen Familienvermögensgesellschaften.<sup>15</sup> Last but not least geht es neben der Rechtsform einer Familienvermögensgesellschaft auch um den richtigen Sitz (im In- oder Ausland) einer solchen Gesellschaft. Exemplarisch sei wegen der steuerlichen Überlegungen auf die Abbildungen 4, 5 und 6 verwiesen. Die Abbildung 4 zeigt einen Vergleich der steuerlichen Situation in dem Fall, in welchem Aktien bzw. – alternativ – Rentenpapiere im Privatvermögen eines Familienmitgliedes, also nicht

in einer gewerblichen Familiengesellschaft, gehalten werden, mit dem Sachverhalt, in welchem Aktien bzw. Rentenpapiere in einer Familienvermögensgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH gehalten werden.

Es ist unschwer zu erkennen, dass beispielsweise das Halten von Aktien oder GmbH-Anteilen einer Familien-GmbH dann steuerlich günstig ist, wenn – etwa wegen der Größe des Vermögens – keine schnelle Ausschüttung der Dividenden an die Familienmitglieder erfolgt. Handelt es sich um Anteilspakete an einer Aktiengesellschaft oder an einer GmbH, die ≥ 15 % sind, dann kann die Dividende aus der Aktiengesellschaft bzw. der GmbH in der Familienvermögensgesellschaft in der Rechtsform der GmbH weitestgehend steuerfrei vereinnahmt werden. Gewinne aus der Veräußerung von Aktien oder GmbH-Anteilen bleiben – auch wenn es sich um einen Anteilsbesitz unter 15% handelt – in

der Familienvermögensgesellschaft weitgehend steuerfrei.<sup>16</sup> Anders verhält es sich bei Rentenpapieren. Da hier ein Veräußerungsgewinn beim Verkauf seitens der Familienvermögens-Kapitalgesellschaft steuerpflichtig ist, würden steuerliche Überlegungen zugunsten eines Haltens von Rentenpapieren im Privatbereich der einzelnen Familienmitglieder oder – sofern eine Bündelung gewollt ist – in einer rein vermögensverwaltenden Gesellschaft bürgerlichen Rechts sprechen.

Die folgenden beiden Abbildungen 5 und 6 zeigen in einem keine Vollständigkeit beanspruchenden Überblick die Behandlung eines eventuellen Veräußerungsgewinns bei der Veräußerung von Anteilen an Personengesellschaften (Abbildung 5) bzw. bei der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften (Abbildung 6).

15 Kirchdörfer/Lorz, Familienvermögensgesellschaften als Organisationsmodelle im Rahmen der Familienstrategie und der Planung von Vermögensnachfolge, DB Beilage Nr. 3/2004

16 Im Einzelfall ist die Finanzunternehmenseigenschaft nach § 8b Abs. 7 KStG zu prüfen.

## Abb. 5

\*Hebesatz 400%



**Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften,  
z.B. Aktien oder GmbH-Geschäftsanteilen (ohne Kirchensteuer)**

|                                                               | 1. Veräußerung durch natürliche Personen aus dem Privatvermögen heraus                                                    | 2. Veräußerung durch natürliche Personen aus deren Betriebsvermögen heraus                                                                | 3. Veräußerung durch eine gewerbliche Personengesellschaft aus deren Betriebsvermögen heraus                                                                        | 4. Veräußerung durch eine Kapitalgesellschaft und danach Ausschüttung an natürliche Personen                                                                                                                                                  | 5. Sonderfälle<br>- Altanteile, die vor dem 1.1.2009 erworben wurden bzgl. der Übersicht unter 1.1<br>- Einbringungsgeborene Anteile i.S.d. § 20 UmwStG a.F. bzw. Anteile i.S.d. § 20 Abs. 2 UmwStG n.F. bzgl. der Übersicht 4<br>- Anteile, die von einem Finanzunternehmen i.S. d. § 8b Abs. 7 KStG in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft (hierzu zählen auch Holdings) zum kurzfristigen Eigenhandelsverfolg gehalten werden, also zeitnah wieder verkauft werden sollen bzgl. der Übersicht 4 |
|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                               | 1.1 Beteiligungshöhe < 1%                                                                                                 | 1.2 Beteiligungshöhe ≥ 1%                                                                                                                 |                                                                                                                                                                     | 4.1 Veräußerte Beteiligung an Inlandskapitalgesellschaft                                                                                                                                                                                      | 4.2 Veräußerte Beteiligung an Auslandskapitalgesellschaft                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Ebene der Kapitalgesellschaft bzw. des gewerblichen Betriebes | 100 Veräußerungsgewinn                                                                                                    | 100 Veräußerungsgewinn                                                                                                                    | 100 Veräußerungsgewinn                                                                                                                                              | 100 Veräußerungsgewinn                                                                                                                                                                                                                        | 100 Veräußerungsgewinn                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|                                                               |                                                                                                                           |                                                                                                                                           | -8,4 (GewSt <sup>1</sup> )                                                                                                                                          | -0,75 (KSt)<br>-0,7 (GewSt <sup>1</sup> )<br>-0,04 (SolZ)                                                                                                                                                                                     | -0,75 (KSt)<br>-0,7 (GewSt <sup>1</sup> )<br>-0,04 (SolZ)<br>- Steuerbelastung im Ausland einzelfallabhängig                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                                               |                                                                                                                           |                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                     | 98,51 auf Ebene der Kapitalgesellschaft verfügbar                                                                                                                                                                                             | 98,51 auf Ebene der Kapitalgesellschaft verfügbar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Ebene des Aktionärs bzw. des GmbH-Gesellschafters             | -25 (25% Abgeltungssteuer)<br>-0 (GewSt)<br>-1,4 (SolZ)<br><br>73,6 persönlich auf Ebene der natürlichen Person verfügbar | -27 (Teileinkünfteverfahren <sup>2</sup> )<br>-0 (GewSt)<br>-1,5 (SolZ)<br><br>71,5 persönlich auf Ebene der natürlichen Person verfügbar | -27 (Teileinkünfteverfahren <sup>2</sup> )<br>-1,5 (SolZ)<br><br>63,1;<br><br>nach Anrechnung GewSt sind 71,1 persönlich auf Ebene der natürlichen Person verfügbar | 98,51 Ausschüttung (25% Abgeltungssteuer)<br>-24,63 (25% Abgeltungssteuer)<br>-1,35 (SolZ)<br><br>72,53 persönlich auf Ebene der natürlichen Person verfügbar<br><br>Wahlrecht nach § 32d Abs. 2 Nr. 3 EStG und § 32d Abs. 6 EStG zu beachten | 98,51 Ausschüttung (25% Abgeltungssteuer)<br>-24,63 (25% Abgeltungssteuer)<br>-1,35 (SolZ)<br><br>72,53 persönlich auf Ebene der natürlichen Person verfügbar<br><br>Wahlrecht nach § 32d Abs. 2 Nr. 3 EStG und § 32d Abs. 6 EStG zu beachten                                                                                                                                                                                                                                                           |

<sup>1</sup> Hebesatz 400%

<sup>2</sup> bei Spitzensteuersatz 45%

Abb. 6

Dabei wird danach differenziert, ob es sich um die Veräußerung durch eine natürliche Person, durch eine gewerbliche Personengesellschaft oder durch eine Kapitalgesellschaft handelt. Der interessierte Leser kann aus den Abbildungen ableiten, ob es sich vor dem Hintergrund eines anfallenden Veräußerungserlöses in steuerrechtlicher Hinsicht eher empfiehlt, die entsprechende Anlage, beispielsweise eine Beteiligung an einer Personengesellschaft in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG („Private Equity-Beteiligung“), im Privatvermögen unmittelbar selbst oder über eine Familienvermögensgesellschaft in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft zu halten.

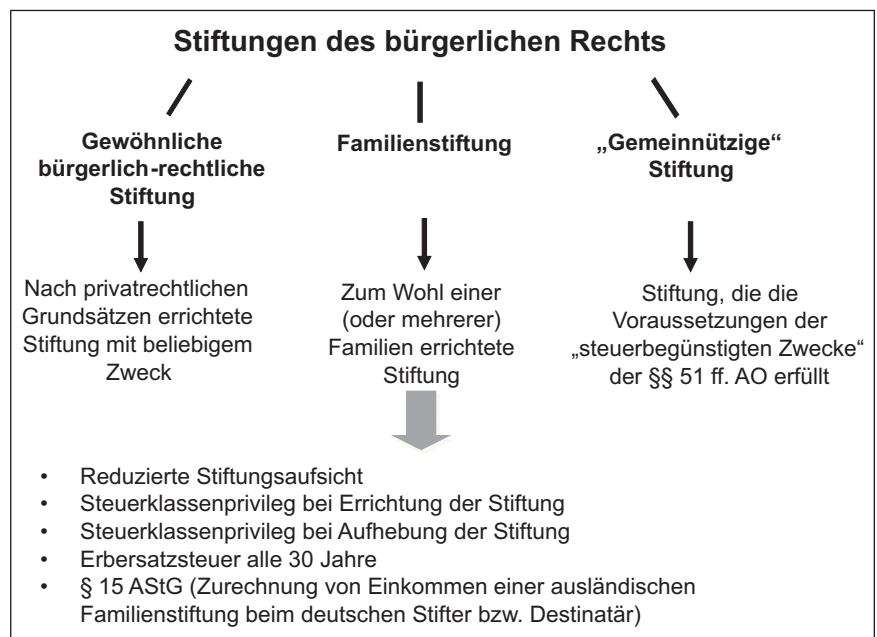


Abb. 7

### 3. Stiftungen

Die höchste Bindungsstufe des Familienvermögens bildet die Einbringung des Familienvermögens in Stiftungen.<sup>17</sup>

Kommt es der Inhaberkategorie vor allem darauf an, eine Teilung oder Zersplitterung des Familienvermögens über mehrere Generationen hinweg zu vermeiden, so kann sich mit der Überführung des Familienvermögens oder Teilen hieraus in eine Stiftung eine Gestaltung anbieten, die in den letzten Jahren verstärkt an Bedeutung gewonnen hat.<sup>18</sup> Die Palette der Fälle, in denen eine vermögende Familie die Gründung einer Stiftung in ihre Überlegungen zur Nachfolgegestaltung sinnvoll einbeziehen kann, ist breit gefächert: Es fehlt an einem Vermögensnachfolger in der Familie, Abkömmlinge sind zwar vorhanden, der Senior oder die Seniorin als Inhaber(in) des Familienvermögens möchte diese aber nicht mit der Vermögensverwaltung und auch nicht mit der Aufsicht über die Vermögensverwaltung betrauen, dem Senior oder der Seniorin geht es um die Erhaltung des Familienvermögens „in einer Hand“ oder ein drohender

Liquiditätsabzug im Erbfall als Folge von Erbschaftsteuerforderungen und Pflichtteilsansprüchen soll vermieden werden.<sup>19</sup> Neben diese vorrangig wirtschaftlich und familiär motivierten Überlegungen können ideelle Gründe treten: Durch die Etablierung einer Stiftung soll ein Signal gegenüber der Familie oder gegenüber der Öffentlichkeit gesetzt werden, der Vermögensinhaber möchte seine Person und die von ihm verkörperten Ideale über den Tod hinaus durch das Vehikel der Stiftung fortwirken lassen und derart eine „Testamentsvollstreckung ad infinitum“ schaffen. Diese knappe Auflistung denkbarer Motive für eine Stiftungserrichtung lässt zugleich deutlich werden, wie irreführend es wäre, pauschal von der einen „Stiftung“ als dem Instrument der Vermögensnachfolgegestaltung zu sprechen. Es gibt vielmehr verschiedenste Stiftungsarten, wie Abbildung 7 zeigt.

In den Fällen, in welchen der Vermögensinhaber gemeinnützige Zielsetzungen und private Zielsetzungen der Bündelung und des Erhalts von Familienvermögen in einer Stiftung über Generationen hinweg erreichen

möchte, können sich im Einzelfall auch sog. Doppelstiftungsmodelle, also Kombinationen aus gemeinnütziger Stiftung und Familienstiftung, anbieten.<sup>20</sup>

Auch aus ertragsteuerlichen Gründen kann die Verwaltung von Familienvermögen in einer Familienstiftung interessant sein. Die steuerliche Situation ist den beiden nachfolgenden Abbildungen zu entnehmen. Aus Abbildung 8 ist unmittelbar erkennbar, dass die Ausschüttung von Dividenden, beispielsweise durch eine Aktiengesellschaft, an welcher die Familienstiftung zur Vermögensanlage Aktien hält, an die Familienstiftung, mit Ausnahme einer relativ geringen Steuer, praktisch ertragsteuerfrei erfolgen kann. Werden also Dividenden in der Familienstiftung thesauriert, so kann dies im Wesentlichen steuerfrei geschehen. Es gilt eine, der Zwischenschaltung einer Familienvermögens-Kapitalgesellschaft<sup>21</sup> vergleichbare Situation. Unterschiede können sich allerdings im Einzelfall in gewerbesteuerlicher Hinsicht ergeben.<sup>22</sup>

17 Hierzu Lorz/Kirchdörfer, Unternehmensnachfolge, 2. Aufl., S. 146 ff.; Ihle, RNotZ 2009, 557 und 621  
18 Ihle, RNotZ 2009, 557, 558

19 Hennerkes/Kögel, Familienstiftung – Ein Instrument zur Sicherung des Familienerbes, in: Internationale Familienunternehmen, FS Rödl, S. 284

20 Lorz/Kirchdörfer, Unternehmensnachfolge, 2. Aufl., S. 152; Kögel/Berg, Die Unternehmensverfassung des Hauses Bosch als Grundmodell der Doppelstiftung, FuS 2011, S. 13 ff.

21 Vgl. Abbildung 3

22 Vgl. Abbildung 10 unter 2.a)

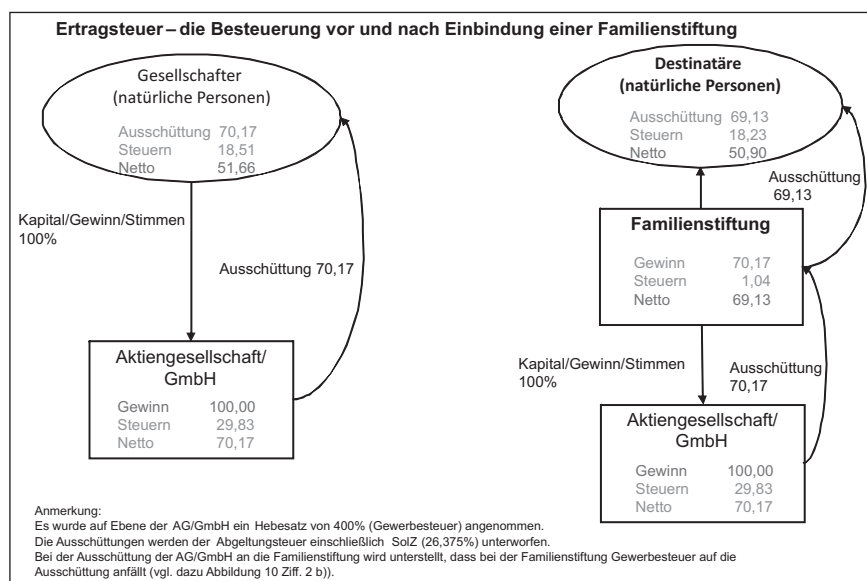


Abb. 8

|                                                                      | Familienstiftung                                                                         | Gemeinnützige Stiftung                                                       |
|----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1. Stiftung ist Gesellschafterin einer GmbH &amp; Co. KG</b>      |                                                                                          |                                                                              |
| a) Besteuerung der laufenden Gewinne auf der Ebene der GmbH & Co. KG | GewSt (14 %*)                                                                            | GewSt (14 %*)                                                                |
| b) Besteuerung der laufenden Gewinne auf der Ebene der Stiftung      | KSt (15 %)<br>SolZ                                                                       | a) Beteiligung = wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb<br><br>KSt (15 %)<br>SolZ |
| c) Laufende Besteuerung auf der Ebene der Destinatäre                | Abgeltungsteuer 25 %<br>SolZ                                                             | Wiederkehrende Bezüge gemäß § 22 Nr. 1a EStG ESt (max. 45 %) SolZ            |
| d) Außerdem                                                          | Erbsatzsteuer gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 4 ErbStG alle 30 Jahre auf Ebene der Familienstiftung | Keine Erbsatzsteuer                                                          |
| * Hebesatz 400 %                                                     |                                                                                          |                                                                              |

Abb. 9

|                                                                           | Familienstiftung                                                                                | Gemeinnützige Stiftung                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2. Stiftung ist Gesellschafterin einer Kapitalgesellschaft</b>         |                                                                                                 |                                                                                                                                      |
| a) Laufende Besteuerung der Gewinne auf der Ebene der Kapitalgesellschaft | GewSt (14 %*)<br>KSt (15 %)<br>SolZ                                                             | GewSt (14 %*)<br>KSt (15 %)<br>SolZ                                                                                                  |
| b) Besteuerung der Gewinnausschüttungen auf der Ebene der Stiftung        | Nur aus 5 % der Dividenden: GewSt (nur bei wirtsch. Geschäftsbetrieb) und KSt (15 %) sowie SolZ | Beteiligung i.d.R. kein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb der Stiftung keine Steuerbelastung auf Ebene der Stiftung                  |
| c) Laufende Besteuerung auf der Ebene der Destinatäre                     | Abgeltungsteuer 25 %<br>SolZ                                                                    | Zuwendungen i.S.d. § 58 Nr. 5 AO an begünstigte Angehörige i.d.R. wiederkehrende Bezüge gemäß § 22 Nr. 1a EStG EStG (max. 45 %) SolZ |
| d) Außerdem                                                               | Erbsatzsteuer gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 4 ErbStG alle 30 Jahre auf Ebene der Familienstiftung        | Keine Erbsatzsteuer                                                                                                                  |
| * Hebesatz 400 %                                                          |                                                                                                 |                                                                                                                                      |

Abb. 10

Vorstehende Abbildungen 9 und 10 vergleichen überblicksweise die steuerliche Situation der Einbindung einer Familienstiftung bzw. einer steuerbegünstigten Stiftung als Gesellschafterin einer Personengesellschaft (z.B. GmbH & Co. KG) bzw. einer Kapitalgesellschaft.

Es bleibt das steuerliche Problem, dass die Übertragung von Familien-

vermögen auf eine Familienstiftung der Schenkungsteuer unterliegt. Im Einzelfall lassen sich Schenkungsteuerfolgen jedoch vermeiden. Dies gilt z.B. dann, wenn Betriebsvermögen oder wenn ein Anteil an einer Kapitalgesellschaft von einem Anteilseigner, der mehr als 25 % der Kapitalgesellschaft innehat, in die Familienstiftung eingebracht wird und wenn in diesem Zusammenhang von dem schenkungs- und erbschaftsteuerrechtlichen Verschonungsabschlag (85 % oder sogar 100 %) Gebrauch gemacht wird. An dieser Stelle mag der Hinweis genügen, dass die schenkungs- und erbschaftsteuerlichen Verschonungsabschlüsse nicht nur bei Schenkungen bzw. Vererbungen auf natürliche Personen Anwendung finden, sondern auch bei entsprechenden Einbringungen in Stiftungen. Bei passender Sachlage wären dann auch Gestaltungen denkbar, in welchen ein Familienunternehmer seine (über 25 % betragende) Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft schenkungsteuerfrei unter Inanspruchnahme des 100%igen Verschonungsabschlages in eine Familienstiftung einbringt, welche dann wiederum nach Ablauf der 7-jährigen Bindungsfrist diese Beteiligung (wegen § 8b Abs. 2 KStG) weitgehend<sup>23</sup> ertragsteuerfrei veräußern kann. Auf diese Weise wäre auf der Basis des geltenden Schenkungs- und Körperschaftsteuerrechts nicht nur eine steuerfreie Einbringung des Kapitalgesellschaftsanteils in eine Familienstiftung möglich, es wäre darüber hinaus auch erreicht, dass entsprechendes liquides Vermögen nach Ablauf der Haltefrist in Form des späteren Veräußerungserlöses ohne weitere Steuerbelastung in der Familienstiftung verfügbar ist.

## V. Die Entwicklung der Vermögensstrategie

Befindet sich das Unternehmen noch im Familienbesitz, ist der Familienun-

<sup>23</sup> Wegen § 8b Abs. 3 KStG ist auf 5% des Veräußerungsgewinns Körperschaftsteuer zu bezahlen.

## Der Weg zur Vermögensstrategie



Abb. 11

ternehmer i.d.R. ausschließlich mit den Belangen der Geschäftsentwicklung befasst. Die knappe Freizeit wird von der Familie beansprucht und es bleibt kaum Raum, um sich um das Privatvermögen zu kümmern. Da der überwiegende Teil des Vermögens im eigenen Unternehmen gebunden ist, werden zwar oft hohe Renditen erwirtschaftet, aber dafür ist der Preis der mangelnden Liquidität und Flexibilität zu zahlen. Deshalb sollte das übrige, private Vermögen grundsätzlich sicher, liquide und steueroptimiert investiert sein. Häufig sind jedoch Privatvermögen anzutreffen, die weniger nach diesen Grundsätzen als vielmehr nach eher zufälligen Investmentgelegenheiten investiert sind. Ostimmobilien in den 90iger Jahren, Film- und Leasingfonds zur Jahrtausendwende, Lebensversicherungen vor der Steuerumstellung in 2005 und so weiter und sofort. Derartige „Investmentchancen“ gab es in den vergangenen Dekaden zur Genüge. Oft genug führte dies zu Fehlallokationen im Privatvermögen des Unternehmers. Der Grund ist ganz einfach: Zeitmangel.

Nach dem Unternehmensverkauf stellt sich die persönliche Situation des Unternehmers häufig völlig anders dar. Der größte Vermögensbestandteil des Unternehmers, nämlich das Unternehmen selbst, verschwindet aus dem persönlichen Anlageportfolio. Der Verkaufserlös muss nun sinnvoll und planmäßig investiert werden. Auch sind die Zielsetzungen und die Ansprüche an das „neue Unternehmen Vermögensverwaltung“ zu überdenken. Galt vor dem Verkauf des Familienunternehmens für das Familienvermögen die Devise, sicher, liquide und steueroptimiert zu investieren, kann nun ein größerer Anteil des Vermögens illiquide gehalten werden,

z.B. in Immobilien oder anderen Beteiligungen. Oft haben Unternehmer ein hohes Maß an Marktüberblick in ihr ehemaliges Geschäftsfeld und finden so die Gelegenheit Finanzbeteiligungen entweder weiter zu halten oder neu in Unternehmen zu investieren, deren Geschäftsmodell ihnen vertraut ist. Sicherheit in der Kapitalanlage steht für den Unternehmer allerdings immer an erster Stelle, egal ob er das eigene Unternehmen noch besitzt oder bereits veräußert hat. Dennoch lässt sich feststellen, dass die Risikotragfähigkeit bei der Kapitalanlage nach dem Veräußerungsvorgang tendenziell zunimmt, weil eben der größte Risikoträger – nämlich das eigene Unternehmen – aus dem Portfolio verschwunden ist.

Wir haben es also mit einer Vermögenstransformation zu tun, die weite Teile des Familienvermögens betrifft (vgl. Abbildung 12). Unter der Vermögenstransformation ist die Wandlung des ehemals vom Unternehmen dominierten Vermögens in eine stärker diversifizierte Anlage zu verstehen. Bei der Vermögenstransformation

ist prinzipiell genauso wie bei der Führung eines erfolgreichen Unternehmens vorzugehen. Am Beginn der Überlegungen sollte die Definition der Ziele und Wünsche stehen, die äußerst unterschiedlich und von persönlichen Vorlieben geprägt ausfallen können. Dies können ganz verschiedene Ziele sein wie z.B. der Erwerb eines Feriendomizils oder die Weitergabe des Vermögens an die nächste Generation. Auch philanthropische Ziele wie z.B. die Errichtung einer Stiftung und damit einhergehend die Verfolgung von gemeinnützigen Zielen ist bei Unternehmerfamilien häufig anzutreffen.

Doch zuvor ist Handarbeit gefragt. Ein Status Quo ist zu erstellen, der häufig genug schweißtreibende Datensammeltätigkeiten mit sich bringt. Alle gegenwärtigen Vermögenspositionen und Verbindlichkeiten sind zu erfassen und zu bewerten. Diese Erkenntnisse sollten in einer Vermögensbilanz festgehalten werden, die beispielhaft wie in Abbildung 13 aussehen könnte.

Analog zur erfolgreichen Führung eines Unternehmens ist anschließend

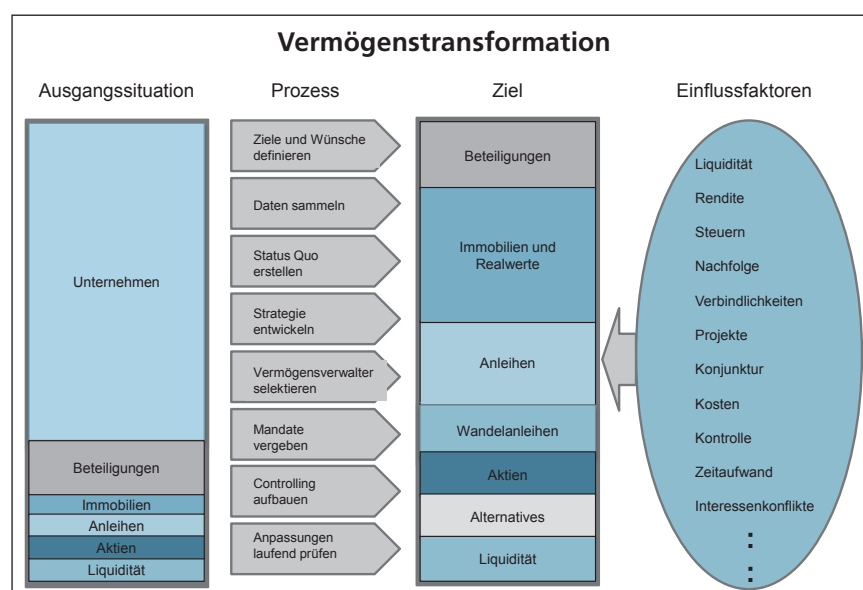


Abb. 12

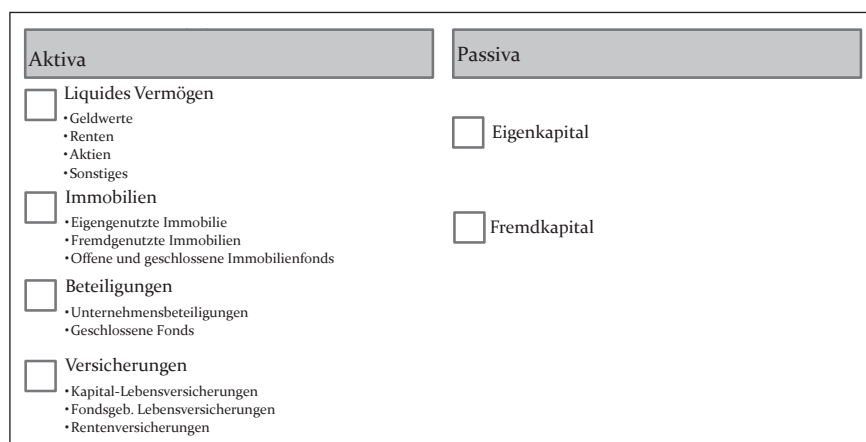


Abb. 13

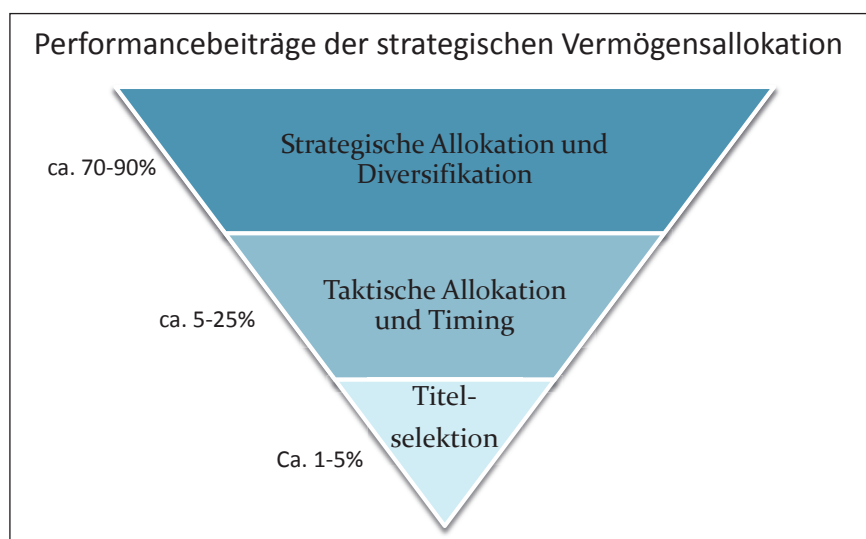


Abb. 14

eine Vorschau auf Liquiditätsentwicklung und Liquiditätsbedarf zu erstellen. Hierbei ist auch immer die Frage zu stellen, welche Vermögensteile für die Familie denn überhaupt disponibel sind. So wird der Familienstammsitz in den seltensten Fällen zum Verkauf stehen. Auch andere Vermögensteile stehen oftmals für einen Verkauf nicht zur Verfügung. So sind z.B. Lebensversicherungen die vor dem Jahr 2005 abgeschlossen wurden, in aller Regel ertragsteuerfrei. Ebenso verhält es sich mit Investmentfonds die vor dem Jahr 2009 abgeschlossen wurden und deren Aktienerträge in der Regel ebenfalls in der Zukunft steuerfrei sind (sogenannter Abgeltungsteueraltfall). Selbst wenn derartige Vermögenspositionen wirtschaftlich nicht optimal betrieben werden, ist vor dem Abverkauf sehr deutlich und kritisch zu hinterfragen, ob aufgrund von

steuerlichen Gegebenheiten die Positionen nicht besser gehalten werden sollten. Es wird in der Praxis immer eine Abwägung im Einzelfall notwendig sein.

Nach diesen Vorüberlegungen steht die strategische Ausrichtung des Vermögens auf der Agenda. Sie besitzt zentrale Bedeutung für den Anlageerfolg des Gesamtvermögens. Unter der strategischen Vermögensallokation ist die langfristig ausgelegte Verteilung des Kapitals auf die unterschiedlichen Assetklassen (und evtl. Branchen) zu verstehen. Eine Vielzahl wissenschaftlicher Untersuchungen<sup>24</sup>, vor allem aber praktische Erfahrungen zeigen, dass 70 % bis 90 % des Anlageerfolgs in der Strategie (Zeithorizont

24 U.a. Ibbotson Kaplan, Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 Percent of Performance?, The Financial Analysts Journal, Jan/Feb 2000

3 bis 5 Jahre) zu suchen sind. Taktische Entscheidungen, die vor allem das Kapitalmarkttiming betreffen, werden zu 5 % bis 25 % für den Erfolg verantwortlich gemacht und auf einen Zeithorizont von 0 bis 3 Jahren begrenzt (vgl. Abbildung 14). Häufig ist zu erleben, dass die ausgiebige Diskussion von Einzeltiteln in Anlagebesprechungen einen hohen Zeitbedarf beansprucht. Über einzelne Firmen zu sprechen ist schließlich interessant. Aber: Die Einzeltitel-selektion wird überschätzt und ist im langfristigen Kontext in Bezug auf den Renditeerfolg des Vermögens im Grunde vernachlässigbar.

Das primäre Ergebnis der Strategieentwicklung sollte die breite (= Vermögensklassen, z.B. Cash, Aktien, Renten usw.) und tiefe (=Wertpapiersegmente, z.B. Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Pfandbriefe usw.) Diversifikation des Familienvermögens unter Berücksichtigung bereits bestehender Vermögensteile sein. Denn in der strategischen Vermögensplanung wird weniger die Rendite geplant, als vielmehr das Risiko gemanagt, das die Familie künftig zu tragen hat. Die einzelnen Assetklassen haben zum Teil ganz unterschiedliche Rendite/Risikoprofile und unterscheiden sich auch in der Marktliquidität und im Verhalten in einer eventuellen Krise sehr deutlich. Zur Verdeutlichung ein grober Überblick über ausgesuchte Assetklassen in Abbildung 15.

Wie sind nun die Assetklassen zu gewichten? Diese im Rahmen des Vermögenstransformationsprozesses eines Unternehmers äußerst wichtige Frage ist komplex. Neben den Zielen und Wünschen des Unternehmers sind vor allem seine Risikotragfähigkeit und – noch wichtiger – seine Risikotragwilligkeit zu berücksichtigen. Die tatsächliche Risikotragwilligkeit ist oftmals deutlich geringer als die Risikotragfähigkeit. Dieser Punkt wird dann ganz besonders wichtig, wenn es zu Verwerfungen an den internationalen Kapitalmärkten kommt, wie wir es in den vergangenen Dekaden häufiger als gewünscht beobach-



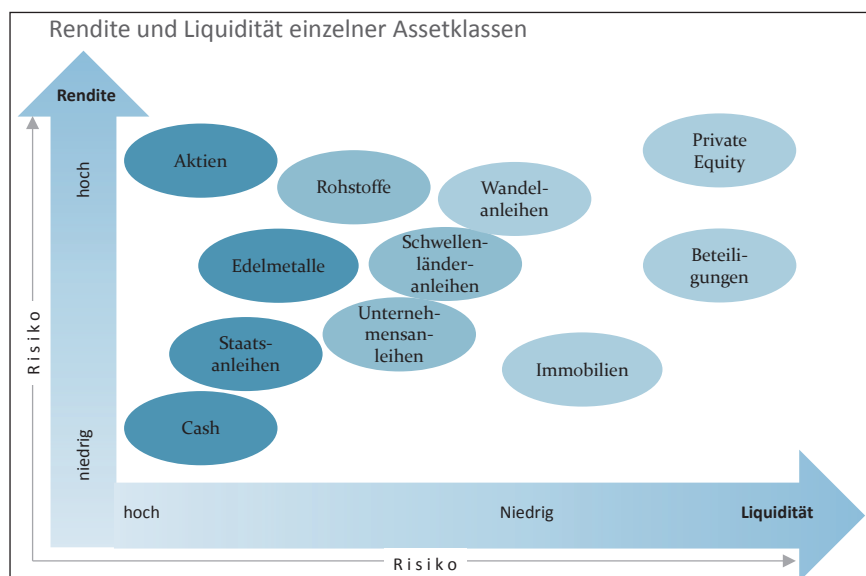


Abb. 15

ten mussten. Wir Menschen neigen dazu, unsere Risikotragwilligkeit zu überschätzen. Ein Verlust von 10 % im Portfolio bedeutete oftmals einen absoluten Betrag von mehreren Millionen Euro und wird von den wenigsten Anlegern akzeptiert. Schließlich handelt es sich bei dem investierten Verkaufserlös des Unternehmers um kapitalgewordene Lebensleistung.

Um nun zu einem Portfolio zu gelangen, das die Risikotragwilligkeit nicht überstrapaziert, bedient man sich moderner Simulationsverfahren. Sie berücksichtigen die wesentlichen Ausprägungen einzelner Assetklassen hinsichtlich Rendite, Volatilität und Korrelation untereinander. Ziel ist die Erstellung einer langfristigen Strategie, welche hinsichtlich der Schwankungsbreite des Vermögens Leitplanken definiert. Diese sollten in der Folge einer großen Krise möglichst nicht berührt werden. Dieses Startegieportfolio dient als langfristige Planvorgabe für das Gesamtvermögen. Somit verfügt der Unternehmer über einen Plan, der auch bei schwierigen Verhältnissen den Weg durch Krisen weist und somit vor übereilten Fehlentscheidungen schützt. Der Weg zu einem derartig optimierten Strategieportfolio und das Verhalten desselben in der Finanzkrise 2008/2009 soll in dem folgenden Exkurs näher beleuchtet werden.

### Exkurs:

#### Die Diversifikation ist tot, lang lebe die Diversifikation – Assetklassen in der Finanzmarktkrise –

Die Finanzmarktkrise begann Mitte 2007 und eskalierte im Herbst 2008 mit der Pleite der Investmentbank Lehman. Die Marktteilnehmer kämpfen noch heute mit den Verwerfungen der Krise. Sie für beendet zu erklären ist noch nicht an der Zeit. Dennoch bieten die Jahre 2008 und 2009 ein ideales Beobachtungsfeld für das Verhalten einzelner Vermögensklassen in Extremsituationen.

*Investment safety doesn't come from doing safe things, but from doing things safely.*

*Howard Marks, Oaktree*

Schon früh im Jahr 2009 meldeten sich die ersten Stimmen und hinterfragten die Wirksamkeit einer breiten Vermögensallokation kritisch. Was war geschehen? Auf dem Höhepunkt der Krise – im März 2009 – war so manches wohl diversifizierte Vermögen in Verlustzonen abgetaucht, welche die verantwortlichen Manager nicht für möglich gehalten hätten. Aktien und Wandelanleihen verloren in der Spitze 50 %. Die hochgelobten Alternativen wie z.B. Hedgefonds gaben 30 % und mehr nach. Rohstoffe verloren dramatisch, gaben mithin zwei Drittel ihres Wertes ab.

Unternehmensanleihen und Pfandbriefe – vielfach sturmerprobt – boten keinen Schutz mehr, wurden illiquide und stürzten 10 % bis 30 % ab. Einzig Staatsanleihen und sog. Trendfolger (= Handelsansatz der in bereits erkennbare Kursentwicklungen einsteigt und auf fallende oder steigende Kurse setzen kann) entzogen sich dem allgemeinen Abwärtsstrudel und legten in der Krise zum Teil erheblich zu. Staatsanleihen profitierten von der Flucht der Anleger in die vermeintlich sicheren Häfen. Trendfolger machten sich den allgemeinen Abwärtszog zu Nutze und setzten in voller Breite des Kapitalmarktes auf fallende Kurse.

Sehr breit und tief diversifizierte Portfolios erlebten Verluste die bis dahin ausgeschlossen schienen. Der Stiftungsfonds der US-amerikanischen Eliteuniversität Harvard galt in den 90iger Jahren lange Zeit als Trendsetter im Portfolio Management. Harvard nahm als einer der ersten institutionellen, weltweit agierenden Fonds systematisch Private Equity, Hedgefonds und andere Alternativen ins Anlageuniversum auf. Mit dieser Anlagepolitik wurden regelmäßig zweistellige Renditen erreicht. Die Schwankungsbreite, gemessen anhand der jährlichen Volatilität, war niedrig. Harvard setzte für die weltweite Anlegerschare Standards und galt lange Zeit als Benchmark für breit diversifizierte Portfolios.

In 2009 musste die Universität jedoch einen Verlust von bis dahin nicht für möglich gehaltenen 27 % bilanzieren. Harvard ist ein prominentes Beispiel für unerwartet hohe Verluste in der Krise und steht nun als Synonym für die große Anzahl von Assetmanagern, die mit einer vermeintlich defensiven Aufstellung Schiffbruch erlitten.

Bereits im Jahre 1952 veröffentlichte Harry Markowitz seine moderne Portfoliotheorie für die er erst im Jahr 1990 den Nobelpreis erhielt. Markowitz beschrieb die Vorteile von diversifizierten Anlagestrategien gegenüber konzentrierten Portfolios. Seit der Finanzkrise 2008/2009 wird seine

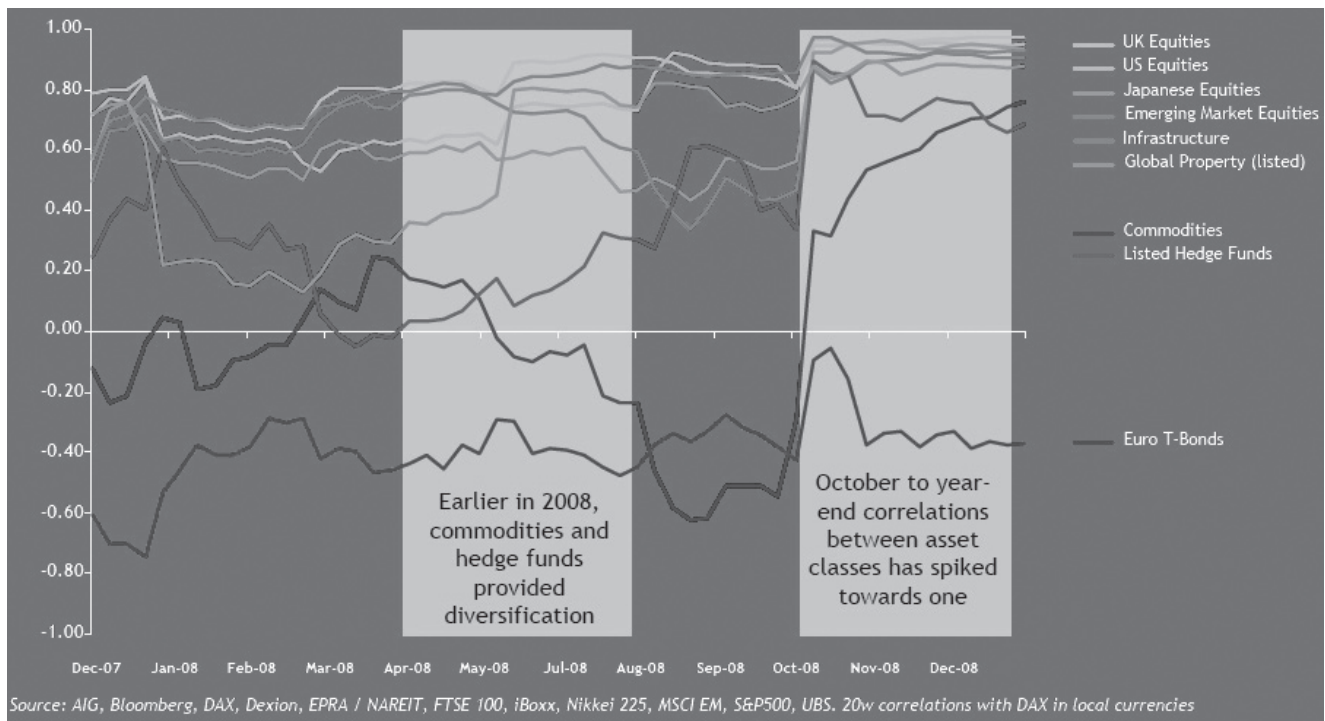


Abb. 16

Theorie jedoch kontrovers diskutiert. In einem nach Markowitz aufgestellten Portfolio werden Rendite, Volatilität und Korrelation zueinander optimiert. Ziel ist ein unter Rendite- und Risikogesichtspunkten optimales Portfolio, das Minimumvarianzportfolio. Die Softwarelösungen zur Bestimmung des Minimumvarianzportfolios sind mit den Jahren und der zunehmenden Leistungsfähigkeit moderner PC-Systeme immer weiter vorangeschritten. So sind heute sogenannte Monte-Carlo-Simulationen State of the Art. Hierbei wird das Verhalten der Vermögensklassen untereinander mit den Eingabevariablen Rendite/Volatilität/Korrelationen so lange und so häufig (mehrere hundert oder tausend Fälle werden durchgespielt) simuliert, bis ein eigener Algorithmus gefunden ist, der das Risiko- und Renditeverhalten verschiedener Portfolios beschreibt. Ein Zufallsgenerator versucht also mit Vergangenheitsdaten die mögliche Bandbreite der Ergebnisse in der Zukunft zu berechnen. Anhand dieser Ergebnisse wird ein auf den Unternehmer zugeschnittenes Portfolio generiert.

Soweit die Theorie. Doch weshalb haben diese „Portfolio-Maschinen“ in der Finanzkrise versagt? Die Antwort ist weder in der Portfoliotheorie noch in den dazugehörigen Softwarelösungen zu finden. Der Fehler, den viele Marktteilnehmer begangen haben, ist in den Eingabedaten zu suchen. Hierzu ein kurzes Beispiel: In einem „normalen“ wirtschaftlichen Umfeld sind Rohstoffe zu Aktien schwach oder negativ korreliert. Fallen die Aktienkurse, dann wirkt sich das normalerweise nicht auf die Rohstoffpreise aus, oft steigen die Rohstoffpreise sogar an. Ein Aktienportfolio mit Rohstoffen zu ergänzen hat damit einen sinnvollen, diversifizierenden Effekt. Jedoch konnte in der Finanzmarktkrise das „Zusammenlaufen“ der Korrelationen beobachtet werden (siehe Abbildung 16). Bis zum September 2008 zeigten Rohstoffe zu Aktien Korrelationen von 0,2 bis -0,6 (schwacher bis gegenteiliger Zusammenhang der Preisentwicklung). Zwischen Rohstoffpreisen und Aktienkursen war kein mathematischer Zusammenhang zu erkennen. Im Gegenteil, Rohstoffe und Aktien entwickelten sich zum Teil sogar gegenläufig. Ab Oktober

2008 war ein klarer Zusammenhang messbar, die Korrelation von Rohstoffen zu Aktien stieg schnell auf 0,7 an (=starker Zusammenhang der Preisentwicklung). Aktienkurse und Rohstoffpreise gingen im Rahmen der Finanzmarktkrise gemeinsam auf Talfahrt.

Dies bedeutete, dass in der Finanzmarktkrise viele Portfolios deutlich höhere Verluste hinnehmen mussten, als dies mathematisch vor Ausbruch der Krise zu erwarten gewesen wäre. Abbildung 16 zeigt das Zusammenlaufen der Korrelationen im Herbst 2008.

Damit wurden die Portfolios „unberechenbar“. Aber stimmt das? Oder anders gefragt: Ist das Phänomen der sich verändernden Korrelationen in der Krise wirklich neu?

Korrelationen werden aus Vergangenheitsbeobachtungen errechnet. Hierbei sind aus unserer Sicht zwei Dinge entscheidend für den Erfolg der Prognosemodelle:

a) Zeitraum der Vergangenheitsbeobachtungen

Datenreihen für Korrelationsanalysen sind in der Regel für die

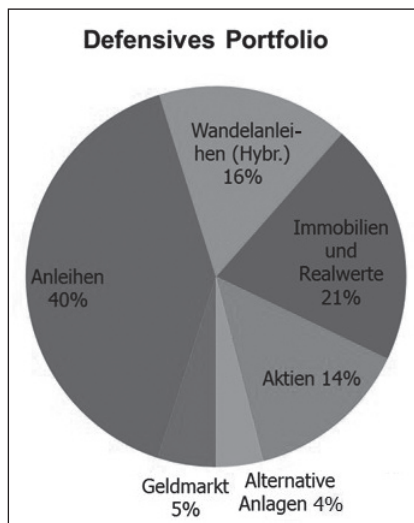


Abb. 17

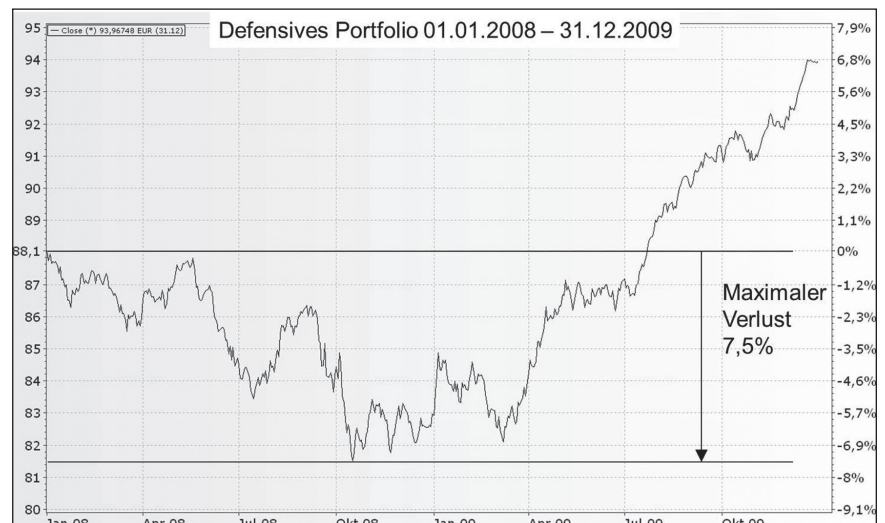


Abb. 18: Quelle: eigene Berechnung

vergangenen 10 bis 20 Jahre gut erhältlich. In der Praxis werden sogar noch kürzere Zeiträume verwendet. Will man aber die in der Vergangenheit zahllosen Krisen in einem Prognosemodell berücksichtigen, muss auf Datenreihen zurückgegriffen werden, die elementare Ereignisse wie die Weltwirtschaftskrise 1930 oder die beiden Weltkriege enthalten.

#### b) Qualität der Daten

Betrachtet man die Korrelation von Hedgefonds vor der Krise, war nur ein niedriger Zusammenhang zwischen Aktien und Hedgefonds zu erkennen. Diese Daten hatten aber einen grundsätzlichen Qualitätsmangel, der als Survivorship Bias bekannt ist. Dahinter verbirgt sich die Tatsache, dass aus schlecht gemanagten Hedgefonds sehr schnell Kapital abgezogen wird und die verantwortlichen Manager diese Fonds schließen müssen. Nach Schließung fallen solche Fonds aus den langfristigen Zahlenreihen der Marktbeobachter heraus. Die Renditen und Diversifikationseffekte von Hedgefonds werden somit systematisch überschätzt. Dagegen wird die

Volatilität unterschätzt. Ähnliche Probleme gibt es bei Private Equity Beteiligungen.

Wir wollen nun ein Portfolio betrachten, das mit bereinigten Langfristdaten optimiert wurde und anschließend das Verhalten dieses Portfolios in der Finanzkrise 2008 bis 2009 mit den Erwartungsdaten vergleichen.

Der Unternehmer definiert als Mindesterwartung an sein Portfolio den nominalen Kapitalerhalt nach 10 Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 %. An Cash sollen mindestens 3 %, aber nicht mehr als 10 % gehalten werden. Außerdem will der Anleger nicht mehr als 30 % in Alternatives investieren. Die Portfoliooptimierung mit langfristigen Kennzahlen liefert folgende Allokation:

Defensives Portfolio (Abbildungen 17 und 18)

Erwartungsrendite 5,7 % p.a.

Volatilität 5,9 % p.a.

Kapitalerhalt in 10 Jahren 99 %

Max. Verlusttoleranz 12,1 % p.a.

Max. Verlust Finanzkrise 7,5 %

Das Portfolio weist eine Erwartungsrendite von 5,7 % und eine Volatilität von 5,9 % p.a. auf. Die Übersetzung dieser Daten bedeutet: Die Rendite wird innerhalb eines Jahres

- in 66 % aller Fälle  $\pm 5,9$  % von der Erwartungsrendite von 5,7 % abweichen, sich also zwischen -0,2 % und 11,6 % bewegen (sog. 1er Sigma Umgebung).
- In 95 % aller Fälle beträgt die Abweichung  $\pm 11,8$  % (2er Sigma Umgebung).
- In 99 % aller Fälle beträgt die Abweichung  $\pm 17,7$  % (3er Sigma Umgebung).

Das Portfolio sollte in 99 % aller Fälle innerhalb eines Jahres nicht mehr als 12 % verlieren (siehe Abbildung 19).

Wir wollen nun anhand eines passiven Portfolios – es gibt keinen Manager, der in die Anlagepolitik eingreift und es werden nur Marktindizes<sup>25</sup> investiert – überprüfen, ob die maximale Verlusterwartung in den Jahren 2008 bis 2009 überschritten worden wäre.

Dieses defensive (=vorsichtige) Portfolio hat während der Finanzkrise max. 7,5 % verloren (siehe Abbildung 18). Damit wurde die Erwartung des Anlegers (maximaler Verlust 12 %) nicht enttäuscht. Wenngleich selbstverständlich ein Drawdown von 7,5 %

| Erwartungsrendite | Volatilität | Konfidenzniveau | Abweichung   | Schwankungsbreite der 1-Jahresrendite |
|-------------------|-------------|-----------------|--------------|---------------------------------------|
| 5,7               | 5,9         | 66 %            | $\pm 5,9$ %  | -0,2 % bis 11,6 %                     |
| 5,7               | 5,9         | 95 %            | $\pm 11,8$ % | -6,1 % bis 17,5 %                     |
| 5,7               | 5,9         | 99 %            | $\pm 17,7$ % | -12 % bis 23,4 %                      |

Abb. 19

<sup>25</sup> Für die Berechnung der passiven Portfolios wurden folgende Indizes verwendet: Cash: 1 Monats Euribor; Anleihen: RexP; Aktien: 47 % MSCI Welt in EUR, 37 % EuroStoxx Performanceindex, 16 % Stoxx 600 Performanceindex; Wandelanleihen: GlobalConvertible Index; Immobilien: Ofix All; Alternative Anlagen: HFRX Index. Rebalancierung zum 01.01. eines jeden Jahres



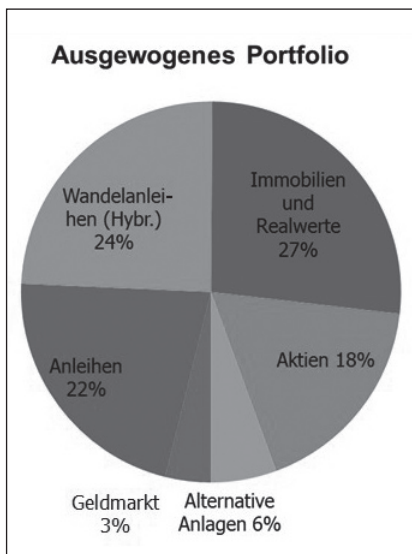


Abb. 20



Abb. 21: Quelle: eigene Berechnung

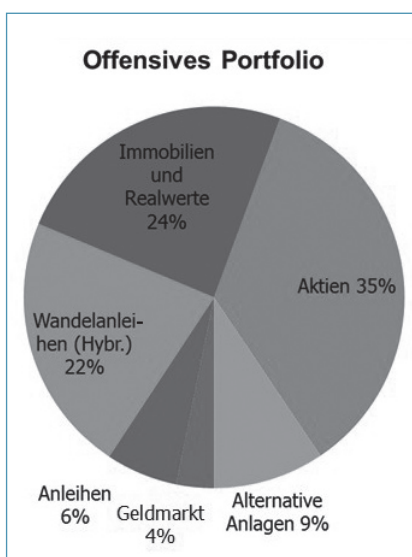


Abb. 22



Abb. 23: Quelle: eigene Berechnung

kein Anlass zur Freude ist. Um aufzuzeigen, dass diese Untersuchung auch für offensivere Portfolios Gültigkeit besitzt, folgen zwei weitere Beispiele:

Ausgewogenes Portfolio (Abbildungen 20 und 21)

Erwartungsrendite 6,1 % p.a.

Volatilität 7,4 % p.a.

Kapitalerhalt in 10 Jahren 99 %

Max. Verlusttoleranz 17,1 % p.a.

Max. Verlust Finanzkrise 12,3 %

Offensives Portfolio (Abbildungen 22 und 23)

Erwartungsrendite 6,3 % p.a.

Volatilität 8,8 % p.a.

Kapitalerhalt in 10 Jahren 98 %

Max. Verlusttoleranz 20,3 % p.a.

Max. Verlust Finanzkrise 16,4 %

Zu diesen Beispielen ist anzumerken, dass es sich um passive Portfolios handelt, die starr an einen Index geknüpft sind. Einem erfahrenen Manager sollte es speziell bei stark fallenden Kursen gelingen, die Verluste einzuschränken. Erfolgreichen, aktiven Managern gelingt es vor allem in Baissephasen besser abzuschneiden als der Markt.

Die katastrophalen und umfassenden Kursverluste nahezu aller Assetklassen in der Finanzkrise waren in dieser Intensität von den wenigsten Marktteilnehmern erwartet worden. Um von der Heftigkeit immer wieder auftretender Krisen nicht überrascht zu werden, ist bei der Portfoliokonzeption mit realistischen Daten zu arbeiten. So

lassen sich durch geschickte Optimierung stabile Portfolios erreichen, die die Verlusttoleranz des Anlegers nicht überstrapazieren. Dies ist die Basis, um in rauen Zeiten kühlen Kopf zu bewahren und auch in schwerer See die richtigen Entscheidungen treffen zu können.

## VI. Die Umsetzung der Strategie

Die Umsetzung der Strategie ist nicht trivial. Vorselektion und Analyse von Assetmanagern erfordern ein hohes Maß an Markt- und Fachkenntnis. Nicht immer ist die Hausbank, jahrelanger Begleiter der unternehmerischen Transaktionen, der richtige

Partner für das Kapitalvermögen der Familie. Auch bei der Auswahl der Assetmanager ist eine breite und tiefe Diversifikation erste Pflicht. Wer drei große Geschäftsbanken mit der Verwaltung seines Vermögens beauftragt, wird schnell feststellen, dass sich Anlagestil, Titelauswahl und Performance sehr ähneln. Als grobe Rasterung bietet sich die Unterteilung in Geschäftsbanken, Privatbanken und unabhängige Vermögensverwalter an. Diese drei Marktteilnehmer haben unterschiedliche Stärken und Schwächen und sollten im Rahmen eines Beauty Contests gegenüber gestellt werden. Die Probanden werden in ein oder zwei Tagen nacheinander entlang der 4 „P“ einer Prüfung unterzogen.

- People

Die Firmengröße, die Aufbauorganisation und das Gründungsjahr geben Auskunft über die Stabilität der Abläufe innerhalb der Vermögensverwaltungsgesellschaft. Wer ist Portfolioverantwortlicher? Seine Ausbildung und praktische Erfahrungen sind elementar für die verlässliche und hochwertige Umsetzung der vereinbarten Richtlinien. Vermögensverwalter, die bereits die eine oder andere Kapitalmarktkrise mitmachen mussten, haben Demut vor den Märkten und agieren in der Regel umsichtiger und verantwortungsvoller als Kollegen, die erst neu im Geschäft sind. Knowhow und Werdegang des Assetmanagers sind aufzudecken, um herauszufinden, ob der Erfahrungshintergrund mit dem Zielmandat übereinstimmt. Bei kleineren Gesellschaften ist es wichtig, Schlüsselpersonenrisiken herauszuarbeiten. Auch sind die technischen Systeme bei kleinen Gesellschaften nicht immer auf dem neuesten Stand. Insbesondere bei handelsorientierten Vermögensverwaltern ist die Datensicherheit im Unternehmen kritisch zu durchleuchten.

- Process

Kapitalanlageprozesse sind in der Praxis extrem heterogen. Von hochkomplexen Prozessstrukturen einer internationalen Investmentbank bis zur Bauchentscheidung eines Ein-Mann Unternehmens ist alles anzutreffen. Die Analyse und Bewertung des Entscheidungsprozesses eines Vermögensverwalters ist deshalb wichtig, weil die Stärken und Schwächen eines Verwalters deutlich zu Tage treten und sich die Unterschiede zwischen den Verwaltern herauskristallisieren. Diversifikation bedeutet nicht nur die durchdachte Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, sondern auch auf verschiedene Investmentstile der mandatierten Vermögensverwalter!

Daneben ist es wichtig, die Investmentphilosophie des Assetmanagers zu verstehen. Definiert er sich als langfristig orientierter Stockpicker, legt er den Fokus auf realen Kapitalerhalt, handelt es sich um einen Manager, der viel handelt? In der Investmentphilosophie gibt es keine intellektuellen Grenzen. Welchen Investmentansatz verfolgt der Assetmanager? Ganz grob gerastert kann der Manager aus einem Top-down-Prozess heraus seine Anlageentscheidungen treffen. Hierunter versteht man die Analyse der Kapitalmärkte aus einer Cockpitsicht heraus, um anschließend die entsprechenden Einzeltitel zu selektieren. Im Gegensatz dazu steht der Bottom-up-Ansatz, der sich auf die Analyse von einzelnen Märkten oder Titeln konzentriert und einen globalen Überblick in der Regel vernachlässigt. In der Praxis wird man häufig eine Mischung aus beiden Investmentansätzen erleben.

Die größten Unterschiede wird man im Investmentstil und in der Wahl der verwendeten Mittel – mitunter als Investmentuniversum

bezeichnet – antreffen. Investiert der Manager lieber in Wachstumswerte oder in Substanzwerte, geht er bei seiner Titelauswahl von den Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen aus oder bedient er sich technischer Analysen? Durchleuchtet er Unternehmen anhand qualitativer Faktoren, wie z.B. Marktpositionen und Managementqualität oder geht er eher von quantitativen Modellen aus, die sich anhand von Computermodellen auf eine Kennziffernanalyse konzentrieren?

In welchen Wertpapieren fühlt sich der Manager zu Hause und pflegt einen sicheren Umgang mit ihnen? Jeder Manager hat Stärken, die es bei der Mandatierung zu akzentuieren gilt.

- Performanceanalyse

Gerade in den vergangenen zehn Jahren hatten wir ein ideales Beobachtungsfeld. Wie reagierte der Manager in Hausse-, Baisse- oder Seitwärtsphasen? In welchen Phasen hatte er Schwächen, in welchen Stärken? Von hohem Interesse ist auch der Maximum Drawdown, der höchste Verlust von einem Hochpunkt aus, und wie lange dauerte es, bis dieser Verlust wettgemacht wurde? Anhand eines langjährigen Trackrecord lässt sich viel über den Manager und dessen Verhalten in verschiedenen Marktphasen lernen.

In Abbildung 24 sehen wir einen Manager, der bis zur Lehman Pleite hervorragende Arbeit leistete. Selbst zu Beginn der Finanzkrise wurden Verluste vermieden. Ab Herbst 2008 konnte sich aber auch dieser Manager den Marktturbulenzen nicht entziehen. Von der anschließenden Erholung ab März 2009 partizipierte er nur unterdurchschnittlich.

- Price

Der Preis des Managers ist leider noch allzu oft intransparent



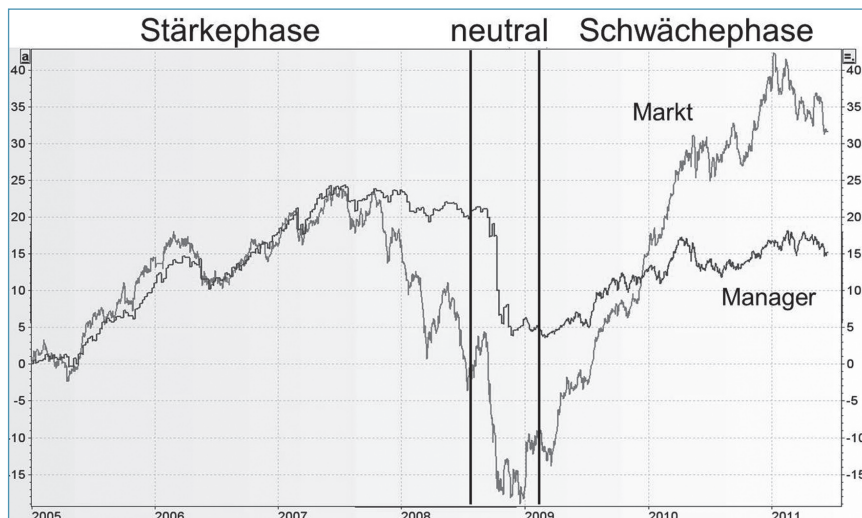


Abb. 24

und spielt im Rahmen der Managerselektion eine meist unterschätzte Rolle. Der Markt kennt viele Preismodelle, vor allem aber sind Gebühren der Feind der Performance. Bei der Preis- und Vertragsgestaltung ist insbesondere auf die richtige Incentivierung des Managers und die Vermeidung von Interessenkonflikten zu achten. So sollten nach Möglichkeit All-in-Fees mit dem Manager verhandelt werden, die bereits sämtliche Transaktionsgebühren beinhalten. Dies schützt vor unnötig hohem Umsatz im Portfolio und damit vor zu hoher Gebührenbelastung. Was die Managervergütung anbelangt, gibt es im Grunde zwei gängige Preismodelle. Zum einen ist die fixe Vergütung anzutreffen, die sich an der Höhe des verwalteten Vermögens ausrichtet. Zum anderen sind performanceabhängige Vergütungsmodelle stark im Kommen. In der Regel erhalten die Manager dabei eine gewisse Basis-Fee, die bei Erreichen einer bestimmten Zielmarke durch eine Performance-Fee ergänzt wird. Performance-Fees führen nicht unbedingt zu einer Verbesserung der Managerleistung, entsprechen aber häufig der Mentalität von Unternehmern, die schlechte Leistung ungern und gute Leistung adäquat entlohnen wollen.

Bei der Ausgestaltung von Performance-Fee-Vereinbarungen ist sehr genau auf die Details zu achten und gewisse Beschränkungen einzuziehen, um wiederum Interessenkonflikte und falsche Incentivierungen für den Manager auszuschließen.

Im Rahmen des Umsetzungsprozesses ist festzulegen, welche Manager welche Mandate erhalten. So ist es denkbar, dass alle Manager mit dem gleichen Auftrag ausgestattet werden, um für eine gewisse Konkurrenzsituation zu sorgen. Hierbei verwaltet jeder Manager mehrere Assetklassen (Multimanagementandartierung). Denkbar wäre auch eine Verteilung der verschiedenen Assetklassen auf einzelne Manager oder eine Mischung dieser beiden Formen, also Manager mit Schwerpunkten gemäß ihrer identifizierten Stärken zu beauftragen. Sonderthemen, die eine hohe Spezialisierung des Managers erfordern, wie z.B. Wandelanleihen oder Schwellenländeranleihen, können durch Spezialmandate allokiert werden. In der Praxis wird man hierzu auf Investmentfondslösungen zurückgreifen.

## VII. Erfolgskontrolle und Anpassungen

Die Strategie ist entwickelt, die Vermögensverwalter ausgesucht und

die einzelnen Depots samt Verträgen aufgesetzt. Das neue Unternehmen „Vermögensverwaltung“ läuft. Zeit, sich um die Kontrolle zu kümmern. Auch in Zeiten modernster Informationstechnologie sind Fehler bei fast allen Depotbanken und Vermögensverwaltern noch (allzu) häufig anzutreffen. Die Bandbreite reicht von falschen Valutastellungen über ungerechtfertigte Gebühren bis hin zu Fehlern bei der Berechnung der Managementvergütung. Es ist unerlässlich, die einzelnen Wertpapierabrechnungen zeitnah zu kontrollieren und Abweichungen sofort bei der Bank zu reklamieren.

Neben der Kosten- steht die Performancekontrolle. Sie untergliedert sich in die absolute und die relative Performancemessung.

Die absolute Performancemessung misst den Erfolg in „Heller und Pfennig“. Die Einhaltung von vereinbarten Benachrichtigungsgrenzen (z.B. Benachrichtigung des Anlegers bei einem Verlust von 5 %) ist zu prüfen. Der oben erwähnte Maximum Drawdown wird festgehalten und die Zeit bis zur Aufholung desselben gemessen (recovery time).

In der relativen Performancemessung wird der Vermögensverwalter anhand einer vorgegebenen Benchmark gemessen. In einem einfachen Rentenmandat könnte dies z.B. der REX sein, der gängigste deutsche Index für deutsche Staatsanleihen; in einem weltweit angelegten Aktienmandat der MSCI World, ein weltweiter Aktienindex, der ungefähr 2000 Aktien-titel enthält. Ein gemischtes Mandat könnte zu je 50 % an diesen beiden Indizes gemessen werden. Doch hier beginnen bereits die Tücken der relativen Performancemessung. Während der REX ein sogenannter Performanceindex ist, in dem Kurse und Zinskupons enthalten sind, handelt es sich beim MSCI World um einen Kursindex, der lediglich die reinen Kursentwicklungen der beinhalteten Aktien misst und die (erheblichen) Dividendenzahlungen außer Acht

lässt. Im langjährigen Schnitt macht das immerhin rund 3 % p.a. aus. Ein Manager, der an einem Kursindex gemessen wird, muss also nichts weiter tun als den Index nachzubilden. Er wird immer deutlich besser als seine Benchmark abschneiden und in seinen Vermögensberichten eine hervorragende Outperformance darstellen, obwohl die Managementleistung vielleicht eher mäßig ist.

Daneben ist die Zusammensetzung der Indizes wichtig. Sie muss zum Anlageprofil des Unternehmers passen. Der RexP enthält nur deutsche Bundesanleihen. Er wäre zur Messung eines Mandats, das in Schwellenländeranleihen investieren soll, ungeeignet. Der MSCI World enthält nur hoch kapitalisierte Aktien. Die USA sind mit 50 % enthalten, die Emerging Markets so gut wie gar nicht. Dieser Index eignet sich in den seltensten Fällen für einen deutschen Anleger.

Die Messung der Managerleistung anhand einer Benchmark hat laufend zu erfolgen, um eventuelle Schräglagen des Portfolios schnell erkennen zu können. In regelmäßigen Abständen ist ein Performancebericht zu erstellen. Positive und negative Abweichungen sind zu analysieren und mit dem Manager zu diskutieren. Auch eine sehr gute Outperformance ist zu analysieren. Könnte es doch sein, dass der Manager erhebliche Risiken eingegangen ist, die im Gesamtportfolio nicht gewünscht sind oder sich mit

den Risikopositionen anderer Manager multiplizieren.

Weitere wichtige Controllinggrößen in diesem Zusammenhang sind zweidimensionale Risiko-/Performancekennziffern, die das erreichte Ergebnis mit dem eingegangenen Risiko ins Verhältnis setzen.

Für große Vermögen ist es zudem entscheidend, einen schnellen Überblick über eventuelle Klumpenrisiken zu erreichen. Während des Atomunfalls in Fukushima und den anschließenden Börsenturbulenzen war es wichtig, das gesamte Japan Exposure auf Knopfdruck zur Verfügung zu haben. Controlling und richtige Risikosteuerung berücksichtigen immer das Kontrahentenrisiko. Während der Bankenkrise 2008/2009 bekam dieser Punkt eine ganz neue Bedeutung. Bei welcher Bank lag wie viel Liquidität und welche Zertifikate bezogen sich auf welche Banken? In der sich anbahnenden Immobilienkrise waren sofort verfügbare Zahlen zum Exposure in offenen Immobilienfonds, die schnell und hart in Bedrängnis kamen, grundlegend für den schnellen Verkauf dieser Anlageklasse.

Kontrolle über das Vermögen ist die Grundvoraussetzung für eventuelle Anpassungsprozesse, deren Notwendigkeit aus exogenen (z.B. internationale Währungskrise o.ä.) oder endogenen Ereignissen (z.B. Investition, Heirat, Scheidung etc.) entstehen kann.

## VIII. Zusammenfassung

Der Unternehmensverkauf stellt für den Familienunternehmer nicht nur einen außergewöhnlichen emotionalen Vorgang, sondern auch eines der wichtigsten monetären Ereignisse für die ganze Unternehmerfamilie dar. Die künftige Organisation des Familienvermögens, dessen Verwaltung und Anlage sowie die zivilrechtliche und steuerrechtliche Optimierung stellen sehr hohe Anforderungen an die Entscheidungskompetenz des Unternehmers und seiner Berater. Die umfassend verstandene Verwaltung eines Familienvermögens ist im Grunde wie ein erfolgreiches Unternehmen zu planen und zu führen. Der Formulierung der Ziele, die mit dem Familienvermögen verfolgt werden und die letztendlich in Anlageziele unter Berücksichtigung künftiger Zahlungsabflüsse einmünden, kommt eine überragende Bedeutung zu. Das Ergebnis der anschließenden Strategieentwicklung bestimmt zu einem sehr hohen Maß den Zielerreichungsgrad und den Anlageerfolg des Vermögens in der Zukunft. Die hierfür notwendigen Vermögensverwalter sind sorgfältig in einem organisierten Prozess auszuwählen und aufeinander abzustimmen. Ein qualitativ und quantitativ hochwertiger Controllingprozess sichert die Anpassungsfähigkeit an unvorhergesehene Ereignisse.

## ABO-SERVICE FÜR ZEITSCHRIFTEN UND INFODIENSTE

- Sie möchten ein Abonnement bestellen?
- Sie möchten Ihre neue Adresse oder andere Änderungen durchgeben?
- Sie möchten gerne ein Probeheft zum Kennenlernen?

### Hier ist Ihr Kontakt:

Ulrike Vermeer  
Tel.: (02 21) 9 76 68-229  
Fax: (02 21) 9 76 68-288  
E-Mail: [vertrieb@bundesanzeiger.de](mailto:vertrieb@bundesanzeiger.de)  
[www.bundesanzeiger-verlag.de](http://www.bundesanzeiger-verlag.de)

### Für Kunden:

Bitte halten Sie Ihre Kundennummer bereit. Sie finden die Nummer oben auf Ihrem Adressticket.



**Bundesanzeiger  
Verlag**

Familie, Vermögen und Leistung im Einklang!

NEU ab Juni 2011!



ISSN 2191-9828

2011, Erscheinungsweise: 2-monatlich,  
jeweils zum Anfang eines geraden  
Monats, 36 Seiten, Format A4, geheftet,  
Jahresabonnement 189,- €

Erscheinungstermin: 3.6.2011

Kostenloses Info-Portal &gt;

[www.betrifft-unternehmen.de](http://www.betrifft-unternehmen.de)

# Familienunternehmen und Stiftungen (FuS)

## Recht, Management, Familie und Vermögen

In Familienunternehmen und Stiftungen ergeben sich spezielle Fragestellungen, die an die Familienunternehmer selbst wie auch an deren Berater hohe fachliche Anforderungen stellen. Viele Lösungen erfordern im Kern einen interdisziplinären und ganzheitlichen Ansatz.

Die FuS schließt nun die bisherige Lücke im Zeitschriftenumfeld. Sie bietet vernetzte Fachinformationen aus den Bereichen Recht, Familie, Management und Vermögen. Sie setzt damit an der Schnittstelle zwischen Recht, Steuern, Ökonomie und Psychologie an. So wird es für Sie als Berater oder Unternehmer möglich, für das Wirtschaftsmandat oder das eigene Unternehmen schnell und kompetent effiziente Lösungen zu entwickeln.

Aktuelle Aufsätze ermöglichen Ihnen einen schnellen Überblick und Praxisreports vermitteln Ihnen Beratungskompetenz aus aktuellen Fällen. Die praxisrelevante Kommentierung von Leitsätzen bietet Ihnen eine kompakte Rechtsprechungsübersicht. Die moderne mediale Gestaltung der FuS sichert hohen Lesekomfort und Nutzwert, z.B. durch eine angebundenen Online-Rechtsprechungsdatenbank für vertiefende Recherchen.

### AUS DEM INHALT

- Aktuelle Aufsätze für den schnellen Überblick zu Themen in Familienunternehmen und Stiftungen
- Abstracts und Vertiefungshinweise
- Praxisreports zu Recht, Steuern, Familie, Management und Vermögen
- Rechtsprechung in Leitsätzen – kurz kommentiert
- Aktuelles aus der Branche, Tipps und Termine
- Rechtsprechungsdatenbank per Quicklink

## Werden Sie jetzt FuS-Abonnent!

Sichern Sie sich eine unserer  
attraktiven Prämie für ein Jahresabonnement  
oder testen Sie das 3 für 2 Kennenlern-Abo.



## Bundesanzeiger Verlag

## Recht vielseitig!

- ▶ im Fensterkuvert einsenden
- ▶ per Fax an (0221) 9 76 68-288
- ▶ [www.bundesanzeiger-verlag.de](http://www.bundesanzeiger-verlag.de)
- ▶ in jeder Fachbuchhandlung

Bundesanzeiger Verlag  
Postfach 10 05 34  
50445 Köln

## BESTELLSCHEIN



### Prämie Nr. 1

KRUPS Nescafé Dolce Gusto „Fontana“  
Rot (4704592) oder Weiß (4704576)

- 15 bar Pumpendruck: Mit automatischer Druckregulierung für perfekten Milchschaum
- Aluminium Thermoblock mit Edelstahl Verkleidung: Kein Vorheizen, keine Wartezeiten
- Exklusives und sauberes Kapselsystem



### Prämie Nr. 2

GARMIN Navigationsgerät (4724992)

- 3,5 Zoll (8,9 cm) helles Display, kontraststark und entspiegelt
- Garmin City Navigator Kartenmaterial für Deutschland und die Alpenregion (F, I, CH, A) intern vorinstalliert
- TMC kompatibel zum Anschluss eines Garmin Verkehrsfunkempfängers für dynamische Routenführung



### Prämie Nr. 3

Der Besserschein 90 € (3602771)

- Suchen Sie sich Ihre Wunschprämie einfach selbst aus
- Stöbern Sie in aller Ruhe in dem Besserschein-Onlineshop
- Einlösen des BESSERSCHEINS unter: [www.der-besserschein.de](http://www.der-besserschein.de)

## Jahresabonnement plus Prämie!



**Ja**, ich möchte die Zeitschrift „FuS – Familienunternehmen und Stiftungen“ direkt im Jahresabonnement für 189,- €\* bestellen.

**Als Dankeschön erhalte ich Prämie Nr. ....**

Sie bekommen die Prämie zugesendet, nachdem die Zahlung des Jahresabonnementspreises bei uns eingegangen ist.

## 3 für 2 Kennenlern-Abonnement!



**Ja**, ich möchte das Kennenlern-Abo

**3 zum Preis von  
2 Ausgaben** für nur  
**65,- €\* bestellen.**

### ABSENDER:

Firma

Name, Vorname

Straße, Nr.

PLZ, Ort

Telefon

Fax

E-Mail



Datum, Unterschrift

\* inkl. MwSt. und Versandkosten (deutschlandweit)

### KENNELNERN-ABO 3 FÜR 2:

Wenn ich das Produkt darüber hinaus regelmäßig beziehen möchte, brauche ich nichts weiter zu unternehmen. Das reguläre Abonnement des Produktes beginnt dann mit der nächsten Ausgabe zum Jahresabonnementspreis inkl. gesetzlich geltender MwSt. und Versandkosten (deutschlandweit). Wenn ich an der Lieferung weiterer Ausgaben des Produktes nicht interessiert bin, teile ich dies dem Bundesanzeiger Verlag spätestens innerhalb einer Woche nach Erhalt der dritten Ausgabe mit.

### VERBRAUCHERSCHUTZHINWEIS:

Diese Bestellung kann innerhalb von 4 Wochen nach Absendung ohne Begründung schriftlich oder in anderer Textform bei der Bundesanzeiger Verlagsges. mbH., Amsterdamer Str. 192, 50735 Köln, widerrufen werden. Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung des Widerrufs innerhalb dieses Zeitraumes. Der Widerruf verpflichtet zur Rücksendung der Ware, Beschädigung der Ware verpflichtet zum Kauf.

Ihre Daten sind bei uns in sicheren Händen! Informationen zu unseren AGB und Datenschutzbestimmungen finden Sie unter [www.bundesanzeiger-verlag.de](http://www.bundesanzeiger-verlag.de).

Ihre Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH.

WA-Nr. 11002126



**Bundesanzeiger  
Verlag**

**Recht  
vielseitig!**