



## Akquisitionen optimal finanzieren

Bei der Finanzierung von Unternehmensakquisitionen muss sorgfältig der gesamte Kapitalbedarf berücksichtigt werden. Dieser besteht nicht nur aus dem Kaufpreis und den direkten Transaktionsnebenkosten.



**Dirk Schulte, Niggemann & Partner GmbH**  
[d.schulte@ifwniggemann.de](mailto:d.schulte@ifwniggemann.de)

An anderer Stelle in dieser Ausgabe wird dargestellt, dass es für Unternehmen viele Beweggründe gibt andere Unternehmen oder Unternehmensteile zu erwerben. Die am meisten von Unternehmenskäufern genannten Motive sind die Realisierung von Synergie- und Skaleneffekten.

Die gerade veröffentlichten M&A-Transaktionen für das erste Halbjahr 2017 lassen erwarten, dass auch in diesem Jahr wieder deutliche Zuwachsraten erreicht werden. So hat sich die Zahl und das Volumen der M&A-Transaktionen in der DACH-Region sehr positiv entwickelt, wie die nebenstehende Grafik zeigt.

Insgesamt ist zu beobachten, dass - nicht zuletzt auch als Folge der Liquiditätsschwemme - die Bewertungen und Preiserwartungen der Verkäufer erheblich gestiegen sind und potenzielle Verkäufer Verkaufsüberlegungen zurückstellen, da ihnen adäquate Anlagemöglichkeiten fehlen. Die attraktiver gewordenen Verkaufspreise sind für viele Unternehmerfamilien, trotz Niedrigzinsen, Motivation, das „Klumpenrisiko Unternehmen“ durch eine diversifizierte Vermögensstruktur zu ersetzen.



## Kapitalbedarf: Kaufpreis, Finanzierung des erworbenen Unternehmens, weitere Maßnahmen

Bei der Finanzierung von Unternehmensakquisitionen muss sorgfältig der gesamte Kapitalbedarf berücksichtigt werden. Dieser besteht nicht nur aus dem Kaufpreis und den direkten Transaktionsnebenkosten, wie Beurkundungskosten, Verkehrssteuern (insbesondere Grunderwerbsteuer), Beratungskosten für die im Rahmen der Due Diligence tätigen Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater, Rechtsanwälte, Umweltgutachter und andere Dienstleister, sondern insbesondere aus der Finanzierung bzw. Refinanzierung des erworbenen Unternehmens sowie der Maßnahmen, die es nach Übernahme des Unternehmens zu finanzieren gilt.

Gerade beim Erwerb von Familienunternehmen sind oft Bankkredite für Unternehmen durch persönliche Bürgschaften oder gar Sicherheiten aus dem Privatvermögen der Unternehmer abgesichert. Mit dem Verkauf der Unternehmen erwarten die Verkäufer selbstverständlich eine Haftungsfreistellung aus sämtlichen persönlichen Sicherheiten für betriebliche Kredite. Das kann zur Kürzung von Kreditlinien führen.

Nicht selten ist auch in Kreditverträgen mit Familienunternehmen festgehalten, dass Kredite gekündigt werden können, wenn die Gesellschaftsanteile mehrheitlich auf einen neuen Gesellschafter übergehen.

Überwiegend verfolgen Käufer von Unternehmen von vornherein gewisse Ziele mit dem erworbenen Unternehmen. Die Steigerung der Erträge und/oder die Expansion erfordern Investitionen und Working Capital, welches beschafft werden muss.

Wird die Finanzierung dieses Bereichs vernachlässigt, lassen sich ggf. die mit der Akquisition erwarteten Ziele nicht erreichen.

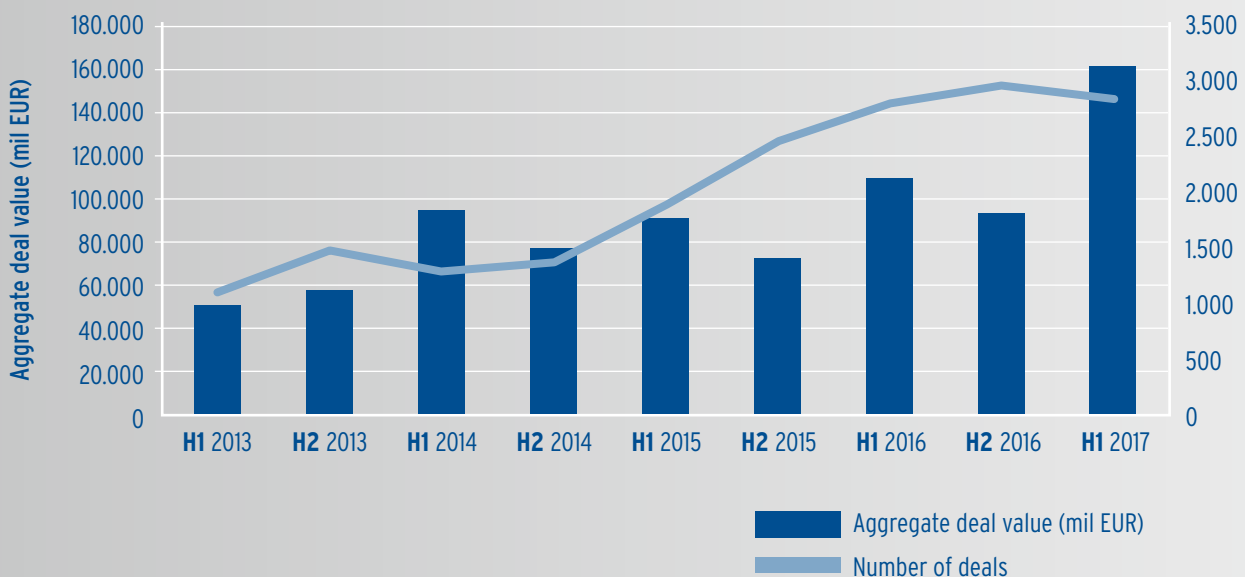
## Non-recourse-Finanzierung

Ganz allgemein kann der Kaufpreis für eine Akquisition eines Unternehmens über drei verschiedene Quellen finanziert werden:

- aus freier Liquidität des erwerbenden Unternehmens
- durch neues Eigen- und/oder Fremdkapital der erwerbenden Gesellschaft
- über eine Akquisitionsgesellschaft, die durch Zugriff auf die freien Cashflows des erworbenen Unternehmens das zum Unternehmenskauf aufgenommene Fremdkapital bedient.

Mit der Finanzierung über eine spezielle Akquisitionsgesellschaft soll das Ziel erreicht werden, die Haftung auf die freie Liquidität und ggf. noch einen Teilbetrag durch Kreditaufnahme der erwerbenden Gesellschaft zu begrenzen. Für die Finanzierung der Akquisitionsgesellschaft steht ausschließlich das erworbene Unternehmen zur Verfügung. Die Akquisitionsgesellschaft übt nichts anderes als Holding-Tätigkeiten aus, die nur die Gewinnausschüttungen des erworbenen Unternehmens und

## M&A-Transaktionen in der DACH-Region





etwaige Erlöse aus der Weiterveräußerung der erworbenen Gesellschaft hat. Das erwerbende Unternehmen haftet nicht für das Fremdkapital und stellt auch keine Sicherheiten oder Garantien zur Verfügung (non-recourse). Aus Sicht der Fremdkapitalgeber kann die Kreditentscheidung nicht auf die Bonität oder Ertragskraft der erwerbenden Gesellschaft aufbauen, sondern einzig und allein auf der prognostizierten Fähigkeit des erworbenen Unternehmens, ausreichende Erträge zu erwirtschaften und Gewinne auszuschütten, um Zins und Tilgung auf das Fremdkapital zu leisten. Die Kreditgeber müssen beachten, dass das erworbene Unternehmen aus den laufenden Einnahmen zunächst ihre eigenen fälligen

Verbindlichkeiten bedient, bevor Gewinne an die Akquisitionsgesellschaft ausgeschüttet werden. In der Liquidation oder in der Insolvenz des erworbenen Unternehmens müssen zunächst sämtliche Gläubiger des erworbenen Unternehmens befriedigt werden, bevor ein verbleibender Liquidations- oder Verwertungserlös an die Gesellschafterin, also die Akquisitionsgesellschaft, ausgeschüttet wird.

Diese sich aus der Struktur der Akquisitionsfinanzierung ergebende Haftungsbegrenzung stellt besondere Anforderungen an die Fremdkapitalgeber.

## Quellen der Finanzierung

Bei einem fremdfinanzierten Unternehmenskauf wird der gesamte Kapitalbedarf durch haftendes Eigenkapital, Fremdkapital und häufig auch noch in Form von Mischformen, wie Mezzanine-Finanzierungen oder Vendor Loans, bereitgestellt. Finanzierungsquellen können sein:

Finanzierungsarten	Kennzeichnungen
<b>Eigenkapital</b>	<p>Risikokapital ohne feste Verzinsung, profitiert von Wertsteigerung, volles Verlustrisiko.</p> <p>Unternehmen, die zum Zwecke der Risikoreduzierung über eine Akquisitionsgesellschaft finanzieren, stellen dieser Akquisitionsgesellschaft freie Liquidität aus dem erwerbenden Unternehmen zur Verfügung. Darüber hinaus nehmen erwerbende Unternehmen teilweise noch Kredite auf, die der Akquisitionsgesellschaft als Eigenkapital zur Verfügung gestellt werden.</p> <p>Gelegentlich werden auch noch externe Eigenkapitalpartner mit eingebunden. Das können Finanzinvestoren, Family Offices oder Privatinvestoren sein.</p>
<b>nachrangiges Kapital</b>	<p>nachrangiges Risikokapital mit fixer Verzinsung und häufig einschließlich Wertsteigerungskomponente, wie stille Beteiligungen, Genussrechte, Nachrangdarlehen.</p> <p>Wichtig ist die Nachrangigkeit gegenüber allem anderen Fremdkapital.</p>
<b>Verkäuferdarlehen</b>	<p>Unternehmenskäufer sind bemüht zu erreichen, dass der Verkäufer als Zeichen seines Vertrauens zum Unternehmen ein Verkäuferdarlehen zur Verfügung stellt. Nicht selten wird das Verkäuferdarlehen mit in die Regelung von Garantien innerhalb des Kaufvertrages einbezogen. Verkäuferdarlehen sind in der Regel nachrangig.</p> <p>Durch den häufig vereinbarten Rangrücktritt des Verkäufers kann das Verkäuferdarlehen als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet werden - insbesondere wenn die Zinsen nicht gezahlt, sondern kapitalisiert werden.</p>
<b>Fremdkapital (Senior-Finanzierung)</b>	<p>Fremdkapital wird in der Regel durch erstrangige Sicherheiten abgesichert. Es werden laufende Verzinsungen und Tilgung gezahlt. In der Regel ist eine erhöhte Schlussstilgung üblich. Die sogenannte A-Tranche hat in der Regel eine Laufzeit von 5 Jahren. Die B-Tranche erreicht eine Laufzeit von 7 Jahren, erfordert höheren Zinsaufwand. Die Tilgung ist endfällig. In die sogenannte C-Tranche werden nicht selten auch revolvingende Betriebsmittellinien einbezogen.</p>
<b>Earn-Out</b>	<p>Vereinbarung eines Kaufpreisanteils in Abhängigkeit von der zukünftigen Entwicklung des erworbenen Unternehmens.</p> <p>Diese Möglichkeit kommt vor allem dann zum Tragen, wenn der Verkäufer, der häufig die Erfolgsquelle von Unternehmen ist, noch eine Zeit im Unternehmen aktiv an entscheidender Stelle mitwirkt. Dadurch soll der Verkäufer motiviert werden, den Erfolg auf den Käufer zu übertragen.</p>



## Eigenkapitalpartner

Das Eigenkapital muss nicht nur vom Unternehmen bereitgestellt werden. Als Eigenkapitalpartner bieten sich zunehmend Family Offices und Private-Equity-Gesellschaften an. Im Hinblick darauf, dass Eigenkapitalpartner ausschließlich Gesellschaftsanteile und keinerlei sonstige Sicherheiten erhalten, sind die Renditeanforderungen sehr ehrgeizig. Je nach Partner und Situation liegen diese bei 12 %-20 % p. a. Allerdings muss die Rendite nicht ausgeschüttet werden. Es ist durchaus vorstellbar, dass keine laufenden Ausschüttungen erfolgen und mit dem Eigenkapitalpartner Optionsvereinbarungen getroffen werden. Über eine Call-Option und die damit verbundene Preisfestsetzung lässt sich das gleiche Ziel erreichen. Nicht selten werden Call- und Put-Optionen als interessengerechte Regelung vereinbart.

Eigenkapitalpartner bieten sich bei Unternehmenskäufen durch Unternehmen über eine Akquisitionsgesellschaft nur dann an, wenn nicht das Risiko der Ergebnisverlagerung zwischen dem erwerbenden Unternehmen und der erworbenen Gesellschaft besteht. Mit dem Risiko von Kosten- und Ergebnisverlagerungen engagieren sich Eigenkapitalpartner als echte Eigenkapitalgeber in Verbindung mit Call- und Put-Optionen mit der erwerbenden Gesellschaft. Letztlich ist über eine derartige Gestaltung aber das erwerbende Unternehmen im Obligo. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten bevorzugen Eigenkapitalpartner Direktbeteiligungen am erwerbenden Unternehmen.

## Nachrangiges Kapital

Nachrangdarlehen (junior debt, subordinated loans) zählen zum Oberbegriff des Mezzanine-Kapitals. Im Fall von Insolvenzen oder Liquidationen tritt dieses Kapital hinter allen anderen Forderungen gegen das Unternehmen zurück. Lediglich das „echte“ Eigenkapital wird nach dem Mezzanine-Kapital befriedigt.

Nachrangiges Kapital steht in unterschiedlichsten Formen zur Verfügung: Dazu zählen stille Beteiligungen, Genussrechte, patriarchische Darlehen und Nachrangdarlehen. Entsprechende Rangrücktrittserklärungen sind Vertragsbestandteil.

Die Renditeerwartungen sind unterschiedlich. Unter Berücksichtigung sämtlicher Komponenten sind 12 %-15 % p. a. Zielrendite von Investoren. Gelegentlich wird vereinbart, dass 4 % p. a. gezahlt werden - die restlichen Zinszahlungen werden gestundet und sind mit der Rückzahlung endfällig.

Teilweise wird ein „Equity-Kicker“ vereinbart. Dadurch erfolgt eine gewisse Beteiligung an der Wertsteigerung des Unternehmens. Bei einer derartigen Vereinbarung lässt sich eine günstigere Festzinsvereinbarung treffen.

## Verkäuferdarlehen

Die Mittelbereitstellung erfolgt bei Verkäuferdarlehen dadurch, dass der Verkäufer einen Teil des Kaufpreises stundet und der Käufergesellschaft darlehensweise überlässt. Üblich sind ferner Gestaltungen, in denen der Verkäufer bestehende Gesellschafterdarlehen belässt oder ein neues Darlehen (meist finanziert aus dem dem Verkäufer zugeflossenen Kaufpreis) gewährt. Anders als bei Earn-Out-Klauseln erhöht sich durch ein Verkäuferdarlehen der für das Unternehmen zu zahlende Kaufpreis nicht. Vielmehr gewährt der Verkäufer der Erwerbgesellschaft echtes Fremdkapital.

Auf die Stellung von Sicherheiten wird meist verzichtet. Das Verzinsungsniveau ist moderat: In der Regel liegt der Zinssatz bei 4 %-6 %. Der Verkäufer erhält als Darlehensgeber Informationsrechte.

## Fremdkapital/Senior Loans

Kreditinstitute und - in zunehmendem Umfang Debt Funds - sind aufgrund attraktiverer Margen sehr an Akquisitionsfinanzierungen interessiert. Debt Funds haben ihr Produktangebot deutlich verbessert. Nach Presseinformationen erreichten die Finanzierungen dieser Fonds im ersten Halbjahr 2017 einen Anstieg um 46 %.

Die Höhe der Marge orientiert sich an den konsolidierten Kennzahlen der erworbenen Gesellschaft und der Akquisitionsgesellschaft. Ein wichtiger Maßstab ist der Verschuldungsgrad, also das Verhältnis Gesamt-



Finanzverbindlichkeiten/EBITDA. Bei planmäßigem Verlauf der Finanzierung verbessert sich diese Kennzahl kontinuierlich. Deshalb wird in einem „Margengitter“ eine kontinuierliche Reduzierung der Marge festgeschrieben. Gelingt die Verbesserung der Kennzahl, ermäßigen sich die Finanzierungskosten während der Laufzeit.

Ausgangsbasis für die Zinsberechnung ist in der Regel der 3-Monats-Euribor. Unternehmer, die von kurzfristigen Zinssteigerungen ausgehen, können aber durchaus auch den 12-Monats-Euribor wählen.

Für die B-Tranche liegen die Margenerwartungen in der Regel 0,5 %-Punkte höher.

Im Rahmen der gesamten Finanzierungskosten entstehen bei den Spezialisten häufig erhebliche Gebühren. So werden gern Arrangierungsgebühren für die Suche nach geeigneten Finanzierungspartnern, die Analyse und Bewertung der Finanzierungsbereitschaft interessierter Banken, die Plausibilisierung des Geschäftsmodells der Käufergesellschaft, die Prüfung des Geschäftsplan und die Durchführung der Due Diligence und Erarbeitung der Vorschläge einer Finanzierung und Sicherheitenstruktur berechnet. Diese Arrangierungsgebühr soll auch dann gezahlt werden, wenn der Kredit nicht zur Auszahlung kommt. Da dem Kreditgeber mit der verbindlichen Kreditzusage Eigenkapitalkosten entstehen, sind auch Bereitstellungsgebühren bis zur tatsächlichen Auszahlung üblich.

Speziell die Gebührenpolitik der Banken ist für viele Unternehmen Motivation, auf das Mitwirken der Akquisitionsfinanzierungs-Spezialisten innerhalb der Bank zu verzichten. Konditionsgespräche mit den Vertretern der Firmenkundenabteilungen führen häufig zu günstigeren Ergebnissen.

## Tragfähige Finanzierungsstrukturen

In der Praxis wird nicht selten neben zu hohen Kaufpreisen auch eine zu hohe Verschuldung in Kauf genommen. Um einen ausgewogenen Chancen-Risiken-Ausgleich zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber zu gewährleisten, sollten gewissen Kennzahlen beachtet werden. Wichtig sind diese vier Kennzahlen für die Finanzierbarkeit von Akquisitionen:

### 1. Verschuldungsgrad (Leverage)

$$\frac{\text{(Netto) vorrangige bzw. Gesamt-Finanzverbindlichkeiten}}{\text{EBITDA}}$$

... sollte unter 4,5 x bis 6,5 x EBITDA liegen

### 2. Zinsdeckung (Interest Cover)

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Zinsergebnis}}$$

... sollte über 4,5 x EBITDA liegen

### 3. Kapitaldienstfähigkeit (Debt Service Cover)

$$\frac{\text{Cashflow vor Finanzierung}}{\text{Kapitaldienst (Zins + Tilgung)}}$$

... sollte mindestens 1,3 betragen

### 4. Eigenkapitalquote (Equity Ratio)

$$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$$

... sollte mindestens 30 % bei Produktionsunternehmen, mindestens 20 % bei Handelsunternehmen betragen

Wichtig ist, dass nicht nur die Kennziffern der Akquisitionsgesellschaft berücksichtigt werden. Gegenstand der Beurteilung ist das Gesamtunternehmen, also die erworbene Gesellschaft einschließlich der Akquisitionsgesellschaft. Für diese konsolidierten Unternehmen werden Kennzahlen ermittelt, und diese sind Grundlage für Finanzierungsentscheidungen.

## Fazit

Die Kompetenzen von Unternehmen können durch den Erwerb von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen gestärkt werden. Die Zukunftsfähigkeit kann durch geeignete Akquisitionen erheblich verbessert werden.

Gerade Familienunternehmer verzichten aus finanziellen Gründen auf strategisch sinnvolle Akquisitionen. Das ist auch darauf zurückzuführen, dass diese Unternehmer keine Kenntnis über die Möglichkeiten der Akquisitionsfinanzierung haben. Speziell die Möglichkeit der Finanzierung über Akquisitionsgesellschaften, bei denen der Kapitaldienst ausschließlich aus der freien Liquidität des erworbenen Unternehmens erwirtschaftet wird, ist häufig unbekannt - insbesondere auch die Tatsache, dass bei derartigen Finanzierungen das erwerbende Unternehmen keine Haftung übernimmt. Neben den zurzeit sehr günstigen Konditionen für derartige Finanzierungen gibt es auch attraktive Möglichkeiten, Eigenkapitalpartner mit in derartige Finanzierungskonzepte einzubinden.