

FINANZIERUNG: Unternehmenskäufe mittels Fremdfinanzierung – ein Überblick über die Instrumente

Unter dem Begriff Akquisitionsfinanzierung versteht man im weitesten Sinne die Aufnahme einer Fremdfinanzierung für den Kauf eines Unternehmens. Die Bandbreite der Instrumente, die im Zusammenhang mit der Finanzierung eines Unternehmenskaufs eingesetzt werden, reicht von sog. Senior-Krediten über Unitranchen-Kredite von Kreditfonds, Mezzanine Kredite, bis hin zu Gesellschafter- und Verkäuferdarlehen.

Dirk Schulte, Prokurist, Institut für Wirtschaftsberatung (IfW), Meinerzhagen

KOMPAKT

- Die Bandbreite der Fremdfinanzierungsinstrumente, die im Zusammenhang mit der Finanzierung eines Unternehmenskaufs eingesetzt werden, ist groß.
- Die Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs erfordert vielfältiges Spezialwissen. Erfahrungsgemäß sind gerade mittelständische Unternehmer häufig überrascht, wenn sie detaillierte Informationen über die Vielfalt der zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten erhalten.
- Unternehmenskäufer, die nur die Kaufpreisfinanzierung beachten und die Folgefinanzierung unberücksichtigt lassen, kommen häufig in wirtschaftliche Probleme.
- Neben einer Reduzierung der Finanzierungskosten spielt bei der Strukturierung einer Transaktion die Frage der Abschreibungsfähigkeit des Kaufpreises eine große Rolle.

1 GRUNDZÜGE DER AKQUISITIONS-FINANZIERUNG

In der Praxis wird regelmäßig synonym für den Begriff der Akquisitionsfinanzierung der Begriff „Leveraged Finance“ verwendet. Unter dem Begriff Leveraged Finance versteht man alle Finanzierungsstrukturen, die zur Finanzierung eines „Leveraged-Buy-outs (LBO)“ dienen und die auf dem Leverage-Effekt beruhen. Ein Merkmal von Leveraged-Buy-outs ist, dass diese maßgeblich (oft bis zu 50%) mit Fremdkapital finanziert werden. Grund für das Interesse von Unternehmenskäufern an einem möglichst hohen Fremdkapitalanteil an der Gesamtfinanzierung ist die Hebelwirkung des eingesetzten Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität. Durch den Einsatz von Fremdkapital anstelle von Eigenkapital kann die Eigenkapitalrendite für den Käufer gesteigert werden.

Die Finanzierung derartiger Leveraged-Buy-Outs erfordert vielfältiges Spezialwissen. Erfahrungsgemäß sind gerade mittelständische Unternehmer häufig überrascht,

wenn sie detaillierte Informationen über die Vielfalt der zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten erhalten. In Kenntnis und Anwendung dieser Möglichkeiten konnten in der Vergangenheit bereits viele Unternehmenserwerbe „intelligent finanziert“, die jeweiligen Geschäftsbeziehungen fortgeführt und die Arbeitsplätze gesichert werden.

2 BESTANDTEILE DER AKQUISITIONS-FINANZIERUNG

Die Erwerbsfinanzierung umfasst im Regelfall drei Hauptkomponenten:

- den Kaufpreis,
- die Transaktionskosten und
- die Umfinanzierung bestehender Verbindlichkeiten des Zielunternehmens

Unternehmenskäufer, die nur die Kaufpreisfinanzierung beachten und die Folgefinanzierung unberücksichtigt lassen, kommen häufig in wirtschaftliche Probleme. Gerade bei Management-Buy-In- oder Management-Buy-

Out-Transaktionen ist das Scheitern nach der Übernahme für die Führungskräfte mit vielfältigen negativen Konsequenzen verbunden; i. d. R. ist dann das gesamte verfügbare Eigenkapital vernichtet. Zur Vermeidung solcher Fehlentwicklungen ist es daher von außerordentlicher Wichtigkeit, den Finanzierungsfragen gebührende Aufmerksamkeit zu widmen.

So werden häufig die Transaktionskosten bei der Erarbeitung der Finanzierungskonzeption übersehen. Bei der Durchführung von Unternehmenstransaktionen besteht in wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Bereichen Bedarf an Spezialwissen. Allein die Durchführung der Due Diligence ist nicht selten mit hohen Kosten verbunden. Werden Beratungs-, Notar- und Gerichtskosten nicht eingeplant, kann das Liquiditätsprobleme auslösen. Noch häufiger kommt es allerdings vor, dass die finanziellen Konsequenzen aus den zukünftigen Aktivitäten nicht ausreichend bedacht werden.

Die Steigerung des Umsatzes zur Verbesserung des Free-Cashflows ist eine wesentliche Zielsetzung der Unternehmenskäufer. Häufig werden dazu Aktivitäten eingeleitet mit der Absicht, neue Märkte zu erschließen, neue Produkte zu vermarkten oder auch Auslandsmärkte zu gewinnen. Damit verbundene Umsatzsteigerungen erfordern regelmäßig eine erhöhte Mittelbindung (z. B. bei den Forderungen und den Vorräten). Wird diese zusätzliche Mittelbindung nicht bedacht, werden oft die Investitionen reduziert. Das wiederum kann mittelfristig negative Auswirkungen auf den Free-Cashflow haben.

Praxiserfahrungen zeigen, dass insbesondere bei Familiengesellschaften die bestehende Unternehmensfinanzierung häufig umstrukturiert werden muss. Nicht wenige Unternehmer haften für betriebliche Kredite persönlich oder haben Privatvermögen als Sicherheit zur Verfügung gestellt. Zwangsläufig soll bei einer Veräußerung des Unternehmens eine Enthftung erreicht werden. Bei der Bereitstellung der Finanzierungsmittel werden die Darlehensgeber immer den Einzelfall prüfen. Dennoch lassen sich im Folgenden grundsätzlich übliche Finanzierungsstrukturen herausarbeiten.

3 TYPISCHE LBO-FINANZIERUNGSSTRUKTUR

Im Regelfall wird vom Investor eine Käufergesellschaft (sog. NewCo) gegründet, deren Zweck der Erwerb des Zielunternehmens ist. Dazu stattet der Käufer die NewCo mit Eigenkapital aus; Banken und andere Kapitalgeber geben das Fremdkapital. Mit diesen Finanzmitteln erwirbt die NewCo anschließend die Anteile an dem Zielunternehmen. Die NewCo, die selbst über kein operatives Geschäft verfügt, erhält die für die Zins- und Tilgungsleistung nötigen Cashflows von der operativ tätigen Gesellschaft.

Alle Risiken der Transaktion sind in der neuen Gesellschaft als Käuferin des operativen Unternehmens und Kreditnehmerin konzentriert. Zur Begrenzung der Haftung der Investoren erhält die neue Gesellschaft in aller Regel die Form einer Kapitalgesellschaft oder einer GmbH & Co. KG.

Steuerliche und gesellschaftsrechtliche Gründe – aber auch das Sicherungsinteresse der Kreditinstitute – können eine nachträgliche Umstrukturierung der gesellschaftsrechtlichen Struktur und der Finanzierung sinnvoll machen. So erlaubt der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zur Herbeiführung einer steuerlichen Organschaft z. B. die steuerliche Verrechnung des Zinsaufwands der Erwerbengesellschaft mit den Gewinnen aus dem operativen Geschäft der erworbenen Gesellschaft.

Außerdem werden häufig Maßnahmen ergriffen, um den Verschuldungsgrad der Gruppe zu vermindern (z. B. Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Vermögen oder Verkauf von Betriebsteilen, die nicht zum Kerngeschäft gehören).

3.1 Wirtschaftliches Eigenkapital. Das wirtschaftliche Eigenkapital setzt sich in der Regel aus Einzahlungen in das Stamm- bzw. Grundkapital sowie Kapitalreserven und Gesellschafterdarlehen zusammen. Der Anteil des Stammkapitals wird innerhalb der Gesamtstruktur meist bewusst geringgehalten.

3.2 Senior-Kredite. Senior-Kredite sind die vorrangig zu befriedigenden Kredite, die i. d. R. aus verschiedenen zeitlich befristeten Terminkrediten bestehen. Zu den Senior-Krediten zählt außerdem der Betriebsmittelkredit.

Die Senior-Kredite werden meist das 4- bis 5fache des durchschnittlichen konsolidierten freien Cashflows, das 3,5- bis 4,5fache des durchschnittlichen konsolidierten EBIT oder das 3- bis 4fache des durchschnittlichen konsolidierten EBITDA der erworbenen Gesellschaft nicht übersteigen. Bei diesen Werten handelt es sich um durchschnittliche Grenzwerte, die von den im jeweils spezifischen Markt tätigen Kreditinstituten als Regelgrößen angewendet werden. Die Höhe des freien Cashflows wird im Rahmen von Planungsrechnungen unter Berücksichtigung der zuvor erzielten Vergangenheitsergebnisse ermittelt.

3.3 Mezzanine-Kapital. Bleibt zwischen dem verfügbaren Eigenkapital und den Senior-Krediten eine Finanzierungslücke bestehen, so kann diese durch Mezzanine-Kapital geschlossen werden. Für Mezzanine-Kapital gilt als Faustregel, dass es, einschließlich der vorrangigen Senior-Kredite, das 6- bis 7fache des nachhaltig erzielt

baren konsolidierten freien Cashflows nicht übersteigen sollte. Reichen der frei verfügbare Cashflow oder das EBITDA nicht aus, um die Kredite innerhalb der vorgesehenen Laufzeiten zurückzuzahlen, muss der Eigenkapitalanteil erhöht werden.

3.4 Kreditfonds (Private Debt). In den letzten Jahren ist die Bedeutung der Akquisitions- und auch Mittelstandsfinanzierung über Kreditfonds, auch als Private Debt bezeichnet, erheblich gewachsen. Unter Private Debt versteht man die Bereitstellung von Krediten durch Nicht-Banken, die ohne Einschaltung des Kapitalmarktes vergeben werden. Finanziert werden dabei vorrangig Unternehmenstransaktionen oder auch Projekte, wobei die Konditionen bilateral ausgehandelt werden. Die Gestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig, von Darlehen und Anleihen über Schuldscheine bis hin zu privaten Verbriefungsemissionen.

Der in den letzten Jahren am stärksten wachsende Bereich ist die direkte Kreditvergabe an Unternehmen durch Kreditfonds (Direct Lending). Hier werden vor allem Übernahmen (LBOs) oder das operative Wachstum finanziert. An zweiter Stelle folgt die Refinanzierung von bestehenden Krediten.

Das Angebot von Debt-Fonds ist in den letzten Jahren stark gestiegen. Hier ist zu beachten, dass die angebotenen Strukturen und Konditionen stark variieren können. Dies macht die Vergleichbarkeit der Angebote schwieriger als bei klassischen Krediten und erfordert mehr Aufmerksamkeit bei der Auswahl.

3.5 Verkäuferdarlehen und Rückbeteiligungen. Insbesondere bei kleineren Transaktionen kann es sinnvoll sein, dass der Verkäufer die Strukturierung der Finanzierung durch eine Stundung des Kaufpreises vereinfacht. Das meist nachrangige Darlehen wird dabei als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet, da es durch den häufig vereinbarten Rangrücktritt des Verkäufers im Insolvenzfall hinter allen anderen verzinslichen Fremdkapitalverbindlichkeiten im Rang zurücktritt. Ähnlich wie beim Mezzanine-Kapital besteht auch hierbei eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten.

Neben dem Verkäuferdarlehen spielt in der Praxis auch die Rückbeteiligung des Verkäufers an der Käufergesellschaft eine bedeutende Rolle. Dieser Ansatz bietet sich insbesondere dann an, wenn der Verkäufer noch an der künftigen Wertsteigerung partizipieren möchte und dem Unternehmen noch in beratender Funktion (z. B. als Beirat) zur Verfügung steht.

3.6 Renditeerwartungen und Laufzeiten. Jeder Teilnehmer an einer Finanzierung hat eigene Renditeerwartun-

gen. Derzeit beträgt die Renditeerwartung eines Senior-Kreditgebers 2,0% – 3,5% p. a. und die eines Mezzanine-Kapitalgebers 6,0% – 10,0% p. a. Wirken bei einer Unternehmensübernahme externe Eigenkapitalgeber mit (Private-Equity-Investoren), liegt die Ergebniserwartung bei etwa 20 – 25% p. a.

Die Senior-Kredite werden meist für Laufzeiten zwischen fünf und sieben Jahren zur Verfügung gestellt, Mezzanine-Kredite bis zu zehn Jahre.

3.7 Anteil der Fremdfinanzierung. Die optimale Gewichtung des Fremdkapitals im Verhältnis zum Eigenkapital ist ein entscheidender Erfolgsfaktor beim Unternehmenskauf. Eine Finanzierungsstruktur, die nicht sicherstellt, dass das Unternehmen in der Lage ist, die Verbindlichkeiten zu bedienen, gefährdet die Überlebensfähigkeit des Unternehmens und somit den Erfolg der gesamten Transaktion.

Die Höhe der Fremdfinanzierung hängt bei LBOs in erster Linie von der Schuldendienstfähigkeit (also dem Verhältnis Free-Cashflow zu Tilgungen und Zinsen) des Akquisitionsobjekts während des entsprechenden Finanzierungszeitraums ab. Um diese Schuldendienstfähigkeit zu ermitteln, ist es sinnvoll, aufbauend auf den vorhandenen Informationen (Businessplan, Financial Due Diligence) Finanzierungsmodelle zu simulieren, die mit den Prämissen des Businessplans den voraussichtlich zur Bedienung des Schuldendienstes zur Verfügung stehenden Cashflow (Free-Cashflow) im Rahmen einer Vorscheurechnung (Amortisationsrechnung) ermitteln.

Der Free-Cashflow kann dabei vereinfacht (ausgehend vom EBITDA) so ermittelt werden:

$$\begin{aligned}
 &\text{EBITDA} \\
 &+/- \text{ Ergebnis aus Rückstellungen} \\
 &- \text{ Steuern} \\
 &+/- \text{ Investitionen/Desinvestitionen im Anlagevermögen} \\
 &+/- \text{ Veränderung des Working Capitals} \\
 &= \text{ Free-Cashflow}
 \end{aligned}$$

Je nach der Höhe des verfügbaren Free-Cashflows werden in der Praxis oft Finanzierungsstrukturen gewählt, bei denen nicht nur ein Senior-Kredit eingeräumt wird, sondern mehrere Tranchen mit verschiedenen Laufzeiten, Tilgungsstrukturen und Konditionen.

4 CASHFLOW-PLANUNG ALS GRUNDLAGE FÜR DIE FINANZIERUNGSSTRUKTUR

Bei der Cashflow-orientierten Finanzierung kommt es maßgeblich darauf an, die Stabilität des Cashflows transparent zu machen. Der projektierte Cashflow sagt nicht

„
Bei der Cashflow-orientierten Finanzierung kommt es maßgeblich darauf an, die Stabilität des Cashflows transparent zu machen
“

nur etwas über den Wert des Unternehmens aus, sondern hat auch einen entscheidenden Einfluss auf die Strukturierung der Finanzierung. Bei der Vorbereitung von Cashflow-Projektionen sind insbesondere diese Elemente wichtig:

- **Geschäftsplan:** Der Geschäftsplan ist die primäre Basis für Cashflow-Projektionen. Er sollte die Konjunktur und die Lage der Branche hinreichend berücksichtigen, die Marktposition des Unternehmens reflektieren und die Strategie darstellen.
- **Finanzierungsplan:** Unter Berücksichtigung der konjunkturellen Lage der Branche und des Geschäftsplans sollte die Gesamtfinanzierung strukturiert werden. Dabei sind detaillierte Gewinn-, Bilanz- und Cashflow-Projektionen für die nächsten 3 bis 5 Jahre zu erstellen.

Für beide Planungskonzepte sind die zu treffenden Annahmen hinsichtlich Umsatzwachstum, Produktmargen, erwarteten Inflations-, Zins- und Wechselkursraten, benötigtem Umlaufkapital und notwendigen Investitionen besonders entscheidend.

5 SICHERHEITEN

Als Sicherheiten werden i. d. R. die Gesellschaftsanteile der erworbenen Gesellschaft angeboten. Das reicht jedoch Kreditgebern nicht immer aus. Sie möchten eine Besicherung am Vermögen der erworbenen Gesellschaft erreichen.

Ist die erworbene Gesellschaft eine GmbH oder GmbH & Co. KG, so sind § 30 Abs. 1 GmbHG sowie die Rechtsprechung des BGH zum existenzvernichtenden Eingriff zu beachten. Die Bestellung einer Sicherheit durch eine Gesellschaft zur Besicherung der Verbindlichkeiten ihres Gesellschafters unterliegt vielfältigen Beschränkungen des Gesellschaftsrechts. Sie kann insbesondere gegen

- den Grundsatz der Kapitalerhaltung,
- die Regeln zum existenzvernichtenden Eingriff oder
- das Verbot der finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien verstoßen.

Außerdem können Gesellschafter und Geschäftsführer ihre gesellschaftsrechtlichen Pflichten gegenüber Minderheitsgesellschaftern oder der Gesellschaft verletzen. Verstöße können gravierende Rechtsfolgen für die Gesellschaft, die Geschäftsführung, die Gesellschafter oder die Sicherungsnehmer haben.

Die Probleme können dadurch gelöst werden, dass Kreditnehmer und Sicherungsgeber in einer juristischen Person zusammengeführt werden. In Betracht kommen

- die Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Erwerbergesellschaft,
- die Anwachsung des Vermögens der erworbenen Gesellschaft auf die Erwerbergesellschaft,
- die Verlagerung der Kreditverbindlichkeiten auf die erworbene Gesellschaft oder
- die Übertragung der Sicherheiten auf den Kreditnehmer.

Die Verschmelzung und die Anwachsung haben den weiteren Vorteil, dass der strukturelle Nachrang des Kreditinstituts beseitigt wird. Das Kreditinstitut ist nicht mehr nur Gläubiger des Gesellschafters der vermögenden Gesellschaft, sondern deren unmittelbarer Gläubiger (gleichberechtigt neben den übrigen Gläubigern dieser Gesellschaft). Das ist insbesondere in der Insolvenz der Gesellschaft wichtig. Die Insolvenzgläubiger der Gesellschaft können ihre Forderungen zur Tabelle anmelden; die Gesellschafter bekommen nur den Überschuss, der nach vollständiger Befriedigung aller Insolvenzgläubiger verbleibt.

6 STEUERLICHE OPTIMIERUNG: SHARE-DEAL ODER ASSET-DEAL?

Neben einer Reduzierung der Finanzierungskosten spielt bei der Strukturierung einer Transaktion die Frage der Abschreibungsfähigkeit des Kaufpreises eine große Rolle. Ist der Erwerber in der Lage, den Kaufpreis mit steuerlicher Wirkung abschreiben zu können, tritt hier für die Finanzierung die gleiche Wirkung ein wie für die Abschreibungen im Rahmen des laufenden Geschäfts. In Höhe der verdienten Abschreibungen steht dem Unternehmer Liquidität zur Verfügung, die u. a. für die Tilgung der Fremdfinanzierungsverbindlichkeiten eingesetzt werden kann. Die Frage der Abschreibungsfähigkeit des Kaufpreises ist eng verknüpft mit der Frage, was der Käufer erwirbt. Erwirbt er einzelne Wirtschaftsgüter, kann der Kaufpreis abgeschrieben werden, sofern die Wirtschaftsgüter selbst einer regelmäßigen Abnutzung unterliegen und grundsätzlich abschreibungsfähig sind.

Erwirbt er dagegen Anteile an Kapitalgesellschaften, kann der Kaufpreis für diese Anteile nicht im Rahmen einer planmäßigen Abschreibung abgeschrieben werden. Der

Erwerb einzelner Vermögensgegenstände wird auch als Asset-Deal, der Erwerb von Anteilen an Kapitalgesellschaften als Share-Deal bezeichnet. Eine Zwitterstellung nimmt hier die Personengesellschaft ein. Der Erwerb von Anteilen an Personengesellschaften ist zivilrechtlich als Share-Deal zu qualifizieren. Daraus folgt bei einem Kauf von Anteilen an Personengesellschaften, dass mit dem Kauf der Anteile auch indirekt die einzelnen Vermögensgegenstände erworben werden und somit der Kaufpreis für diese einzelnen Vermögensgegenstände planmäßig abgeschrieben werden kann. Aus Käufersicht wird daher in der Praxis ein Asset-Deal bevorzugt.

7 FINANCIAL COVENANTS

Bei Akquisitionsfinanzierungen werden regelmäßig Auflagen zur Einhaltung bestimmter Bilanzrelationen oder fester Relationen von Finanzkennzahlen zwischen Bank und Kreditnehmer vereinbart (Financial Covenants). Diese Auflagen werden zwar gern als sog. Frühwarnsystem bezeichnet. Allerdings sind sie zur Früherkennung einer Krise nur bedingt geeignet, da die Kreditgeber erst mit Verspätung – nämlich nach dem Berichtsstichtag – von einer Nichteinhaltung der Auflagen erfahren. Üblich sind die in der Abbildung unten dargestellten Kennzahlen.

Werden die Covenants nicht eingehalten, kommt es in der Praxis nur in den seltensten Fällen zur Anwendung von Kündigungen als Sanktionsmöglichkeit.

Vielmehr werden (abgesehen von einer i. d. R. vorgesehenen zeitlich limitierten Zinsmargenerhöhung) häufig Nachverhandlungen geführt, die im Ergebnis auf eine Verringerung der Verschuldung bzw. eine Verbesserung der Eigenmittelausstattung, eine Erhöhung der allgemeinen Zinsmargen oder eine Bestellung weiterer Sicherheiten (soweit überhaupt möglich) hinauslaufen.

Verbunden mit den Covenants ist auch die Pflicht des Kreditnehmers, das Kreditinstitut gerade auch unterjährig über die Geschäftsentwicklung zu informieren, die vorherige Zustimmung des Kreditgebers zu bestimmten Geschäftsvorfällen einzuholen, namentlich zu erheblichen Investitionen, um die Cashflow-Belastungen unter Kontrolle zu halten.

Darüber hinaus wird vielfach eine „Excess Cashflow Recapture Clause“ in den Kreditvertrag aufgenommen, die festlegt, dass die nach Tilgungen und Investitionen verbleibende überschüssige Liquidität zu Sondertilgungen herangezogen wird.

KENNZAHLEN FÜR DIE AKQUISITIONSFINANZIERUNG

Basis für Financial Covenants

1. Verschuldungsgrad (Leverage)

**(Netto) Vorrangige bzw. Gesamt-
Finanzierungsverbindlichkeiten**

EBDITA

... sollte unter 3,0 x bis 4,5 x EBDITA liegen

2. Zinsdeckung (Interest Cover)

EBITDA

Zinsergebnis

... sollte über 4,5 x EBDITA liegen

3. Kapitaldienstfähigkeit (Debt Service Cover)

Cash-flow vor Finanzierung

Kapitaldienst (Zins + Tilgung)

... sollte mindestens 1,3 betragen

4. Eigenkapitalquote (Equity Ratio)

Eigenkapital

Bilanzsumme

... sollte mindestens 20 % bei
Produktionsunternehmen, mindestens 15 %
bei Handelsunternehmen betragen