

16. September 2016 - 08:30 | Mittelstand

M&A-Finanzierungen sehr attraktiv

Karl A. Niggemann, Prof. Dr. Diethard B. Simmert

Die Akquisition von Unternehmen und deren Zusammenführung hat nicht zuletzt aufgrund der aktuell günstigen Kreditkonditionen erheblich zugenommen. Der Mittelstand will mit Zukäufen Kompetenzen stärken und wachsen. Dabei stehen Banken vor der Herausforderung, nachhaltige M&A-Finanzierungen anzubieten.

Eine Kurzzusammenfassung finden Sie [hier](#).



Unternehmenszukäufe und -zusammenschlüsse werden für den Mittelstand immer attraktiver.

(contrastwerkstatt/fotolia)

Der deutsche Mittelstand geht auf „Einkaufstour“. Mehr als die Hälfte aller Unternehmen haben in jüngster Zeit die Möglichkeit geprüft, andere Unternehmen zu übernehmen bzw. Beteiligungen an diesen Unternehmen zu erwerben. Dafür gibt es viele Motive (s. Abb. 1).

Durch die Volumenexpansion werden direkte Wettbewerber horizontal integriert, um den Marktanteil zu erhöhen und um Skaleneffekte zu erzielen. Bei regionaler Expansion sind Unternehmen daran interessiert, in neue geografische Segmente zu expandieren. Sie wollen sich lokales Know-how zu Nutze machen und den globalen Marktanteil erhöhen. Es werden also Unternehmen aus derselben Industrie integriert, die einen unterschiedlichen regionalen Fokus besitzen.

Um das Produktportfolio zu erweitern und gegebenenfalls auch Skaleneffekte zu realisieren, werden im Rahmen einer Produktexpansion Unternehmen horizontal integriert, die dieselbe Kundengruppe beliefern - jedoch mit anderen Produkten und Dienstleistungen. Durch eine Kompetenzexpansion wird der Zugang zu Know-how und Technologien angestrebt, welche die eigenen Kernkompetenzen steigern können.



(BBL)

Bei einer Vorwärtsintegration werden nachgelagerte Kunden oder Händler integriert, um weitere Marktsegmente, Vertriebskanäle oder möglicherweise Endkunden für das eigene Unternehmen zugänglich zu machen. Die Rückwärtsintegration meint die Integration vorgelagerter Lieferanten, um strategische Ressourcen sicherzustellen oder eine potenzielle Lieferantenmacht auszunutzen.

Eine Diversifizierung, also ein Kauf von Unternehmen aus unterschiedlichen Industriebereichen, kann viele Anliegen bedienen. So kann ein Unternehmen eine Diversifizierung verfolgen, um einen neuen attraktiven Markt zu erschließen, um die Geschäftsfelder zu diversifizieren und das Risiko zu reduzieren, um die Marke zu transferieren oder um strategische und unternehmerische Fähigkeiten abzugreifen.

Zu den Motiven kann aber auch die Realisierung von Größenvorteilen zählen. Wenn zwei Unternehmen im Wesentlichen den gleichen Geschäftsgegenstand haben, können sie gemeinsam eine höhere Marktmacht besitzen. Das muss nicht notwendigerweise durch einen Kauf geschehen. Denkbar sind auch gegenseitige Verflechtungen oder Fusionen. Speziell im Mittelstand haben Fusionen deutlich zugenommen.

Auch die Stärkung des eigenen Personals kann ein Motiv sein. Das Anwerben hochqualifizierten Personals ist inzwischen in vielen Branchen sehr teuer und teilweise fast aussichtslos. Entsprechender Bedarf lässt sich gelegentlich durch einen Unternehmenskauf befriedigen. In der Praxis häufig zu beobachten, ist der Erwerb eines Unternehmens zur Sicherung einiger weniger „Key-People“ - beispielsweise die genialen Entwickler, die über die Maßen erfolgreichen Marketingprofis oder die Bezugspersonen von Großkunden etc. Aus Loyalität zu ihren Unternehmen sind diese Personen meist nicht wechselbereit. Im Rahmen der M&A-Gespräche ist es eine der wichtigsten Aufgaben, sicherzustellen, dass dieses Personal auch für die Zeit nach dem Unternehmenskauf verbleibt. Key-People können mit attraktiven Beteiligungsmodellen, die parallel zum Abschluss des Kaufvertrags vereinbart werden sollten, „geködert“ werden.

Nicht zu unterschätzen ist die Befriedigung von Affektionsinteressen beim Käufer. Der Unternehmenskauf bietet etwa die Chance, einen Konkurrenten „zu schlucken“, den Kaufgegenstand einem Wettbewerber „vor der Nase wegzuschnappen“ etc. Hier ist es häufig Berateraufgabe, zur Besonnenheit zu raten, da irrationale Motive und Erwartungen des Käufers später meist in Enttäuschung umschlagen.

Risikoreiche M&A-Finanzierungen



(BBL)

Die Akquisition von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen erfordert für die meisten Unternehmen eine spezielle Finanzierung. Die „klassische“ M&A-Finanzierung wird meist über eine gesonderte Käufergesellschaft durchgeführt (New-Co). In diese Gesellschaft werden nicht selten Eigenkapitalpartner eingebunden, durch welche das Finanzierungsrisiko reduziert und die Realisierung der Fremdfinanzierung erleichtert wird. Abbildung 2 zeigt eine typische Struktur. Gerade wenn es darum geht, wichtiges Personal zu binden, wird Führungskräften häufig die Möglichkeit einer Beteiligung geboten (Management-Buy-out bzw. Management-Buy-in).

Durch M&A-Finanzierungen gehen Banken oder Sparkassen in der Regel ein größeres Risiko ein als durch die Vergabe eines Firmenkredits. Die Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit einer M&A-Finanzierung sind oft schwieriger einzuschätzen. Dies gilt vor allem dann, wenn es um die Akquisition eines ausländischen Unternehmens geht und damit zwei unterschiedliche Unternehmenskulturen zusammengeführt werden müssen. Denn das gelingt nicht immer. Es ist ein Risikokriterium, das nicht durch harte Fakten und Zahlen bestimmt werden kann, aber eine enorme Auswirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen haben kann.

Entscheidungen müssen nicht selten auch unter Zeitdruck getroffen werden. Bei üblichen Investitionskrediten oder Wachstumsfinanzierungen ist der Faktor Zeit in der Regel von nebensächlicher Bedeutung. Bei der Akquisition von Unternehmen gibt es aber häufig einen Bieterwettbewerb, der die Sicherstellung komplexer Finanzierungen in zwei bis drei Wochen erfordert. Auch kann die finanzierende Bank oder Sparkasse in der Regel die Finanzierung nicht auf die Sicherheiten abstellen.

Der Kapitaldienst von M&A-Finanzierungen wird aus dem freien Cashflow der erworbenen Gesellschaft geleistet. Mit der Prognose der Cashflow-Entwicklung sind Unsicherheiten verbunden. Die Gesellschaftsanteile sowie die Vermögenswerte der erworbenen Gesellschaft sind daher üblicherweise die einzige Sicherheit für diese Finanzierungen.

Ein weiteres Risiko liegt auch in zu hohen Kaufpreisen. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung hat am 09. Juli 2016 unter dem Titel „Der Übernahmemarkt läuft heiß“ über die preisliche Entwicklung berichtet: „Das führt dazu, dass sich die Preise für Unternehmen auf einem historischen Hoch bewegen. Danone hat erst vor wenigen Tagen das 21-fache des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) für ein amerikanisches Unternehmen geboten. Das 14- oder 15-fache gilt schon fast als normal. Lange galt das 6- bis 7-fache, also die Hälfte des heutigen Wertes, als der übliche Preis für Unternehmensübernahmen. Die hohen Preise machen aber Übernahmen riskanter und führen oft dazu, dass sich eine Übernahme am Ende doch nicht rechnet.“

Derartige Presseinformationen wecken das Interesse mittelständischer Unternehmer. Vor dem Hintergrund, dass es für die Familie zielführend sein kann, das Gesamtvermögen risikoarm zu strukturieren, entscheiden sich mittelständische Unternehmer, die günstige Marktsituation zur Unternehmensveräußerung zu nutzen. Verkaufsziele werden häufig nicht nur erreicht, sondern übertroffen. Durch den Verkaufserlös sind in Familienunternehmen gerechte Vermögensnachfolgeregelungen möglich, da liquides Vermögen unkomplizierter gerecht aufgeteilt werden kann - im Gegensatz zu Beteiligungen an Unternehmen.

Überhöhte Kaufpreise gefährden den Akquisitionserfolg und damit natürlich M&A-Finanzierungen. Dieser Aspekt wird von finanzierenden Banken bei Kreditentscheidungen berücksichtigt.

Entscheidende Faktoren für eine erfolgreiche M&A-Finanzierung



(BBL)

Bei der Finanzierung darf nicht nur der direkte Kaufpreis berücksichtigt werden. Häufig bedarf es einer Umfinanzierung der bestehenden Verbindlichkeiten des erworbenen Unternehmens. Damit auch die Sicherheiten des erworbenen Unternehmens verfügbar sind, ist die Ablösung der bestehenden Finanzierung regelmäßig ein Bestandteil der Finanzierungsplanung. Auch die mit der Transaktion verbundenen Kosten dürfen nicht übersehen werden.

Die Kreditentscheidungen sind kennzahlenorientiert. Eine wichtige Messlatte sind die in Abbildung 3 aufgeführten vier Kennzahlen. Bei wesentlichen negativen Abweichungen von diesen Kennzahlen wird die Sicherstellung einer Akquisitionsfinanzierung Probleme bereiten.

In einem begrenzten Rahmen zählen auch die „Soft-facts“ zu den Entscheidungskriterien. Dazu zählen etwa die Struktur des Managements und die Persönlichkeit der Geschäftsführung. Die Führungsqualität beeinflusst den Erfolg des Unternehmens erheblich. Einem fachlich und persönlich qualifizierten Management wird es auch leichter gelingen, erworbene Unternehmen zu integrieren. Der Erfolg der Akquisition wird auch maßgeblich durch die Integration beeinflusst. Schließlich ist eine Akquisition meist erst dann erfolgreich, wenn eine vollständige und nachhaltige Integration gelungen ist.

Gute Zeiten für Kreditnehmer

Die Null-Zinspolitik der EZB sorgt für viele Verlierer. Aber Mario Draghis Geldschwemme schafft auch Gewinner: Die Finanzchefs von Unternehmen! Selten war es so leicht und so günstig, an Kredite zu kommen. Das trifft sowohl auf die Zinskonditionen als auch auf die Schutzklauseln in Form von Covenants zu. Die Zinsen sind teilweise so niedrig, dass ein wirkungsvoller Wettbewerb im Bereich der Zinskonditionen nur noch sehr begrenzt stattfindet.

Bei diesen Marktkonditionen ist es nicht erstaunlich, dass viele Banken lieber auf eine Schutzklausel als auf noch mehr Zinsmarge verzichten. Fehlende Zinsen machen sich bei Banken sofort bemerkbar - unzureichende Kreditschutzklauseln erst in einer später möglichen Krise.

Das große Interesse an Akquisitionsfinanzierungen von Banken lässt sich auch an den genutzten Finanzierungsquellen erkennen. Nachrangige Finanzierungselemente wie Mezzanine-Kredite zur Schließung von Finanzierungslücken zwischen Kaufpreis und Senior-Kreditlinien haben an Relevanz verloren. Nachrangige Finanzierungselemente, die die Finanzierungskosten negativ beeinflussen, haben an Marktbedeutung verloren. Mezzanine-Kredite sieht man bei Akquisitionsfinanzierungen kaum noch. Angesichts der hohen Liquidität am Finanzmarkt ist mit nennenswert größerer Bedeutung der Mezzanine-Kredite in naher Zukunft nicht zu rechnen.

Steuroptimierter Unternehmenskauf erleichtert Finanzierung

Für den Unternehmenskäufer steht zur Amortisation des Kapitaldienstes der M&A-Finanzierung der Gewinn nach Steuern zur Verfügung. Wie hoch dieses Ergebnis - bei gleichen betriebswirtschaftlichen Zahlen - ist, hängt von der Rechtsform des erworbenen Unternehmens ab. Der Kaufpreis für Kapitalgesellschaften (GmbH, AG) kann steuerlich wirksam nicht abgeschrieben werden. Bei Personengesellschaften besteht die Möglichkeit der Abschreibung über die sogenannte „steuerliche Ergänzungsbilanz“. In dieser steuerlichen Ergänzungsbilanz werden zuerst die Differenzen zwischen Buchwerten und Verkehrswerten des übernommenen Anlagevermögens erfasst. Die Differenzen zu den Verkehrswerten werden in der steuerlichen Ergänzungsbilanz erfasst und im Rahmen betriebsüblicher Abschreibungsdauern steuerlich wirksam abgeschrieben. Ein nicht verteilungsfähiger Anteil des Aufpreises wird als Geschäftswert erfasst und kann innerhalb von 15 Jahren abgeschrieben werden.

Dazu ein Beispiel: Eine mittelständische GmbH & Co. KG wird für zehn Millionen Euro erworben. Bestandteil des Erwerbs sind zwei Millionen Euro für das Eigenkapital. Acht Millionen Euro werden für stille Reserven und den Geschäftswert gezahlt. Die Differenz zwischen übernommenem Eigenkapital (zwei Millionen Euro) und Kaufpreis (zehn Millionen Euro) kann steuerlich wirksam abgeschrieben werden (acht Millionen Euro). Bei einem Steuersatz von 40 Prozent ergibt sich ein steuermindernder Abschreibungsbetrag von immerhin 3,2 Millionen Euro. Wird dieses Abschreibungsvolumen auf zehn Jahre verteilt, kann das

Unternehmen künftig immerhin pro Jahr 800.000 Euro Gewinn steuerfrei vereinnahmen. Die eingesparten Steuern können zu erhöhten Tilgungen eingesetzt werden, sodass sich die Finanzierungslaufzeit entsprechend reduziert.

Vor diesem Hintergrund haben Unternehmenskäufer natürlich großes Interesse daran, Anteile an einer Personengesellschaft zu erwerben oder aber Unternehmen in Form eines Asset-Deals zu übernehmen. Einem Asset-Deal kommt auch eine Umwandlung einer GmbH oder AG in eine GmbH & Co. KG gleich. Der Wert von Personengesellschaften und der Erwerb einzelner Vermögensgegenstände ist hinsichtlich der steuerlichen Folgen identisch. Unternehmenskäufer streben die kurzfristige Abschreibung des gezahlten Kaufpreises und mitunter auch die Nutzung vorhandener Verlustvorträgen an. Durch eine professionelle Gestaltung kann die Amortisationsdauer der M&A-Finanzierung verkürzt werden.

Fazit

Berichte darüber, dass sich der deutsche Mittelstand auf „Einkaufstour“ befindet, um Kompetenzen und Wachstum zu stärken, werden zeitgleich mit Berichten veröffentlicht, nach denen das Kreditvolumen in diesem Jahr wieder erheblich zunimmt. Immerhin stieg das Kreditvolumen an Unternehmen im ersten Quartal dieses Jahres um 13,3 Milliarden Euro gegenüber dem Schlussstand von 2015. Dazu werden auch M&A-Finanzierungen beigetragen haben.

Viele Kreditinstitute machen beim „Wettrennen“ im Bereich der Zinskonditionen und der weicheren Kreditbedingungen nicht mit. Dafür stehen Kapitalgeber am Markt zur Verfügung, die mit Freude für vorsichtigere Kreditinstitute einspringen: So suchen Kreditfonds - sogenannte „Schattenbanken“ - händeringend nach Anlagemöglichkeiten für ihr Kapital.

Mittelständische Unternehmen, die mit Zukäufen Kompetenzen stärken und wachsen wollen, müssen nur noch in Ausnahmesituationen unter Finanzierungsaspekten davon Abstand nehmen. Schwieriger als die Sicherstellung der Akquisitionsfinanzierung ist bei den aktuellen Marktbedingungen die Beschaffung geeigneter Unternehmen.

Autor

Karl A. Niggemann ist geschäftsführender Gesellschafter des Instituts für Wirtschaftsberatung (IfW) in Meinerzhagen.

Prof. Dr. Diethard B. Simmert ist Studiengangsleiter für den Studiengang „Finance & Management“ (B.Sc) an der International School of Management (ISM) in Dortmund und Frankfurt/M.