

# M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND  
MERGERS &  
ACQUISITIONS E.V.**

**26. Jahrgang**

**6/2015**

Standpunkt

**M&A-Aktivitäten von  
Familienunternehmen:  
Gibt es Besonderheiten?**

Strategien und Visionen

**Intelligente Finanzierung von  
Unternehmensnachfolgen**

Strategien und Visionen

**Die intuitive Seite des  
M&A-Prozesses**

Switzerland Column

**M&A-Markt Q1 2015: Aufhebung  
des Euro-Mindestkurses hinterlässt  
Spuren im Schweizer M&A-Markt**

Recht und Steuern

**Rechtliche Gestaltungsmöglich-  
keiten bei Investments von Family  
Offices in Familienunternehmen**

Deal des Monats

**Fusionswelle auf dem  
Wirtschaftsprüfermarkt**



© Disney

Strategien und Visionen

**Generationenübergreifend  
unternehmerisch:  
Hochvermögende als  
Direktinvestoren**

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

# Intelligente Finanzierung von Unternehmensnachfolgen

Dr. Frank Lugert, Independent Consultant & Sebastian Seibold, Seibold&Cie. GmbH, München

## 1. Einleitung – Marktentwicklung von Beteiligungsoportunitäten und Finanzierungsbedingungen

► Der deutsche Markt für Mittelstandsbeteiligungen präsentiert sich auch zum Jahresauftakt in ausgesprochen robuster Verfassung.<sup>1</sup> Insbesondere das Thema für Unternehmensnachfolgen ist weiterhin sehr präsent. Beispielsweise ist in der Schweiz jedes achte Unternehmen ohne Klärung der Nachfolge des Firmeninhabers, schreibt die Züricher Handelszeitung.<sup>2</sup> Vergleichbares kann für den deutschen und den österreichischen Markt angenommen werden. Parallel zur positiven Entwicklung der Verfügbarkeit von Beteiligungsmöglichkeiten haben sich die Finanzierungsbedingungen für Transaktionen nochmals leicht verbessert: Banken scheinen nun immer öfter zur Aufweichung der Konditionen und Bedingungen ihrer Finanzierungsmodelle bereit zu sein.<sup>3</sup> Die Praxis zeichnet jedoch ein anderes Bild: Tatsächlich stellt sich heraus, dass für die Finanzierung von Nachfolgetransaktionen den betroffenen Unternehmen der Zugang zum Finanz- und Beteiligungsmarkt aufgrund ihrer speziellen Situation verwehrt bleibt – unabhängig von deren Profitabilität und Solidität. Adäquate Lösungen für die Nachfolgeproblematik sind für viele Familienunternehmen somit bisher noch immer nicht gefunden.

Ausgehend von den Erfahrungen der Autoren mit solchen Projekten widmet sich der vorliegende Artikel zunächst der Veranschaulichung der Ausgangssituation, bevor Finanzierungsinstrumente und damit verbunden Schwierigkeiten vorgestellt und schließlich die Details eines Lösungsansatzes für derart komplexe Situationen erörtert werden.

## 2. Ausgangssituation mittelständischer Familienunternehmen mit ungelöster Nachfolgeregelung

Die Besonderheiten von mittelständischen Unternehmen mit Nachfolgeproblemen zeigen sich in deren Unternehmensgröße und Geschäftsmodellcharakteristika, der oft emotionalen Kaufpreisgestaltung des Verkäufers, der zentralen Rolle des Unternehmers im Unternehmen, dem Mangel an geeigneten Nachfolgekandidaten sowie der Interessenlage von Beteiligungsgesellschaften an Unternehmen dieser Art.

Besonders spezielle und schwer finanzierbare Geschäftsmodelle sind Unternehmen mit einem Projektgeschäft von weniger als 10 Mio. EUR Umsatz trotz profitabler Geschäftsentwicklung und schlanker Kostenstrukturen und mit einzigartigen technologischen Lösungen in Nischenmärkten. Unternehmen dieser Art haben meist hoch volatile Geschäfts- und Umsatzentwicklungen und es bestehen hohe Abhängigkeiten von einzelnen Projekten und zu wenigen Kunden. Mit dem Projektgeschäft gehen oftmals ein Vor-Finanzierungsbedarf und unregelmäßige Zahlungseingänge einher. Die dadurch entstehenden Liquiditätsschwankungen erfordern Kompensation durch Aval- oder Kontokorrent-Kredite.

Erschwerend kommt hinzu, dass der Übergang vom Unternehmer zum Nachfolger ein überproportionales Risiko für die bestehenden Kunden-, Lieferanten- sowie die Mitarbeiterbeziehungen und -bindungen und damit auch für die erfolgreiche Fortführung des Unternehmens darstellt. Die Preisvorstellungen des Inhabers sind oftmals emotional kalkuliert, was in Anbetracht der Bewertung des eigenen Lebenswerks verständlich und nachvollziehbar ist. Zudem stellt der Erlös des Unternehmensverkaufs beziehungsweise die erfolgreiche Fortführung des Unternehmens nicht selten einen Teil der Altersvorsorge der Unternehmerfamilie dar. ►►

1 Dietrich: Pressemitteilung zum Private Equity Panel am 16.02.2015.  
2 Köchli: Der Schlüssel zur Lösung. In: Züricher Handelszeitung, Ausgabe Nr. 7 vom 12. Februar 2015.  
3 Dietrich: Pressemitteilung zum Private Equity Panel am 16.02.2015.

Unternehmen mit diesen Umsatzgrößenordnungen sind außerhalb der Interessenlage typischer Beteiligungsgesellschaften, da das Volumen des Kapitalengagements deren Management- und Verwaltungsaufwand nicht in ausreichendem Maße Rechnung trägt. Interessenten für eine potenzielle externe Nachfolge kommen aus dem mittleren (angestellten) Management und sind auf der Suche nach Finanzierungslösungen. Bei der Finanzierung von Nachfolgetransaktionen in dieser Konstellation zeigen sich jedoch ganz besondere Herausforderungen.

### 3. Besonderheiten von Finanzierungsmodellen für die Nachfolgetransaktion

Grundsätzlich sind verschiedene Finanzierungsmodelle denkbar. In der Praxis zeigen sich aber bezüglich der beschriebenen Ausgangssituation Hindernisse, die entlang der folgenden Struktur erläutert werden:

- (1) Finanzierungen durch die Hausbank unterliegen Basel III;
- (2) Fördermittel durch Bürgschaftsbanken oder Förderinstitute können nur durch die finanzierende Bank beantragt werden;
- (3) Asset Based Finance (Besicherung von Umlaufvermögen, Factoring) ist für das Projektgeschäft nicht möglich;
- (4) Asset Based Finance (Sale & Lease Back) ist für das Projektgeschäft nicht möglich;
- (5) Co-Investoren als (stille) Minderheitsgesellschafter sind nicht oder nur äußerst selten dafür zu gewinnen;
- (6) Verkäuferdarlehen werden nicht ausreichend von Banken als unternehmerisches Risiko akzeptiert.

Grundsätzlich können Großbanken und deren Leveraged-Buy-out-Abteilungen, Debt Funds, Direct Lending Funds, Mezzanine-Anbieter und übliche Private-Equity- und Beteiligungsgesellschaften ausgeschlossen werden, da deren Engagement einen Finanzierungsumfang von wenigstens 15-20 Mio. EUR pro Transaktion umfasst. Aufgrund langer Durchlaufzeiten und der eingeschränkten Verfügbarkeit (je Bundesland in Deutschland ein Anbieter mit regionalem Fokus) müssen die staatlichen mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Länder leider auch außen vor gelassen werden.

Die Einflussfaktoren auf die Abbildung der somit notwendigen Finanzierung der Nachfolgetransaktion stellen sich wie folgt dar: Höhe des Kaufpreises, Höhe des Eigenkapitals, Besicherung von Vermögenspositionen und Verteilung des unternehmerischen Risikos an einen Nachfolger/ein Nachfolgeteam. Insgesamt liegt hier zu viel Risiko für herkömmliche Finanzierungsmodelle vor

– keine guten Voraussetzungen für die Transaktionsfinanzierung durch eine Bank.

Auf die oben genannten Punkte und damit verbundene Schwierigkeiten soll im Folgenden detaillierter eingegangen und echte „Showkiller“ identifiziert werden. Die kreative Kombination von Teilen dieser Modelle führt aber schließlich zu einer möglichen, intelligenten Lösung.

#### 3.1 Leverage-Finanzierungen durch (Haus-)Banken

Finanzierungen von Nachfolgetransaktionen durch (Haus-)Banken erfordern zumeist einen Eigenkapitalanteil von wenigstens 30-40% beziehungsweise einen Fremdkapitalanteil von 60-70% mit marktüblicher Verzinsung. Vorzugsweise setzen die Banken Laufzeiten von vier bis sechs Jahren für derartige Finanzierungen an. Sie sind leicht zugänglich und gut verfügbar; außerdem herrschen eine gute Markttransparenz sowie ein ausgewogenes Wettbewerbsverhältnis. Die Beurteilung der Kreditfähigkeit des Vorhabens, des Unternehmens und des Nachfolgers unterliegt den üblichen Bonitäts- und Ratingverfahren von Basel III.

Betrachtet man die oben beschriebene Ausgangssituation der Unternehmen und die Nachfolgeproblematik insgesamt, so liegt nahe, dass allein aufgrund der stark schwankenden Umsatzentwicklungen und des schwankenden Liquiditätsbedarfs die Kreditfähigkeit des Vorhabens mit der Hausbank fraglich ist beziehungsweise stark in Abhängigkeit zum avisierten Kaufpreis steht.

#### 3.2 Fördermittel für die Finanzierung von Nachfolgetransaktionen

Förderinstitute wie die L-Bank in Baden-Württemberg oder die LfA in Bayern stellen für derartige Vorhaben Mittel in Höhe von teils bis zu 25 Mio. EUR pro Transaktion zur Verfügung. Die Fördermöglichkeiten dienen dann zur Besicherung des Kredits der finanzierenden Bank, zum Beispiel der Hausbank. Voraussetzung dabei ist, dass die Rahmenbedingungen der Institute für die Förderfähigkeit der Transaktionen erfüllt sind. Die Schwierigkeit dabei ist, dass der Kredit selbst durch eine finanzierende Bank ausgestellt wird und somit auch deren Risikobewertung ausschlaggebend dafür ist, ob die Mittel der Förderinstitute überhaupt in Betracht gezogen werden können beziehungsweise eine Anfrage zur Besicherung stattfindet. Sollte bereits die (Haus-)Bank kein Interesse an der Finanzierung der Nachfolgetransaktion aufgrund der oben beschriebenen Charakteristika haben, gerät die Fördermöglichkeit außer Reichweite.

Asset Based Finance stellt eine weitere alternative Finanzierungsform gegenüber der Einbringung von weiterem Eigenkapital gegen Gesellschaftsanteile oder der üblichen Banken-Finanzierung dar.

### 3.3 Besicherung von Umlaufvermögen, Beleihung von Beständen und/oder Verkauf von Forderungen (Factoring)

Grundsätzlich gibt es Möglichkeiten, Umlaufbestände zu besichern. Banken nehmen jedoch Abstand davon, Umlaufvermögen und Forderungen zu besichern; aufgrund der Kleinteiligkeit der Bewertung der Einzelpositionen, der Ausfallwahrscheinlichkeit der Forderungen und vor allem aufgrund der Liquidierbarkeit. Aus Werksverträgen resultierende Bestände und Forderungen im Projekt- und Anlagengeschäft werden in der Regel von vielen Beleihungsgesellschaften gar nicht erst akzeptiert, da Fertigstellungsgrade in Verbindung mit dem Projektgeschäft stehen und somit nur schwer mit der Bewertung in Einklang gebracht werden können.

Für den Verkauf von Forderungen gibt es eine ganze Reihe an Factoring-Gesellschaften, welche diese in Abhängigkeit der Bewertung mit einem Abschlag aufkaufen. Da der Nachfolgeunternehmer aber keine weitere Liquidität in das Unternehmen einbringt, die unmittelbare Liquidität aus dem laufenden Geschäft – sprich den verkauften Produkten – in die Bestandsveränderungen mit einfließt und in Zahlungseingängen der Forderungen resultieren, kann der Verkauf derer an Dritte ausgeschlossen werden. Somit scheiden diese Möglichkeiten aus.

### 3.4 Verkauf und Rück-Leasing/Rück-Anmietung von Anlagevermögen (Sale and Lease/Rent Back)

Eine weitere Alternative zum klassischen Bankkredit ist Sale & Lease Back (oder als Mietkaufvariante: Sale & Rent Back), wobei gebundenes Kapital freigesetzt und so Liquidität geschaffen werden kann. Der Leasinggeber kauft die gebrauchten Maschinen des Unternehmens, die von diesem direkt wieder zurückgeleast werden. Die Leasingraten sind als Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig, die Nutzung der Maschinen nicht eingeschränkt. Dabei ist die Finanzierung des Sale & Lease Back ausschließlich auf die eingebundenen Maschinen abgestellt, welche uneingeschränkt weiter genutzt werden können. Zusatzsicherheiten sind nicht erforderlich und der Leasinggeber nimmt keinen Einfluss auf die Geschäftsführung.<sup>4</sup>

Bei Sonder-/Spezialmaschinen- und Anlagenbauern stellt sich die Frage, einen Maschinenpark zu verkaufen, deshalb nicht, weil sich bei Unternehmen dieser Größenordnung nur selten umfangreiche Maschinenparks im Betrieb selbst finden – die Wertschöpfungstiefe ist hier auf die Endmontage und (Teil-)Inbetriebnahme der technischen Lösungen reduziert. In den Montagehallen befinden sich somit meist nur Werkzeuge, Hebezeuge und unter Umständen die eine oder andere Bearbeitungsstelle. Die Möglichkeit, durch Veräußerung

von Anlagevermögen Eigenkapitalquoten zu heben oder diese zu besichern, entfällt somit ebenfalls.

### 3.5 Co-Investoren als (stille) Minderheitsgesellschafter

Sollte das notwendige Eigenkapital für eine Finanzierung eines Kaufpreises in der Höhe von 30-40%, wie es für ein Leveraged-Buy-out erforderlich wäre, nicht aufgebracht werden können, gibt es noch die Möglichkeit, (stille) Minderheitsgesellschafter mit in die Beteiligungsstruktur zu integrieren. Bei Kaufpreisen in der Größenordnung von einstelligen Millionenbeträgen stehen somit Beträge von mehreren hunderttausend Euro bis hin zu einstelligen Millionenbeträgen Anteilen von weniger als 25% in Relation gegenüber.

In Anbetracht der Attraktivität von Wertsteigerung, geringem Risiko und kaum Verwaltungsaufwand sind Investitionen in Minderheitsbeteiligungen für potenzielle Investoren eher nachrangig. Etwaige Fonds, deren Anlagestruktur Investitionen in nachhaltige, profitable Wachstumsentwicklungen von Nachfolgetransaktionen ermöglichen, existieren nicht auf dem Finanzmarkt. Diese Alternative kann somit – zumindest derzeit – ebenfalls ausgeschlossen werden.

### 3.6 Verkäuferdarlehen an den Nachfolger

Um die Eigenkapitalquote zu erhöhen, ist es denkbar, dass der Unternehmer dem Nachfolger ein Verkäuferdarlehen gewährt. Damit nimmt der Käufer des Unternehmens neben der Bankfinanzierung ein weiteres Darlehen des Verkäufers zur Finanzierung des Unternehmenserwerbs in Anspruch. Dies stellt dann eine teilweise Stundung des Kaufpreises dar.<sup>5</sup> Die Nachteile für den Verkäufer sind der zunächst fehlende Teil der Liquidität aus dem Verkaufserlös, lange Laufzeiten, Nachrangigkeit und fehlende Sicherheiten.<sup>6</sup> Vorteilhaft ist jedoch, dass diese Darlehen häufig gut verzinst werden. Die Zinszahlung kann zur Optimierung der steuerlichen Belastung für den Unternehmer, verglichen mit der einmaligen Kaufpreiszahlung, in voller Höhe vorteilhafter sein. Zudem zeigt der verkaufende Unternehmer mit diesem Darlehen großes Vertrauen in das eigene Unternehmen sowie in die Fähigkeiten des Käufers. Er unterstellt mit der Kreditgewährung, dass der Käufer das Darlehen „nur“ aus den Dividendenausschüttungen des Unternehmens bedienen kann. Das Darlehen kann durch den Käufer auch als Vertrauens- und Glaubwürdigkeitsbeweis gewertet werden, dass es keine Überraschungen oder versteckten Mängel gibt.<sup>7</sup> Als Absicherung kann vorgesehen werden, dass Ergebnisausschüttungen, Dividenden oder Rückzahlungen von (anderen) Gesellschafterdarlehen erst erfolgen, nachdem das Verkäuferdarlehen zurückgezahlt wurde, und dass die Rückzahlung des Darlehens ▶▶

4 Von der Goltz: Sale & Lease back: Erst verkaufen, dann nutzen. In: Creditreform, Ausgabe 2/2015.

5 Lorenz: Verkäuferdarlehen bei Unternehmenstransaktionen, Blog vom 05.12.2012.

6 Jürgens: Verkäuferdarlehen. In: Handelsblatt vom 28.03.2009.

7 Lorenz: Verkäuferdarlehen bei Unternehmenstransaktionen, Blog vom 05.12.2012.



sofort fällig wird, wenn ein Wechsel in der Kontrolle des Käufers oder der mit ihm verbundenen Unternehmen erfolgt.<sup>8</sup> Dadurch wird die weitere Verbundenheit des Alteigentümers mit dem Unternehmen und dessen Interesse an einer professionellen Übergabe nochmals verdeutlicht und sichergestellt. Ein klares Zeichen für das gegenseitige Vertrauen zwischen Unternehmer und Nachfolger und dafür, dass der scheidende Inhaber sein Lebenswerk beim Käufer in den richtigen Händen sieht.

Unter der Berücksichtigung einer (nur) marktüblichen Verzinsung ohne Sondertilgungsmöglichkeiten und einer Laufzeit von mindestens 10 Jahren werden diese Privatdarlehen als Eigenmittelsurrogate von den Förderinstituten anerkannt. Ausschlaggebend für den erfolgreichen Kreditantrag ist aber auch hier die Entscheidung der finanzierenden Banken, die das unternehmerische Risiko des Nachfolgeinteressenten oft als zu gering einschätzen und auch dieses Modell nicht akzeptieren.

Fasst man alle Ansatzpunkte zusammen, so stellen diese zwar theoretische Möglichkeiten dar, sind jedoch im Falle der hier besprochenen Unternehmenscharakteristika nicht praktisch anwendbar. Es bedarf also eines alternativen Lösungsansatzes für eine intelligente Finanzierung.

#### 4. Zusammenfassung – Die Lösung: Management-Buy-in mit Earn-out des Kaufpreises

Ein Unternehmer hat seine eigene Nachfolge jüngst als das Meisterstück des Unternehmertums bezeichnet: „Es ist die Übergabe meines Lebenswerks zur Sicherstellung der nachhaltig profitablen Entwicklung des Unternehmens sowie zur Sicherung der Arbeitsplätze und des Standorts.“ Nachfolge heißt somit auch Existenz sichern.<sup>9</sup> Trotz der offensichtlichen Verfügbarkeit von (Fremd-)Kapital zu derzeit sehr günstigen Konditionen und unterschiedlich denkbarer Finanzierungsmodelle zeigt sich die Finanzierung der Nachfolge bei kleinen und mittelständischen Unternehmen gemäß den Erfahrungen der Autoren komplexer als oft angenommen. Es bedarf also eines wesentlichen Kunstgriffs, um das Meisterstück zu vollbringen.

Zusätzlich bleibt es eine enorme Herausforderung, den einen passenden Nachfolger zu finden, dem der Unternehmer sein Lebenswerk anvertraut. Jemanden, der mit Empathie in der Lage ist, die Mitarbeiter für sich zu gewinnen. Jemanden, der das notwendige Handwerkszeug und ein zukunftsfähiges Konzept mitbringt. Ein zukunftsfähiges Konzept heißt auch, die Lücke, die der Unternehmer durch seine Übergabe hinterlässt, zu schließen. Gleichzeitig noch dazu das Unternehmen über Wachstumsschwellen heben zu können, scheint höchst fragwürdig. Dieser Schuh des Unternehmers ist vielen Nachwuchsführungskräften doch viel zu groß, so der emeritierte Universitätsprofessor und Unternehmer

Horst Wildemann. Statt eines einzelnen Nachfolgers mit finanzierenden, stillen (Minderheits-)Gesellschaftern hinter sich bietet sich daher ein beteiligtes Nachfolgeteam (bspw. in Form eines Management-Buy-ins) an. Voraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung dieser Lösung ist es, Menschen in der heutigen Nachfolgeneration zu finden, die eine hohe Schnittmenge gemeinsamer Wertvorstellungen mit dem Unternehmerehepaar haben, die motiviert und in der Lage sind, ein Unternehmen mit diesen speziellen Charakteristika zu wahren und eine Atmosphäre von Verbindlichkeit und gegenseitigem Vertrauen zu entwickeln.

Wenn keine Finanzierungsmöglichkeiten durch Dritte realisierbar sind, stellt sich die Frage, ob aus dem Verkäuferdarlehen nicht ein Earn-out-Modell entwickelt und der volle Kaufpreis dem Nachfolgeteam (Management-Buy-in-Team) gestundet werden kann. Die Rückversicherungsmöglichkeit für den Verkäufer besteht in einer Verpfändung der Gesellschaftsanteile sowie in der Vorrangigkeit seiner Zinsen und der Darlehensrückführung gegenüber den Dividenden und Erfolgsprämien des Nachfolgeteams. Als weitere Verpflichtung des Nachfolgers/der Nachfolger ist die Aufrechterhaltung des Standorts durch langfristige Mietverträge mit der Unternehmerfamilie denkbar. Wenn Betriebsimmobilien im Eigentum des Unternehmers verbleiben, kann der Kaufpreis um deren Wert reduziert werden.

Ein geeignetes Nachfolgeteam etablieren und die Stundung des Kaufpreises zur Besetzung von verschiedenen Führungspositionen, um die sich auftuende „Altunternehmerlücke“ zu schließen – diese Kombination ermöglicht die Verteilung des Risikos und stellt eine weitere Sicherheit für die erfolgreiche Fortführung des Unternehmens dar. Die Kaufpreisstundung beziehungsweise Rückzahlung dieses Kredits kann durch eine lebenslange Rente für das Unternehmerehepaar rückversichert werden. Eine stark erfolgsabhängige Kompensation des Nachfolgeteams unterstreicht zudem die Mitverantwortung und Erfolgsverbindlichkeit bei der Unternehmensfortführung, ebenso wie die ganze/teilweise Kaufpreisstundung die notwendige Begleitung des Altunternehmers – beispielsweise als Unternehmensbeirat – in einer befristeten Übergangsphase betont. ■



**Dr. Frank Lugert** hat seit 1998 über 50 mittelständische Unternehmen und Konzerne zu verschiedenen Problemstellungen als Unternehmens- und Unternehmerberater sowie als Interimsmanager in Führungspositionen begleitet. Er ist zertifizierter Restrukturierungsmanager, promovierte zum Thema „Synergierialisierung“, hat einen Abschluss zum Dipl.-Wirtsch.-Ing. und zum Dipl.-Ing. (FH). mail@franklugert.de  
**Sebastian Seibold** sammelte erste unternehmerische Erfahrungen in der Gründung eines Unternehmens im Bereich Marketing und Kommunikation. Später war er zunächst für den Bereich Marketing bei der Compendium Financial Services Group verantwortlich, dann Gründungsteammittelglied und Leiter Partnermanagement der Vantargis AG-Gruppe. Die Seibold & Cie. GmbH berät im Schwerpunkt mittelständische Unternehmen und Beteiligungsgesellschaften bei Finanzierungstransaktionen. seibold@seiboldcie.de

<sup>8</sup> Jürgens: Verkäuferdarlehen. In: Handelsblatt vom 28.03.2009

<sup>9</sup> Rimnov: Pragmatismus statt zu viele Emotionen. In: Züricher Handelszeitung, Nr. 7 vom 12. Februar 2015.