

Ein Leitfaden für den Finanzierungs-Entscheidungsprozess von M&A

Gerade für KMU ist es entscheidend, im Falle eines Kaufs von oder einer Fusion mit einer anderen Firma die richtige Finanzierungsform zu wählen. Diese hängt unter anderem vom individuellen Risikoprofil ab. — VON PHILIPP SIEGER

In Kürze In Zeiten von Globalisierung und gesättigten Heimmärkten spielen Merger und Acquisition (M&A) zunehmend auch für KMU eine wichtige Rolle. Die Finanzierung ist dabei eine grosse Herausforderung. Dieser Beitrag gibt eine Übersicht über mögliche Finanzierungsquellen und nimmt eine Priorisierung derselben vor. Dies führt zu einem beispielhaften, systematischen Entscheidungsprozess bei der Finanzierung von M&A-Aktivitäten.



M. A. HSG PHILIPP SIEGER ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter/Projektleiter am Center for Family Business der Universität St. Gallen (CFB-HSG). philipp.sieger@unisg.ch

Die volkswirtschaftliche und soziale Bedeutung von KMU ist nicht nur in der Schweiz als sehr hoch einzustufen (Füglister, Fust, Federer 2007). Aufgrund der Globalisierung und oftmals gesättigten Heimmärkten sind Fusionen und Übernahmen, oder neudeutsch Mergers and Acquisitions (M&A), für KMU von steigender Relevanz.

Dabei erweist sich die Finanzierung oft als kritischer Punkt. Sie ist sowohl ausschlaggebend dafür, dass eine Transaktion zustande kommt als auch für deren Erfolg. Für die Finanzierung von M&A stehen unterschiedliche Möglichkeiten zur Verfügung und für Inhaber von KMU, die sich mit M&A beschäftigen, ist es folglich wichtig, einen Überblick über bestehende Optionen sowie deren Vor- und Nachteile zu haben (vgl. Abb. 1 auf Seite 18). Daraus wird eine Priorisierung der verschiedenen Handlungsalternativen abgeleitet, was den Entscheidungsprozess bei der Finanzierung von M&A strukturiert.

Angenommen der Inhaber eines KMU entschliesst sich, ein anderes Unternehmen zu kaufen. Das Wunschunternehmen ist gefunden, der Verkäufer ist einverstanden, Art (Asset- oder Share Deal) und Umfang (zu erwerbende Anteile) der Transaktion wurden ebenfalls ausgehandelt, sogar über den Preis besteht Einigkeit. Die einzige offene Frage ist «nur» noch, wie das Geld für die Transaktion aufgebracht werden soll. Banken, Anbieter von Mezzaninkapital,

Private Equity Investoren sowie zahlreiche unabhängige Berater und Dienstleister buhlen um die Gunst des potenziellen Kunden. Dieser fragt sich: was gibt es überhaupt für Möglichkeiten? Und welche sind in meinem Fall zu bevorzugen? Dabei ist zu beachten, dass jede einzelne M&A-Transaktion ihre Besonderheiten aufweist. Daher wird im Folgenden eine grundlegende Handlungsanleitung aufgezeigt, die für den Einzelfall adaptiert werden muss.

Das interne Eigenkapital stellt die «Kriegskasse» eines Unternehmens dar, also vor allem freie liquide Mittel aller Art, die für M&A-Aktivitäten zur Verfügung stehen. Dazu können auch Mittel aus Deinvestitionen gezählt werden. Wird mit Eigenkapital finanziert, bleiben Banken und andere Finanzinstitute zunächst aussen vor. Das kann sich vor allem in Krisenzeiten positiv auswirken, da beispielsweise die Gefahr der Kündigung von Krediten wegfällt. Auch Brückenfinanzierungen sind im Ernstfall leichter erhältlich. Darüber hinaus hat das übernehmende Unternehmen operativ uneingeschränkt das Sagen, da kein weiterer Eigentümer involviert ist. Eine höhere Eigenkapitalquote wirkt sich ausserdem positiv auf die Verfügbarkeit und die Konditionen von Fremdkapital aus. Zudem wird das laufende Geschäft nicht durch Zins- und Amortisationszahlungen beeinträchtigt.

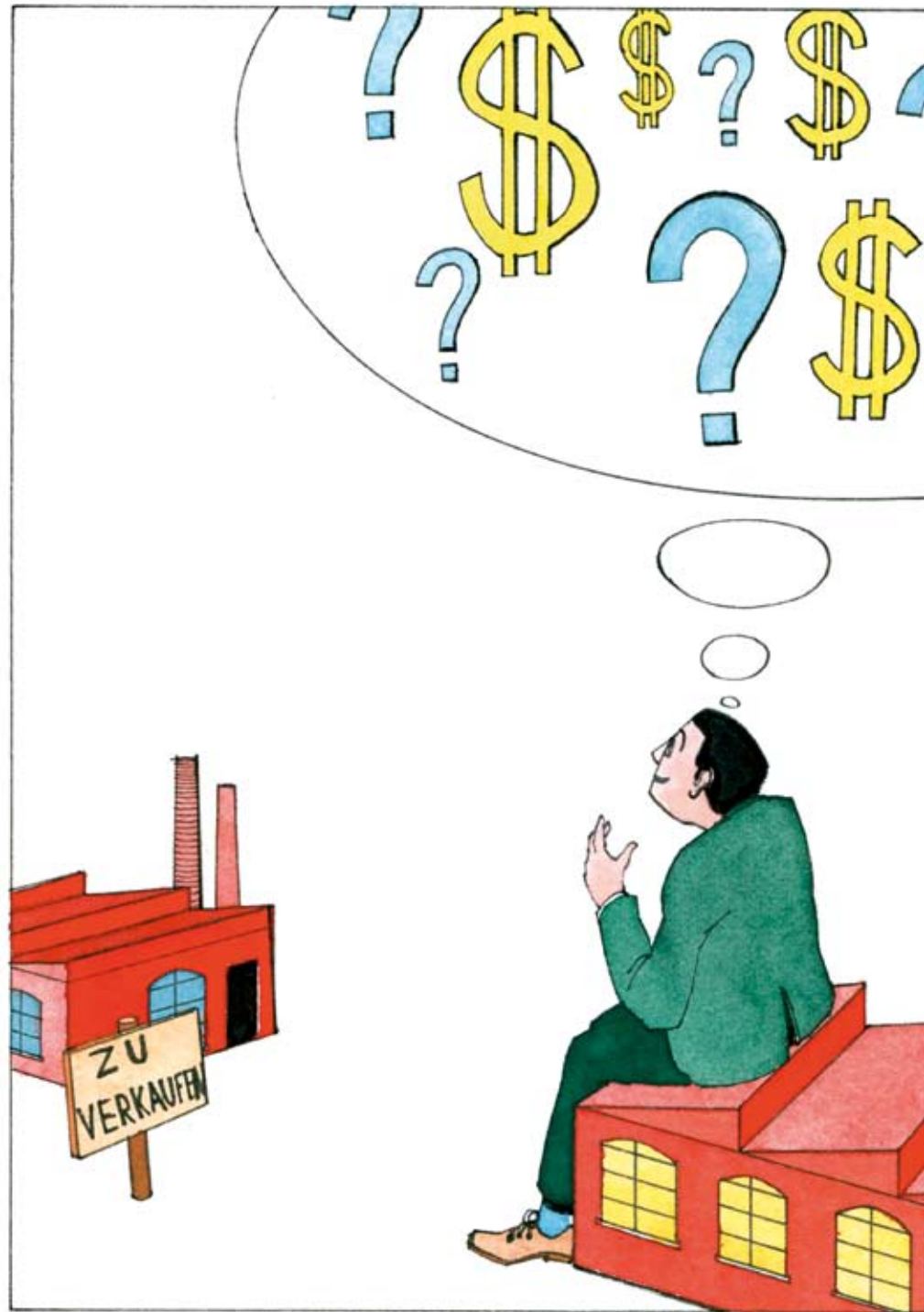
Es bestehen aber auch Nachteile. So gilt das Investment von Eigenkapital als teuer, da normalerweise versucht wird,

ein Unternehmen mit so wenig Eigenkapital wie möglich zu kaufen, um den Leverage-Effekt auszunützen. Ausserdem kann eine Investition von freien Mitteln die Flexibilität des Unternehmens einschränken. Zwar existieren keine Aufwendungen für Zinsen und Tilgungen, dafür ist aber kein oder wenig weiteres Kapital für eventuelle Folgeinvestitionen im Rahmen der Akquisition vorhanden. Dies müsste dann anderweitig beschafft werden, was zu Zeitverlusten führen kann. Generell ist anzunehmen, dass eine M&A-Transaktion nur in wenigen Fällen komplett mit Eigenkapital finanziert werden kann.

Unter externem Eigenkapital wird das Kapital von externen Investoren verstanden, die damit selbst Anteile an der übernommenen Unternehmung erwerben. Die verwendeten Begriffe sind nicht klar voneinander abgegrenzt und werden oft synonym gebraucht. Beispiele sind Risikokapital, Private Equity und Venture Capital (Schefczyk 2006). Innerhalb des hier verwendeten Oberbegriffs Private Equity gilt es, zwischen verschiedenen Anbietern zu unterscheiden.

Investoren haben sehr unterschiedliche Interessen

Renditeorientierte Investoren sind die klassischen, professionellen Private-Equity-Firmen. Sie verkaufen ihre Anteile nach einer bestimmten Anzahl von Jahren. Vorteile eines solchen Investors sind neben dem reduzierten unternehmerischen Risiko die bereitgestellte Managementunterstützung, die oftmalige Überlassung der Führung sowie die Wachstumsorientierung. Nachteile sind die verwässerten Eigentumsverhältnisse und die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Investor. Ausserdem ist anzuführen, dass die Rendite mit dem Investor geteilt werden muss, wobei oft zwischen 20



Firmenübernahmen zu finanzieren: ein komplexes Unterfangen.

Illustration: Lorenz Meier

und 35 Prozent erwartet werden. Weitere Punkte sind der hohe Druck sowie der oft problematische Ausstieg des Investors.

Unterstützende Investoren auf der anderen Seite sind Institutionen, die weniger auf Rendite ausgerichtet sind,

sondern die allgemeine Wirtschaftsförderung im Blick haben. Dies sind oft staatseigene Private-Equity-Firmen, die über einen längeren Zeitraum flexible stille Beteiligungen eingehen. Es wird aber meist keine weitergehende Unterstützung angeboten. Auch sind die ver-

fügbaren Beträge in ihrer Höhe relativ beschränkt.

Zusätzliche nennenswerte Investoren sind dritte Unternehmen, Lieferanten oder sogar Kunden. Diese Investmentform wird auch als Corporate Venture Capital (CVC) bezeichnet. Die Konditionen sind oft günstiger als bei normalen Private-Equity-Firmen, ausserdem ist umfangreiche Managementunterstützung und Know-how verfügbar und das Investment ist meist langfristig ausgerichtet. Auf der Nachteileite stehen die mögliche Einflussnahme des Investors auf das operative Geschäft und die entstehende Abhängigkeit, falls auch Ressourcen bereitgestellt werden.

Eine letzte Gruppe sind Privatpersonen, zum Beispiel Business Angels (vgl. io new management, Ausgabe 7/8 2008, S. 37-40), die sich an M&A-Geschäften beteiligen. Oft bringen sie Branchenkenntnisse, Kontakte und Know-how mit ein, wobei die Konditionen oft als fair angesehen werden (Schefczyk 2006). Mögliche Nachteile sind die Einflussnahme dieser Personen sowie eine eventuell entstehende Abhängigkeit.

Mezzaninkapital als Mischform von EK und FK

Mezzaninkapital, eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital, erfreut sich wachsender Beliebtheit. Aus rechtlicher Sicht ist es dem Fremdkapital zuzuordnen, da es als nachrangige Verbindlichkeit klassifiziert wird. Aus wirtschaftlicher Sicht können einige eigenkapitalähnliche Elemente identifiziert werden, wie beispielsweise sogenannte Equity Kicker, die es dem Gläubiger ermöglichen, Anteile zu erhalten.

Es gibt unzählige Variationen, von denen manche eher eigenkapitalähnlich und manche mehr fremdkapitalähnlich sind. Aufgrund des mittleren Niveaus von Risiko und Rendite ist Mezzaninkapital billiger als Eigenkapital

Abb. 1: Vor- und Nachteile der Finanzierungsmöglichkeiten

Internes Eigenkapital	
Vorteile	Nachteile
• Unabhängigkeit	• Kosten
• Kreditwürdigkeit erhöht	• Flexibilität eingeschränkt
• Liquidität nicht beeinträchtigt	• Verfügbarkeit
Mezzaninkapital	
Vorteile	Nachteile
• Günstiger als Eigenkapital	• Teurer als Fremdkapital
• Steuern	• Komplexität/Transaktionskosten
• Kein externer Einfluss	• Nicht vollständig krisensicher
• Verfügbarkeit	• Covenants
• Flexibilität	
Bankkredit	
Vorteile	Nachteile
• Günstige Konditionen	• Liquidität beeinträchtigt
• Steuern	• Nicht krisensicher
• Kein externer Einfluss	• Oft hohe Anforderungen
• Leverage-Effekt	• Obergrenze

Die Finanzierungsvariante hängt vom Risikoprofil ab.

aber teurer als Fremdkapital (Bernet, Denk 2000). Zinszahlungen sind steuerlich absetzbar und bei einer fremdkapitalähnlichen Form werden die Eigentumsrechte nicht verwässert. Mit einem stabilen und berechenbaren Cash Flow kann noch Mezzaninkapital aufgenommen werden, auch wenn zu diesem Zeitpunkt kein Fremdkapital mehr verfügbar ist. Generell ist es ein flexibel gestaltbares Instrument. Als Nachteil sind die Komplexität und Vielfalt der möglichen Konstrukte anzuführen. Oft werden sogenannte Covenants integriert, die zu gewissen Handlungen verpflichten oder gewisse Handlungen ausschliessen.

Als Fremdkapital wird meist der klassische Bankkredit bezeichnet. Die Finanzierungskosten sind dabei deutlich geringer als bei Eigen- oder Mezzaninkapital. Die zu leistenden Zinszahlungen können von der Steuer abgezogen werden. Aufgrund des Leverage-Effekts kann die Eigenkapitalrentabilität

durch die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital erhöht werden. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Bank keine Anteile besitzt und die Eigentumsrechte daher nicht verwässert werden. Ein direkter Einfluss auf das operative Geschäft ist ausgeschlossen. Nachteilig wirken sich die laufend anfallenden Zins- und Amortisationszahlungen aus, die die Liquidität beeinträchtigen. Generell existiert eine Obergrenze für das maximal aufnehmbare Fremdkapital (z.B. das zwei- bis dreifache des EBITDA). Ein in dieser Hinsicht ausgeschöpfter Spielraum kann in Krisenzeiten zu Problemen führen, da die Bank beispielsweise den Kredit kündigt oder die Konditionen verschlechtern kann. Um einen Bankkredit zu bekommen, müssen oft hohe Anforderungen in Bezug auf Sicherheiten erfüllt werden.

Für die Unternehmen stellt sich die Frage, nach welchen Kriterien die Finanzierungsform evaluiert werden soll, um den Entscheidungsprozess bei der

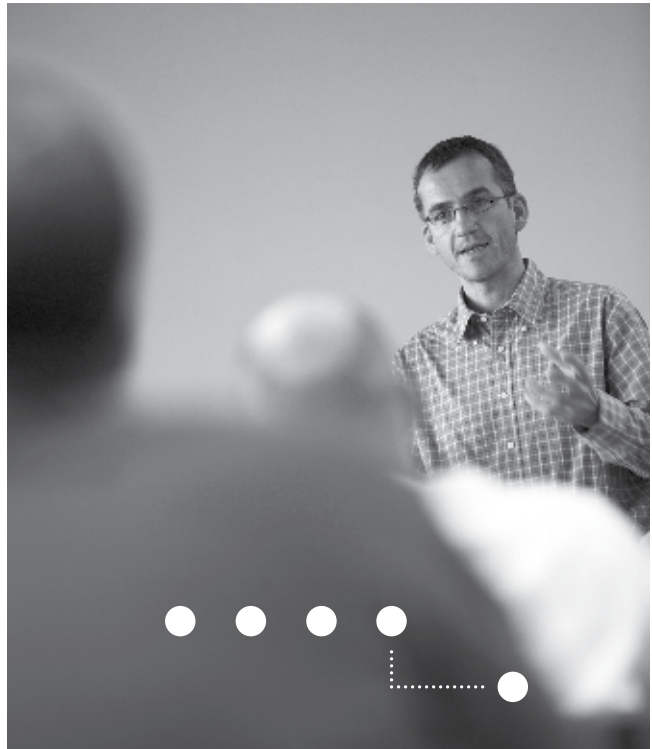
Finanzierung von M&A-Aktivitäten zu strukturieren. Die relevanten Kriterien sind zahlreich und hängen vom konkreten Einzelfall ab, dennoch können in der Literatur drei Kriterien identifiziert werden, die als die wichtigsten bezeichnet werden: Kosten, Unabhängigkeit und Sicherheit (Schefczyk 2006). Unter Unabhängigkeit wird die unternehmerische Freiheit verstanden, die nach Möglichkeit nicht von anderen Eignern beeinträchtigt werden sollte. Sicherheit bedeutet in diesem Kontext, das Risiko eines Scheiterns oder Bankrotts möglichst gering zu halten.

Hinsichtlich Finanzierungskosten ist Fremdkapital sicher die erste Wahl. Mezzaninkapital ist im Normalfall aufgrund der oft enthaltenen eigenkapitalähnlichen Komponenten teurer. Am teuersten ist externes Eigenkapital von Private-Equity-Firmen, die meist eine sehr hohe Rendite erwarten. Das Investment von internem Eigenkapital gilt ebenfalls als teuer.

Wenn der maximale Spielraum ausgeschöpft ist

Die finale Einschätzung hängt jedoch auch von den Renditeerwartungen des Eigners ab. Aus dem Blickwinkel der Sicherheit hat Fremdkapital Nachteile, da die Liquidität von Beginn an dauerhaft belastet wird. Ist der maximale Spielraum ausgeschöpft, können im Krisenfall meist keine weiteren Fremdmittel aufgenommen werden. Fremdkapitalähnliche Mezzaninkonstrukte weisen die gleichen Nachteile auf. Ein höherer Anteil von Eigenkapital, ob internes oder externes, erhöht auf der anderen Seite die Sicherheit, da es als Grundlage für die Aufnahme von Fremd- oder Mezzaninkapital dienen kann und die Liquidität nicht beeinträchtigt wird.

Steht die Unabhängigkeit im Vordergrund, sind internes Eigenkapital,



Berner Fachhochschule
Wirtschaft und Verwaltung

Executive Master of Business Administration Integrated Management Generalistische und praxisorientierte Weiterbildung für Führungskräfte aller Branchen mit Schwerpunkten Change, Innovation und Strategie.

Eidg. anerkannt / 11. Durchführung
Dauer: Februar 2009 bis November 2010
Unterrichtszeiten: 14-tägig, Donnerstag bis Samstagmittag / Studienort: Bern

Infoveranstaltung

Montag, 10. November 2008, 18.30 bis ca. 19.30 Uhr,
Berner Fachhochschule, Fachbereich Wirtschaft und Verwaltung, Morgartenstrasse 2c, Bern

Information und Anmeldung

www.wirtschaft.bfh.ch/weiterbildung oder
Telefon 031 848 34 00

In Kooperation mit:

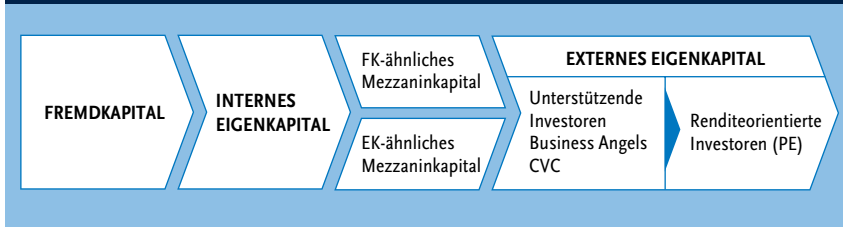


HAUTE ÉCOLE DE GESTION (HEG) DE FRIBOURG
HOCHSCHULE FÜR WIRTSCHAFT (HSW) FREIBURG

o a o
evaluated 08

Unterstützende Investoren wie Business Angels können interessante Partner sein.

Abb. 2: Präferenz für die Finanzierung



Fremdkapital ist aufgrund der tiefen Kosten und der hohen Unabhängigkeit beliebt.

Fremdkapital und eventuell fremdkapitalähnliche Mezzaninkonstrukte zu bevorzugen. Bei eigenkapitalähnlichen Mezzaninen oder bei externem Eigenkapital befinden sich dagegen Anteile des übernommenen Unternehmens in «fremder» Hand, was den unternehmerischen Spielraum einschränkt.

Innerhalb des Bereichs externes Eigenkapital wurden verschiedene Anbieter vorgestellt. Eine Priorisierung derselben fällt schwer, da die Konditionen stark vom Einzelfall abhängen. Grundsätzlich ist aber davon auszugehen, dass aus finanzieller Sicht unterstützende Investoren, CVC und das Kapital von Business Angels den klassischen Private-Equity-Anbietern vorzuziehen sind. Die Unabhängigkeit des Übernehmers dürfte aufgrund der verwässerten Eigentumsverhältnisse in ähnlicher Weise beeinträchtigt werden, wobei hinsichtlich der Bereitstellung von Managementunterstützung deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Anbietern bestehen. Die allgemeine Sicherheit wird durch die zusätzlichen Eigner in gleichem Masse erhöht.

Am Anfang eines Finanzierungsprozesses steht meist die Frage, ob zunächst

das Fremd- oder das Eigenkapital betrachtet werden soll. In der Praxis hat sich eine bestimmte Präferenz herauskristallisiert, die durch mehrere Experteninterviews bestätigt wurde (vgl. Abb. 2 auf dieser Seite). So stehen Finanzierungskosten und Unabhängigkeit meist an erster Stelle, was eindeutig für Fremdkapital spricht. Wird die maximale Verschuldungskapazität nicht überschritten und verläuft das Geschäft grundsätzlich nach Wunsch, ist auch die Sicherheit ausreichend. Reicht das verfügbare Fremdkapital nicht aus, muss der restliche Betrag anderweitig aufgebracht werden. Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, dass sich dieser Betrag relativ genau bestimmen lässt. Somit fällt eine unbekannte Grösse weg, bevor es darum geht, das einzusetzende Eigenkapital zu bestimmen.

Dabei bietet sich zunächst internes Eigenkapital an. Es erhöht die Sicherheit, garantiert unternehmerische Unabhängigkeit, und der Preis hängt zu einem gewissen Grad von den Erwartungen des Unternehmers/der übernehmenden Firma sowie den Opportunitätskosten ab. Als nächster Schritt kann Mezzaninkapital folgen. Es ist billiger

als externes Eigenkapital, während die Auswirkungen auf Sicherheit und Unabhängigkeit von der konkreten Ausgestaltung des Mezzaninkonstrukts abhängen. Fremdkapitalähnliche Konstrukte belasten die Liquidität und lassen die Unabhängigkeit unangetastet, während eher eigenkapitalähnliche Konstrukte weniger Einfluss auf die Liquidität haben, dafür aber die Eigentumsrechte verwässern.

Ein oftmals letzter Schritt ist externes Eigenkapital. Es ist am teuersten und hat den negativsten Einfluss auf die Unabhängigkeit. Basierend auf den bereits dargestellten Eigenschaften sind dabei unterstützende Investoren, CVC und Business Angels den renditeorientierten Private-Equity-Firmen meist vorzuziehen.

Die Finanzierung von M&A, speziell bei KMU, ist ein komplexes und schwieriges Unterfangen. Die dargestellten Finanzierungsquellen und der beispielhafte Entscheidungsprozess sollen helfen, Licht ins Dunkel zu bringen. Es ist hervorzuheben, dass der dargestellte Sachverhalt einen idealisierten, theoriebasierten und in der Praxis verifizierten Ansatz darstellt. Das Konzept ist eine grundsätzliche Handlungsanleitung ohne dazu zu verleiten, andere Varianten auszuschliessen, denn der Einzelfall kann sich völlig anders darstellen.

Literatur

- Bernet, B. und Denk, C.** (2000): *Finanzierungsmodelle für KMU*. Haupt Verlag, Bern/Stuttgart/Wien.
- Füglister, U.; Fust, A. und Federer, S.** (2007): *Kleinunternehmen in der Schweiz – dominant und unscheinbar zugleich*. BDO Visura (Hrsg.), Solothurn.
- Schefczyk, M.** (2006): *Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity – Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler* (2. Auflage). Schäffer-Poeschel, Stuttgart.