

PKF spezial



Wachstumsstrategien

richtig planen und umsetzen

Wichtige Aspekte im Akquisitionsprozess

» EDITORIAL

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

begünstigt u. a. durch das stabil niedrige Zinsniveau auf den Kapitalmärkten verzeichnet der Markt für Unternehmens- oder Anteilsübertragungen nun wieder kräftige Zuwächse. Diese Entwicklung hat neben den üblicherweise im Fokus stehenden Finanzinvestoren auch die für die deutsche Wirtschaft eminent wichtigen Familienunternehmen erfasst. Doch obwohl sich gerade Familienunternehmen durch zahlreiche Besonderheiten positiv von anderen Interessentengruppen wie Finanzinvestoren und Großkonzernen abheben, sehen sie sich im Vergleich mit akquisitions-erfahreneren Wettbewerbern oft im Nachteil – Anlass genug für uns, um Ihnen in unserem ersten Beitrag dieser PKF-Spezial-Ausgabe aufzuzeigen, wie Familienunternehmen auch ohne eigenen M&A-Stab einen komplexen Akquisitionsprozess erfolgreich meistern können.

Selbst unter günstigen internen und externen Rahmenbedingungen bleibt aber die Abwicklung von An- und Verkäufen von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen ein schwieriger Prozess und Risiken lassen sich bekanntlich niemals ganz ausschalten. Aber wirkungsvoll eingrenzen lassen sich Risiken schon, so insbesondere steuerliche Risiken: Eine Anleitung dazu, wie im Rahmen einer Tax Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen vorzugehen ist, finden Sie im zweiten Beitrag ab S. 8.

Ein mit der steuerlichen Brille eher unscharf bleibender Teil des Unternehmenswerts insgesamt entfällt auf die Markenkraft des Unternehmens bzw. bestimmter Produktreihen, die oft weit mehr Käufer anzieht als technische oder materialbedingte Vorzüge: Studien zeigen, dass Markenunternehmen für ihre Produkte verglichen mit Konkurrenzprodukten regelmäßig einen Preisvorteil zwischen 10 % und 24 % erzielen. Allerdings stellt die Bewertung von Marken einen komplexen und in der Praxis mit vielen Fragen behafteten Vorgang dar. Um diesen beherrschbar zu machen, erläutern wir konkretisierende und objektivierende Grundsätze für die Markenbewertung ab S. 12.

Einmal abgesehen von Ausnahmefällen stellen sich im Rahmen von M&A-Prozessen neben Bewertungsherausforderungen fast immer auch Finanzierungsfragen. Dazu informieren wir ab S. 15, wie Sie die von Gläubigerseite immer häufiger eingezogenen sog. Financial Covenants durch aktives Covenant Management beherrschen können. Ein proaktiver Systemaufbau und regelmäßiges Monitoring schützen vor den nicht ohne Grund gefürchteten Covenant-Brüchen.

Neben bankenseitig bereitgestellten Finanzmitteln werden nach einer zwischenzeitlichen Schwächephase nun auch hybride bzw. mezzanine Finanzierungsformen wieder verstärkt in den Fokus genommen. Für die Ausrichtung anstehender Akquisitionsfinanzierungen eignen sie sich insbesondere wegen der individuellen Ausgestaltungsmöglichkeiten, weshalb insoweit interessierte Leser den Beitrag ab S. 20 nicht überschlagen sollten.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen Informationen Anregungen zu geben, die es Ihnen ermöglichen, anstehende Übertragungsprozesse noch gezielter zu planen und zu gestalten. Eine informative Lektüre wünscht Ihnen

Ihr Team von PKF

» INHALT

In dieser Ausgabe lesen Sie:

- » **Unternehmenskauf durch Familienunternehmen:**
Besonderheiten bei anorganischem Wachstum durch Akquisitionen ... **S. 3**

- » **Tax Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen:**
Vielfältige Ansatzpunkte zur Eingrenzung von Steuerrisiken **S. 8**

- » **Bewertung von Marken –**
Ermittlung sachgerechter Werte:
Nicht einfach, aber möglich **S. 12**

- » **Financial Covenants durch ein aktives Covenant Management beherrschen:**
Proaktiver Systemaufbau und regelmäßiges Monitoring schützen vor Covenant-Brüchen **S. 15**

- » **Hybrid- und Mezzanine-Kapital –**
Weiterhin eine attraktive Alternative zu klassischen Finanzierungsformen? **S. 20**

Unternehmenskauf durch Familienunternehmen

Für viele Familienunternehmen stellt anorganisches Wachstum durch Akquisitionen ein wichtiges Instrument für die Unternehmensentwicklung dar. Doch obwohl sich gerade Familienunternehmen durch zahlreiche Besonderheiten positiv von anderen Interessentengruppen wie Finanzinvestoren und Großkonzernen abheben, sehen sie sich im Vergleich mit akquisitions-erfahreneren Wettbewerbern oft im Nachteil. Dieser Beitrag zeigt auf, wie Familienunternehmen auch ohne eigenen M&A-Stab einen komplexen Akquisitionsprozess erfolgreich meistern können.

Besonderheiten bei anorganischem Wachstum durch Akquisitionen

1. Spezifische Merkmale von Familienunternehmen im M&A-Prozess

Gerade Familienunternehmen zählen aufgrund drei wesentlicher Besonderheiten zur bevorzugten Käufergruppe insbesondere für andere Familienunternehmen. Diese sind

- die langfristige Ausrichtung und Planung sowie das persönliche Bewusstsein der Unternehmenseigner darüber, welche Bedeutung eine nachhaltige Reputation hat;
- das Bedürfnis zur Unabhängigkeit von Kreditgebern;
- das besondere Verständnis der Eigentümer für die Emotionalität, die ein Unternehmensverkauf mit sich bringt.

Die auf Langfristigkeit und eine nachhaltige Reputation ausgerichtete Unternehmensstrategie hat in der Integrationsphase den positiven Effekt, dass Synergien nicht sofort realisiert werden müssen und den Mitarbeitern des erworbenen Unternehmens die nötige Zeit gegeben wird, sich auf die Veränderungen und die neue Unternehmenskultur einzustellen. Auch das Unabhängigkeitsbedürfnis und die Risikoaversion der kaufenden Familienunternehmen nehmen unnötigen Druck aus der Integrationsphase.

Familienunternehmen tendieren dazu, zu kaufen, wenn eine Überschussliquidität vorhanden ist und das eigene Unternehmen stabile, auskömmliche EBITDA-Renditen erwirtschaftet. Dem erworbenen Unternehmen werden daher eher selten Finanzierungsbürden durch eine starke Fremdfinanzierung auferlegt.

Die größte Herausforderung im Kaufprozess besteht sicherlich in der hohen zeitlichen Belastung über einen

Zeitraum von sechs bis neun Monaten bis zur Vertragsunterzeichnung, i. d. R. verbunden mit einer Vielzahl involvierter Personen (intern Betroffene als auch externe Berater), die projektintern und auch mit dem Projektteam des verkaufenden Unternehmens koordiniert werden müssen. Bis zur Vertragsunterzeichnung liegt die überwiegende Zahl involvierter Personen meist auf externer Seite. Mit Beginn der Integrationsphase verschiebt sich dieses Verhältnis deutlich in das Unternehmen hinein.

» **Empfehlung:** In jedem Fall sollte möglichst rechtzeitig die Zusammenstellung des M&A-Projektteams erfolgen, um ein straffes und effizientes Projektmanagement zu gewährleisten. Dies vermeidet unnötige Missverständnisse, die aufgrund unzureichender oder fehlerhafter Kommunikation auftreten und zu erheblichen Problemen führen können. Ein strukturierter Prozess mit straffem Zeitplan und hoher Termintreue signalisiert außerdem Interesse sowie Professionalität und hilft, Vertrauen aufzubauen. Außerdem sollte der Eigentümer den direkten Kontakt mit dem Eigentümer des Zielunternehmens suchen und die Kommunikation auf dieser Ebene über den Prozess hinweg pflegen. Im indikativen Angebot (auch oft bezeichnet als: Letter of Intent, Absichtserklärung), welches zu Beginn eines M&A-Prozesses an das Zielunternehmen übermittelt wird, sollte das Familienunternehmen seine Besonderheiten (u. a. kurze und schnelle Entscheidungsprozesse; geringe Fremdfinanzierungsquote oder sogar bankenunabhängige Finanzierung; langfristige Ausrichtung, d. h. kein angestrebter Exit nach fünf bis sieben Jahren) hervorheben, da diese Hinweise die Entscheidung wesentlich beeinflussen können.

2. Motive für anorganisches Wachstum durch Akquisitionen

In Familienunternehmen findet teilweise aus Kapazitätsgründen oder auch wegen einer starken Eigentümer-Orientierung keine systematische Auseinandersetzung mit den Unternehmenszielen statt. Eine eindeutig definierte und strategische Ausrichtung basierend auf einer fundierten Analyse der eigenen Marktstellung ist jedoch wichtig, um zu gewährleisten, dass rationale Gründe in den Vordergrund der Entscheidung für einen Zukauf treten.

Wird nach einer solchen Analyse entschieden, neue Geschäftsaktivitäten durch externes Wachstum in Form von Akquisitionen zu erschließen, so sind daraus konkret abgeleitete Ziele u. a.:

- Vergrößerung von Marktanteilen,
- Verbesserung des Zugangs zu einer innovativen Technologie,
- Ausbau der horizontalen oder vertikalen Diversifikation,

- Verstärkung der „Human Resources“,
- Erschließung von Rationalisierungspotenzialen.

Wahlweise kann das Familienunternehmen nun in Abstimmung mit der eigenen Strategie

- aktiv geeignete Akquisitionskandidaten festlegen und selbst oder über Berater ansprechen oder
- Kaufopportunitäten, die an das Familienunternehmen direkt oder über Vermittler herangetragen werden, auf die strategische Passfähigkeit überprüfen.

» **Empfehlung:** Ein Akquisitionsprozess sollte nur angestoßen werden, wenn davon ausgegangen wird, dass das Zielunternehmen das Erreichen der langfristigen Unternehmensziele fördert. Um Irritationen während des Prozesses zu vermeiden, ist es insbesondere bei von Fremdmanagern geleiteten Familienunternehmen besonders wichtig, dass zwischen allen Entscheidungsträgern Konsens über die unterneh-

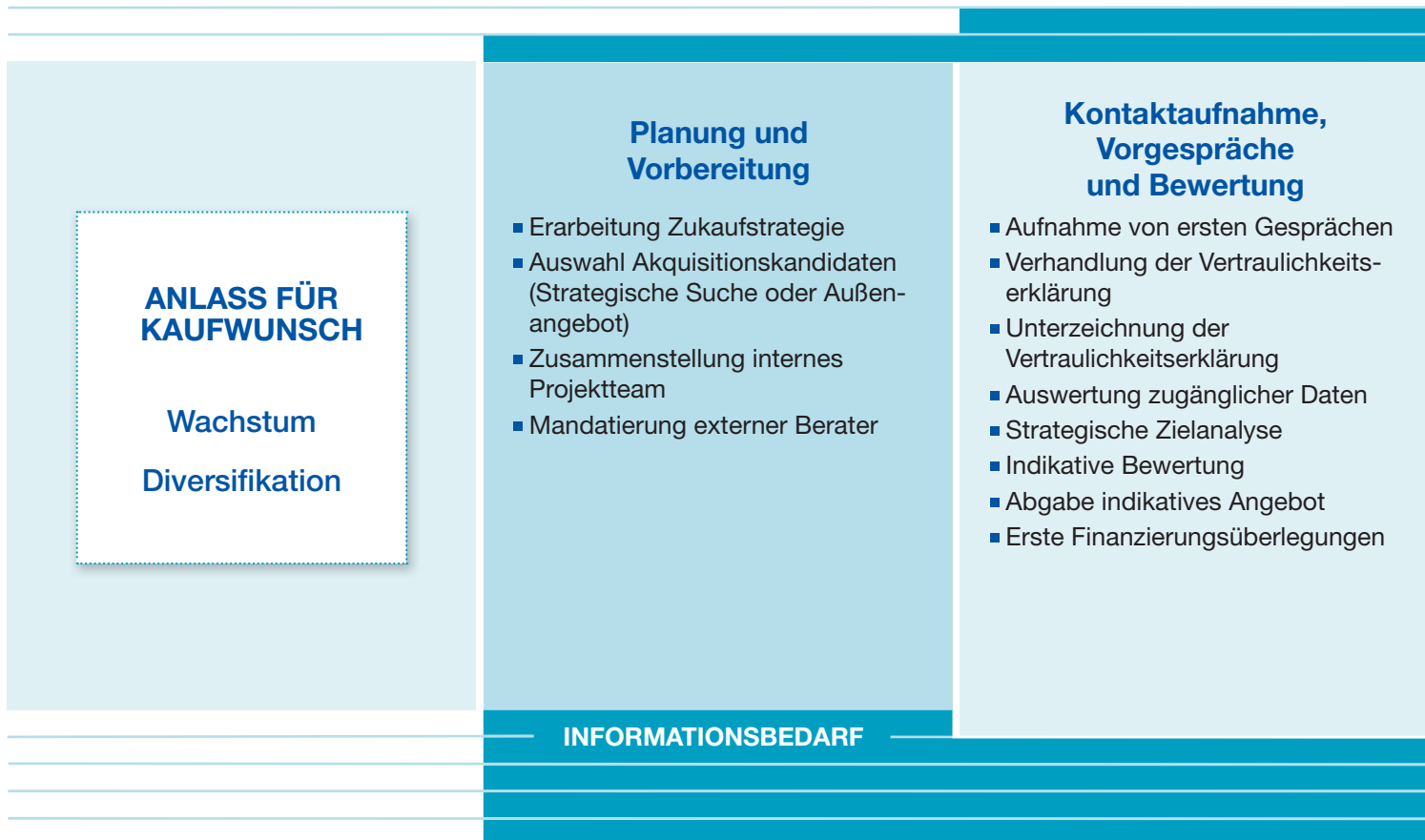


Abb. 1: Phasen des Kaufprozesses mit abnehmendem Informationsbedarf und zunehmender Kommunikationsintensität

mensstrategische Ausrichtung herrscht und alle Entscheidungsträger gleichermaßen in den Prozess eingebunden sind.

3. Die fünf Phasen des Kaufs

Die idealtypischen Phasen eines M&A-Kaufprozesses sind in Abb. 1 dargestellt und lassen sich grob in

- die Planungs- und Vorbereitungsphase,
 - die Phase der Kontaktaufnahme, Vorgespräche und Erst-Bewertung,
 - die Due-Diligence-Phase,
 - die Phase der Vertragsverhandlungen und des Vertragsabschlusses sowie schließlich
 - die Integrationsphase
- einteilen.

3.1 Planungs- und Vorbereitungsphase

Ausgangspunkt jedes Akquisitionsprozesses sollte die Erarbeitung einer M&A-Zukauf-Strategie sein. Die darauf

aufbauende Auswahl geeigneter Akquisitionskandidaten stellt den nächsten entscheidenden Schritt dar. Eine Initiierung erfolgt entweder durch das Familienunternehmen, indem es selbst oder über Berater in Form einer strukturierten Recherche interessante Unternehmen identifiziert, oder über Angebote, die dem Familienunternehmen von außen herangetragen werden.

Das Projektteam wird parallel möglichst frühzeitig zusammengestellt und im weiteren Projektverlauf erweitert. Das interne Team besteht idealerweise aus Vertretern aus dem kaufmännischen Bereich, dem Marketing- und Vertriebsbereich, der Forschung und Entwicklung und der Technik/Produktion. Um im Familienunternehmen eine unnötige Verunsicherung zu vermeiden, sollten die eingebundenen Projektmitglieder zur Vertraulichkeit verpflichtet werden.

» **Empfehlung:** Das Familienunternehmen sollte sich darüber bewusst sein, dass eine Akquisition für die inter-

KOMMUNIKATIONSINTENSITÄT

Due Diligence

- Vertiefte Analyse Datenraum
- Management-Präsentation
- Firmenrundgang
- Verfeinerung der Bewertung (stand-alone/kombiniert)
- Analyse Synergiepotenziale
- Integrationsüberlegungen
- Evtl. Experten-Meetings
- Vorbereitung Finanzierung
- Unternehmenskultur – Vereinbarkeit prüfen
- Beginn Integrationsplanerstellung
- Prüfung kartellrechtlicher Beschränkungen
- Finalisierung des Finanzierungskonzepts

Vertragsverhandlung/ Vertragsabschluss

- Verhandlung des Kaufvertrags
- Finalisierung Finanzierung und Akquisitionsstruktur
- Evtl. Due Diligence von sehr sensiblen Daten ggf. eingeschränkt (z. B. Datenschutz)
- Finalisierung des Kaufvertrags (inkl. Anlagen)
- Zustimmung der Organe
- Signing
- Finalisierung Integrationsplan
- Closing

Integration

- Umsetzung des Integrationsplans
- Fortlaufendes Monitoring

nen Projektmitglieder einen erheblichen Arbeitsaufwand mit sich bringt und die Ressourcen dementsprechend einplanen.

Das zu mandatierende externe Projektteam setzt sich häufig aus einem M&A-Berater für das Prozessmanagement, einem Steuerberater, einem Anwalt für Gesellschaftsrecht und ggf. weiteren Experten zusammen, die je nach Fachgebiet in den unterschiedlichen Phasen des Projekts unterstützend tätig werden.

3.2 Phase der Kontaktaufnahme, Vorgespräche und Erst-Bewertung

Sobald die Vorbereitungen abgeschlossen sind, kontaktiert in aller Regel der beauftragte M&A-Berater nach entsprechender Abstimmung mit dem Familienunternehmen das oder die Zielunternehmen. Unabhängig davon, ob es sich um eine aktive Ansprache des Familienunternehmens oder um eine Reaktion auf ein an das Familienunternehmen herangetragenes Angebot handelt, vermeidet diese Vorgehensweise, dass zu schnell Käufergerüchte am Markt entstehen. Die in aller Regel zu unterzeichnende Vertraulichkeitsvereinbarung, die beiden Parteien eine Geheimhaltung der Gespräche und ausgetauschter Unterlagen zusichert, sollte in jedem Falle vor Unterzeichnung von einem Anwalt für Gesellschaftsrecht geprüft werden.

Wenn die Möglichkeit besteht, sollten sich die Entscheider des Familienunternehmens darum bemühen, möglichst frühzeitig mit dem Eigentümer des Zielunternehmens in direkten Kontakt zu treten, um die positiven Besonderheiten des Familienunternehmens für den Verkäufer greifbar zu machen.

» **Empfehlung:** Signifikante Versprechen oder Zusicherungen sollten in diesem Prozessschritt noch nicht gegeben werden! Ein späteres Abweichen würde mühsam aufgebautes Vertrauen zerstören.

Auf der Basis eines sehr eingeschränkten Informationspakets müssen in aller Regel eine erste strategische Analyse des Zielunternehmens, eine indikative Bewertung und die Abgabe eines indikativen Angebots erfolgen. Dieses eingeschränkte Informationspaket enthält in einem Bieterprozess häufig nur ein sog. Informations-

memorandum mit Angaben zum Geschäftsmodell, der Organisationsstruktur und Finanzzahlen inkl. Planung. Im bilateralen Prozess sind es meist Jahresabschlüsse und eventuell eine anonymisierte Personalliste.

Das indikative Angebot enthält neben einer Bewertungsindikation meist schon Angaben

- zur angedachten Finanzierung der Transaktion,
- zu den strategischen Zielen der Akquisition,
- zu notwendigen Gremienzustimmungen und
- Angaben, ob die Transaktion kartellrechtlich problematisch sein könnte.

» **Empfehlung:** Soweit der Gesellschaftsrechtler eine Zustimmung des Kartellamts für notwendig erachtet, sollte in jedem Falle ein auf das Kartellrecht spezialisierter Anwalt eingeschaltet werden.

3.3 Due Diligence

Besteht hinsichtlich des abgegebenen indikativen Angebots Einigkeit der Parteien, ist es in der Due-Diligence-Phase das oberste Ziel des Familienunternehmens und seiner Berater, die zwischen Verkäufer und Käufer bestehende Informationsasymmetrie so weit wie möglich zu verringern. Due Diligence – zu Deutsch „erforderliche Sorgfalt“ – meint dabei die umfassende Überprüfung der Zielgesellschaft, zu der die Geschäftsführung des Familienunternehmens verpflichtet ist.

In Form eines sog. Datenraums (mittlerweile ist dies üblicherweise eine gesicherte Internetplattform eines professionellen Datenraumanbieters) stellt das Zielunternehmen Informationen zur Verfügung, um dem kaufenden Familienunternehmen einen umfassenden Einblick in sein Unternehmen zu gewähren, damit das Familienunternehmen eine fundierte Kaufentscheidung treffen kann. Die Prüfung erstreckt sich meist auf die Bereiche Finanzen, Steuern, Recht und ggf. Technik sowie Umweltrecht. Abhängig von der Transaktion und dem Zielunternehmen kann die Due Diligence aber auch weitere Bereiche umfassen.

Im Rahmen der Due Diligence bewegt man sich in einem Spannungsfeld: Während der Käufer darin interessiert ist, einen möglichst weitreichenden Einblick zu bekommen, muss das Zielunternehmen stets überlegen, wie-

viel Informationen es freigeben möchte oder auch nur kann und darf. So dürfen das Thema Datenschutz von Mitarbeiterdaten oder auch Verschwiegenheitsverpflichtungen des Zielunternehmens gegenüber Dritten nicht außer Acht gelassen werden.

Neben dem Datenraum gibt es üblicherweise Management Meetings mit dem Management des Zielunternehmens sowie sog. Datenraum-Q&A-Listen und Telefonkonferenzen, um offene Fragen zu klären. Die Organisation und Koordination der Meetings, der im Zusammenhang mit dem Datenraum gestellten Fragen und der Telefonkonferenzen obliegt dem M&A-Berater. Die Bereiche Finanzen, Steuern und Recht werden meist von den beauftragten Anwälten, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern geprüft (zur Tax Due Diligence vgl. den Beitrag ab S. 8 in diesem Heft), während sich die Projektmitglieder des Familienunternehmens auf die anderen Bereiche, zu denen wesentlich die Prüfung des Geschäftsmodells gehört, fokussieren.

» **Empfehlung:** Ein kontinuierlicher Informationsaustausch aller beteiligten Projektmitglieder ist insbesondere während der Due Diligence von höchster Wichtigkeit.

Während der Due-Diligence-Phase erarbeiten die Berater gemeinsam mit dem Zielunternehmen einen möglichst realistischen Business Plan. Dieser ist für die Einwerbung einer Finanzierung, sollte dies notwendig oder gewünscht sein, wichtig.

Die Ergebnisse aus der Due Diligence werden sowohl im Rahmen einer Überarbeitung der indikativen Bewertung herangezogen und im nun folgenden Kaufvertrag reflektiert als auch für den dann zu erstellenden Integrationsplan benötigt. Die Due-Diligence-Phase endet mit einem verbindlichen Angebot, welches auch eine Aussage zur konkreten Finanzierungs- und Akquisitionsstruktur enthält.

3.4 Phase der Vertragsverhandlungen und des Vertragsabschlusses

In einem bilateralen Prozess erstellt meist der Käufer den ersten Kaufvertragsentwurf. Die Ergebnisse der Due Diligence werden im Garantiekatalog des Kaufvertrags aufgegriffen.

Hingegen wird in einem Bieterprozess der erste Kaufvertragsentwurf üblicherweise von der Verkäuferseite zur Verfügung gestellt. Neben der Kaufpreishöhe ist der erste Markup (Überarbeitung) des Kaufvertrags und hier wesentlich die Überarbeitung des Garantiekatalogs entscheidend in der Auswahl des finalen Käufers. Parallel zum Kaufvertrag müssen meist noch neue Geschäftsführeransetzungsverträge, Beraterverträge, Immobilienkauf- oder Mietverträge verhandelt werden.

Kaufvertragsverhandlungen erstrecken sich häufig über mehrere Wochen und beinhalten u. U. eine weitere Due Diligence von besonders sensiblen Unterlagen, die dem Käufer erst kurz vor Vertragsunterzeichnung zur Verfügung gestellt werden. Nach Erstellung der Kaufvertragsanlagen und einer Zustimmung der Gremien kann der Kaufvertrag unterzeichnet werden.

» **Hinweis:** Die Zustimmung wird in Familienunternehmen i. d. R. sehr kurzfristig erfolgen können, was einen großen Vorteil darstellt.

3.5 Integrationsphase

Unmittelbar nach dem Eintritt von ggf. aufschiebenden Bedingungen wie z. B. einer Kartellrechtsfreigabe beginnt die Phase der Integration des neu erworbenen Unternehmens. Eine der ersten Aufgaben des Käufers ist es hierbei, eine Vertrauensbasis zu den involvierten Parteien zu schaffen. Dies sind vor allem die Mitarbeiter, aber auch Kunden, Lieferanten und Banken.

» **Empfehlung:** Ein gemeinsam mit den Schlüsselmitarbeitern des erworbenen Unternehmens aufgestellter realistischer Zeitplan

Besonders wichtig:
Ein kontinuierlicher Informationsaustausch aller beteiligten Projektmitglieder.

hilft, den Beteiligten Unsicherheiten zu nehmen und Motivation für die gemeinsame Zusammenarbeit zu geben.

4. Fazit

(1) Ein Unternehmenskauf sollte nur erfolgen, wenn er der Erreichung der langfristigen Ziele des Familienunternehmens dient und sorgfältig vorbereitet wurde.

(2) Ressourcen interner Mitarbeiter sollten umsichtig geplant und externe Berater so

rechtzeitig wie nur möglich eingebunden werden.

(3) Die Stärken eines Familienunternehmens – Langfristigkeit/schnelle Entscheidungsprozesse/Unabhängigkeitsbedürfnis/emotionales Verständnis – sind während des Prozesses hervorzuheben.

(4) Im Rahmen des Kaufprozesses und noch wichtiger während des Integrationsprozesses ist auf eine gute Kommunikation zu achten!

Tax Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen

Vielfältige Ansatzpunkte zur Eingrenzung von Steuerrisiken

Aus der Sicht des Erwerbers hängt der Erfolg einer Unternehmensakquisition nicht nur davon ab, dass ein möglichst günstiger Kaufpreis vereinbart wird, sondern auch davon, dass der Erwerber ein Verständnis für das operative Geschäft des Zielunternehmens entwickelt und sich aller Risiken bewusst ist, die er im Zuge des Erwerbs des Zielunternehmens eingeht. Die Bestimmung dieser – vielfältigen – Risiken ist daher von ganz entscheidender Bedeutung für den Erfolg einer Akquisition. Zu deren Feststellung und Beurteilung bei Unternehmenskäufen hat sich das Institut der Due Diligence entwickelt. Ein wichtiger Bestandteil hiervon ist die Tax Due Diligence zur Beurteilung und Eingrenzung von Steuerrisiken.

1. Ziele ...

Mit der Tax Due Diligence verschafft sich der Erwerber einen Einblick in die Struktur und die steuerliche Situation der Zielgesellschaft. Die Tax Due Diligence soll ihn in die Lage versetzen, bestehende Steuerrisiken, die sich z.B. aus der Haftung gem. § 75 AO (Haftung des Betriebsübernehmers) oder der Struktur des Zielunternehmens ergeben können, aufzudecken und zu bewerten (vgl. Abb. 2). Sie kann aber auch Struktur Chancen im

Zielunternehmen aufzeigen. Die im Rahmen der Prüfung aufgedeckten Steuerrisiken haben i. d. R. auch Einfluss

- auf die Kaufpreisgestaltung und -höhe,
- auf die Wahl zwischen Asset Deal und Share Deal und
- auf die Ausgestaltung der im Unternehmens- bzw. Anteilskaufvertrag zu vereinbarenden Gewährleistungsklauseln.

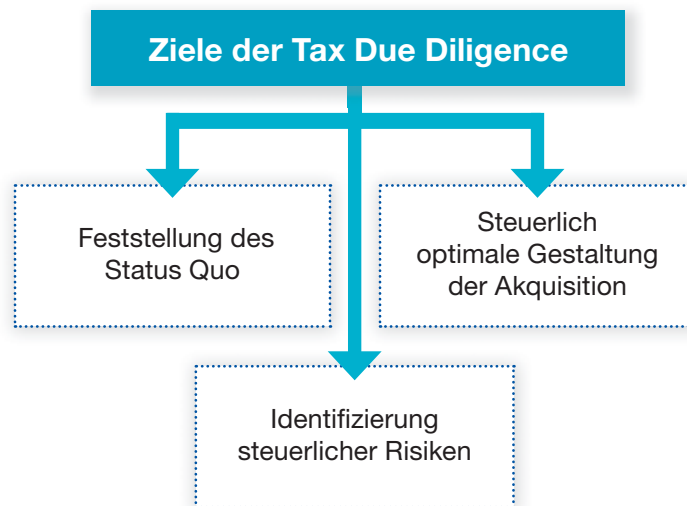


Abb. 2: Ziele der (Tax) Due Diligence im Akquisitionsprozess

... und Stellung der Tax Due Diligence im Akquisitionsprozess

Die Tax Due Diligence sollte heutzutage Bestandteil jeder Unternehmensakquisition sein. Inhalt und Umfang der Tax Due Diligence orientieren sich dabei insbesondere an der rechtlichen Form des Zielunternehmens sowie an der sich im Verlauf des Due Diligence Prozesses herauskristallisierenden Art der Transaktion – Anteilskauf (Share Deal) vs. Kauf der Einzelwirtschaftsgüter (Asset Deal).

Die Abb. 3 veranschaulicht die Stellung der (Tax) Due Diligence im Akquisitionsprozess insgesamt.

2. Vorbereitung ...

Die Durchführung einer Tax Due Diligence erfordert intensive Vorbereitungsarbeiten. Empfehlenswert ist die Verwendung von Checklisten, die an die Besonderheiten der Transaktion anzupassen sind. Im Rahmen einer steuerlichen Due Diligence sollten zumindest die in der Tab. 1 auf S. 10 genannten Gesichtspunkte für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren vor dem Akquisitionszeitpunkt untersucht werden.

... und Durchführung der Tax Due Diligence

Mit einer Due Diligence wird grundsätzlich erst dann begonnen, wenn sich die Parteien in einem „Letter of Intent“ auf gewisse Eckdaten für ihre Kaufverhandlungen geeinigt haben.

Unmittelbar danach beginnt die Käuferseite mit der Due Diligence, deren Detaillierungsgrad („red-flag“ vs. „full-scope“) zwischen dem Käufer und dessen Berater festzulegen sowie mit der Verkäuferseite abzustimmen ist. Der vom Käufer beauftragte Berater erhält dann entweder eine Sammlung von ausgewählten Dokumenten oder Zugang zu allen bereitgestellten Dokumenten, aus denen er die für ihn wichtigen Dokumente auswählen kann. Ganz unterschiedlich wird die Frage gehandhabt, ob der Käufer Kopien von Dokumenten anfertigen darf oder ob

sich seine Prüfung auf die Einsichtnahme in Unterlagen beschränkt, die ggf. in einem Datenraum bereitgestellt werden.

Aus Erwerbersicht besteht immer eine klare Präferenz für eine sog. „offene Durchführung“ der Due Diligence, d. h.

für ein Einsichtsrecht in alle vom Verkäufer bereitgestellten Unterlagen. Die in einem Datenraum begrenzten Einsichtnahmemöglichkeiten sind für den Erwerber regelmäßig unbefriedigend, so dass der Erwerberseite grundsätzlich zu empfehlen ist, auf einer offenen Durchführung der Due Diligence zu bestehen.

3. Typische Problemfelder der Tax Due Diligence

Im Rahmen der Tax Due Diligence wird das Zielunternehmen ähnlich wie bei einer Betriebsprüfung geprüft, aufgrund des oftmals bestehenden Zeitdrucks im Regelfall aber weniger detailliert. Die typischerweise zu untersuchenden steuerlichen Problemfelder erstrecken sich u. a. auf die in Unterabschnitt (1) – (5) genannten Sachverhalte.

(1) Verdeckte Gewinnausschüttung (vGA):

Im Rahmen der Tax Due Diligence bei Kapitalgesellschaften haben

vGA i.S. des § 8 Abs. 3 Satz 2 KStG regelmäßig eine große Bedeutung. Sie können zu steuerlichen Mehrbelastungen auf der Ebene der Kapitalgesellschaft in der Vergangenheit führen. Im Rahmen der Tax Due Diligence sind sämtliche Rechts- und Leistungsbeziehungen zwischen dem Zielunternehmen und seinen gegenwärtigen und ehemaligen Gesellschaftern zu überprüfen. Diese Überprüfung muss alle Zeiträume bis zum letzten Betriebsprüfungszeitraum erfassen.

(2) Verrechnungspreise: Gestaltungen des Lieferungs- und Leistungsverkehrs zwischen verbundenen Unternehmen über Verrechnungspreise und Umlagen rücken vor dem Hintergrund neuer OECD-Regeln ver-

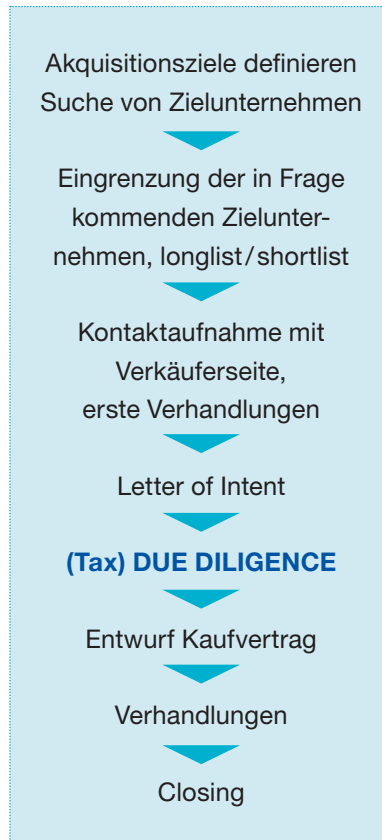


Abb. 3: Einordnung der Tax Due Diligence in den Akquisitionsprozess

AKTIVITÄT	INHALT
Prüfung	Anteilseignerstruktur der Zielgesellschaft
Prüfung	gesellschafts- und steuerrechtliche Struktur (Gesellschaftsverträge, Unternehmensverträge etc.)
Feststellung	durchgeführter Umstrukturierungen und Haltedauern
Durchsicht	Jahresabschlüsse und Geschäftsberichte
Feststellung	Stand von Veranlagungen und der „offenen Jahre“
Durchsicht	Betriebsprüfungsberichte der zwei bis drei letzten Betriebsprüfungen
Durchsicht	Berichte der letzten Lohnsteuer- und Umsatzsteueraußenprüfung
Durchsicht	letzte Steuererklärungen und Steuerbescheide (insb. Ertragsteuern, Umsatzsteuer)
Prüfung	(ent- und unentgeltliche) Liefer- und Leistungsbeziehungen zwischen dem Zielunternehmen und den Gesellschaftern bzw. anderen Konzerngesellschaften im Hinblick auf das Risiko möglicher verdeckter Gewinnausschüttungen und auf die konzerninterne Verrechnungspreisgestaltung
Feststellung	Ausschüttungsverhalten während der letzten Wirtschaftsjahre
Prüfung	bilanzmäßiges Eigenkapital
Prüfung	Vollständigkeit der passivierten Verbindlichkeiten und Rückstellungen
Prüfung	Werthaltigkeit der Aktiva und bereits erfolgter Teilwertabschreibungen
Prüfung	steuerliche Wirksamkeit von Unternehmensverträgen (Ergebnisabführungs- und Beherrschungsverträge)
Prüfung	evtl. vorhandene Verlustvorträge bzw. deren Nutzung
Prüfung	Finanzierungsstruktur im Inland und im Ausland
Klärung	Grunderwerbsteuerfragen

Tab. 1: Checkliste zur Tax Due Diligence

stärkt in den Fokus und dürfen daher auch als Prüfungsgegenstand bei einer Tax Due Diligence nicht fehlen. Der Schwerpunkt liegt hier aus Käufersicht in einer überschlägigen Risikoanalyse der Lieferungs- und Leistungsbeziehungen und der Beurteilung, ob die Verrechnungspreise angemessen im Sinne des Fremdvergleichs sind oder ob steuerliche Sanktionsmaßnahmen als vGA, verdeckte Einlage oder Berichtigungen nach § 1 AStG drohen können.

(3) Verlustnutzung: Ein weiterer wichtiger Prüfungspunkt in einer Tax Due Diligence sind körperschaft- und gewerbsteuerliche Verlustvorträge der Zielgesellschaft. Seit dem Wirtschaftsjahr 2008 fallen grundsätzlich steuerliche Verlustvorträge und laufende Verluste von Kapitalgesellschaften teilweise weg, wenn mehr als 25 % der Anteile (un-)mittelbar übertragen werden, bzw. sogar ganz, wenn mehr als 50 % übertragen werden, sofern nicht eine der in § 8c KStG normierten Ausnahmen einschlägig ist. Die Bedeutung steuerlicher Verlustvorträge im Rahmen von Unternehmenstransaktionen beschränkt sich daher in der Praxis vorwiegend auf den Aspekt der Minimierung von sog. „cash-out“-Steuerrisiken in der Zielgesellschaft. Wurden in der Vergangenheit steuerliche Verlustvorträge genutzt und stellt sich später heraus (z. B. in einer steuerlichen Betriebsprüfung), dass die Verlustvorträge zu diesem Zeitpunkt nicht mehr vorhanden waren, erhöht sich das zu versteuernde Einkommen entsprechend und kann damit zu einer steuerlichen Mehrbelastung in der Vergangenheit führen.

(4) Finanzierungsaufwendungen: Zumindest bei größeren Zielgesellschaften sollte im Rahmen der Tax Due Diligence auch auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen geachtet werden. Obgleich betrieblich veranlasster Zinsaufwand grundsätzlich steuerlich abzugsfähig ist, nimmt das deutsche Steuerrecht erhebliche Einschränkungen für den Betriebsausgabenabzug vor. So sind Zinsaufwendungen ab dem Veranlagungszeitraum

2008 durch die sog. Zinsschranken (§ 4h EStG, § 8a KStG) steuerlichen Abzugsgrenzen unterworfen.

(5) Organschaft: Ein in deutschen Konzernstrukturen regelmäßig anzutreffendes Konsolidierungsinstrument ist die sog. Organschaft. Diese dient der Zurechnung von Einkommen bestimmter „beherrschter“ Gesellschaften (sog. Organgesellschaften) zu einer „beherrschenden“ Gesellschaft (sog. Organträger). Ist das Zielunternehmen Organgesellschaft, erlangt die Prüfung der organschaftlichen Voraussetzungen im Rahmen der Tax Due Diligence besondere Bedeutung. Die Tax Due Diligence darf sich allerdings nicht lediglich auf das Prüfen der Organschaftsvoraussetzungen beschränken. Auch wenn diese erfüllt sind, müssen die Grundsätze der sog. Organhaftung beachtet werden. Nach § 73 AO haften Organgesellschaften im Zeitraum der Organschaft für solche Steuern, für die die Organschaft anwendbar war.

4. Quantifizierung des Steuerrisikos

Aus Sicht des potenziellen Erwerbers eines Unternehmens ist es im Rahmen der steuerlichen Due Diligence wichtig, etwaige Steuerrisiken des Zielunternehmens zu identifizieren und auch zu quantifizieren. Ein Steuerrisiko kann man dadurch quantifizieren, dass man einerseits die Höhe der potenziellen zusätzlichen Steuerlast berechnet und andererseits versucht, deren Eintrittswahrscheinlichkeit zu beurteilen.

Zwar kann die Ermittlung der Höhe zusätzlicher Steuern ein komplexes Unterfangen sein. Viel schwieriger zu beurteilen ist indes die Eintrittswahrscheinlichkeit der zusätzlichen Steuerlast. In der Praxis wird das

potenzielle Steuerrisiko in drei Risikostufen unterteilt, nämlich ein geringes, ein mittleres und ein hohes Risiko.

Bei der Einschätzung, in welche Kategorie das identifizierte Steuerrisiko fällt, muss der Berater verschiedene Parameter, so das Feststellungsrisiko durch den Betriebsprüfer oder die Verteidigungsmöglichkeiten im Einspruchsverfahren oder gar vor den Finanzgerichten, einschätzen.

5. Tax Due Diligence Report

Nach Durchführung der Tax Due Diligence erstellt der Berater einen Due Diligence Report über die Ergebnisse und den Umfang der Untersuchung. Typisches Element eines Tax Due Diligence Reports ist zunächst eine einleitende sog. „Executive Summary“ mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Aspekte und Vorschläge. Dem folgt die detaillierte Berichterstattung über die einzelnen geprüften Sachverhalte mit jeweiliger Risikoanalyse und Risikoeinschätzung nebst Beschreibung der geprüften Unterlagen.

6. Fazit

Die Durchführung einer Tax Due Diligence versetzt den potenziellen Erwerber in die Lage, die steuerlichen Risiken, die sich aus dem Erwerb ergeben können, genauer zu bestimmen. Am Ende steht die Absicherung steuerlicher Risiken in Form von Steuerklauseln im Kaufvertrag, die ohne vorher durchgeführte Tax Due Diligence vom Erwerber nicht fundiert ausgehandelt werden können. Im Ergebnis wünscht sich der Erwerber aus steuerlicher Sicht ja nur Eines: Der Verkäufer soll mit den Steuern belastet sein, die während der Zeit seiner Anteilseignerschaft entstanden sind.

Am Ende steht die Absicherung steuerlicher Risiken in Form von Steuerklauseln im Kaufvertrag, die ohne vorher durchgeführte Tax Due Diligence vom Erwerber nicht fundiert ausgehandelt werden können.

Bewertung von Marken

Ermittlung sachgerechter Werte: Nicht einfach, aber möglich

Marken haben einen großen Einfluss auf den Erfolg eines Unternehmens. Studien zeigen, dass Markenunternehmen für ihre Produkte verglichen mit Konkurrenzprodukten regelmäßig einen Preisvorteil zwischen 10 % und 24 % erzielen. Entsprechend werden bekannten großen Marken Werte von mehreren Mrd. € beigemessen. Die Bewertung von Marken stellt allerdings einen komplexen und in der Praxis mit vielen Fragen behafteten Vorgang dar. Um diesen beherrschbar zu machen, wurden in den letzten Jahren konkretisierende und objektivierende Grundsätze für die Markenbewertung entwickelt. Im Folgenden wollen wir Ihnen einen Überblick über die wichtigsten Grundsätze verschaffen.

1. Bewertungsanlässe

In der Praxis existieren vielfältige Bewertungsanlässe (einen Eindruck vermittelt die Abb. 4), die zu einer großen Bandbreite möglicher Werte führen können. Dabei hat der Anteil der Markenbewertungen aus finanzorientierten Anlässen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen.

Die Bewertung von Marken – wie auch die Bewertung von Unternehmen oder weiterer immaterieller Vermögenswerte – erfolgt anlassabhängig. Der zu ermittelnde Wert hängt somit wesentlich von der Perspektive und der Zielsetzung des Bewerthers ab.

» **Beispiel:** Allein schon im Rahmen von Kaufpreisfindungen ergeben sich deutliche Wertunterschiede je nachdem, ob man die Bewertung aus Sicht des Käufers oder des Verkäufers durchführt.



Abb. 4: Anlässe für eine Markenbewertung

2. Bewertungsobjekt

Unter dem Begriff „Marke“ wird im wirtschaftlichen Sinne eine differenzierende Kennzeichnung von Produkten und/oder Dienstleistungen verstanden, die den Nutzer einen finanziellen Vorteil aus der Verwendung erwarten lässt. Die Marke als Bewertungsobjekt ist dabei gegenüber dem Unternehmenswert und gegenüber anderen immateriellen Vermögenswerten abzugrenzen. Der Wert der Marke ergibt sich bei rein finanzieller Zielsetzung aus den künftigen Cashflows aus der Verwendung der Marke, also denjenigen Cashflows, die ein Unternehmen erzielen kann, weil Konsumenten bereit sind, mehr markierte Produkte zu kaufen bzw. für die markierten Produkte einen höheren Preis zu bezahlen.

In Abhängigkeit von der Reichweite der Wirkung einer Marke kann zwischen Unternehmensmarken, Produktgruppenmarken und Produktmarken unterschieden werden. Die Abgrenzung des Bewertungsobjekts kann dabei besonders schwierig werden, wenn z. B. unter einer bekannten Unternehmensmarke mehrere bekannte Produktmarken vertrieben werden. Hier lässt sich ohne ergänzende Informa-

tionen aus Kundenbefragungen oder vergleichbaren Analysen des Konsumentenverhaltens nicht klären, wie groß der Beitrag der jeweiligen Marke zu der Kaufentscheidung des Konsumenten ist.

3. Bewertungsverfahren

Für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte existieren drei fundamentale Herangehensweisen:

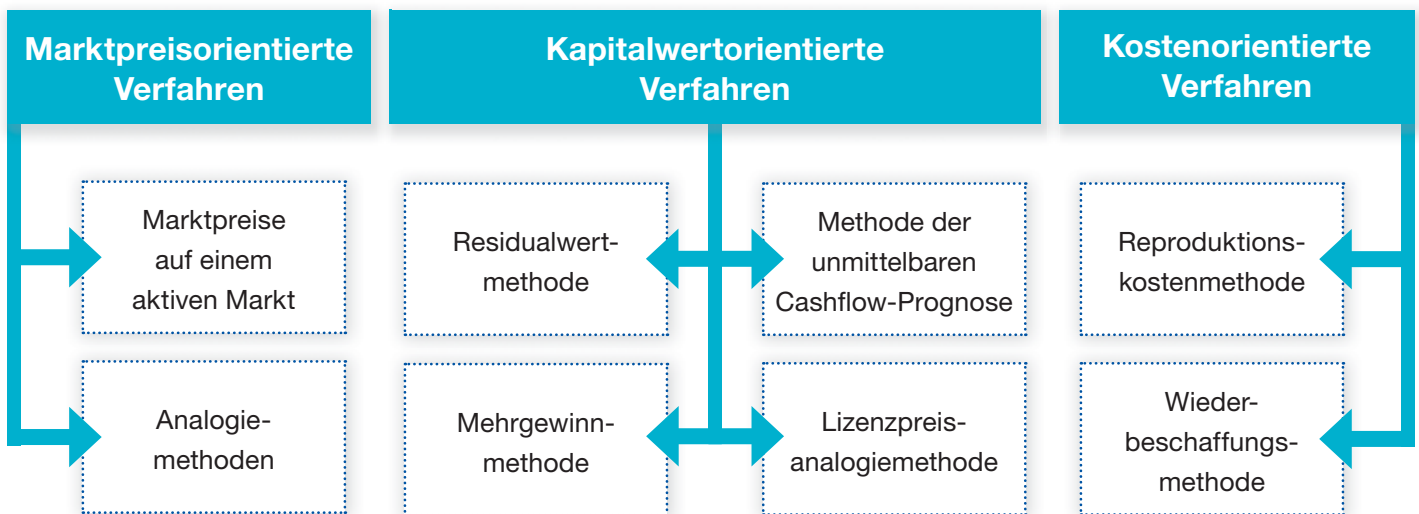


Abb. 5: Verfahrensalternativen

(1) Die **marktpreisorientierten Verfahren** leiten den Wert aus beobachtbaren Marktpreisen vergleichbarer Objekte ab.

(2) **Kostenorientierte Verfahren** gehen von der Überlegung aus, dass niemand bereit ist, mehr für einen Vermögenswert zu bezahlen, als ihn die Reproduktion oder die Wiederbeschaffung kosten würde.

(3) Die **kapitalwertorientierten Verfahren** berechnen den Wert als Summe der auf den Bewertungsstichtag diskontierten künftigen Zahlungsüberschüsse aus der Nutzung des Vermögenswerts.

Nach den in Abschn. 4 aufgeführten Überlegungen zu den wertbestimmenden Faktoren kommen für die Markenbewertung vorrangig die kapitalwertorientierten Methoden in Betracht. Je nach Bewertungsanlass und Anwendbarkeit (marktpreisorientierte Methoden erfordern z. B., dass vergleichbare Marken gehandelt werden und die entsprechenden Preisinformationen verfügbar sind) können aber auch die anderen Bewertungsverfahren anwendbar sein.

4. Bestimmungsfaktoren des Markenwerts

4.1 Ableitung finanzieller Überschüsse

Das grundsätzliche Problem des kapitalwertorientierten Verfahrens liegt in der Zuordnung isolierter finanzieller Überschüsse zu dem Bewertungsobjekt. Aus der Verwendung einer Marke lässt sich nur durch die Verbindung mit weiteren Vermögenswerten (z. B. Maschinen,

Vorräte) sowie unter Einsatz qualifizierter Mitarbeiter und ggf. anderer immaterieller Vermögenswerte ein Cashflow erzielen. Für die Aufteilung dieses Cashflows und die Ermittlung des auf die Marke entfallenden Anteils existieren die im Folgenden dargestellten Lösungsansätze (vgl. im Überblick Abb. 5).

(1) Bei der **Methode der unmittelbaren Cashflow-Prognose** werden die der Marke zurechenbaren Cashflows einzeln geplant. Diese Methode wird nur in Ausnahmefällen anwendbar sein, z. B. wenn eine Marke ausschließlich Dritten gegen Lizenzzahlungen zur Nutzung überlassen wird und somit die Cashflows aus den Lizenzzahlungen ableitbar sind.

(2) Bei der **Lizenzpreis-analogiemethode** (Relief-from-Royalty Method) werden die Cashflows der Marke über einen Opportunitätskostenansatz geschätzt. Dabei wird angenommen, dass die finanziellen Erfolgsbeiträge der Marke den fiktiven Lizenzzahlungen an Dritte entsprechen, die sich der Besitzer der Marke erspart. Zentrales praktisches Problem dieser Methode ist die Suche nach marktüblichen und vergleichbaren Lizenzraten.

(3) Die **Mehrgewinnmethode** (Incremental Cashflow Method) ermittelt die der Marke zuzuordnenden Cashflows durch den Vergleich des die Marke nutzenden Unternehmens oder Unternehmensteils mit und ohne diesen Vermögenswert. Der Mehrgewinn ergibt sich beispielsweise durch den Preisaufschlag, der durch

den Besitz einer Produktmarke im Vergleich zu unmarkierten Produkten erzielt werden kann. Während die Methode bei Produktmarken – insbesondere wenn vergleichbare Konkurrenzprodukte von Discountern am Markt verfügbar sind – in der Praxis relativ einfach anzuwenden ist, führt sie bei der Bewertung von Unternehmensmarken und Produktgruppenmarken zu dem praktischen Problem, dass die Erarbeitung des Alternativszenarios, in dem sich der alleinige Unterschied aus der zu bewertenden Marke ergibt, nur schwer möglich ist.

(4) Bei der Residualwertmethode (Multi-Period Excess Earnings Method) werden zunächst die Einzahlungsüberschüsse ermittelt, die das Unternehmen bzw. der Unternehmensteil aus dem Verbund der Marke mit anderen Vermögenswerten erzielt (EBITDA). Im Anschluss wird angenommen, dass die anderen Vermögenswerte von einem Dritten zur Verfügung gestellt werden und für diese Nutzungsentgelte gezahlt werden, die den fiktiven Vermieter für den Werteverzehr der zur Verfügung gestellten Vermögenswerte entschädigt und ihm eine angemessene Verzinsung auf das gebundene Kapital gewährt. Der Cashflow, der nach Abzug der fiktiven Nutzungsentgelte verbleibt, wird dann annahmegemäß der Marke zugerechnet. Typischer Anwendungsfall der Residualwertmethode ist die Kaufpreisallokation, da die Methode die Kenntnis der Werte sämtlicher unterstützenden Vermögenswerte voraussetzt.

4.2 Nutzungsdauer

Bei der Bewertung von Unternehmen wird i.d.R. von einer unbeschränkten Nutzungsdauer ausgegangen. Diese Annahme kann bei der Bewertung von Marken nicht ohne weiteres übernommen werden. Die Bestimmung der Nutzungsdauer ist hierbei immer eine Einzelfallbetrachtung, bei der die wirtschaftliche Nutzungsdauer gesucht wird, über die ein

Dritter für die Nutzung der Marke etwas zahlen würde.

Bei Produktmarken kann die Nutzungsdauer z. B. aus Produktlebenszyklen, aus Erfahrungen der Vergangenheit oder aus Marktanalysen abgeleitet werden. Unternehmens- oder Produktgruppenmarken weisen tendenziell eine längere Nutzungsdauer auf.

» **Hinweis:** Trotz der erhöhten Schwierigkeit, bei diesen ein Ende der Nutzungsdauer zu bestimmen, ist es dennoch unzulässig, dann von einer unbestimmten Nutzungsdauer auszugehen, wenn z. B. die Wettbewerbssituation oder fehlende Markenrelevanz auf eine begrenzte Nutzungsdauer hinweisen.

4.3 Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt grundsätzlich nach den gleichen Prinzipien wie bei einer Unternehmensbewertung. Dabei erfolgt die Kapitalisierung häufig mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Bei der Bewertung von Marken gelten allerdings insbesondere die folgenden Besonderheiten:

- Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu beachten, dass der Bewertung i. d. R. eine endliche Nutzungsdauer zugrunde liegt.
- Der auf der Basis einer typisierten Kapitalstruktur für das Unternehmen ermittelte WACC ist um einen vermögenswertespezifischen Zu- oder Abschlag zu ergänzen. Es ist dabei im Einzelfall zu entscheiden, ob das Risiko der betrachteten Marke über oder unter dem Risiko des gesamten Unternehmens liegt.

4.4 Berücksichtigung von Steuern

Die aus der Nutzung der zu bewertenden Marke erzielten Gewinne unterliegen i. d. R.

der Besteuerung. Daher sind Steuerzahlungen sowohl bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse als auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

Zudem wird ein (fiktiver) Erwerber die Marke als Vermögenswert in der Steuerbilanz mit den Anschaffungskosten erfassen und – je nach Steuerregimes – durch steuerliche Abschreibungen sein zu versteuerndes Einkommen mindern. Dieser Steuerspareffekt wird als Tax Amortization Benefit (TAB) bezeichnet. Im Einzelfall kann es daher sachgerecht sein, diesen Steuervorteil bei der Markenbewertung wert erhöhend zu berücksichtigen.

5. Zusammenfassung

Die Bewertung von Marken folgt in den Grundprinzipien den bereits für die Unternehmensbe-

wertung entwickelten Ansätzen. Dies bedeutet allerdings, dass – auch wenn lediglich ein einzelner Vermögenswert betrachtet wird – für die Bewertung die gleichen mitunter komplexen Fragestellungen beantwortet werden müssen.

Zudem führen einzelne Besonderheiten (wie z.B. die Zuordnung der auf die Marke entfallenden Zahlungsüberschüsse, die Frage nach der sachgerechten Nutzungsdauer oder die Einschätzung des vermögenswertspezifischen Risikos) dazu, dass der Bewerter sich mit zusätzlichen, z.T. nur schwer greifbaren Parametern auseinandersetzen muss.

Die erhöhte Komplexität bietet aber auch eine Chance, einen dem Bewertungsanlass angemessenen und im Sinne des Bewerbers nachvollziehbaren Wert zu erhalten.

Bei der Markenbewertung führen einige Besonderheiten dazu, dass der Bewerter sich mit zusätzlichen, z.T. nur schwer greifbaren Parametern auseinandersetzen muss.

Financial Covenants durch aktives Covenant Management beherrschen

Proaktiver Systemaufbau und regelmäßiges Monitoring schützen vor Covenant-Brüchen

Seit der Finanzkrise von 2008 sind kennzahlenbasierte Kreditklauseln, sog. Financial Covenants (im Folgenden „Covenants“), wieder zunehmend Bestandteil von Kreditverträgen. Sie bieten Gläubigern die Möglichkeit, die finanzielle Leistungsfähigkeit des Schuldners dauerhaft über die gesamte Laufzeit des Kredits zu überwachen und im Falle der Nichteinhaltung dieser Klauseln u.a. risikoadäquate Anpassungen der Konditionen vorzunehmen oder im Extremfall gar das gesamte Kreditengagement fällig zu stellen. Solche Covenants stellen gerade für mittelständische Unternehmen besondere Anforderungen an das Unternehmenscontrolling und -reporting.

1. Covenants in Kreditverträgen nehmen wieder zu

Der Zusammenbruch des Hypothekenmarkts in den

USA und die dadurch ausgelöste Finanzkrise haben das Bankensystem vor große Schwierigkeiten gestellt. Verschärfte Kreditvergabe kriterien und eine beschränkte Verfügbarkeit von Unternehmenskrediten waren die Folge. Im Zuge dessen konnten steigende Finanzierungskosten und erhöhte Anforderungen an die Unternehmensbonität (z. B. durch höhere Besicherung der Kredite) beobachtet werden. Ebenfalls beinhalten Kreditverträge der Banken seither wieder vermehrt Klauseln hinsichtlich unterschiedlicher Covenants, wodurch insbesondere Financial Covenants an Bedeutung gewonnen haben. Betroffen hiervon sind nicht nur Akquisitionsfinanzierungen bei Unternehmenskäufen, sondern auch die klassischen Finanzierungen des operativen Geschäfts eines Unternehmens z. B. durch Betriebsmittelkredite.

Bei Covenants handelt es sich um kreditvertragliche Nebenvereinbarungen zwischen Gläubigern und Schuld-

nern. Im Gegensatz zu einer einmaligen Überprüfung der Kreditwürdigkeit zum Zeitpunkt der Kreditvergabe erlauben (Financial) Covenants dem Gläubiger eine Überwachung der (finanziellen) Leistungsfähigkeit des kreditnehmenden Unternehmens fortlaufend über die gesamte Laufzeit des Kredits. Bedingt durch eine striktere Bankenregulierung im Zuge von Basel III wird es womöglich zu einer weiteren Differenzierung bei der risikoadäquaten Bepreisung von Unternehmenskrediten kommen und die dauerhafte Überwachung der Geschäftsentwicklung weiter an Bedeutung gewinnen.

» **Hinweis:** In Hinblick auf die Erhöhung der Kapitalanforderungen für Kreditrisiken an Banken im Zuge von Basel III müssen künftig auch kleine und mittlere Unternehmen vermehrt damit rechnen, Covenants in ihren Kreditverträgen vorzufinden.

2. Unterschiedliche Arten und Ausprägungen von Covenants

Covenants werden meist unternehmensindividuell ausgestaltet und berücksichtigen dabei insbesondere die aktuelle wie auch zukünftige Vermögens-, Finanz-, Ertragslage des kreditnehmenden Unternehmens. Grundlegend wird zwischen drei Arten von Covenants unterschieden (siehe Abb. 6).

(1) General Covenants beinhalten allgemeine Bestimmungen, z. B. in Bezug auf Ausschüttungen, Investitionen oder die Aufnahme neuer Verbindlichkeiten. Ebenso sind regelmäßig Vorschriften zur Kreditbeziehung enthalten. Beispiele hierfür sind die Leistung von Bürgschaften und Sicherheiten sowie Vorgaben hinsichtlich der zu verwendenden Rechnungslegungsstandards.

(2) Information Covenants hingegen verpflichten Unternehmen einerseits zur regelmäßigen Offenlegung von Finanzinformationen wie z.B. von Monats- oder Quartalsabschlüssen sowie andererseits zur Lieferung eines mehrjährigen Business Plans mit Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Investitionsplan. Bei Information Covenants ist i. d. R. darauf zu achten, dass der Nutzen des Kreditgebers und der Aufwand des Kreditnehmers in einem vernünftigen Verhältnis stehen.

(3) Die bedeutendste Art stellen jedoch die **Financial Covenants** dar. Diese verpflichten Unternehmen zur Einhaltung festgelegter Finanzkennzahlen. Da das Hauptaugenmerk der Banken primär auf der Rückzahlung des gewährten Kreditbetrags sowie der fälligen Zinszahlungen liegt, zielen diese Covenants insbesondere auf die Ertrags- und Liquiditätslage unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur ab. In der Praxis wer-

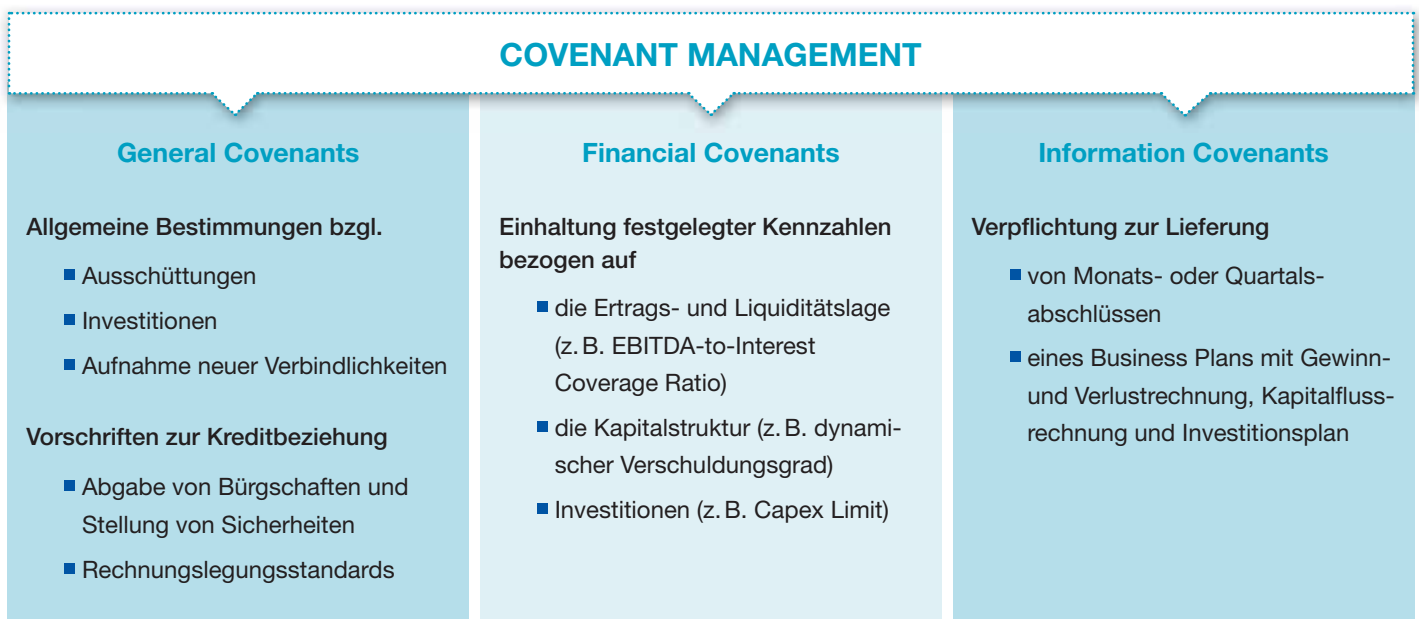


Abb. 6: Arten von Covenants

den vor allem der dynamische Verschuldungsgrad (Leverage Ratio) sowie der Zinsdeckungsgrad (EBITDA-to-Interest Coverage Ratio) als Kennzahlen verwendet. Der dynamische Verschuldungsgrad gibt Aufschluss darüber, in welchem Zeitraum die Verschuldung eines Unternehmens abgebaut sein wird und setzt dabei die Verschuldung ins Verhältnis zu den Zahlungsströmen innerhalb einer Periode. Der Zinsdeckungsgrad hingegen gibt das Verhältnis des operativen Gewinns vor Zins und Steuern (EBIT)

zu den Zinsaufwendungen eines Schuldners wieder. Diese Kennzahl unterstützt den Kreditgeber in der Beurteilung des Kreditrisikos. Umso höher der Zinsdeckungsgrad, desto einfacher können die Zinszahlungen aus dem operativen Ergebnis bedient werden.

Neben den beiden zuvor genannten vorrangigen Covenants ist in der Praxis eine Vielzahl weiterer Kennzahlen gebräuchlich, von denen beispielsweise solche häufig zu vorzufinden sind, die auf die Beschränkung von Investitionsausgaben (Capex Limit) abstellen.

» **Hinweis:** Die vereinbarten finanziellen Kennzahlen werden i. d. R. quartalsweise von den Kreditgebern überprüft und die Höhe der Zinskonditionen innerhalb einer festgelegten Bandbreite der Kennzahlen bestimmt. Wird die Bandbreite einer Kennzahl überschritten, spricht man von einem Covenant-Bruch, welcher weitreichende Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie auf den Handlungsspielraum des Unternehmens haben kann.

3. Folgen eines Covenant-Bruchs

Der Kreditgeber behält sich im Fall eines Covenant-Bruchs regelmäßig das Recht vor, die Kreditbedingungen nach-

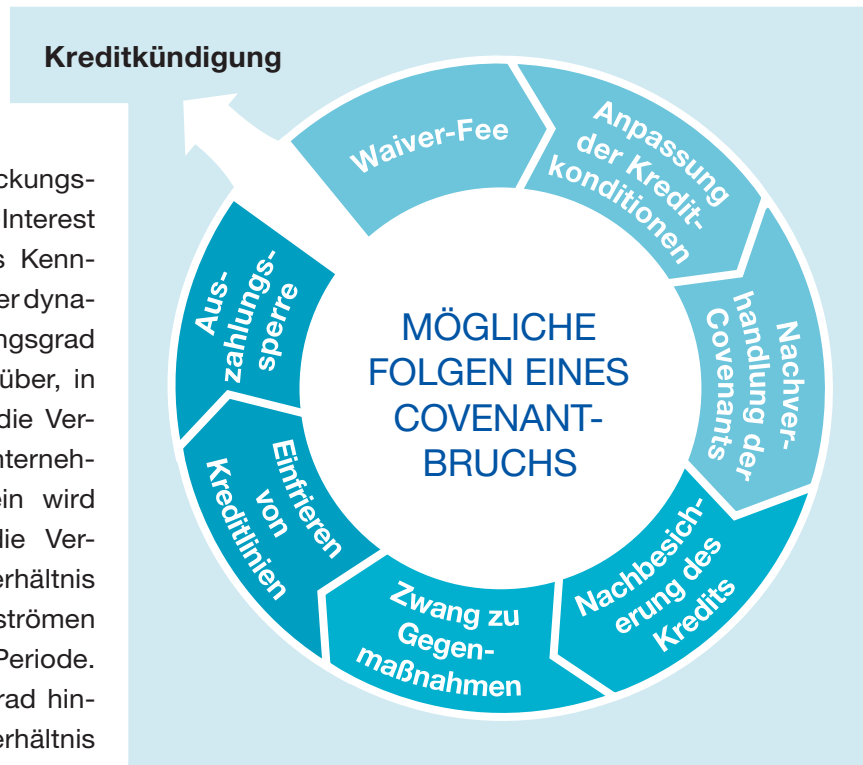


Abb. 7: Mögliche Folgen von Covenant-Brüchen

zuverhandeln bzw. die Zinskonditionen außerhalb der festgelegten Bandbreite gemäß der geänderten Risikosituation anzupassen. Im Ausnahmefall kann ein Covenant-Bruch auch eine Kündigung des Kreditvertrags zur Folge haben, was im schlimmsten Fall zu einer Bestandsgefährdung des Unternehmens durch Zahlungsunfähigkeit führen kann. Zusätzlich können vom Kreditgeber weitere Sicherheiten verlangt

werden oder zwangsweise Gegenmaßnahmen (wie z. B. Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Vermögen zur Stärkung des Eigenkapitals) durchgesetzt werden. Auch das Einfrieren von Kreditlinien bzw. eine Auszahlungssperre von Zahlungen sind mögliche Folgen (vgl. Abb. 7).

In der Kreditvergabepraxis ist jedoch eine sog. **Waiver Fee** am gängigsten. Die Waiver Fee ist eine gesonderte Bearbeitungsgebühr, die von den Gläubigern für das Aussetzen der Covenants über einen gewissen Zeitraum erhoben wird und damit im ersten Schritt eine Kündigung des Kredits verhindert. Häufig geht mit dieser Gebühr auch eine risikoangepasste Erhöhung der Zinsen einher. Diese Form der Sanktionierung ist zwar einfach zu handhaben und sieht von weiterreichenden Eingriffen zunächst ab, kann aber dennoch kostspielig werden. Der Kreditnehmer sollte spätestens dann Maßnahmen einleiten, um eine Einhaltung der Covenants nach dem Ablauf der Aussetzungs-Periode zu erreichen, um so das Vertrauen wiederherzustellen und die Kreditzinsen zu minimieren.

» **Empfehlung:** Fällt ein Covenant-Bruch in den Zeitraum der Aufstellung und Prüfung des Jahresabschlusses, ergibt sich durch die notwendige Darstellung im Lagebericht sowie im Testat des Wirtschaftsprüfers

u.U. auch eine negative Öffentlichkeitswirkung. Es empfiehlt sich daher, ein aktives Covenant-Management als Frühwarnsystem zu implementieren, um einen möglichen Covenant-Bruch frühzeitig im Voraus erkennen und entsprechende Gegenmaßnahmen einleiten zu können.

4. Erfolgreiches Covenant-Management

4.1 ... vor und während der Kreditverhandlungen

Ein funktionierendes und effizientes Covenant-Management ist nicht nur im Hinblick auf vertraglich vereinbarte Folgen eines Covenant-Bruchs von großer Bedeutung, sondern insbesondere bereits vor den Kreditverhandlungen unerlässlich. Denn in diesen Verhandlungsrunden werden nicht nur die Vereinbarungen der Covenants mit den Banken verhandelt. Ebenso legen diese auch die Grundlage für die Kriterien, die im Dialog zwischen Bank und dem Kreditnehmer relevant sind, und dienen dadurch zusätzlich der Versachlichung und Harmonisierung der Geschäftsbeziehung. Die Covenants werden somit zu einem zentralen Bestandteil des Kreditvertrags und beeinflussen die Geschäftsbeziehung mit den Banken über die gesamte Kreditlaufzeit. Aus diesem Grund sollte eine fundierte und zuverlässige Analyse der finanziellen Leistungsfähigkeit sowie des Business Plans den Verhandlungen vorausgehen. Dabei empfiehlt es sich zunächst, intern die Tiefe der Business Planung und die zugrunde legenden Planungsannahmen festzulegen sowie eine Einhaltung der Finanzkennzahlen im Business Plan zu berücksichtigen und gesondert hervorzuheben. Da die Covenants auf der Basis der aktuellen Finanzaufgaben sowie der zukünftigen Planzahlen verhandelt werden, erhöht eine konservative Planung einerseits die Wahrscheinlichkeit des Einhaltens der Covenants sowie andererseits die Glaubwürdigkeit. Die Planungen der Finanz- sowie der Liquiditätsentwicklung spielen dabei eine übergeordnete Rolle, da diese dem Kreditgeber Aufschluss darüber geben, ob der Schuldendienst geleistet werden kann.

Aufbauend auf den Planungen können die wichtigsten Key Performance Indikatoren (KPI) als Maßgröße für den unternehmerischen Erfolg abgeleitet werden, die unternehmens- und branchenspezifisch variieren. Damit die Überwachung der identifizierten Kennzahlen gewährleistet werden kann, sollte ein Monatsreporting aufgebaut werden, welches insbesondere die Aufbereitung und Ana-

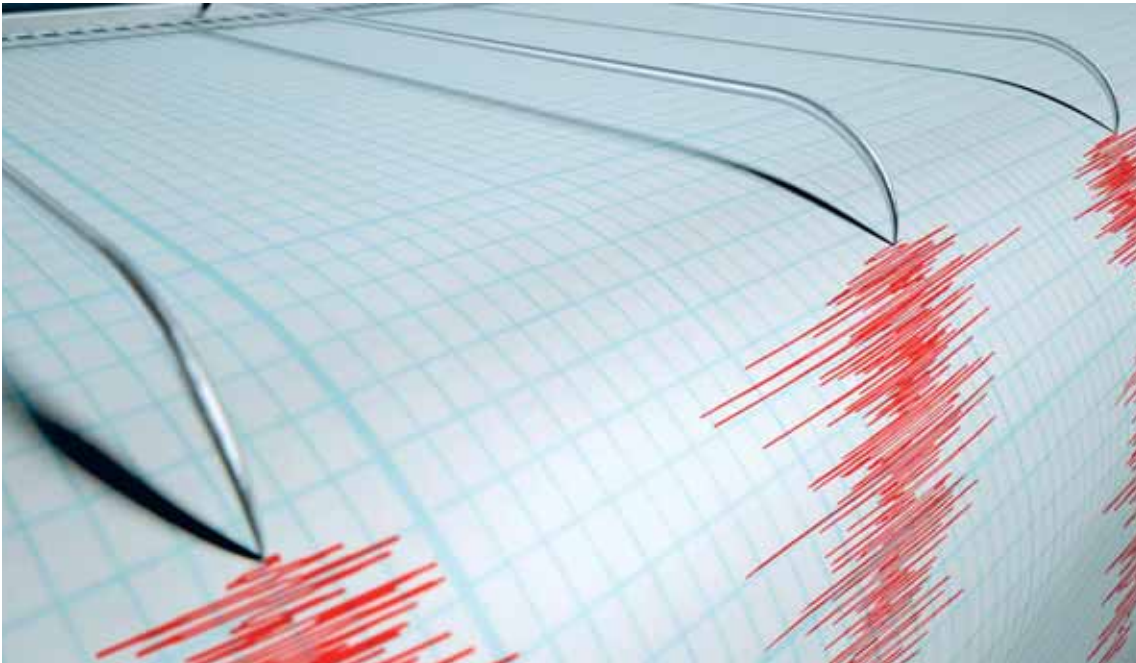
lyse der Finanz-, Ertrags- und Liquiditätslage umfasst. Hierbei ist es anzuraten, mithilfe einer Szenario-Analyse, bspw. eines Worst-Case-Szenarios, die Auswirkungen auf die wichtigsten KPIs bei schlechtem Geschäftsverlauf zu simulieren. Dieses Vorgehen gibt Aufschluss darüber, wieviel „Puffer“ das Unternehmen bei unerwünschtem Geschäftsverlauf hat, und kann zudem helfen, kritische Zeiträume während der Kreditlaufzeit zu identifizieren. Vor allem im Hinblick auf die festzulegenden Covenants ermöglicht die Szenario-Analyse die Ermittlung einer angemessenen Bandbreite, die selbst im Falle eines Eintretens des Worst-Case-Szenarios nicht unterschritten werden sollte.

» **Empfehlung:** Während des gesamten Implementierungsprozesses ist es ferner wichtig, die intern getroffenen Entscheidungen sowie deren Begründung und Erklärungen ausreichend zu dokumentieren. Dies dient nicht nur der Kommunikation mit den Banken, sondern erleichtert auch mögliche Anpassungen von Annahmen, die im späteren Verlauf der Geschäftsbeziehung möglicherweise relevant werden.

Mit diesem Vorgehen ist eine bestmögliche Vorbereitung auf das Bankengespräch sichergestellt; es unterstützt die Unternehmensvertreter bei möglichen Fragestellungen zur Veränderung der Liquiditätslage oder der Entwicklung von Cashflows.

» **Hinweis:** Werden die Covenants zu ambitioniert (und ohne vorherige Analyse) festgelegt, können selbst gesunde Unternehmen trotz eines nachhaltigen Business Plans in Nachverhandlungen mit Banken geraten und müssen sowohl mit steigenden Finanzierungskosten als auch mit einem Vertrauensverlust und im „worst case“ mit dem Auftreten einer echten Unternehmenskrise rechnen.

Darüber hinaus ist es bei der Kreditverhandlung wichtig, die vereinbarten Kennzahlen möglichst genau zu definieren, um dadurch sicherzustellen, dass die Bezugsgrößen der Covenant-Vereinbarungen für beide Parteien eindeutig sind. So kann beispielsweise eine Renditekennzahl anhand von Gewinn vor oder nach Steuern bzw. vor oder nach Abschreibungen und Zinsen herangezogen werden und somit die Kennzahl in nicht unerheblichem Maß beeinflussen.



Frühwarnfunktion des Monitoring von Covenants

4.2 ... nach den Kreditverhandlungen

Das Covenant-Management stellt einen kontinuierlichen Prozess dar, der nicht etwa mit dem erfolgreichen Abschluss von Kreditverhandlungen beendet wäre. Vielmehr ist es wesentlich, die Einhaltung der Kennzahlen dauerhaft zu überwachen. Dabei empfiehlt es sich, regelmäßig in Kontakt und Abstimmung mit den Gläubigern zu stehen, um frühzeitig auf unerwünschte Geschäftsentwicklungen reagieren zu können. Demzufolge sollte ein Unternehmen beim Abzeichnen einer Verfehlung von Covenants frühzeitig proaktiv auf die Bank zugehen und neben einer fundierten Ursachenanalyse auch Lösungsmöglichkeiten sowie ggf. eine angepasste Planung vorhalten.

Das kontinuierliche Überwachen der Covenants ist jedoch häufig mit einem Mehraufwand für kreditnehmende Unternehmen verbunden – vor allem dann, wenn kein oder nur ein schwach ausgeprägtes Management Reporting und/oder Controlling vorhanden sind. Dies kann insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen durchaus einen erhöhten Personalbedarf zur Folge haben. Dennoch

sollten Unternehmen dies trotz des resultierenden Mehraufwands nicht ausschließlich als Zusatzbelastung verstehen. Covenants sowie insbesondere deren Monitoring können ebenso die Rolle eines Frühwarn- und Risikomanagementsystems einnehmen und dabei nicht nur dem Kreditgeber frühzeitig unerwünschte Entwicklungen aufzeigen und Aufschluss darüber geben, ob die Geschäftsentwicklung planmäßig verläuft oder nicht.

Auch das Unternehmen selbst kann die implementierten Systeme für das interne Controlling verwenden und durch Gegenmaßnahmen korrigierend eingreifen. Insbesondere bei kleinen und mittelständischen Unternehmen kann dies den Anlass für den Auf- bzw. Ausbau eines internen Reporting und Controlling darstellen, das unternehmensspezifisch ausgestaltet die Unternehmensleitung in ihren Entscheidungen unterstützen kann (und somit nicht nur im Hinblick auf den Einsatz bei Kreditverhandlungen beschränkt ist). Insbesondere gilt es auch zu beachten, dass nachgelagerte Kosten eines möglichen Covenant-Bruchs die Beratungskosten für den Aufbau

Das Covenant-Monitoring kann als Impulsgeber für das Reporting und Controlling nützlich sein.

eines Covenant-Managements bzw. internen Monats-reportings um ein Vielfaches übersteigen können und darüber hinaus weiterreichende mittel- und langfristige Folgen für das Unternehmen auslösen können.

5. Fazit

Financial Covenants sind ein zunehmend beliebtes Gläubigerschutzinstrument, um regulatorischen Anforderungen Rechnung zu tragen und eine risikoadäquate Bepreisung von Kreditverträgen zu gewährleisten. Dabei können restriktive Financial Covenants besonders in ohnehin schwierigen Phasen den Handlungsspielraum von Unternehmen stark einschränken und damit auch strategische Entscheidungen beeinflussen.

Um einem Covenant-Bruch – und damit regelmäßig steigenden Kreditzinsen und Strafbühnen – vorzu-

beugen, sind der Aufbau eines Covenant-Managements bereits vor der Kreditvereinbarung mit Gläubigern sowie ein regelmäßiges Monitoring im Rahmen des Unternehmenscontrollings und -reportings dringend anzuraten. Damit der Mehraufwand gering gehalten werden kann, ist es für Unternehmen sinnvoll, bereits in der Vorbereitung auf Bankengespräche einen Soll-/Ist-Abgleich der Unternehmensplanung in das Monatsreporting zu implementieren.

Zeichnet sich ein möglicher Covenant-Bruch ab, empfiehlt es sich, offen und proaktiv auf den Gläubiger zuzugehen, um mit ihm gemeinsam die Ursachen zu diskutieren und bereits erste Lösungsvorschläge zu präsentieren. Dies kann sowohl das Vertrauen der Bank erhalten als auch die Folgen eines Covenant-Bruchs begrenzen.

Hybrid- und Mezzanine-Kapital

Weiterhin eine attraktive Alternative zu klassischen Finanzierungsformen?

Nachdem der Markt für hybride bzw. mezzanine Finanzierungsformen während und kurze Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise enorm an Attraktivität verloren hatte, spielen diese Finanzierungsinstrumente nun wieder eine wichtige Rolle in der Welt der Unternehmensfinanzierung. Insbesondere hybride Finanzierungsformen eignen sich hierbei wegen der individuellen Ausgestaltungsformen für die Optimierung und Ausrichtung anstehender Akquisitionsfinanzierungen im Bereich von Unternehmenskäufen (M&A-Bereich).

1. Merkmale von mezzaninen und hybriden Finanzinstrumenten

Hybride Finanzierungsformen vermengen typische Eigen- sowie Fremdkapital-Eigenschaften und stellen

infolgedessen eine Art Mischform der Unternehmensfinanzierung dar. Die Eigenschaften unterscheiden sich im Wesentlichen hinsichtlich der Punkte

- Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapital,
- Rückzahlungsmodalitäten,
- Gewinnbeteiligungen,
- Laufzeit und Befristung der Kapitalüberlassung,
- Mitspracherechte des Kapitalgebers sowie deren steuerliche Behandlung.

Attraktiv sind mezzanine Kapitalformen insbesondere durch die im Einzelfall sehr individuellen und dadurch auch speziell auf die jeweiligen Belange des Unternehmens abstimmbaren Ausgestaltungen. Mittels optimierter Abstimmung von Vertragsinhalten (mit einem entsprechenden Kapitalgeber) lassen sich zahlreiche Hybrid-Aspekte kombinieren und unterschiedlich gewichtet vereinbaren. Die Rendite-Risiko-Struktur von Mezzanine-

Instrumenten stellt sich, basierend auf der jeweiligen zugrundeliegenden Berücksichtigung entsprechender Eigen- bzw. Fremdkapital-Merkmale, wie in Abb. 8 gezeigt dar.

Die Renditechancen vergrößern sich bei hybriden Finanzierungsformen (wie sonst auch) mit steigendem Risiko.

2. Ziele hybrider Finanzierung unter Beachtung steuerlicher, bilanzieller und ratingbezogener Aspekte

Der Kapitalnehmer verfolgt in Bezug auf die unternehmensoptimale Finanzierung zahlreiche Ziele, die im Idealfall sämtlich miteinander einhergehen und zum Gesamterfolg der Finanzierungsstrategie beitragen. Neben den steuerlichen Aspekten (national und ggf. international im Konzernverbund) und der Rechnungslegung (handelsrechtlich sowie ggf. international nach IFRS) spielt die Ratingeinstufung bei Banken, Kreditversicherern sowie Lieferanten eine wichtige Rolle in der Auswahl und Beurteilung mezzaniner und hybrider Finanzierungsformen.

Während die steuerliche Einordnung von hybriden Finanzierungsformen wesentlich von der Übernahme des unternehmerischen Risikos (= Mitunternehmerrisiko) sowie von einer unternehmerischen Initiative (= Mitunternehmerinitiative durch Stimmrechte, Zustimmungsvorbehalt, etc.) gekennzeichnet ist, knüpft die handelsbilanzielle Einstufung an teilweise differierende Merkmale an. Demnach ist eine Kategorisierung als Eigenkapital gegeben, wenn

- die Finanzierungsform ausschließlich erfolgsabhängige Vergütungen einräumt und
- eine vollständige Verlustbeteiligung bis zur Höhe des gewährten Nominalbetrags sowie
- eine langfristige Kapitalüberlassung mit einer Mindestlaufzeit von fünf Jahren bestehen.

Ergänzend wird regelmäßig die Nachrangigkeit der Forderungen im Insolvenz- bzw. Liquidationsfall gegenüber allen anderen Gläubigern gefordert.

Banken beurteilen Hybridfinanzierungen im Rahmen des Ratingverfahrens regelmäßig hinsichtlich der Kriterien Art und Ausgestaltung der Vergütung (erfolgsabhängig/

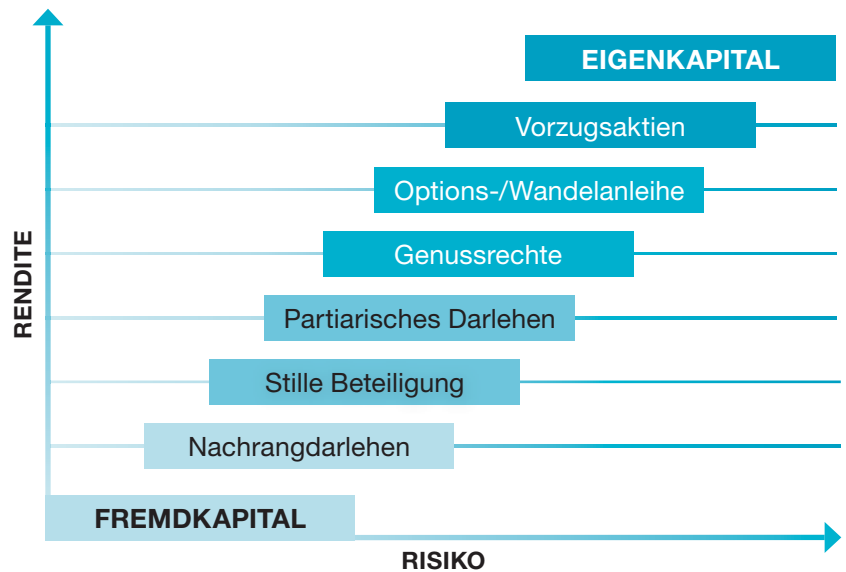


Abb. 8: Rendite-Risiko-Struktur alternativer Mezzanine-Instrumente

fix), Ausmaß evtl. Verlustbeteiligungen, Bestellung von Sicherheiten, Kapitalüberlassungsdauer, Kündigungsmöglichkeiten sowie nach Umfang und Ausprägung von Nachrangigkeiten.

Im Idealfall werden die Ausprägungen hybrider Finanzierungsformen aufeinander abgestimmt und optimiert, um die in Abb. 9 (auf S. 22) enthaltenen Ziele zu erreichen.

3. Merkmale der verschiedenen mezzaninen Kapitalinstrumente

Die einzelnen Formen der hybriden Finanzierungsarten unterscheiden sich neben deren steuerlicher, bilanzieller sowie ratingbezogener Kategorisierung im Wesentlichen durch die eingangs erwähnten Aspekte der Laufzeit und Rückzahlungsmodalitäten sowie durch die Ausgestaltung der entsprechenden Vergütung für den gewährten Kapitaleinsatz.

3.1 Nachrangdarlehen

Bei Nachrangdarlehen verzichtet der Kapitalgeber entweder vollständig auf eine Besicherung oder tritt in der Rangfolge hinter erstrangig besicherte Forderungen zurück. Ergänzend werden regelmäßig Rangrücktrittsvereinbarungen gegenüber anderen Kreditgebern oder sämtlichen Gläubigern vereinbart. Die Vergütung ist typischerweise als fixe Verzinsung auf der Basis des Nominalkapitals zzgl. einer evtl. variablen Gewinnbeteiligung

Mit dem Equity Kicker erhält der Darlehensgeber eine Option auf Beteiligung am Eigenkapital.



Abb. 2: Ziele und Anwendungsbereiche hybrider Finanzierungsformen

ausgestaltet. Denkbar ist zudem die vertragliche Fixierung eines sog. „Equity-Kickers“, durch den dem Kapitalgeber bei Eintreten des Erfolgsfalls eine Option auf Beteiligung am Eigenkapital eingeräumt wird.

Hinsichtlich der bilanziellen Behandlung ergeben sich bei Nachrangdarlehen aufgrund der unveränderten Einordnung als Schuld grundsätzlich keine Besonderheiten im direkten Vergleich zur herkömmlichen Fremdfinanzierung über Kreditinstitute oder sonstige Kapitalgeber. Einzig beim Rating kann – sofern weitreichende Rangrücktrittsvereinbarungen vorgesehen sind – eine Qualifikation als sog. wirtschaftliches Eigenkapital erfolgen. Die Erhöhung der Eigenkapitalquote und ein infolgedessen vorteilhafteres Rating wirken sich somit positiv für das finanzierende Unternehmen aus.

3.2 Stille Beteiligung

Der stille Gesellschafter beteiligt sich im Wege einer „Innengesellschaft“ gem. den Regelungen der §§ 230 HGB mit

einer Vermögenseinlage am Handelsgewerbe des Kapitalnehmers. Die stille Gesellschaft stellt eine sehr flexible Art der Hybrid-Finanzierung dar, da mit vertraglichen Abreden die Beteiligung als eine typisch stille Gesellschaft oder als eine atypisch stille Gesellschaft (und somit eigenkapitalnäher) ausgestaltet werden kann. Für eine typisch stille Ausprägung spricht regelmäßig die Begrenzung der Vergütung auf eine fixe Verzinsung zzgl. einer gewinnabhängigen Komponente. Im Gegensatz zur atypischen Variante sind Mitsprache- und Mitbestimmungsrechte sowie Unternehmensrisiko (steuerlich: Mitunternehmerisiko und Mitunternehmerinitiative) nicht erforderlich. Durch Übernahme von Mitbestimmungs- und Kontrollrechten rückt der Kapitalgeber einer atypisch stillen Ausprägung in die Stellung eines Gesellschafters, was regelmäßig zur Qualifizierung der atypisch stillen Gesellschaft als eigenkapitalnahe Finanzierungsform führt.

Die bilanzielle und steuerliche Behandlung von stillen Beteiligungen orientiert sich je nach Ausgestaltung als

typisch oder atypisch an den allgemeinen Kriterien Nachrangigkeit, Erfolgsabhängigkeit der Vergütung, Art und Umfang der Verlustbeteiligung sowie Dauer der Kapitalüberlassung. Steuerlich sind zudem die Aspekte des Mitunternehmerrisikos und der Mitunternehmerinitiative die entscheidenden Einordnungskriterien. Liegen diese nicht in ausreichendem Umfang vor, kommt eine Kategorisierung der stillen Beteiligung als Eigenkapital nicht in Betracht. Je nach Ausprägung sowie der steuerlichen und handelsrechtlichen Einordnung kann im Rahmen eines Ratings eine entsprechende Zuordnung der stillen Beteiligung zum wirtschaftlichen Eigenkapital erfolgen, was wiederum eine Erhöhung der (wirtschaftlichen) Eigenkapitalquote zur Folge hat.

3.3 Partiarisches Darlehen

Der Kapitalgeber verzichtet im Gegensatz zu den bisher genannten Finanzinstrumenten auf eine fixe Vergütung/Verzinsung und erhält stattdessen eine gewinn- oder erfolgsabhängige Vergütung. Verlustbeteiligungen werden i. d. R. durch vertragliche Vereinbarungen ausgeschlossen, zudem stehen dem Darlehensgeber meist wenig bzw. keine Kontroll- oder Informationsrechte zu. Analog zu einem Nachrangdarlehen besteht auch bei einem partiarischen Darlehen die Möglichkeit zur Fixierung eines sog. „Equity-Kickers“, also der Eigenkapitalbeteiligung des Darlehensgebers.

Hinsichtlich der Kategorisierung von partiarischen Darlehen in steuerlicher, handelsbilanzieller sowie ratingbasierender Hinsicht ergeben sich grundsätzlich dieselben Konsequenzen wie bei einer Hybridfinanzierung mit Hilfe von Nachrangdarlehen. Steuerlich sowie handelsbilanziell besteht für eine Eigenkapitalqualifikation von partiarischen Darlehen i. d. R. kein Raum. Lediglich im Rahmen von Ratingverfahren können erklärte Rangrücktritte eine Qualifikation als wirtschaftliches Eigenkapital sowie die Erhöhung der Eigenkapitalquote zur Folge haben.

3.4 Genussrechte

Eine rein schuldrechtlich ausgestaltete Möglichkeit der Hybridfinanzierung stellen Genussrechte bzw. in verbriefter Form Genussscheine dar. Der Kapitalgeber erhält für die Gewährung des Kapitals regelmäßig eine gewinnabhängige Vergütung, ggf. sogar eine Teilnahme an etwaigen Liquidationserlösen. Allerdings werden Kontroll- oder

Informationsrechte nur eingeschränkt zugesagt; eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung inkl. der Gewährung von Stimmrechten wird vollständig ausgeschlossen.

Die Einordnung von Genussrechten im Rahmen des Ratings eines Unternehmens hängt stark von den vertraglich vereinbarten Kriterien ab. Sofern aufgrund der Laufzeit, der Vergütungsmodalitäten etc. eine eigenkapitalähnliche Genussrechtsvereinbarung geschlossen wurde, kommt eine Berücksichtigung als wirtschaftliches Eigenkapital in Betracht. Steuerlich sowie handelsbilanziell stellen Genussrechte meist Fremdkapital dar. Allerdings kann unter bestimmten Aspekten handelsbilanziell eine Berücksichtigung als Eigenkapital erfolgen. Hierzu sind die vertraglichen Grundlagen hinsichtlich eventueller Erfolgsabhängigkeit von Vergütungen, Art und Umfang der Verlustbeteiligung, Kapitalüberlassungsdauer sowie bzgl. der Nachrangigkeitsabreden im Insolvenz- bzw. Liquidationsfall zu beurteilen. Sofern diese Aspekte kumulativ zutreffen, kommt ggf. eine Behandlung als (steuer-)bilanzielles Eigenkapital in Betracht.

3.5 Options-/Wandelanleihen

Bei mezzaninen Finanzierungsarten in Form von Options- bzw. Wandelanleihen werden dem Kapitalgeber neben einem fixierten Verzinsungsanspruch zusätzliche Anreize gewährt. Diese bestehen im Wesentlichen in Options- und Wandelrechten und somit in der Aussicht auf eine Eigenkapital-Beteiligung am kapitalnehmenden Unternehmen. Die beiden Finanzierungsformen unterscheiden sich dahingehend, dass bei Optionsanleihen neben der Fix-Vergütung und dem Anspruch auf Rückzahlung zusätzlich das Recht auf Erwerb von Aktien des sich finanzierenden Unternehmens eingeräumt wird (= Bezugsrecht). Die Wandelanleihe charakterisiert sich im Gegensatz zur Optionsanleihe durch die Möglichkeit der Wandlung des bestehenden Rückzahlungsanspruchs in Anteile an der kapitalnehmenden Gesellschaft.

Die handelsbilanzielle und steuerliche Einordnung von Wandel- und Optionsanleihen folgt der anfänglichen Ausgestaltung als Darlehensverhältnis und ordnet diese Art der Finanzinstrumente grundsätzlich dem Fremdkapital zu. Eine Zuordnung zum Eigenkapital erfolgt erst ab dem Zeitpunkt der Ausübung der Option bzw. des Wandelanspruchs. Ratingagenturen behandeln diese Finanzie-

rungsform im Wesentlichen analog der steuerlichen und handelsrechtlichen Vorschriften und ordnen diese erst nach Wandelung bzw. Optionsausübung dem Bereich des Eigenkapitals zu.

3.6 Vorzugsaktien

Vorzugsaktien gewähren dem Aktionär im Gegensatz zu Stammaktien keine Stimmrechte, gewinnen allerdings durch höhere Dividendenansprüche bzw. höhere Beteiligung an einem evtl. Liquidationsergebnis an Attraktivität. Durch diese erfolgsabhängige Beteiligung, die keine Verlustbeteiligung und meist geringe Informations- oder Kontrollrechte mit sich bringt, sind Vorzugsaktien eine darlehensähnliche Finanzierungsform mit starkem Eigenkapitalbezug. Bei Gewährung von sog. „Equity-Kickern“ besteht zudem die Möglichkeit der Gewährung von weiteren Eigenkapitaloptionen.

Die bilanzielle und steuerliche Einordnung von Vorzugsaktien folgt der stark eigenkapitalähnlichen Ausprägung. Demzufolge sind Vorzugsaktien in Stimm- und Mitspracherechten zwar eingeschränkt, gehören allerdings zum Eigenkapital des sich finanzierenden Unternehmens.

Dieser Kategorisierung schließen sich Ratingagenturen i. d. R. an.

4. Zusammenfassendes Fazit

Die Nachfrage nach mezzaninen Finanzierungsformen hat sich nach einem Rückgang in den Jahren der Finanz- und Wirtschaftskrise zunehmend erholt und stabilisiert. Mezzanine Finanzinstrumente sind aufgrund der vielseitigen Ausgestaltungsformen weiterhin attraktive Finanzierungsalternativen und tragen nicht zuletzt deshalb zu einer Risikostreuung auf verschiedene Finanzierungsquellen innerhalb eines Unternehmens bei. Über individuell gestaltbare und frei vereinbare Vertragskonstellationen sind diese hybriden Finanzierungsformen sehr flexibel. Daher gewinnen sie zunehmend auch im Rahmen der Finanzierung von Unternehmenskäufen (M&A-Projekten) an Bedeutung. Unternehmen auf der Suche nach Alternativen zum Bankkredit können hierbei im Rahmen von optimierten Gestaltungen die drei Hauptbereiche (bilanzielle, steuerliche sowie ratingorientierte Aspekte) aufeinander abstimmen und so ein in allen Bereichen zweckdienliches Finanzierungsergebnis erzielen.

Impressum

PKF FASSELT SCHLAGE Partnerschaft mbB

www.pkf-fasselt.de

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft · Steuerberatungsgesellschaft · Rechtsanwälte

14050 **Berlin** · Platanenallee 11 · Tel. +49 30 306 907-0
 47059 **Duisburg** · Schifferstraße 210 · Tel. +49 203 30001-0
 20354 **Hamburg** · Jungfernstieg 7 · Tel. +49 40 35552-0

 39340 **Haldensleben** · Hagenstr. 38 · Tel. +49 3904 66 38-0
 38350 **Helmstedt** · Böttcherstr. 51 · Tel. +49 5351 12 01-0
 14476 **Potsdam** · Am Lehnitzsee 5 · Tel. +49 33208 223 55
 56856 **Zell (Mosel)** · Schlossstraße 34 · Tel. +49 6542 96300-0

38122 **Braunschweig** · Theodor-Heuss-Str. 2 · Tel. +49 531 2403-0
 60325 **Frankfurt** · Ulmenstr. 37-39 · Tel. +49 69 17 00 00-0
 50670 **Köln** · Gereonstraße 34-36 · Tel. +49 221 1643-0

 06114 **Halle** · Bernburger Straße 4 · Tel. +49 345 52 521-0
 56410 **Montabaur** · Aubachstraße 13 · Tel. +49 2602 93 11-0
 18055 **Rostock** · Am Vögenteich 26 · Tel. +49 381 491 24-0

Die Inhalte dieser PKF* Publikation können weder eine umfassende Darstellung der jeweiligen Problemstellungen sein noch den auf die Besonderheiten von Einzelfällen abgestimmten steuerlichen oder sonstigen fachlichen Rat ersetzen. Wir sind außerdem bestrebt sicherzustellen, dass die Inhalte dieser PKF* Publikation dem aktuellen Rechtsstand entsprechen, weisen aber darauf hin, dass Änderungen der Gesetzgebung, der Rechtsprechung oder der Verwaltungsauffassung immer wieder auch kurzfristig eintreten können. Deshalb sollten Sie sich unbedingt individuell beraten lassen, bevor Sie konkrete Maßnahmen treffen oder unterlassen.

*PKF Fasselt Schlage ist ein Mitgliedsunternehmen des PKF International Limited Netzwerks und in Deutschland Mitglied eines Netzwerks von Wirtschaftsprüfern gemäß § 319 b HGB. Das Netzwerk besteht aus rechtlich unabhängigen Mitgliedsunternehmen. PKF Fasselt Schlage übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für Handlungen oder Unterlassungen einzelner oder mehrerer Mitgliedsunternehmen. Die Angaben nach der Dienstleistungsinformationspflichten-Verordnung sind unter www.pkf-fasselt.de einsehbar.