



FAKULTÄT FÜR **INFORMATIK**

FAMILIENEXTERNE NACHFOLGEFINANZIERUNG KLEIN- UND MITTELSTÄNDISCHER UNTERNEHMEN IN ÖSTERREICH

FINANZIERUNGSMITTEL UND GESTALTUNGSMÖGLICHKEITEN

DIPLOMARBEIT

ZUR ERLANGUNG DES AKADEMISCHEN GRADES

DIPLOM-INGENIEUR

IM RAHMEN DES STUDIUMS

WIRTSCHAFTSINFORMATIK

EINGEREICHT VON

MAG. THOMAS HERGETZ
MATRIKELNUMMER 8956328

AN DER
FAKULTÄT FÜR INFORMATIK DER TECHNISCHEN UNIVERSITÄT WIEN

BETREUUNG:
BETREUERIN: UNIV.-PROF. MAG. DR. SABINE T. KÖSZEGI

WIEN, 14.12.2009

(UNTERSCHRIFT VERFASSER/IN)

(UNTERSCHRIFT BETREUER/IN)

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Während eine Welle von Gründungen innovativer High-Tech- und Internet-Unternehmen den Börseboom um die Jahrtausendwende geprägt hat, geriet das Thema Unternehmensnachfolge in der öffentlichen Wahrnehmung nahezu in Vergessenheit. Erst seit der Konsolidierung der „New Economy“ genießt die Diskussion über diesen Themenkomplex wieder größere öffentliche Aufmerksamkeit, sodass die Nachfolgeproblematik mittlerweile bei vielen Akteuren in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik ins Bewusstsein gerückt ist.¹ „Die Gründer sind in die Jahre gekommen“² – so oder so ähnlich titelt die österreichische Wirtschaftspresse in den letzten Jahren häufiger.

Auch Wissenschaftler haben sich mittlerweile verstärkt diesem dauerhaft aktuellen Forschungsgegenstand zugewandt. Häufig stehen dabei die Sorgen und die Nöte der übergabewilligen Unternehmer im Vordergrund.³ Nur wenig Beachtung wird jedoch den Chancen und Perspektiven geschenkt, die sich für die nachwachsende Unternehmergeneration aus dem notwendigen Wechsel bei Unternehmensleitung und Eigentum in vielen klein- und mittelständischen Unternehmen ergeben.⁴

An dieser Stelle setzt diese Diplomarbeit ein. Als einer der möglichen Lösungsansätze für die Unternehmensnachfolge wird die Übernahme eines bestehenden mittelständischen Familienunternehmens aus der Perspektive des familienexternen Nachfolgers beleuchtet, wobei anstelle eines Einzelnen auch ein Team gemeinschaftlich gründen kann. In Österreich wurden 2007 6575 Unternehmenübergaben vollzogen wobei 50% familienextern (Tendenz steigend) waren.⁵

Die Unternehmensnachfolge stellte einen komplexen Prozess dar, bei dem eine Reihe von betriebswirtschaftlichen, unternehmenspolitischen, psychologischen, steuerlichen, rechtlichen und volkswirtschaftlichen Aspekten zum Tragen kommt. Gerade bei Unternehmen, die an einen familienexternen Nachfolger übergeben werden sollen, stellt sich in erster Linie das

¹ Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S.1

² Vgl. Brüser, 2007, S.2

³ Vgl. LeMar, 2001, S.1f

⁴ Vgl. Schmude/Leiner, 2003, S.177-179

⁵ Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S.35

Problem der Finanzierung der Übergabe, was deshalb auch im Mittelpunkt des Interesses der vorliegenden Arbeit stehen wird.⁶ Familieninterne Unternehmensnachfolgen werden dabei bewusst ausgeklammert, da es hierbei häufig zu unentgeltlichen oder teilentgeltlichen Übertragungen kommt, bei denen vor allem steuerliche Überlegungen sowie gesellschaftsrechtliche Fragestellungen das Finanzierungsproblem überlagern.

Hinsichtlich der Finanzierung des Kaufpreises für den Erwerb eines Unternehmens sind Existenzgründer in einer besonderen Situation, die nur bedingt mit den üblichen Finanzierungsproblemen bei der Neuerrichtung von Unternehmen vergleichbar sind. Dabei treten neben dem Bewertungsaspekt eine Reihe von Fragen auf, die eine finanzierungstheoretische Analyse erfordern.

1.2 Zielsetzung und Abgrenzung

Die kritische Durchsicht zum Stand der Forschung hat ergeben, dass bislang nur wenige Beiträge sich auf familienexterne Unternehmensnachfolgen fokussieren und wenn doch, dann nahezu ausschließlich aus der Perspektive des Seniorunternehmers.⁷ Obwohl sich gerade bei dieser Nachfolgevariante die Frage der Kaufpreisfinanzierung zwangsläufig stellt, lassen sich in der Literatur bislang nur sehr wenige theoretische oder empirische Forschungsergebnisse identifizieren. Mindestens ebenso große Defizite haben sich jedoch im Bereich der empirischen Forschung aufgetan, wobei dies im Wesentlichen auf die kritische Situation des Engpassfaktors „Datenmaterial“ zurückzuführen ist. Dieser Mangel ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass der Aspekt der Finanzierung einer Unternehmensnachfolge der sensibelste Teil des gesamten Nachfolgeprozesses ist. Sowohl bei ausscheidenden Unternehmern als auch bei Nachfolgern ist die Bereitschaft, über finanzielle Angelegenheiten Auskunft zu geben nicht sehr ausgeprägt. Ein Indikator hierfür ist die oftmals mehr als dürftige Rücklaufquote bei empirischen Untersuchungen.

Nach STEINER/KÖLSCH gibt es zwei zentrale Fragestellungen in der Finanzierungsforschung.⁸ Zum einen ist dies die Suche nach den wesentlichen Faktoren, die eine optimale Auswahl der am Markt angebotenen Finanzierungsmöglichkeiten bestimmen. Zum anderen

⁶ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.49

⁷ Vgl. Schmude/Leiner, 2003, S. 179

⁸ Vgl. Steiner/Kölsch, 1989, S. 410

ist zu erforschen, ob das tatsächliche Angebot möglicher Finanzierungstitel diese Nachfrage befriedigen kann, oder ob sich das Angebot diesbezüglich verbessern ließe.

Der Forschungsansatz der Diplomarbeit greift diesen Gedanken auf und setzt sie in den Kontext des konkreten Entscheidungsproblems „Finanzierungslösung“, welches sich einem Nachfolgergründer bei der Existenzgründung im Rahmen einer Unternehmensnachfolge stellt.

Dieser Arbeit liegt die Zielsetzung zugrunde, anhand von theoretisch-konzeptionellen und praktischen Empfehlungen den potentiellen Nachfolger-Gründer bei der Erarbeitung einer Finanzierungslösung für sein Gründungsvorhaben zu unterstützen. In der Praxis des Nachfolgegeschehens sind unterschiedliche Nachfolgetypen mit divergierenden Anforderungen an einer Finanzierungslösung festzustellen. Beispielsweise ist die Übernahme eines kleinen inhabergeführten Handwerksbetriebs mit wenig Angestellten durch einen Jungmeister kaum mit dem Kauf eines größeren mittelständischen Unternehmens durch einen vormals angestellten Geschäftsführers vergleichbar. Aus diesem Grund bedarf es einer differenzierenden Betrachtungsweise, die zunächst unterschiedliche Typen von Existenzgründungen durch Unternehmensnachfolge identifiziert, um daraufhin in einem weiteren Schritt Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen zu erarbeiten.

Das zentrale Forschungsziel ist somit die Gewinnung von wissenschaftlich fundierten Empfehlungen, die für den Nachfolgergründer bei der Wahl zwischen einzelnen Finanzierungsalternativen als Grundlage dienen können.

1.3 Aufbau der Arbeit

In Kapitel 2 und 3 werden zunächst die Grundlagen für die weitere Analyse gelegt. Ausgangspunkt für die sich anschließenden Überlegungen ist die darin formulierte Typologie von Existenzgründungen durch Unternehmensnachfolge.

Das 4. und 5. Kapitel analysiert den Prozess der familienexternen Unternehmensnachfolge sowie den institutionellen Rahmen, der sich bei der Finanzierung von KMU derzeit in Österreich bietet. Von besonderem Interesse ist es, welche Finanzierungsmittel und –institutionen für die Nachfolgefiananzierung herangezogen werden können.

Im 6. Kapitel folgt eine Beurteilung der Finanzierungsalternativen aus der Sicht des familienexternen Unternehmensnachfolgers. Aus dem Blickwinkel des Nachfolgers ist dabei

zunächst zu fragen, bei welchen Finanzierungsformen und –instrumente welche Probleme auftreten und deren Lösung.

Darauf aufbauend wird im 7. Kapitel herausgearbeitet, welche finanzierungsrelevanten Merkmale die einzelnen Nachfolgetypen aufweisen. Dies in Verbindung mit den finanzierungstheoretischen Überlegungen führt dann zum Ziel der Arbeit, finanzierungstheoretisch fundierte Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen zu formulieren.

Kapitel 8 bildet den Abschluss der Arbeit und stellt einen Überblick der Arbeitsergebnisse und Empfehlungen für die Zukunft dar.

2 Grundlagen

2.1 Probleme in der Unternehmensnachfolge

Die österreichische Wirtschaft ist in besonderer Weise von klein- und mittelständischen Unternehmen geprägt, bei denen Eigentum und Leitungsmacht vereint in der Hand des Unternehmers liegen. Aus unterschiedlichen Gründen heraus wird die Bewältigung einer Unternehmensnachfolge für jeden Unternehmer zu einer Herausforderung, von der nicht nur das Fortbestehen des Unternehmens sondern sehr oft auch die Alterssicherung des Unternehmers sowie seiner Familie abhängt. Aus der Sicht des Unternehmers bieten sich die in Abb. 1 dargestellten potentiellen Nachfolgelösungen an.

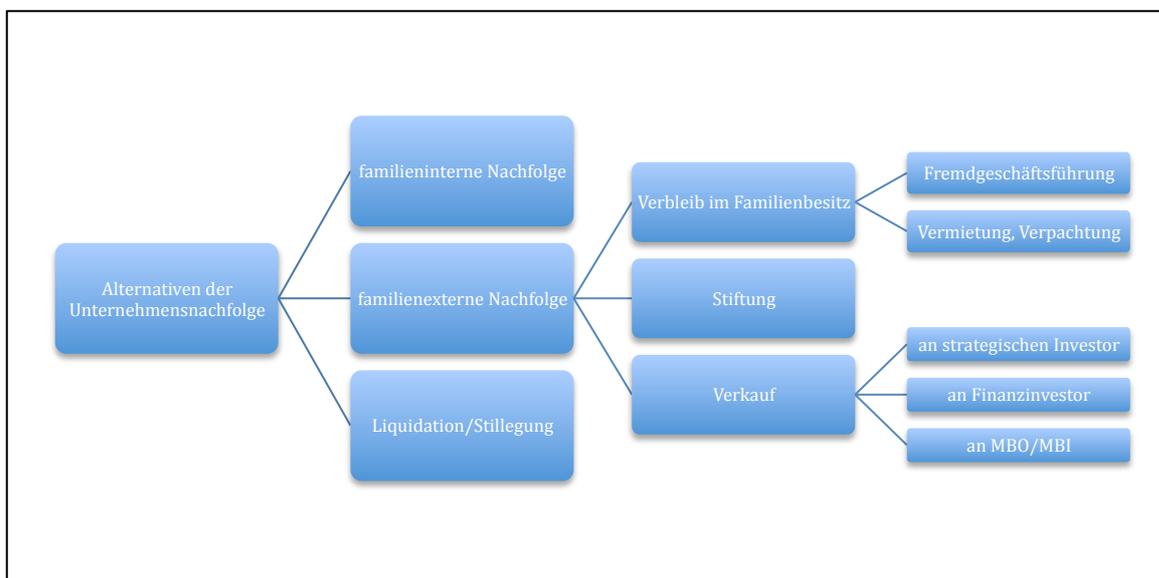


Abb. 1: Alternativen der Unternehmensnachfolge⁹

Sofern die – oftmals als Ideallösung angesehen¹⁰ – familieninterne Unternehmensnachfolge mangels Nachfolger nicht gelingt, bleibt dem Unternehmer bzw. seiner Familie die Möglichkeit, durch die Einstellung eines Fremdgeschäftsführers oder durch Vermietung bzw. Verpachtung das Eigentum in Familienhand zu behalten. Eine besonders unter steuerlichen Gesichtspunkten interessante Alternative stellt die Überführung des Vermögens in eine Stiftung dar. Wird jedoch die Veräußerung der Unternehmensanteile bevorzugt, so bietet es sich an, zunächst innerhalb des Unternehmens nach geeigneten Nachfolgern zu suchen, um im

⁹ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S.26-31

¹⁰ Vgl. Riedel, 2003, S.19

Wege eines Management-Buyout (MBO) an eine bislang angestellte Führungskraft zu verkaufen. Anstelle einer unternehmensinternen Lösung kann auch der Verkauf an unternehmensfremde Nachfolger (Management-Buyin – MBI) in Erwägung gezogen werden. Ferner bietet sich der Verkauf an einen strategischen Investor oder an einen Finanzinvestor an. Bei beiden Varianten ist jedoch die Fortführung des Unternehmens als eigenständige Einheit gefährdet. Viele Unternehmer befürchten, dass das Unternehmen eventuell zerschlagen und ihr Lebenswerk damit zerstört wird. Nachfolgelösungen, die versprechen, die Unternehmenskontinuität zu wahren, werden aus diesem Grund bevorzugt, auch wenn dadurch unter Umständen hinsichtlich des Verkaufserlöses nicht das Optimum erzielt werden kann (siehe Abb. 2: Erzielbarer Verkaufserlös). Schlussendlich bleibt noch der Ausweg der Liquidation der einzelnen Vermögensteile einschließlich der Stilllegung des Unternehmens.

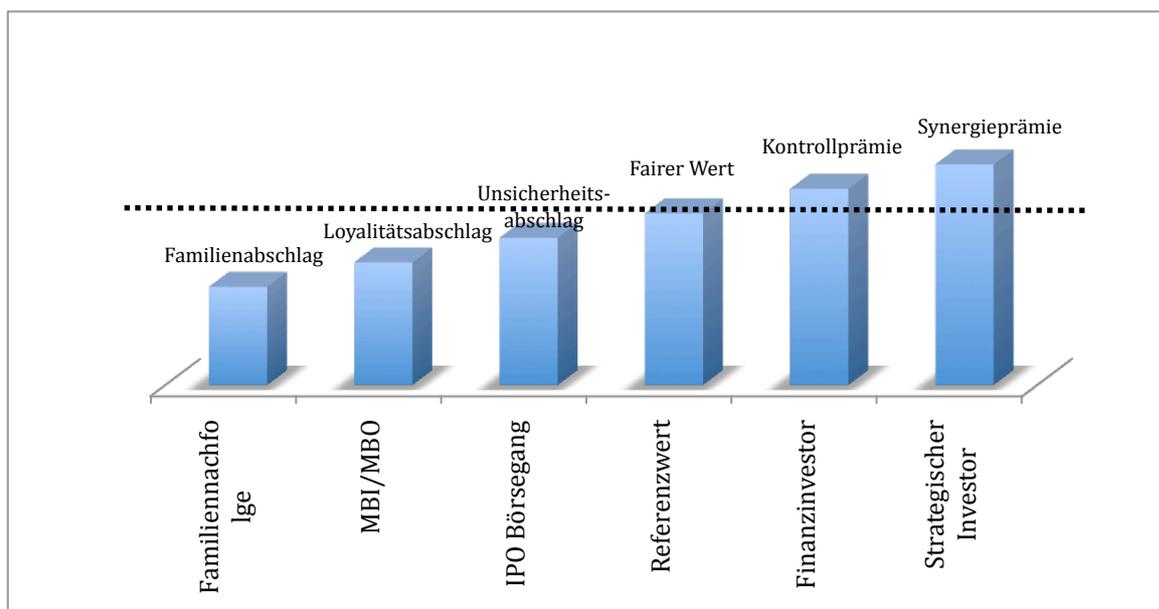


Abb. 2: Verkaufserlös in Abhängigkeit der realisierten Nachfolgelösung¹¹

Ursachen einer Unternehmensübergabe sind in den meisten Fällen das Alter des Unternehmers (50% der Fälle), ein Wechsel in eine andere Tätigkeit (23%) oder ein unerwarteter Grund wie plötzlicher Tod oder Krankheit (14%).¹² Allerdings ist die Nachfolgeproblematik keineswegs nur ein Problem des einzelnen Unternehmers. Eine Betrachtung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene legt den Schluss nahe, dass mit den zur Nachfolge anstehenden Unternehmen eine stattliche Zahl von Arbeitsplätzen gefährdet ist. Eine Stilllegung des Unternehmens als Konsequenz aus einer gescheiterten Nachfolge würde einen unmittelbar

¹¹ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S. 31

¹² Vgl. KMU Forschung Austria 2008, S. 47-48

spürbaren negativen Beschäftigungseffekt nach sich ziehen. Ein Blick auf die KMU Forschung Österreichs von 2008 verdeutlicht dies. Wie in der Studie dargestellt, droht in den Jahren 2009 bis 2018 bei 10350 (Übergabepotential von 57500 Unternehmen, davon ca. 18% nicht erfolgreich) Unternehmen mit etwa 90360 Beschäftigten eine Stilllegung, da kein geeigneter Nachfolger gefunden werden kann und ein Verkauf ausscheidet. Bemerkenswert an der Studie der KMU Forschung Austria ist auch der deutlich erkennbare Rückgang der familieninternen Nachfolge (Abb.3). Demnach ist auch in Zukunft von einer weiter zurückgehenden Nachfolgebereitschaft bzw. -fähigkeit der Unternehmerfamilien aus eigener Kraft zu rechnen.

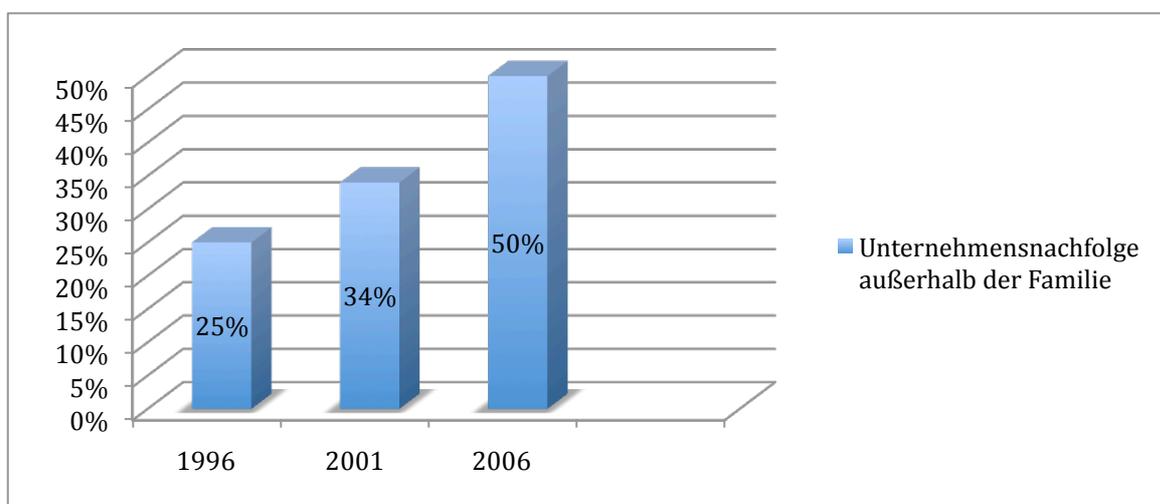


Abb. 3: Anteile der Unternehmensnachfolgen in Österreich außerhalb der Familie, 1996-2006¹³

Für die potentiellen Nachfolgekandidaten aus der Unternehmerfamilie hat diese Entwicklung ambivalente Folgen. Auf der einen Seite wächst, individuell gesehen, die Chance auf eine Nachfolge, da es weniger Konkurrenz durch Geschwister gibt. Davon profitieren derzeit vor allem die Töchter, die zum ersten Mal in nennenswerten Zahl auf Führungspositionen berufen werden und momentan ca. 43% Prozent der Firmen in Österreich übernehmen.¹⁴ Beobachter gehen davon aus, dass diese Quote bald auf mehr als die Hälfte steigen wird. Wohlgermerkt: diese Entwicklung verdanken die Frauen nicht einer etwaigen aufgeklärten „gender“-Einstellung der abgehenden Generation, sondern sie werden immer dann als Alternative interessant, wenn entweder kein Sohn zur Verfügung steht, oder wenn dieser als zu schwach erscheint und gestützt werden soll.

¹³ Vgl. KMU Forschung Austria 2008, S. 44

¹⁴ Vgl. KMU Forschung Austria 2008, S.49

Auf der anderen Seite wachsen allerdings auch der Druck und die Erwartungshaltung gegenüber den Kindern entsprechend proportional. Dies drückt sich heute meist in einer typischen doppelten Botschaft aus: verbal betonen die allermeisten Unternehmereltern, dass jeder seinen Lebens- und Berufsweg völlig frei nach eigenem Wunsch wählen soll. Darunter wird jedoch oft ein subtiler Auftrag zur Übernahme mitvermittelt. Für die meisten Nachfolger ist daher schwer zu trennen, zu welchem Anteil eine Nachfolge eigener Entschluss ist, und zu welchem die unbewusste Beeinflussung durch die Eltern dahinter steht.

Interessant ist auch die Abhängigkeit der gewählten Nachfolgelösung von der Unternehmensgröße. Es zeigt sich, dass insbesondere mittelgroße Unternehmen (Jahresumsatz 0,5 - 10 Mio. €) in den Händen der Eigentümerfamilie verbleiben. Kleine Unternehmen scheinen vergleichsweise weniger Interessant für die Eigentümerfamilie zu sein, sowohl aus fachlicher wie auch aus ökonomischer Perspektive. Sehr große Betriebe stellen dagegen so hohe Anforderungen an den oder die Nachfolger, dass die Wahrscheinlichkeit der Übernahme durch Familiennachfolger entsprechend sinkt.¹⁵

2.2 Definition der Unternehmensnachfolge

Das Analyseobjekt dieser Arbeit ist die Nachfolgefinanzierung mittelständischer Unternehmen in Österreich. Diese Begriffe gilt es im Hinblick auf ein besseres Verständnis ein- und abzugrenzen.

Unter dem Begriff Unternehmensnachfolge wird in der Literatur ein Prozess beschrieben, bei dem der Übergang der Leitungsmacht gleichzeitig und gleichgerichtet mit einem Eigentumsübergang an die nachfolgende Unternehmergeneration erfolgt.¹⁶ Dies entspricht dem dieser Arbeit zugrunde liegenden Verständnis. Darüber hinaus wird bei einer Unternehmensnachfolge in der Regel von einem Familienunternehmen ausgegangen, was insofern überzeugt, als dass gerade in diesen Unternehmen sehr häufig Eigentum und Leitungsmacht in einer Hand vereint sind und zu gegebener Zeit aus Altersgründen – sei es familienintern oder –extern – weitergegeben werden müssen. Allerdings soll der Begriff der Unternehmensnachfolge nicht einzig auf den Fall eines Unternehmens beschränkt werden, das sich zu 100 Prozent im Familieneigentum befindet. Ähnlich wie OLBRICH werden auch diejenigen Fälle mit unter dem Begriff der Unternehmensnachfolge subsumiert, bei denen

¹⁵ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S.35

¹⁶ Vgl. Schulte, 2002, S.25-26

Einzelne, oder mehrere Personen ohne Familienzugehörigkeit sowie Institutionelle Alteigentümer des zur Nachfolge anstehenden Unternehmens sind.¹⁷

2.3 Definition von klein und mittlere Unternehmen (KMU)

Für den Begriff „Mittelständisches Familienunternehmen“ lässt sich im Schrifttum keine einheitliche Definition finden. Synonym zum Begriff „mittelständisches Unternehmen“ werden auch die Begriffe „Mittelstand“ sowie „kleine und mittlere Unternehmen“ (KMU) verwendet.¹⁸ Allerdings erscheint ein Hinweis auf die gängigen quantitativen Eingrenzungen derjenigen Unternehmen, die in diese Größenkategorie von Unternehmen fallen notwendig. Hierzu existiert, wie in Abb.4 dargestellt, eine gebräuchliche quantitative Abgrenzung, die eine Definition ersetzen soll.

Da sich die Empfehlung der EU-Kommission für eine Systematik der kleinen und mittleren Unternehmen immer stärker durchsetzt, wird in dieser Arbeit der EU-Definition von 2003 gefolgt.

Als KMU kommen nach der EU-Definition nur Unternehmen in Frage, die zu maximal 25% im Besitz von Nicht-KMU sind, also keine Tochtergesellschaften größerer Konzern. Innerhalb von KMU wird nochmals nach folgenden Kriterien unterschieden.

<i>Klasse</i>	<i>Beschäftigte</i>		<i>Jahresumsatz</i> <i>(in Mio. €)</i>		<i>Bilanzsumme</i> <i>(in Mio. €)</i>
Mittleres Unternehmen	50-249	und	≤ 50	oder	≤ 43
Kleines Unternehmen	10-49	und	≤ 10	oder	≤ 10
Kleinst-unternehmen	2-9	und	≤ 2	oder	≤ 2

Abb. 4: KMU Definition laut EU-Definition 2003¹⁹

¹⁷ Vgl. Olbrich, 2003, S. 134

¹⁸ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S.22-23

¹⁹ Vgl. Feldbauer/Pernsteiner/Rohatschek/Tumpel, 2008, S.23

Ein Unternehmen muss also in der Tabelle nach unten hin gelesen mindestens die Mitarbeiterzahl und eine der beiden finanziellen Kennziffern unterschreiten, um sich für die entsprechende Klasse zu qualifizieren.

Auch der Terminus Familienunternehmen ist keineswegs eindeutig definiert.²⁰ Daher wird im Folgenden KLEINS Definition des Begriffs „Familienunternehmen“ zugrunde gelegt: „Ein Familienunternehmen ist ein Unternehmen, auf das die Familie einen maßgeblichen Einfluss ausübt. Von einem maßgeblichen Einfluss der Familie auf das Unternehmen soll dann gesprochen werden, wenn die Familie einen der Einflussfaktoren Eigenkapital, Kontrolle oder Management vollständig dominiert oder der Mindereinfluss bei einem anderen Faktor ausgeglichen wird. Als notwendige Bedingung wird eine Beteiligung der Familie am Eigenkapital vorausgesetzt.“²¹

2.4 Finanzierungssituation von KMU

Neben den bereit zuvor genannten Größenkriterien (Abb. 4) lassen sich KMU-spezifische Merkmale identifizieren, die insbesondere aus finanzwirtschaftlicher Sicht eine Abgrenzung zum Finanzierungsverhalten von Großunternehmen ermöglichen.

Nach SCHULTE lassen sich die finanzierungsrelevanten Besonderheiten von KMU anhand von sechs idealtypischen-qualitativen Charakteristika beschreiben:²²

1. Die *Einheit von Eigentum und Kontrolle* sorgt dafür, dass es keine Informationsprobleme zwischen Eigentümer und Manager geben kann.
2. Im Vergleich zu Großunternehmen sind KMU aufgrund weniger strenger Publizitätspflichten für externe Finanzierungspartner weniger transparent. Da eine aktive Informationsaufbereitung und –weitergabe für das KMU nicht zuletzt aufgrund der damit verbundenen Kosten ausbleibt, bleibt ein vergleichsweise hoher Grad an *Anonymität*.
3. Während Großunternehmen durch eine horizontale wie vertikale Verteilung von Aufgaben und Zuständigkeiten tendenziell weniger abhängig von einzelnen Personen

²⁰ Vgl. Feldbauer/Pernsteiner/Rohatschek/Tumpel, 2008, S.21

²¹ Vgl. Klein, 2004, S. 12ff.

²² Vgl. Schulte, 2006, S. 108-122

sind, zeichnen sich KMU regelmäßig durch ein hohes Maß an *Unternehmerzentriertheit aller Entscheidungen und Prozesse* aus.

4. KMU haben aufgrund ihrer Größe i.d.R. auch eine *geringere Ausstattung mit Ressourcen*. Dies macht sich u.a. bei der fehlenden Diversifikationsmöglichkeit zwischen verschiedenen Investitionsprojekten bemerkbar, was im Vergleich zu Großunternehmen zu einer höheren Insolvenzwahrscheinlichkeit führt. Weitere Kennzeichen sind die häufig eingeschränkten Besicherungsmöglichkeiten wegen begrenzt vorhandener Vermögenswerte sowie die zuvor bereits genannte Unternehmerzentriertheit, die eine Ansammlung von Spezialwissen und insbesondere die Erarbeitung eines Finanzierungswissens erschwert.
5. Rechtsformbedingt haben KMU nur einen *sehr beschränkten Zugang zu organisierten Kapitalmärkten*.
6. Großunternehmen haben grundsätzlich die Möglichkeit, ihre Investitionsentscheidungen unabhängig von der benötigten Finanzierung zu treffen, da sich die Finanzierungsbedingungen an ihrem gesamten Investitionsportfolio orientiert. Sie finanzieren sich überwiegend über die Finanzierungsinstrumente des Kapitalmarktes und orientieren ihre Renditeerwartung folglich auch an den dort vorherrschenden Konditionen. Bei KMU hingegen besteht eine *Interdependenz des Investitions- und Finanzierungsverhaltens*, da zum einen der Zugang zu den Kapitalmärkten versperrt ist. Zum anderen ist auch die Abhängigkeit von einzelnen Investitionsprojekten größer, da die Diversifizierung wie in einem Investitionsprojektportfolio eines Großunternehmens nicht möglich ist.

Im Ergebnis haben diese finanzierungsrelevanten Besonderheiten von KMU dazu geführt, dass diese im Vergleich zu Großunternehmen kaum auf externer Beteiligungsfinanzierung sondern vielmehr auf die Kreditfinanzierung durch Banken zurückgreifen und dadurch eine geringere Ausstattung an Eigenkapital aufweisen.

Ausgelöst durch die Verknappung bzw. Verteuerung von Bankkrediten sowie der durch Basel II induzierten Ratingverfahren besteht für eigenkapitalschwache Unternehmen die Notwendigkeit, die Eigenkapitalbasis zu stärken bzw. ggf. andere Finanzierungsinstrumente jenseits traditionell bankseitiger Kreditlinien zu suchen. Die häufig in diesem Zusammenhang

geäußerte Grundthese ist, dass mittelständische Unternehmer aufgrund von Unkenntnis sowie aufgrund von Furcht vor dem Verlust unternehmerischer Selbstbestimmung gegenüber alternativer Finanzierungsinstrumente ablehnend eingestellt sind.

Von daher besteht Anlass zu der Vermutung, dass bei vielen Unternehmen pragmatische Überlegungen gegenüber etwaigen strategischen Planungen bezüglich der Finanzmittelauswahl der Vorzug gegeben wird. Erst wenn die traditionellen Finanzierungsquellen versiegen (wie in Österreich die Bankdarlehen) wird über Alternativen nachgedacht, wobei die Wahrung der Unternehmenskontrolle unverändert Priorität genießt.²³ Nichtsdestotrotz wird die Masse der kleinen und mittleren Unternehmen sich nicht dauerhaft den gewandelten Finanzierungsbedingungen entziehen können. Neben der Nutzung neuer Finanzierungswege wird die Optimierung der Kapitalstruktur zunehmend als strategische Aufgabe wahrgenommen werden müssen. Allerdings bedarf es dazu ebenso einer (Neu-)Ausrichtung der Finanziers, um auf die Angebotsstruktur auf den Markt für Mittelstandsfinanzierung den gewandelten Rahmenbedingungen anzupassen.²⁴

2.5 Arten von familienexterner Unternehmensübernahme

Im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme bzw. -kauf werden in der Literatur sehr häufig die Begriffe aus dem englischen Sprachgebrauch verwendet. Der Begriff „Buyout“ meint allgemein den „Auskauf“ eines Mehrheitsgesellschafters aus einem Unternehmen heraus. Je nach dem, um welche Art von Erwerber oder um welchen Typ von Transaktion es sich handelt, wird das Wort Buyout entsprechend erweitert.

Kauft eine bereits im Unternehmen beschäftigte Führungskraft (bzw. auch Gruppe von Managern) das Unternehmen und übernimmt sie die Unternehmensleitung, dann beschreibt dies einen Management-Buyout (MBO). Ein solcher Kauf durch einen unternehmensfremden Manager wird als Management-Buyin (MBI) bezeichnet. Darüber hinaus sind noch weitere Varianten denkbar.²⁵

Ebenso kann nach dem Verkaufsmotiv des bisherigen Eigentümers unterschieden werden. MBOs im Rahmen von Unternehmensnachfolgen werden als Nachfolge-MBOs bezeichnet. Wird ein Konzernteil aus einem Großunternehmen herausgelöst und an das Management

²³ Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S.57

²⁴ Vgl. Börner/Grichnik, 2003, S.681f.

²⁵ Vgl. Fueglistaller/Müller/Volery, 2004, S. 150-152

verkauft, so wird von einem Spin-Off-MBO gesprochen. Der Verkauf eines Unternehmens in einer Krisensituation an ein neues Management-Team wird als Sanierungs-MBO bzw. –MBI bezeichnet. Ein MBO im Rahmen eines Börsen-Delisting wird als Private-MBO und im Zuge einer Privatisierung als Privatisierungs-MBO geführt.

Wird der Unternehmenskauf im Wesentlichen durch einen Finanzinvestor gesteuert, so bestimmt die Finanzierungsstruktur häufig den Charakter der Transaktion. Aufgrund des dann oftmals sehr hohen Fremdkapitalanteils wird dies als Leveraged-MBO (LMBO) charakterisiert.

Im Rahmen dieser Arbeit soll deswegen zunächst von folgendem Begriffsverständnis ausgegangen werden. Unter einem Management-Buyout wird der Erwerb eines Unternehmens verstanden, bei dem das bisherige Management als (Mit-) Käufer auftritt. Der Management-Buyin kann analog beschrieben werden, nur dass anstelle des bisherigen Managements unternehmensfremde Käufer auftreten.

2.6 Forschung zu Nachfolgefiananzierung

Der Umfang der Literatur zur Unternehmensnachfolge hat einhergehend mit der wachsenden Publizität und öffentlicher Wahrnehmung der Nachfolgeproblematik in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Mittlerweile existiert ein überschaubares Angebot an Praktikerliteratur in Ratgeberform²⁶ und Dissertationen²⁷ sowie zahlreiche Aufsätze zu einzelnen Aspekten im Themenkreis Unternehmensnachfolge. Die Diskussion im Schrifttum umfasst ein Spektrum von betriebswirtschaftlichen, unternehmenspolitischen, psychologischen, steuerlichen, rechtlichen und gesamtwirtschaftlichen Fragestellungen.

Sowohl in der deutschsprachigen als auch in der internationalen Forschung zur Unternehmensnachfolge bzw. zu „succession of family business“ gibt es nur wenige Beiträge, die explizit auf die familienexterne Unternehmensnachfolge fokussieren und wenn doch, dann nahezu ausschließlich aus der Perspektive des Seniorunternehmers.²⁸ Obwohl sich gerade bei dieser Nachfolgevariante die Frage der Kaufpreisfinanzierung zwangsläufig stellt, lassen sich in der Literatur bislang nur sehr wenige empirische Forschungsergebnisse identifizieren. Diese werden im Folgenden kurz vorgestellt.

²⁶ Vgl. Felden/Klaus, 2003, Felden/Pfannenschwarz, 2008, Brüser, 2007, LeMar, 2004

²⁷ Vgl. Olbrich, 2005, Slupetzky, 2002

²⁸ Vgl. Schmude/Leiner, 2003, S.179

2.7 Empirische Untersuchungen

2.7.1 Deutschsprachige Forschung

Die bislang einzige groß angelegte empirische Studie zur Nachfolgeproblematik im deutschsprachigen Raum, die auch Finanzierungsfragen explizit berücksichtigt, ist eine durch das IFM MANNHEIM durchgeführte Untersuchung zum Thema „Generationenwechsel in Baden-Württemberg.“²⁹ Die Ergebnisse basieren auf einer Befragung von 10.000 bereits abgewickelten Unternehmensnachfolgen, wobei dies sowohl familieninterne als auch – externe Nachfolgen umfasst. Aufgrund der Stichprobencharakteristika³⁰ ist davon auszugehen, dass der weit überwiegende Anteil der identifizierten Gründungen dem in Kapitel 3.2 als „Nachfolger von Kleinstunternehmen“ beschriebenen Gründungstyp zuzuordnen sein wird. Die wesentlichen finanzierungsrelevanten Ergebnisse der Studie werden im folgenden kurz dargestellt.

Befragungsergebnisse liegen allerdings nur für 13 familienexterne aber sowie 21 unternehmensexterne Nachfolgen vor. Die Gründe für diese äußerst dürftige Rücklaufquote werden jedoch nicht plausibel dargelegt. Insgesamt erscheint es aus Sicht des externen Betrachters bedauerlich, dass aus dieser doch sehr groß angelegten Befragung nicht aussagekräftigere Ergebnisse abgeleitet werden können.

Die Inanspruchnahme verschiedener Finanzierungsquellen bei den betrachteten familienexternen Unternehmensnachfolgen ist in Abb.5 dargestellt. Da Mehrfachnennungen möglich waren, lassen sich hieraus kaum Rückschlüsse auf die konkrete Finanzierungsstruktur ziehen.

²⁹ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.12

³⁰ 81% der Unternehmen sind kleine Unternehmen mit bis zu 19 Beschäftigten. Weitere 16,1% haben zwischen 20 und 99 und nur 3,1% mehr als 100 Beschäftigte, vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S. 12

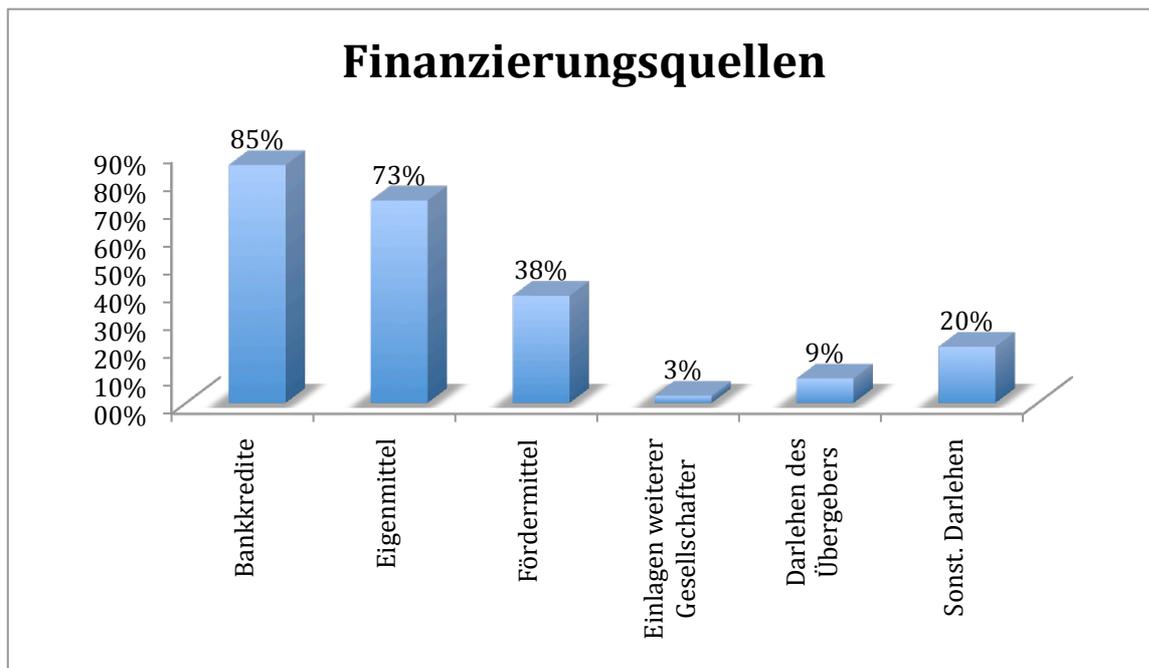


Abb. 5: Inanspruchnahme von Finanzierungsquellen bei familienexternen Unternehmensnachfolgen (Mehrfachnennungen möglich)³¹

Beteiligungskapital wurde im Durchschnitt aller Nachfolgevarianten – die familieninternen Nachfolgen waren demnach enthalten – in 29,4% der Fälle in Anspruch genommen.³² Die wesentlichen Gründe, die aus Sicht der Nachfolger gegen die Hereinnahme einer externen Beteiligungsfinanzierung sprechen sind (in absteigender Bedeutung) unerwünschte Mitspracherecht, fehlende Eignung des Unternehmens, keine Hinweis durch die Hausbank sowie wie die gänzliche Unkenntnis dieser Finanzierungsform als solch.

Bei den Nachfolgern, die auf die Inanspruchnahme von Fördermitteln verzichtet haben werden als wesentliche Gründe „fehlende Informationen“ sowie – nicht weiter spezifiziert – schlicht „nicht notwendig“ angeführt. In einigen Fällen hat auch die Hausbank davon abgeraten bzw. hat die Kooperation bei der Beantragung von Fördermitteln verweigert.³³

Auch wurden die Nachfolger – und hier wiederum sowohl familieninterne als auch –externe Nachfolger – nach dem Auftreten von „Finanzierungsproblemen“ befragt, ohne das diese „Probleme“ näher spezifiziert worden wären (siehe Abb. 6).

³¹ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.195

³² Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.195

³³ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.196

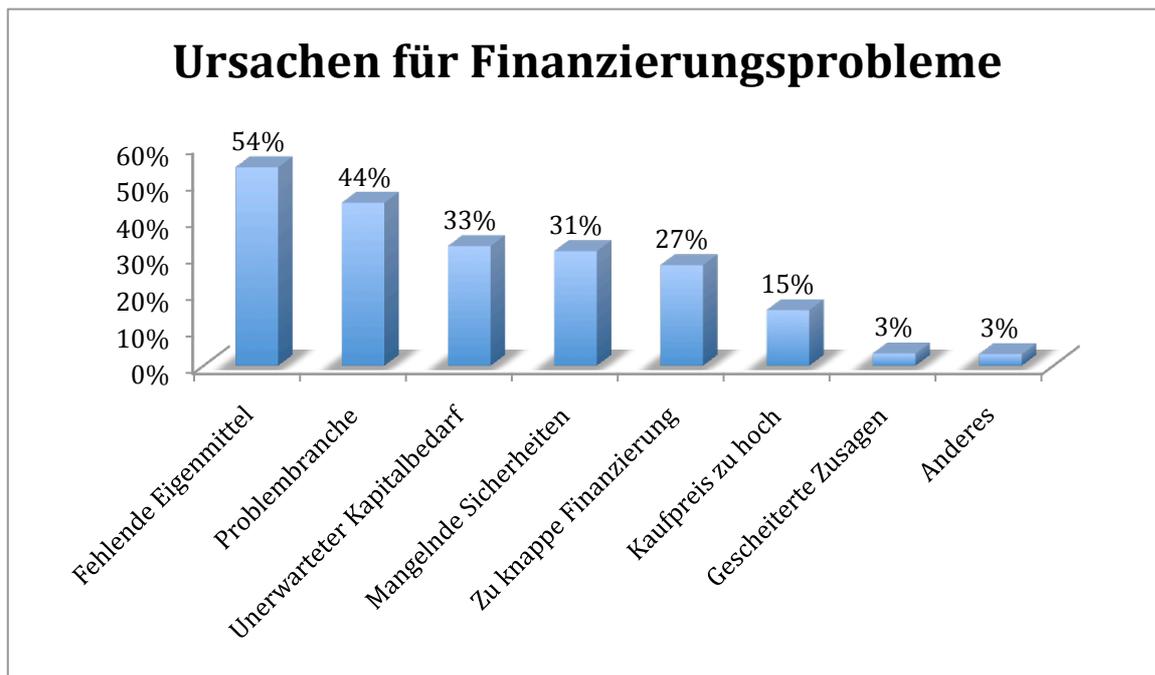


Abb. 6: Ursachen für Finanzierungsprobleme (Mehrfachnennungen möglich)³⁴

Demnach sind es zuerst fehlende Eigenmittel und die Zugehörigkeit zu einer Problembranche, die zu Finanzierungsschwierigkeiten führen. Darüber hinaus werden auch ein unerwarteter Kapitalbedarf, ein Mangel an Sicherheiten und eine zu knapp kalkulierte Finanzierung als Gründe genannt.

Letztendlich ist es unbefriedigend, dass trotz der hohen Anzahl versendeter Fragebögen die Fallzahlen bei den familienexternen Nachfolgevarianten recht gering bleiben, sodass Einzelfragen aufgrund einer geringen Zellenbesetzung nur mit großer Unsicherheit ausgewertet werden können.

Die Ergebnisse dieser empirischen Studie zur Unternehmensnachfolge bieten zudem nur wenig Informationen über Finanzierungsstrukturen, typenbedingte Finanzierungsprobleme oder die empirische Bewährung einzelner Finanzierungsformen. Das gleiche Bild zeigt sich auch in der KMU Forschung Bericht 2008 für Österreich. Wo sich aus der empirischen Erhebung nur sehr wenig auf Bezug der externen Nachfolgefinanzierung herauslesen lässt. Besonders der Anteil der Fremdfinanzierung ist bei externen Unternehmensnachfolgern tendenziell höher (63% vs. 35%) Ebenfalls wurden öffentlichen Fördermittel häufiger bei familienexternen (19%) als bei familieninternen Nachfolgen (7%) in Anspruch genommen. Die familieninternen Nachfolger erhielten häufig ein Darlehen des Übergebers (13%),

³⁴ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.197

während familienexterne Nachfolger vermehrt auf sonstige private Darlehen zurückgriffen (16%).³⁵ Allenfalls die eindeutige Kreditlastigkeit³⁶ der Finanzierung, der damit zusammenhängende Mangel an Eigenmittel sowie die durch Unkenntnis und Skepsis gegenüber externer Beteiligungen am Unternehmen lassen sich aus den Studien ableiten.

Ebenso bleibt festzustellen, dass es bei einer rein deskriptiven Erfassung einzelner Finanzierungsaspekte bleibt. Aussagen über konkrete Finanzierungsstrukturen sowie über die Gründe für die Wahl der Kapitalstruktur werden nicht geliefert. Eine finanzierungstheoretische Validierung der Beobachtung bleibt somit ausgeschlossen.

2.6.2 Internationale Forschung

Wie schon eingangs erläutert, war die Auswertung der internationalen Forschung zum Themenkreis „succession in family business“ wenig ergiebig. Im Bereich der internationalen empirischen Forschung konnte lediglich eine Studie identifiziert werden, bei der finanzierungsrelevante Fragestellungen untersucht wurden. UPTON/PETTY haben eine Stichprobe von 400 ausgewählten US-amerikanischen Venture Capital-Investoren sowie 500 Familienunternehmen befragt und eine Rücklaufquote von rund 17% erzielt.³⁷ Bei dem weit überwiegenden Teil der befragten Unternehmen ist jedoch eine familieninterne Nachfolge geplant bzw. bereits vollzogen,³⁸ sodass die Ergebnisse nur sehr bedingt auf die in dieser Arbeit im Mittelpunkt stehenden familienexternen Unternehmensnachfolgen übertragbar sind. Darüber hinaus wird einzig auf Venture Capital als Finanzierungsquelle abgestellt.

Von den Befragungsergebnissen ist alleine die Frage nach der Art der Finanzierungsinstrumente für diese Arbeit von Interesse. 60% der befragten Venture Capital-Investoren verwenden demnach Vorzugsaktien, 50% Stammaktien, 40% nachrangige Darlehen und 24% erstrangiges Fremdkapital (Mehrfachnennungen möglich). Hybride Finanzierungselemente werden dabei sehr häufig (von 83% der Investoren) verwendet.³⁹

³⁵ Vgl. KMU-Forschung Austria, 2008, S.62

³⁶ Vgl. KMU-Forschung Austria, 24.09.2009, Anhang

³⁷ Vgl. Upton/Petty, 2000, S. 34

³⁸ Vgl. Upton/Petty, 2000, S. 32f.

³⁹ Vgl. Upton/Petty, 2000, S. 34

3 Typologie von externen Unternehmensnachfolgen

3.1 Übersicht

Die Erarbeitung von typenspezifischen Finanzierungslösungen erfordert in einem ersten Schritt notwendigerweise die Formulierung einer Typologie der externen Unternehmensnachfolge.

Für die hier untersuchten externen Unternehmensnachfolgen gilt es deswegen zunächst mögliche Dimensionen zu identifizieren, anhand derer auf Grundlage konzeptionell-theoretischer Überlegungen eine Charakterisierung sogenannter Idealtypen ermöglicht wird. Diese Idealtypen werden dann im weiteren Verlauf der Untersuchung als Referenz für die Erarbeitung typenspezifischer Finanzierungslösungen dienen.

Als Dimensionen für eine Typologie von Unternehmensnachfolgen erscheinen folgende Aspekte geeignet.⁴⁰

(1) Wirtschaftliche Situation

Die wirtschaftliche Situation, die insbesondere durch die Ertragslage und die Selbstfinanzierungskraft (Cash-Flow) reflektiert wird, gibt den denkbaren Finanzierungslösungen einen Rahmen, da insbesondere die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens davon beeinflusst wird.

(2) Personenbezogenheit des Leistungserstellungsprozesses

Die Frage der Bezogenheit des Leistungserstellungsprozesses auf die Person des Unternehmers bzw. des Nachfolgers hat zumindest eine mittelbare Wirkung auf Finanzierungsfragen. Gerade bei kleinen und Kleinstunternehmen ist der Unternehmer oftmals unmittelbar und zum weit überwiegenden Teil seiner Arbeitszeit in den Prozess der operativen Leistungserstellung involviert, sodass wenig Freiraum und Kapazität für die strategische Unternehmensplanung und insbesondere für die Finanzplanung verbleibt. Infolge dessen leidet die systematische Suche nach geeigneten Finanzierungsmöglichkeiten zum einen aus Zeitmangel und zum anderen auch aufgrund mangelnder Kenntnisse. Im Gegensatz dazu wird sich der Unternehmer bei größeren Unternehmen auf die klassischen Leitungsaufgaben der Geschäfts-

⁴⁰ Vgl. Nathusius, 2003, S.160-162

führung konzentrieren, wodurch mehr Freiraum für die Planung und Verhandlung der Unternehmensfinanzierung verbleiben kann.

(3) Stellung der/des Nachfolgers(s) vor der Übernahme

Die Stellung des bzw. der Nachfolger(s) vor der Übernahme des Unternehmens, sei es als angestellter Manager oder als völlig unternehmensfremder, hat einen Einfluss auf dessen Informationsgrundlage, auf Basis derer er in die Verhandlung mit potentiellen Finanziers gehen kann. Wie sich später zeigen wird, ist die Informationsverteilung ein wesentlicher Faktor zur Charakterisierung einer Finanzierungsbeziehung.

Anhand dieser Dimensionen sollen im Folgenden Idealtypen beschrieben werden, die zum Ziel haben, die „Standardsituation des Unternehmensnachfolgegeschehens in der Praxis“ abzubilden.⁴¹

3.2 Kleinstunternehmens Nachfolger

Der Typus Kleinstunternehmens Nachfolger ist der häufigste Fall, bei dem ein einzelner oder ein kleines Team von Gründungswilligen ein Unternehmen kauft, um auf diesem Weg unternehmerisch tätig werden zu können. Dieser Gründungstypus weist einen sehr hohen Grad an Bezogenheit auf die Person des Gründers auf. Dessen Streben nach beruflicher Selbständigkeit verbunden mit der finanziellen Absicherung des Lebensunterhalts steht hier im Mittelpunkt seines Interesses. Ein dynamisches Unternehmenswachstum ist deswegen in den seltensten Fällen seitens des Nachfolgers geplant. Allerdings bedeutet dies auch, dass die jüngere Unternehmensgeschichte die Erwartung einer für den Nachfolger auskömmlichen Ertragssituation nahe legen muss. Anderenfalls, beispielsweise bei Sanierungsfällen, würde der Nachfolger vor einer Übernahme des Unternehmens wohl zurückschrecken.

Der Leistungsprozess ist durch den geringen Grad an innerbetrieblicher Arbeitsteilung stark auf den Unternehmer abgestellt, sodass dieser weit überwiegend operativ tätig ist und in sämtlichen Phasen der Leistungserstellung selbst eine dominierende Rolle einnimmt. Die notwendigsten Leitungsaufgaben im Unternehmen werden von ihm zusätzlich wahrgenommen.

⁴¹ Vgl. Nathusius, 2003, S.367

Bei den zur Übernahme anstehenden Unternehmen dieses Typus handelt es sich zumeist um kleine und Kleinstunternehmen aus dem Bereich des Handwerks, des Handelsgewerbes, des Dienstleistungssektors oder der freien Berufe. Unternehmen dieses Typs werden überwiegend in der Rechtsform des Einzelunternehmers oder der Personengesellschaft geführt. In einzelnen Fällen wird auch die GmbH gewählt. Die Ertragskraft des Unternehmens wird häufig alleine für die Sicherung des Lebensunterhalts des Unternehmenseigners in Anspruch genommen, sodass hohe Wachstumsraten, womöglich verbunden mit hohen Renditeerwartungen auf das eingesetzte Kapital durchweg unrealistisch bleiben dürften.

Wie am Beispiel des Handwerksbetriebes deutlich wird, hängt die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens vor allem von den Fertigkeiten und Fähigkeiten des Nachfolge-Gründers ab. Das unternehmensspezifische Know-how dürfte eher gering sein. Von daher ist es von eher untergeordneter Bedeutung, ob dieser zuvor im Unternehmen beschäftigt war, oder eben nicht. Der mögliche Vorteil, der sich aus der Kenntnis der Besonderheiten des Unternehmens vor der Übernahme ergibt, dürfte hier vergleichsweise klein bleiben. Aus diesem Grund soll hier zwischen unternehmensinternen und unternehmensfremden Nachfolgern nicht weiter differenziert werden.

3.3 Nachfolge Management Buy Out

Der Nachfolge-MBO beschreibt einen Nachfolgetyp, bei dem der Nachfolger vor der Übernahme in leitender Funktion im Unternehmen beschäftigt war. Hierbei handelt es sich um größere KMU aus allen Branchen, die zumeist in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft, zum Teil auch als Personengesellschaft geführt werden. Die wirtschaftliche Situation des Unternehmens ist als stabil zu bezeichnen, da die Ertragslage positiv ist und fortlaufend ein positiver Cash-Flow generiert wird. Das Unternehmen verfügt zudem über einen gesicherten Marktanteil und kann zumeist auf eine bestehende Kundenbasis zurückgreifen.⁴² Es werden, wenn überhaupt, dann nur sehr moderate Wachstumsziele verfolgt, sodass eher von einer kontinuierlichen Entwicklung ausgegangen werden sollte. In der Gesamtschau lassen sich bei diesem Nachfolgetypus somit keinerlei Anzeichen für eine drohende Unternehmenskrise erkennen.

Der Leistungserstellungsprozess ist nicht mehr unmittelbar auf die Person des Unternehmensinhabers bezogen. Dieser nimmt nahezu ausschließlich Leitungs- und

⁴² Vgl. Nathusius, 2003, S. 182

Führungsaufgaben wahr. Die Unternehmensplanung ist dadurch weitgehend institutionalisiert und wird schriftlich dokumentiert, sodass eine Bewertung durch Externe erleichtert wird.

3.4 Nachfolge Management Buy In

Wenn im Unternehmen weder ein Familienangehöriger des bisherigen Eigentümers noch aus dem Kreis der Angestellten zur Unternehmensnachfolge bereit oder in der Lage ist, bietet sich für den Senior der Verkauf an einen unternehmensfremdem Nachfolger an. Dieser als Nachfolge-MBI zu bezeichnenden Nachfolge-Typus unterscheidet sich vom zuvor genannten Nachfolge-MBO folglich insbesondere dadurch, dass der Nachfolger zuvor nicht im Unternehmen beschäftigt war und von daher über keinerlei unternehmensbezogene Informationsvorteile aufweisen kann.⁴³ Dennoch ist aufgrund seiner Führungserfahrung aus anderen Unternehmen, die er häufig in der gleichen Branche oder bei einem Unternehmen aus einer vor- bzw. nachgelagerten Produktionsstufe gesammelt hat, davon auszugehen, dass er die Unternehmenssituation besser beurteilen kann, als ein externer Berater ohne ein ähnliches Maß an Branchenkenntnissen.

In Bezug auf die Unternehmensgröße, die Rechtsform und die Personenbezogenheit des Leistungserstellungsprozesses unterscheidet sich dieser Nachfolgetyp nicht vom Nachfolge-MBO. Auch handelt es sich hier ebenfalls um Unternehmen, die sich in einer stabilen wirtschaftlichen Situation befinden.

3.5 Sanierungs Management Buy In

Zu einem Verkauf an einen Unternehmensfremden kommt es häufig in jenen Fällen, bei denen die Nachfolgeregelung aufgrund mangelnder Nachfolger aus dem Kreis der Familie bzw. der leitenden Angestellten (viel zu) lange hinausgezögert wurde. Als „Alternative in letzter Minute“ wird dann oft der Verkauf an einen externen Nachfolger in Erwägung gezogen.⁴⁴

Ebenso wird eine unternehmensexterne Nachfolgelösung zumeist in jenen Fällen gewählt, in denen sich das zur Übernahme anstehende Unternehmen in einer Krisensituation befindet. Diese Krise kann verschiedene Ursachen haben. Beispielsweise kann dies auf eine lange

⁴³ Vgl. Nathusius, 2003, S. 369

⁴⁴ Vgl. Nathusius, 2003, S. 370

heraus gezögerte Unternehmensnachfolge, auf Fehler des bisherigen Managements oder auf die gesamtwirtschaftliche oder branchenspezifisch schlechten Rahmenbedingungen zurückzuführen sein.

Da das bisherige Management zumindest eine Teilverantwortung an der krisenhaften Entwicklung des Unternehmens tragen dürfte und dieses insofern gewissermaßen als „verbrannt“ gelten muss, ist es in dieser Situation unausweichlich, dass ausschließlich Externe als Nachfolger in Betracht kommen können. Das grundsätzliche vorstellbare Nachfolgermodell eines Sanierungs-MBOs dürfte aus diesem Grund die seltene Ausnahme bleiben.

Der wesentliche Unterschied zum Typus Nachfolge-MBI ist folglich die besonders schwierige wirtschaftliche Situation des Unternehmens. Diese kann sich in Form von rapide schlecht werdenden Erfolgskennzahlen bis hin zu einer drohenden Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung äußern.

Im Hinblick auf die Dimension Unternehmensgröße, Rechtsform und Personenbezogenheit des Leistungserstellungsprozesses ähnelt dieser Typus wiederum dem Nachfolge-MBO bzw. –MBI.

3.6 Zwischenfazit

Nach der zuvor entwickelten Typologie der externen Unternehmensnachfolge wurden vier Grundtypen entwickelt und charakterisiert. Diese werden im weiteren Verlauf der Untersuchung als Ausgangspunkt für die Diskussion typenspezifischer Finanzierungslösungen dienen. Die Abb. 7 fasst die vier genannten Typen nochmals zusammen und formuliert Beispiele aus der Praxis des Nachfolgegeschehens.

<i>Nachfolgetyp</i>	<i>Beschreibung</i>	<i>Beispiele</i>
Kleinstunternehmens Nachfolger	Übernahme eines Kleinst- oder Kleinunternehmens durch einen oder mehrere Existenzgründer, die vorwiegend operativ im Unternehmen tätig sind und keine reine Managementtätigkeit ausüben.	Ein Handwerksbetrieb wird zur Lösung des Nachfolgeproblems an einen unternehmensfremden Handwerksmeister verkauft. Der Inhaber eines kleinen Einzelhandelsgeschäfts wird durch Krankheit arbeitsunfähig und verkauft seinen Betrieb an zwei seiner langjährigen Angestellten.
Nachfolge-MBO	Übernahme eines Unternehmens mit stabiler Geschäftslage durch	Der Eigentümer eines mittelständischen Unternehmens aus der Automobilzuliefer-

	einen oder mehrere bisher im Unternehmen tätige Manager (MBO).	<p>industrie möchte sich zur Ruhe setzen. Da kein familieninterner Nachfolger zur Verfügung steht, verkauft er sein Unternehmen im Wege der geregelten Nachfolgelösung an das bisherige leitende Management.</p> <hr/> <p>Der Inhaber einer mittelständischen Unternehmensgruppe in der Baustoffindustrie beabsichtigt ein neues Unternehmen mit innovativen Produkten im Bereich der Umwelttechnik zu gründen. Seine Unternehmensgruppe verkauft er an seinen Mitgeschäftsführer und finanziert mit dem Erlös Produktentwicklung und Markterschließung für das neue Unternehmen.</p>
Nachfolge-MBI	Übernahme eines Unternehmens mit stabiler Geschäftslage durch einen oder mehrerer unternehmensfremde Manager (MBI)	<p>Der geschäftsführende Gesellschafter eines etablierten mittelständischen Spezialversandhauses verstirbt plötzlich. Da von ihm keinerlei Regelungen für die Nachfolge getroffen wurde, verkaufen die Erben das Unternehmen an ein erfahrenes Team von externen Managern.</p> <hr/> <p>Nach drei Jahrzehnten unternehmerischer Selbständigkeit als geschäftsführender Gesellschafter einer mittelständischen Unternehmensgruppe im Dienstleistungssektor sucht der Unternehmer eine neue unternehmerische Herausforderung. Er verkauft seine Mehrheitsanteile an einen branchenerfahrenen und bislang bei einem Konkurrenten angestellten Geschäftsführer. Mit dem Verkaufserlös bestreitet er seine Altersvorsorge und legt das finanzielle Fundament für eine Neugründung.</p>
Sanierungs-MBI	Übernahme eines krisenhaften Unternehmens durch einen oder mehrere externe Manager (MBI) mit einschlägiger Branchen- und Managementenerfahrung.	<p>Ein mittelständisches Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe befindet sich in einer schwierigen wirtschaftlichen Situation. Der Unternehmer sieht sich den Herausforderungen des Marktes nicht mehr gewachsen und verkauft sein Unternehmen an einen leitenden Angestellten eines konkurrierenden Unternehmens.</p> <hr/> <p>Ein unmittelbar vor der Zahlungsunfähigkeit stehendes Bauunternehmen wird aufgrund des</p>

		Drucks der Gläubiger an zwei erfahrene Bauingenieure verkauft. Die Unternehmerfamilie überträgt die Mehrheit an der Gesellschaft und stimmt einer Abberufung des bislang geschäftsführenden Familienmitglieds zu.
--	--	---

Abb. 7: Typen von familienexternen Unternehmensnachfolgen⁴⁵

Bei dieser Typologie müssen jedoch einige Einschränkungen verdeutlicht werden. Die Abgrenzung zwischen einzelnen Typen ist keineswegs durchgehend eindeutig. So ist beispielsweise der Unterschied zwischen einem im Wesentlichen operativ im Leistungserstellungsprozess tätigen Nachfolger und einem, wie zumeist bei größeren Übernahmetransaktionen, hauptsächlich mit Leitungsaufgaben betrauten Gründer (Typ Nachfolge-MBO bzw. -MBI) fließend.

Ebenso ist es denkbar, dass abweichend von der hier genannten idealtypischen Beschreibung auch „gemischte“ Teams von vorher im Unternehmen beschäftigten sowie von unternehmensfremden Gründungswilligen zusammen die Übernahme eines Unternehmens anstreben, sodass dies streng genommen weder ein Nachfolge-MBO noch ein Nachfolge-MBI sein kann. Genauso wäre es möglich, dass sich auch ein Teil der Belegschaft als Miterwerber an der Übernahme beteiligt. Auch dies wäre dann eine Sonderform, die jedoch den grundsätzlichen Charakter des Nachfolgetyps und damit der Rahmenbedingungen für die Finanzierungslösung nicht wesentlich verändert.

Des Weiteren muss darauf hingewiesen werden, dass eine Reihe von Unternehmensübernahmen, die im weitesten Sinne im Zusammenhang mit einer Unternehmensnachfolge stehen, ebenfalls ausgegrenzt bleiben. Alle diejenigen Unternehmensübernahmen, bei denen das neue Management keinen wesentlichen Anteil am Unternehmenskapital trägt, sollen hier nicht weiter berücksichtigt werden. Nach der in der Literatur häufig verwendeten Unterscheidung sind dies alle diejenigen Transaktionen bei denen das Management nach erfolgter Übernahme weniger als 5% der Kapitalanteile hält.⁴⁶ Bei dieser nicht als MBO sondern als LBO zu qualifizierenden Variante der Unternehmensübernahme steht nämlich weniger die Unternehmensnachfolge sondern vielmehr die rein finanzielle Zielsetzung der Finanzinvestoren im Vordergrund. Diese Investoren nutzen die finanztechnische Hebelwirkung eines hohen Fremdkapitalanteils, um eine hohe Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu erzielen. Das

⁴⁵ Vgl. Lüders, 2004, S.142f.

⁴⁶ Vgl. Jakoby, 2000, S.18

neue Management des Unternehmens wird allenfalls aus Anreizgründen mit Optionen oder mit direkten Geschäftsanteilen am Unternehmen beteiligt. Die Unternehmensnachfolge tritt somit deutlich in den Hintergrund.

Ähnlich verhält sich dies bei Übernahmen von Sanierungsfällen, bei denen darauf spezialisierte Finanzinvestoren unmittelbar von der Insolvenz bedrohte oder bereits insolvente Unternehmen zu sehr günstigen Einstiegspreisen aufkaufen, darauf hin ein erfahrenes Team von Sanierungsspezialisten als Management einsetzen, um letztlich im Erfolgsfall der geglückten Sanierung mit einer sehr hohen Rendite die gesamte Beteiligung wieder abzustoßen. Auch hier sind die von den Finanzinvestoren eingesetzten Manager formal gewissermaßen als Nachfolger zu bezeichnen, sie sind jedoch zumeist genauso wenig wie die Finanzinvestoren an einer dauerhaften unternehmerischen Beteiligung interessiert, sodass kaum von einer Unternehmensnachfolge gesprochen werden kann.

Es wird stets Einzelfälle geben, die aufgrund außergewöhnlicher individueller Merkmalsausprägung von den beschriebenen Nachfolgetypen abweichen. Hält man sich die grundlegende Intention dieser Typologisierung vor Augen nämlich die sog. „Standardsituation des Unternehmensnachfolgegeschehens in der Praxis“ abzubilden, dann ist festzustellen, dass sich die als „Standardsituationen“ zu bezeichnenden realen Nachfolgefälle in diese Typologie einordnen lassen.⁴⁷

⁴⁷ Vgl. Nathusius, 2003, S.

4 Prozess und Finanzierung der Unternehmensnachfolge

4.1 Überblick

Eine Unternehmensnachfolge stellt einen langwierigen und häufig sehr komplexen Prozess dar. Beginnend mit der ersten Kontaktabstimmung über die Phase der Verhandlung bis hin zur Abwicklung der Übergabe und dem endgültigen Ausscheiden des Seniors aus dem Unternehmen gibt es eine Vielzahl von Einzelschritten, die eine ausführliche Diskussion verdient hätten.

Aus Kapazitätsgründen soll jedoch in diesem Abschnitt anstelle einer umfassenden Darstellung sämtlicher Phasen der Unternehmensübergabe lediglich auf die wesentlichen für das Untersuchungsziel der vorliegenden Arbeit bedeutsame Aspekte eingegangen werden. Im Abschnitt 4.2 wird der Prozess der familienexternen Unternehmensnachfolge skizziert. Als Voraussetzung für die Suche nach einer Finanzierungslösung ist es notwendig, die Phase der Sorgfaltsprüfung (Due Diligence), Unternehmensbewertung, Kaufpreisverhandlung und Grenzen der Unternehmensbewertung zu verstehen (Abschnitt 4.3, 4.4, 4.5, 4.6) sowie die Kapitalbedarfs- und Finanzplanung näher zu beleuchten (Abschnitt 4.7).

4.2 Prozess der Unternehmensnachfolge

4.2.1 Beteiligte

Drei wesentliche Gruppen von Akteuren sind an einer Unternehmensnachfolge beteiligt: Der Nachfolger als Käufer, der Seniorunternehmer als Verkäufer sowie eine unterschiedlich große Anzahl von Kapitalgebern. Darüber hinaus werden in den meisten Fällen noch externe Berater von den jeweiligen Parteien miteinbezogen. Neben Steuerberatern und Rechtsanwälten, Berater der Wirtschaftskammer, andere öffentliche Beratungsstellen sowie der Hausbank können dies – vor allem bei Übergaben von größeren Unternehmen – auch darauf spezialisierte professionelle M&A-Beratungsunternehmen sein.

Neben den genannten sind noch weitere Beratungsinstanzen denkbar. SCHMUDE/LEINER kommen bei ihrer Untersuchung von 21 familienexternen Unternehmensnachfolgen zu den in Abb. 8 dargestellten Ergebnissen einer Beurteilung bezüglich möglicher Beratungs- und Unterstützungsquellen.

<i>Beratungs- und Unterstützungsquelle</i>	<i>Nutzung</i>	<i>Zufriedenheit *)</i>
Seniorunternehmer	95,20%	2,4
Steuerberater	71,40%	2,4
Eltern	57,10%	3,0
Freunde	57,10%	2,9
Banken	57,10%	3,1
Rechtsanwalt	52,40%	2,7
Lebenspartner	52,40%	2,5
Mitarbeiter	42,90%	3,1
Übernahmepartner	42,90%	2,1
Notar	42,90%	3,1
Kammern	42,90%	3,8
Verwandte	38,10%	3,3
Unternehmensberater	23,80%	3,6
Ämter & staatliche Stellen	14,30%	4,3

*) 1=sehr zufrieden; 5=ganz unzufrieden

Abb. 8: Nutzung und Bewertung von Beratungs- und Unterstützungsquellen im Nachfolgeprozess⁴⁸

Ob und in welcher Form diese Berater eine aktive Rolle wahrnehmen und somit als handelnde Akteure wirken, oder ob sie eher im Hintergrund wirken und somit von untergeordneter Bedeutung sind, dürfte sehr vom Einzelfall abhängen. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass Berater mit zunehmender Unternehmensgröße und bei schwierigen Übergabeverhandlungen verstärkt auftreten und an Bedeutung gewinnen.

4.2.2 Erwerbsarten

Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten der rechtlichen Strukturierung eines Unternehmenskaufs im Rahmen einer MBO-Transaktion, den Kauf von Geschäftsanteile (Share Deal) und den Kauf von Aktiva und Passiva (Asset Deal). Beim Asset Deal werden im Wege der Einzelrechtsnachfolge die einzelnen Aktiva und Passiva vom Verkäufer an den Erwerber übertragen. Zu diesem Zweck wird eine Erwerbsgesellschaft (i.d.R. eine GmbH) gegründet, die die Vermögensteile erwirbt, in ihre Bilanz aufnimmt und auch die für den Erwerb nötigen Finanzmittel aufnimmt.

⁴⁸ Quelle: Schmude/Leiner, 2003, S. 191

Beim Share Deal werden die Anteile am Unternehmen direkt in die Bilanz der Erwerbsgesellschaft aufgenommen. Dies hat unmittelbar zur Folge, dass ein evtl. bestehender Goodwill in Form eines über die Summe der Aktiva hinausgehender Erwerbsaufwandes beim Käufer nicht abgeschrieben werden kann. Ein Steuervorteil ist somit für den Erwerber anders als beim Asset Deal nicht zu erzielen, weshalb der Erwerber stets den Asset Deal bevorzugen wird. Aus Sicht des Verkäufers ist ein Share Deals zu bevorzugen, da dadurch auch die Haftungen auf den Erwerber übergeht. Die steuerliche und rechtliche Bewertung dieser beiden Erwerbsarten fällt indes noch weitaus komplexer aus, als sie hier dargestellt werden kann. Beide Erwerbsarten werden in Abb.9 dargestellt.

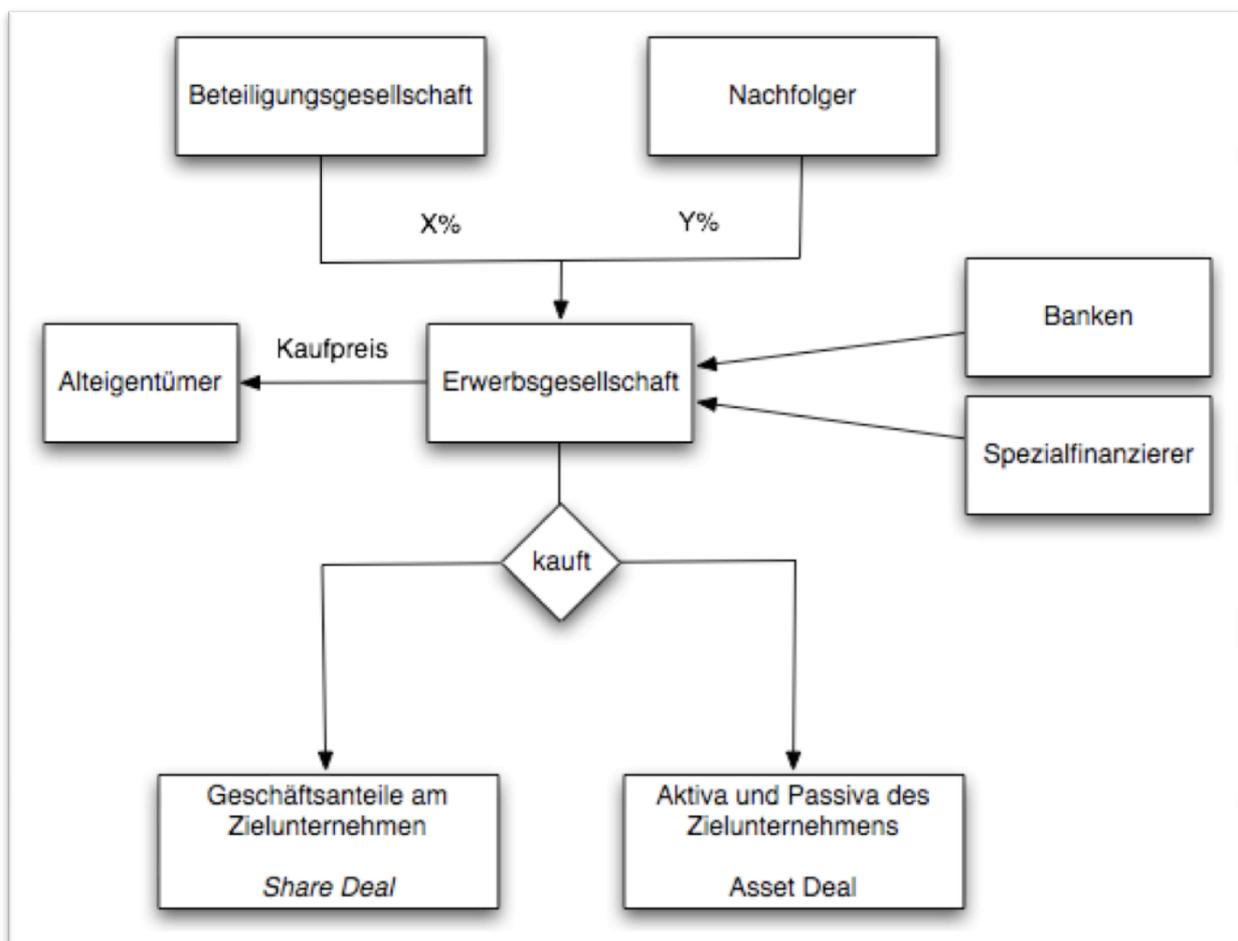


Abb. 9: Struktur eines MBO/MBI⁴⁹

Die Zwischengesellschaft einer Erwerbsgesellschaft wird sich jedoch nur bei größeren Unternehmenstransaktionen lohnen. Nachfolgen vom Typ Kleinstunternehmensnachfolger etwa werden vielmehr die Geschäftsanteile des zumeist als Personengesellschaft geführten Zielunternehmens direkt erwerben.

⁴⁹ Vgl. Seippel/Tröger, 2003, S. 72

4.2.3 Übergabearten von Eigentum und Leitungsmacht

Wie bereits zuvor erläutert wurde, ist der Prozess der Übertragung des Unternehmens vom Senior auf den Nachfolger in der Regel längerfristig angelegt und nicht trennscharf und überschneidungsfrei in einzelne Schritte einteilbar. Insbesondere der Übergang des Eigentums sowie die Übergabe der formalen Leitungsmacht ermöglichen einen gewissen Ausgestaltungsspielraum. Verschiedene Varianten sind dabei denkbar.

Die radikalste Lösung ist der unmittelbare Vollzug der Nachfolge durch eine vollumfängliche Übertragung der Eigentumsrechte sowie durch eine Neubesetzung der Unternehmensleitung. Dem gegenüber können jedoch auch Vereinbarungen getroffen werden, denen zufolge der Senior für eine Übergangszeit noch im Unternehmen verbleibt und mit Leitungs- und/oder Mitspracherechten bzw. auch mit einer reinen Beraterfunktion ausgestattet wird. Dies könnte zum einen den Verbleib im Kreis der Anteilseigner und je nach Ausgestaltung der Übergabephase, die Beibehaltung von Vertretungs- und Entscheidungsrechten nach Innen und Außen bedeuten.

Gerade bei KMU sind wesentliche Lieferanten- und Kundenbeziehungen ganz wesentlich auf die Unternehmerpersönlichkeit selbst bezogen. Insbesondere familiär geprägte Unternehmen zeichnen sich häufig dadurch aus, dass sie vom Wissen, Können und von den Erfahrungen des „Seniors“ abhängen. Ein schlecht oder gar nicht vorbereiteter Wechsel der zentralen Figur im Liefer- und Leistungsgeflecht kann aus diesem Grund zu Störungen und im schlimmsten Fall zu einem Verlust von strategisch wichtigen Schlüsselbeziehungen führen. Zudem kann durch das Ausscheiden des Seniors ein Großteil des unternehmensspezifischen Wissens, z.B. über Produkte und Technologien verloren gehen. Diese „geistigen Vermögensgegenstände“ können im Einzelfall den Großteil des Unternehmensvermögens ausmachen. Dieses schlecht mess- und quantifizierbare Vermögen ist zudem vergleichsweise schwierig auf einen Unternehmensnachfolger zu transferieren.⁵⁰

Schon allein dieser Aspekt lässt aus Sicht des Nachfolgers die vorübergehende Einbindung des Seniors in die Unternehmung über den Zeitpunkt der Übergabe hinaus sinnvoll erscheinen. Dem Nachfolger bieten sich dazu verschiedene Möglichkeiten an. Diese reichen von einer Verpflichtung als Berater mit oder ohne entsprechenden Beratervertrag, über eine einfache Anstellung im Unternehmen oder einer Tätigkeit im Unternehmensbeirat bis hin zu

⁵⁰ Vgl. Hohenlohe, 2006, S. 143-145

einer herausgehobenen Stellung im Leitungsgremium des Unternehmens. Die Art und der Grad der Einbindung des Seniors hängt zu einen von der Einschätzung der diesbezüglichen Notwendigkeit aus Sicht des Nachfolgers ab und wird zum anderen auch von der Bereitschaft des Seniors sich weiterhin für das Unternehmen zu engagieren beeinflusst. Abb. 10 gibt einen Überblick über die Möglichkeiten der Übergabe von Eigentum und Leitungsmacht.

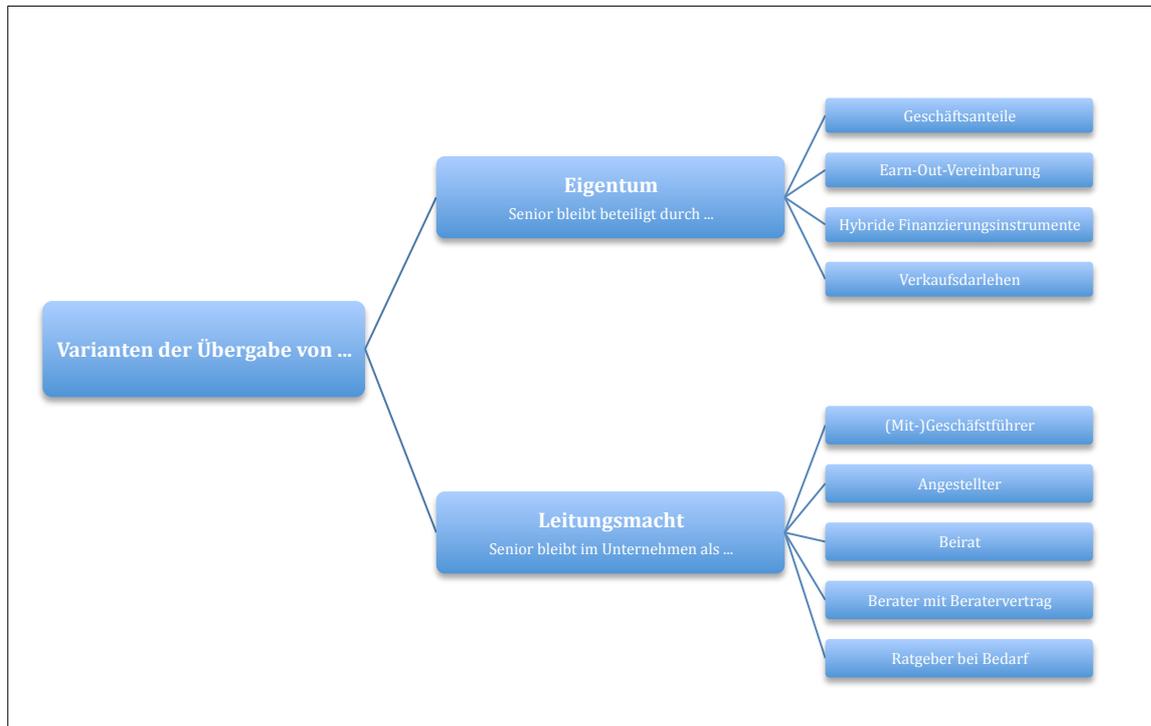


Abb. 10: Varianten der Übergabe von Eigentum und Leitungsmacht vom Senior auf den Nachfolger

Kapitalmäßig beteiligt bleiben kann der Senior direkt durch einen Verbleib von Geschäftsanteilen in seinem Eigentum oder indirekt durch die Einlage von Fremdkapital in Form eines Verkäuferdarlehens, ggf. erweitert um Hybride Finanzierungselemente.

Im unmittelbaren Zusammenhang mit der Ausgestaltung der Übergabephase ist auch eine besondere Variante der Kaufpreiszahlung, die sog. Earn-Out-Methode zu betrachten. Bei der Earn-Out-Methode wird zusätzlich zu einer einmaligen Abschlagszahlung eine am Unternehmenserfolg einer Referenzperiode⁵¹ gekoppelte Zusatzzahlung vereinbart. Sofern das Unternehmen – wie vom verkaufenden Senior in Aussicht gestellt – die geplanten Ertragsziele erreicht, wird dem Senior eine zusätzliche Kaufpreiskomponente zugesichert. Bereits bei Abschluss des Unternehmenskaufvertrages wird eine konkrete Berechnungsmodalität

⁵¹ Vgl. Mertens, 2004, S. 132 geht von einer mittleren Dauer einer Earn-Out-Periode von 2 bis 7 Jahren aus.

vereinbart, sodass in den Folgeperioden anhand des tatsächlich eingetretenen Unternehmenserfolgs die genaue Höhe der Earn-Out-Zahlung ermittelt werden kann.

Aus Käufersicht kann die Vereinbarung eines Earn-Outs insofern dienlich sein, als das der Kaufpreis nicht im vollem Umfang bereits bei der Übergabe gezahlt werden muss, d.h. zu einem Zeitpunkt, an dem noch große Unsicherheit über die wirtschaftliche Zukunft des Unternehmens besteht und jede Entlastung der Liquidität willkommen ist.

Die Earn-Out-Methode ist nicht nur ein Instrument zur Gestaltung der Zahlungsmodalitäten des Kaufpreises, diese Methode ist vor allem auch dazu geeignet, den sehr kritischen Übergabeprozess an den Nachfolger möglichst kontinuierlich zu gestalten, um damit letztlich das Wegbrechen wichtiger Liefer- und Leistungsbeziehungen als Folge der Übergabe an den noch unbekanntem Nachfolger zu vermeiden.

Der Aspekt der Bereitschaft des Seniors an einem reibungslosen Übergang mitzuwirken ist hierbei der zentrale Ansatzpunkt. Dem Earn-Out zugrunde liegend ist die Idee der Schaffung von Anreizen für den Nachfolger, vor allem aber für den übergebenden Senior, sich während und nach der Übergabephase kooperativ zu verhalten, um die Übergabe möglichst erfolgreich zu gestalten. Wird die Höhe der künftigen Kaufpreiskraten (Earn-Out-Zahlungen) an den Unternehmenserfolg gekoppelt und ist dieser durch das Einsatzniveau des Seniors beeinflussbar, so lassen sich mit dem Instrument des Earn-Out positive Anreize hinsichtlich des kooperativen Verhaltens bzw. des Leistungsniveaus des Seniors erzielen.⁵²

Dieses Vorgehen ist jedoch nicht unumstritten. Ein weiteres Mitwirken des Seniors in der Geschäftsführung, auch nachdem die formelle Unternehmensnachfolge bereits vollzogen wurde, kann bei beiden beteiligten Parteien auf Widerstand stoßen. Der Nachfolger könnte es als unzulässigen Eingriff in seine unternehmerische Freiheit auffassen, wenn der Senior (im Falle eines Nachfolge-MBOs ist dies immerhin sein ehemaliger Vorgesetzte) weiterhin bei allen wesentlichen Entscheidungen zu beteiligen ist. Befragungen von Unternehmensnachfolgern kommen zu dem Ergebnis, dass das Streben nach selbstbestimmten unternehmerischen Handeln einer der wesentlichen, wenn die zentrale Triebfeder für den Gang in die Selbständigkeit darstellt.⁵³ Auch wenn der Nachfolger bereit ist, die vorübergehende Teilhaberschaft des Seniors zu akzeptieren, dürfte diese Zusammenarbeit ein

⁵² Vgl. Mertens, 2004, S.135f.

⁵³ Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S. 57

großes Konfliktpotential bieten. Dies kann gerade in der kritischen Phase während und kurz nach der Übergabe des Unternehmens zu problematischen Situationen führen.

Auf der anderen Seite ist auch zu hinterfragen, ob der Senior überhaupt willens und fähig ist, nach der Übergabe weiterhin seine Arbeitskraft in das Unternehmen einzubringen. Häufig wurde die Unternehmensnachfolge bereits über Gebühr hinausgezögert, sodass der Senior u. U. schon allein aus Alters- und/oder gesundheitlichen Gründen nicht mehr weiterarbeiten können wird.⁵⁴

Von Interesse ist somit die Frage, welche Rolle der Seniorunternehmer nach der Übergabe einnimmt. KERKHOFF/BALLARINI/KEESE, 2004, haben in Ihrer Untersuchung zur Unternehmensnachfolge den Status des Übergebers nach erfolgter Übergabe untersucht. Die Ergebnisse dazu sind in Abb. 11 dargestellt.

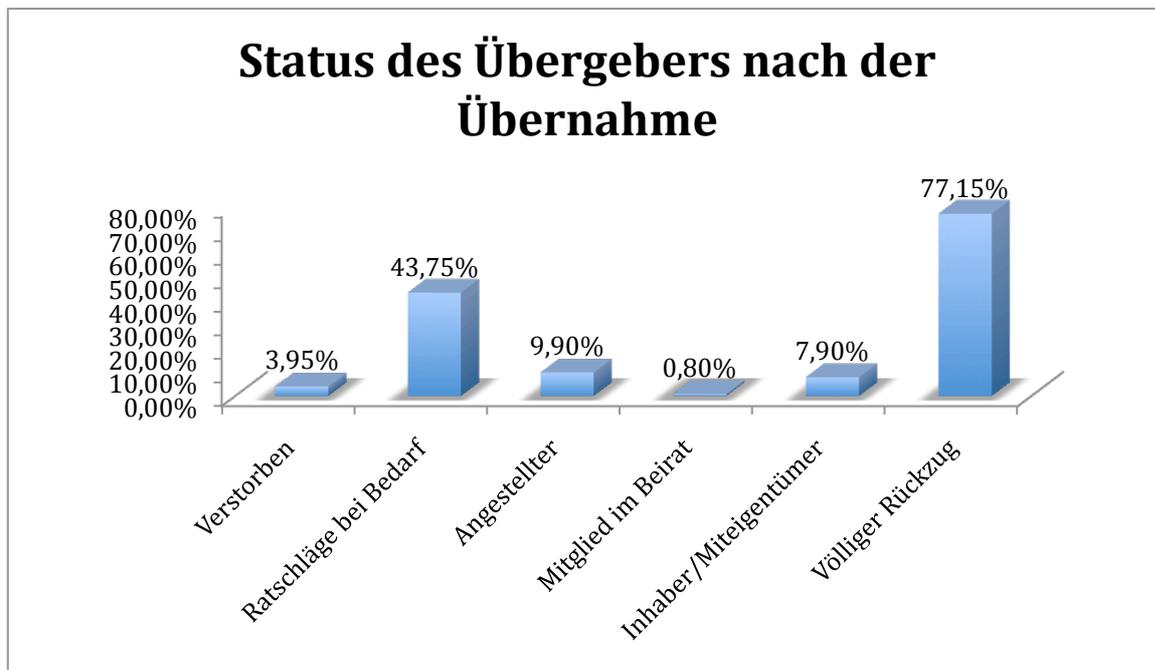


Abb. 11: Rolle des Übergebers nach der Übergabe (familienexterner Übergabe)⁵⁵

Für die dieser Abbildung zugrunde liegende Stichprobe von Unternehmensnachfolgen wird deutlich, dass das Weiterwirken als Inhaber oder Mitgesellschafter nur bei einem geringen Anteil aller familienexternen Nachfolgen der Fall ist. Sehr auffällig ist, dass bei der weit überwiegenden Zahl der familienexternen Unternehmensnachfolgen der Senior sich völlig aus

⁵⁴ Dies deckt sich mit den Befragungsergebnissen bei Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S. 141, denen zufolge das Alter (84,5%), die Gesundheit (26,5%) aber auch der Wunsch nach mehr Freizeit (25,2%) die mit Abstand wichtigsten Gründe für den angestrebten Rückzug aus dem Unternehmen sind. Mehrfachnennungen waren möglich.

⁵⁵ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.160

dem Unternehmen zurückzieht. Ebenso bemerkenswert ist, dass etwa 44% der aller Seniorunternehmer als Ratgeber bei Bedarf zur Verfügung stehen bzw. als solche auch willkommen sind. Das deckt sich weitgehend mit der Abbildung 8, in der der Seniorunternehmer mit Abstand als wichtigste und wertvollste Beratungs- und Unterstützungsquelle angegeben wurde.

Unter dem Strich bleibt festzuhalten, dass die Möglichkeit zu einer konfliktarmen gemeinsamen Übergangszeit sehr von den Persönlichkeitsstrukturen von Senior und Nachfolger abhängen. Generalisierte Aussagen dazu fallen deswegen sehr schwer. Das dominierende Problem dürfte in diesem Zusammenhang jedoch die Befürchtung des Nachfolgers sein, dass der Senior seine Autorität untergraben könnte.⁵⁶ Dem gegenüber bestätigen jedoch auch andere empirische Untersuchungen die Bedeutung der Einbindung des Seniors, allein schon um den Transfer des unternehmensspezifischen Wissens sowie den sanften Übergang einer stark personenbezogenen Unternehmung auf die neue Unternehmensleitung zu gewährleisten (siehe Abb. 8).

4.3 Sorgfaltsprüfung (Due Diligence)

Eine Due Diligence ist eine detaillierte und systematische Analyse der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse eines Unternehmens, mit dem Ziel, ein Gesamtbild des Unternehmens zu erhalten. Der Begriff „Due Diligence“ entstammt der Praxis des US-amerikanischen Merger&Acquisition-Geschäfts und meint übersetzt „mit gebührender Sorgfalt“.⁵⁷

Beim Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen wird meist eine Due Diligence durchgeführt. Eine Due Diligence wird üblicherweise vom potenziellen Unternehmensnachfolger in Auftrag gegeben, der sich hierdurch eine umfassende Darstellung der zentralen Chancen und insbesondere Risikofaktoren einer Unternehmens erhofft.

Eine Due Diligence untersucht nicht nur finanzielle Kennzahlen des Unternehmens, sondern umfasst auch das Markt- und Wettbewerbsumfeld, den Produktionsablauf sowie die Forschung und Entwicklung, die interne Organisation und IT-Struktur des Unternehmens, rechtliche und steuerliche Aspekte, Umweltaspekte sowie die Unternehmenskultur. Eine Due

⁵⁶ Vgl. Kerkhoff/Ballarini/Keese, 2004, S.57

⁵⁷ Vgl. Fueglistaller/Müller/Volery, 2004, S. 155

Diligence fügt quantitative und qualitative Merkmale zu einem Gesamtbild des betrachteten Unternehmens zusammen. Die Komplexität der Bewertung eines Unternehmens macht es erforderlich, Experten aus verschiedenen Bereichen an der Durchführung einer Due Diligence zu beteiligen.⁵⁸

Eine Due Diligence bildet die Grundlage für die Bewertung eines Unternehmens. Nur durch die umfassenden Kenntnisse der internen Struktur eines Unternehmens und seiner Umwelt lässt sich ein angemessener Preis bestimmen. Da es zahlreiche Verfahren zur Wertbestimmung eines Unternehmens gibt, werden diese im folgenden Abschnitt kurz dargestellt.

4.4 Unternehmensbewertung

4.4.1 Grundlagen

Aus Sicht des Nachfolgers stellt der Kauf des Zielunternehmens eine Investition im finanzwirtschaftlichen Sinne dar. Rein formal betrachtet ist diese Investition für den Nachfolger immer dann vorteilhaft, wenn die erwarteten Erträge einer Alternativverwendung der eingesetzten Finanzmittel gegenüber überlegen sind und mithin einen Nutzenzuwachs versprechen.⁵⁹ Grundlage einer jeden Investitionsentscheidung muss deswegen zunächst die Ermittlung der Investitionssummen sowie der erwarteten (unsicheren) Auszahlungen bzw. Cash-Flows sein.

Auf der Basis verschiedener theoretisch fundierter und praktisch erprobter Verfahren der Unternehmensbewertung kann auf dieser Datengrundlage anschließend ein (möglichst objektiver⁶⁰) Unternehmenswert ermittelt werden. Dem gegenüber stehen jedoch auch individuelle Überlegungen des Käufers bzw. des Verkäufers, die auf Basis eigener Nutzenerwägungen zu einer eigenen, sprich höchst subjektiven Bestimmung ihrer individuellen subjektiven Zahlungsbereitschaft bzw. Zahlungserwartung und werden somit später als Grundlage für die konkreten Verhandlungen über den Kaufpreis herangezogen. In diesem Zusammenhang wird deutlich, dass terminologisch zwischen den Begriffen „Wert“

⁵⁸ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S.182

⁵⁹ Vgl. Mertens, 2004, S.95

⁶⁰ In der Literatur zur Unternehmensbewertung gilt es mittlerweile als unumstritten, dass es einen wirklich objektiven Unternehmenswert nicht geben kann. Unternehmenswerte sind dabei subjektive Grenzpreise, die auf der Basis von Unternehmensdaten wesentlich durch das individuelle Entscheidungsfeld des Bewerbers mitbestimmt werden. Vgl. Fueglistaller/Müller/Volery, 2004, S. 158f. sowie Felden/Pfannenschwarz, 2008, S. 107

und „Preis“ zu unterscheiden ist.⁶¹ Ebenso gilt es zu berücksichtigen, dass es nicht „den richtigen“ Unternehmenswert zu ermitteln gilt, sondern einen Unternehmenswert, der auf den konkreten Bewertungsanlass bezogen als zweckadäquat gelten kann.

Aus diesem Konflikt zwischen den unterschiedlichen Ansätzen und Sichtweisen zur Bestimmung des Unternehmenswert wird deutlich, dass die Frage der Unternehmensbewertung und damit letztlich die Höhe des Kaufpreises eine besonders kritische Phase im Prozess der Unternehmensnachfolge darstellt. Dabei ist ebenso zu beachten, dass auch für externe Eigenkapitalgeber – sofern diese zur Finanzierung benötigt werden – die Frage der Unternehmensbewertung von Bedeutung ist. Unabhängig von den Kaufpreisvorstellungen von Käufer und Verkäufer werden Finanzinvestoren, wie Private Equity Geber eine eigene Bewertung des Unternehmens vornehmen. Darauf aufbauend werden sie für die Kapitalbereitstellung einen prozentualen Anteil am Unternehmen einfordern, der die Erzielung einer risikoadäquaten Zielrendite für ihr Investment gewährleisten soll.

Schwerpunkt dieser Arbeit ist die systematische Analyse der Finanzierungsmöglichkeiten für familienexterne Unternehmensnachfolger. Für den Nachfolger ist die Kenntnis über die gängigen Unternehmensbewertungsverfahren unerlässlich. Zwar ist die Suche nach einer Finanzierungslösung der Unternehmensbewertung im Übergabeprozess nachgelagert, kann aber nicht völlig isoliert davon betrachtet werden. Gerade auch in den Verhandlungen mit potentiellen Kapitalgebern wird sich der Unternehmensnachfolger verschiedenen Bewertungsmethoden auseinandersetzen müssen. Während Banken bei der Bewertung traditionell eher auf Substanzwerte und die Kapitaldienstfähigkeit abstellen, legen Beteiligungskapitalgeber vielmehr ihr Augenmerk auf die Ertragskraft des Unternehmens.

Aus diesem Grund soll im Folgenden kurz auf die Frage der Unternehmensbewertung eingegangen werden, bevor die daran anschließende Verhandlung über die Höhe und die Modalität des Kaufpreises näher beleuchtet wird.

4.4.2 Verfahren für KMU

Unterschieden wird in der Literatur zwischen Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren. Die Abbildung 12 bietet einen kurzen Überblick über die gängigen Verfahren der Unternehmensbewertung.

⁶¹ Der Wert des Unternehmens wird durch die in Theorie und Praxis bekannten Verfahren ermittelt, wohingegen der Preis des Unternehmens sich aus dem tatsächlich als Verhandlungsergebnis erzielten und bezahlten Geldbetrag ergibt.

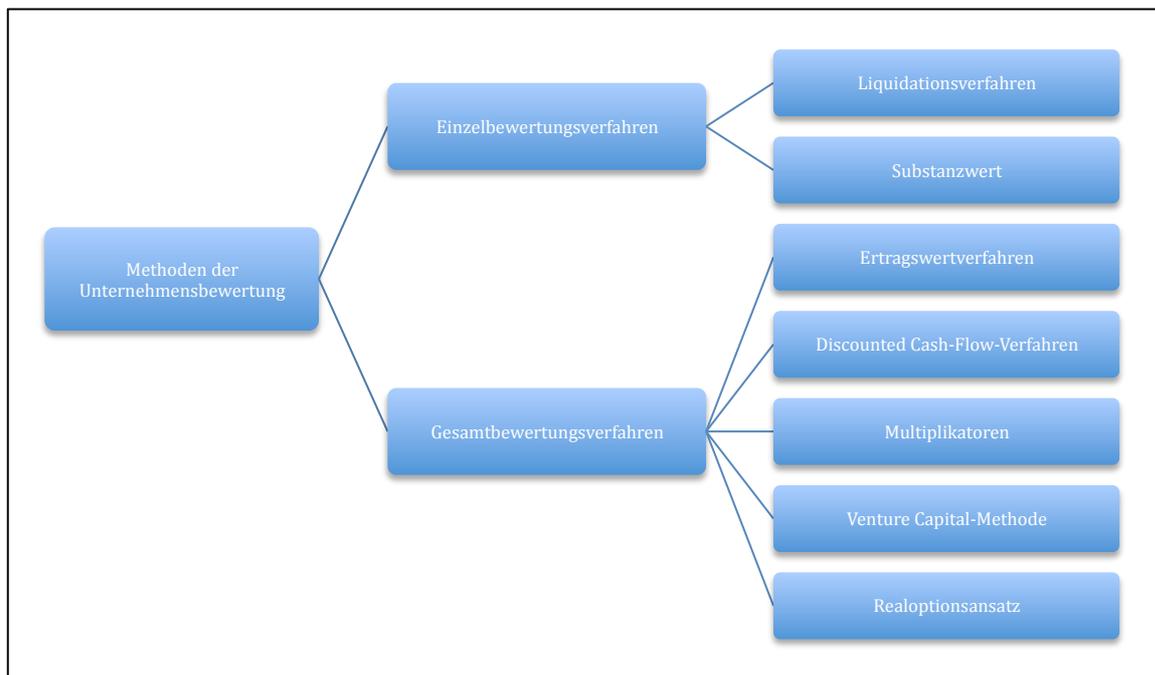


Abb. 12: Methoden der Unternehmensbewertung⁶²

Die Einzelbewertungsverfahren betrachten Vermögenswerte und Schulden isoliert voneinander und auf den Stichtag bezogen. Zu den bekanntesten Vertretern dieser Kategorie zählen das Substanzwert- und das Liquidationswertverfahren. Den Einzelbewertungsverfahren wird jedoch häufig keinerlei praktische Bedeutung mehr zugesprochen.

Das Gesamtbewertungsverfahren hingegen ermittelt den Unternehmenswert auf Grundlage einer Analyse des Unternehmens als Gesamtheit. Sie haben ihren Ursprung in der Theorie der dynamischen Investitionsrechnung und basieren im Wesentlichen auf einer Abzinsung sämtlicher zukünftig aus dem Unternehmen zu erwartender Zahlungsströme. Die bekanntesten Vertreter sind das Ertragswert und Discounted Cash-Flow- (DCF-) Verfahren.

Die Unternehmensbewertung erfolgt überwiegend im Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF). Dazu existieren interessante Untersuchungen. Im Rahmen einer empirischen Studie sprachen sich von den befragten Unternehmensbewertern 39% für das Ertragswertverfahren aus, 33% wendeten vorzugsweise das Discounted-Cashflow-Verfahren an (siehe Abbildung 13). Im einzelnen wurden dazu folgende Personen beziehungsweise Institutionen befragt: Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, M&A-Beratungen, Investmentbanken, Beteiligungsunternehmen, Industrieunternehmen, Banken.

⁶² Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S. 106f. sowie Fueglistaller/Müller/Volery 2004, S. 158f.

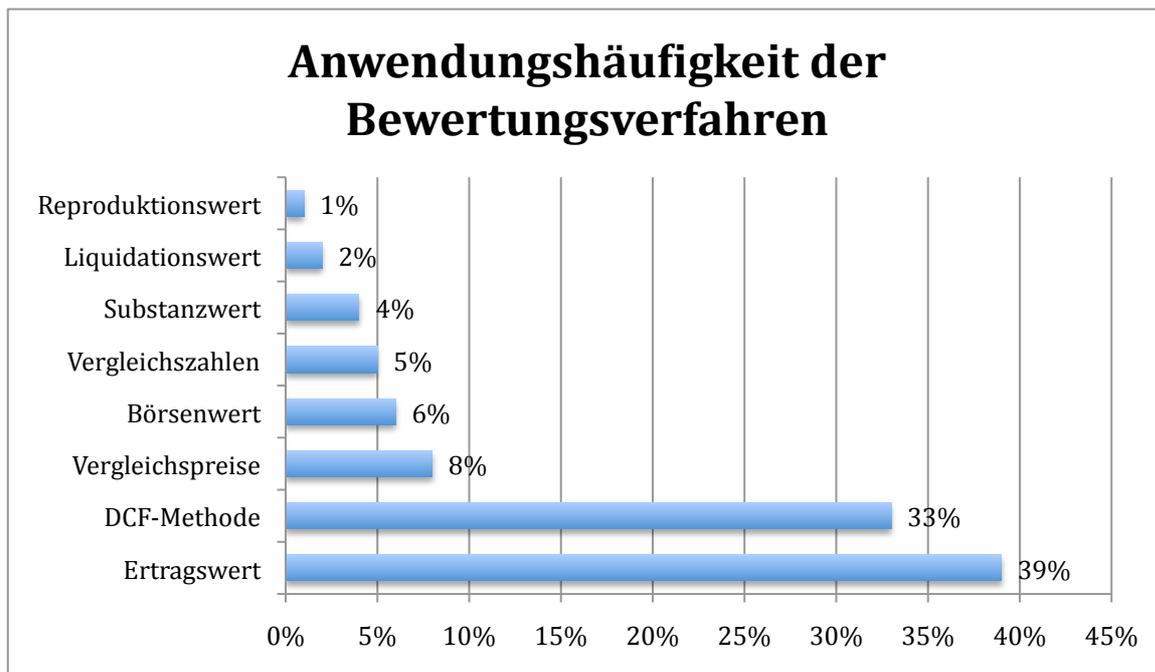


Abb. 13: Verwendete Bewertungsverfahren in der Praxis⁶³

4.4.3 Einzelbewertungsverfahren

Als traditionelle Verfahren der Unternehmensbewertung können unter den Einzelbewertungsverfahren vor allem das *Substanzwert-* sowie das *Liquidationsverfahren* gelten. Der Substanzwert wird als die Gesamtsumme aller Aufwendungen verstanden, die nötig wären, um das bestehende Unternehmen komplett nachzubauen, sprich „aus dem Nichts“ zu errichten.⁶⁴ In der Vergangenheit wurde der Substanzwert als eine Methode zur Ermittlung des „objektiven“ Unternehmenswerts angesehen. Diese Einschätzung muss mittlerweile jedoch als überholt gelten.⁶⁵ Heutzutage wird dem Substanzwert allenfalls noch eine Hilfsfunktion bei speziellen Bewertungsanlässen zuerkannt. Für den Unternehmensnachfolger hat der Substanzwert insofern seine Bewandnis, als dass er stets die Existenzgründung durch Neuerrichtung eines Unternehmens (originäre Gründung) als Handlungsalternative zugrunde legen wird. Dennoch ist der Informationsgehalt des Substanzwertes für den Nachfolger begrenzt. Als systematische Erfassung aller Vermögensteile und Verbindlichkeiten ist er nützlich. Da jedoch jedwede Betrachtung der Ertragssituation des Unternehmens ausgeblendet wird, greift er für eine Beurteilung des Unternehmenswertes zu kurz.

⁶³ Vgl. Hohenlohe, 2006, S. 98

⁶⁴ Vgl. Felden/Pfannenschwarz, 2008, S. 107

⁶⁵ Vgl. Brebeck/Kohtes/Schönbeck, 2005, S.88

Der Liquidationswert der Unternehmung, sprich die Gesamtsumme der realisierbaren Verkaufserlöse sämtlicher Vermögensgegenstände, kann bei Unternehmensverkäufen als natürliche Preisuntergrenze interpretiert werden, unterhalb deren der Unternehmer sein Unternehmen nicht verkaufen sondern liquidieren würde.

4.4.4 Gesamtbewertungsverfahren

Sowohl das *Ertragswert*- als auch das *Discounted Cash-Flow* Verfahren (DCF-Verfahren) basieren auf der Annahme, dass der Unternehmenswert letztlich allein aus dem Gegenwartswert der zukünftige zu erzielenden Zahlungsströme ermittelt werden sollte. Neben den einzelnen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten fließen somit auch nicht-materielle Vermögensgegenstände, insbesondere der Firmenwert (Good-Will) mit in die Bewertung ein.

Der wesentliche Unterschied zwischen den genannten Verfahren in der Wahl der zu diskontierenden Messgröße. Das Ertragswertverfahren stellt auf die zu erwartenden handelsrechtlich auszuweisenden Erfolge ab. Die Discounted Cash-Flow-Methode hingegen berücksichtigt die sich aus der Planungsrechnung ergebenden zukünftigen Cash-Flows. Eine gewisse Variantenvielfalt hat sich ebenso bei der Wahl eines angemessenen Diskontierungszinssatzes entwickelt.⁶⁶ Sofern die gleichen Planungsdaten zugrunde gelegt werden, sollten beide Verfahren jedoch zu dem gleichen Ergebnis führen. Empirischen Untersuchungen zufolge, sind das Ertragswertverfahren sowie die DCF-Methode die z.Zt. in der Unternehmensbewertungspraxis dominierenden Verfahren (siehe Abb. 13). Allerdings scheint im Zuge der Globalisierung der Kapitalmärkte der aus der USA stammende DCF-Ansatz stetig an Bedeutung zu gewinnen.⁶⁷

Der *Realloptions-Ansatz* erweitert die Betrachtungsweise durch die Berücksichtigung künftiger Handlungsspielräume, fortan als Realloptionen bezeichnet. Diese Realloptionen tragen dem Umstand Rechnung, dass die zukünftige Entwicklungen des Unternehmens von situationsbedingten Entscheidungen der Unternehmensleitung geprägt sein wird. Die wirtschaftlichen Implikationen dieser Handlungsmöglichkeiten stellen einen strategischen Wert für das Unternehmen dar, werden jedoch in den auf starren Planungspfaden beruhenden Ertragswert- bzw. DCF-Verfahren nicht berücksichtigt. Die konkrete Bewertung dieser Real-

⁶⁶ Dieser Kalkulationssatz ergibt sich aus den Opportunitätskosten der Kapitalverwendung bzw. aus dem Kapitalkostensatz zzgl. Evtl. Risikoaufschläge. Für eine ausführliche Darstellung vgl. Behringer, 2004, S. 81f.

⁶⁷ Vgl. Drukarczyk, 2003, S. 2

optionen nimmt Bezug auf die gängigen Verfahren zur Bewertung von Finanzoptionen. Allerdings gelingt dies nicht ohne größere Hindernisse und Schwierigkeiten. Die notwendigen Bewertungsmodell gelten als sehr komplex und mithin als wenig praktikabel. Der praktische Nutzen dieses Ansatzes ist vor allem darin zu sehen, dass im Wege einer qualitativen Analyse die Werttreiber des Unternehmens und damit die Realoptionen selbst identifiziert werden, was gerade bei der dynamisch wachsenden Unternehmen von großer Bedeutung ist.⁶⁸

Die *Venture Capital-Methode* ist ein von Venture Capital-Investoren entwickeltes Verfahren, das sowohl den Unternehmenswert als auch den prozentualen Gesellschaftsanteil, den der Investor zur Realisierung seiner Zielrendite benötigt ermittelt. Der Unternehmenswert selbst wird anhand von Multiplikatoren bestimmt, wobei häufig bewusst unternehmensspezifische Informationen außer Acht gelassen werden. Das Verfahren ist deswegen recht verbreitet, da es schnell und einfach anzuwenden sowie leicht erklärbar ist und von daher als erste Wertvorstellung und Grundlage für eine Verhandlung dienen kann.⁶⁹

In der Praxis sehr stark verbreitet sind auch jene Bewertungsansätze, die mithilfe von *Multiplikatoren* zu Bewertungsergebnissen führen wollen. Die ökonomische Überlegung hinter diesem Verfahren ist, dass für gleiche Güter demnach auf effizienten Märkten gleiche Preise bezahlt werden. Gerade bei der Bewertung von kleineren und mittleren Unternehmen wird häufig auf die in der Literatur publizierten Faktoren zurückgegriffen, mit den betriebswirtschaftliche Größen (i.d.R. Gewinn- und Umsatzzahlen) multipliziert werden.⁷⁰ Alternativ dazu wird bei größeren und zumeist börsennotierten Unternehmen auf Vergleichszahlen aus Börsenemissionen, aus kürzlich abgeschlossenen Unternehmensverkäufen bzw. auf den Börsenwert von Unternehmen ähnlicher Größe und Branche zurückgegriffen. Im Hinblick auf die praktische Verwendbarkeit bestehen Probleme darin, ein wirklich vergleichbares Unternehmen zu identifizieren. Auch in theoretischer Sicht bestehen einige Zweifel an der Aussagekraft dieser Marktwertorientierten Bewertungsverfahren.

⁶⁸ Vgl. Brebeck/Kohtes/Schönbeck, 2005, S. 108

⁶⁹ Vgl. Brebeck/Kohtes/Schönbeck, 2005, S. 104

⁷⁰ Vgl. Felden/Klaus, 2003, S. 117 f.

4.4.5 Besonderheiten bei Kleinstunternehmensbewertungen

Die bislang dargestellten Verfahren der Unternehmensbewertung sind in ihrer theoretischen Konzeption und auch in der praktischen Organisation des Bewertungsprozesses sehr stark auf mittlere und größere Unternehmen ausgerichtet. Da ein Großteil der in dieser Untersuchung betrachteten zur Übergabe anstehenden Unternehmen jedoch keineswegs in dieser Größenkategorie einzuordnen sein dürfte, erscheint eine spezifische Würdigung der Besonderheiten bei der Bewertung kleinerer und Kleinstunternehmen angebracht.⁷¹

Bei einer Vielzahl von Kleinunternehmen ist der Steuerberater die zentrale Bezugsperson für sämtliche Fragen außerhalb des konkreten Produktionsprozesses, da dieser sowohl das Unternehmen als auch den Unternehmer selbst am besten kennt. Folglich wird der Steuerberater in den allermeisten Fällen mit der Unternehmensbewertung beauftragt werden.⁷² Da Steuerberater nicht immer über das gleiche Know-how in Bewertungsfragen verfügen, wie darauf spezialisierte Beratungsfirmen, kann eine u.U. mangelnde fachliche Qualifikation des Gutachters dazu führen, dass nicht die von der Bewertungstheorie bevorzugten und als „richtig“ empfohlenen Bewertungsmethoden, sondern die als Praktikerverfahren bekannten und zum Teil als Daumenregeln verrufenen Methoden zum Einsatz kommen. Eine empirische Untersuchung der Bewertungspraxis durch Steuerberater stützt diese Vermutung.⁷³ Diese zwar oberflächlich betrachtet einfach und nachvollziehbare Verfahren können jedoch mitunter zu nicht sachgerechten Bewertungsergebnissen führen.

Erschwerend hinzu kommt noch, dass die Informationsbasis, die die Grundvoraussetzung für eine zuverlässige Prognose der künftigen Zahlungsströme unerlässlich ist, bei Kleinunternehmen entweder gar nicht, oder nur in rudimentärer Form vorliegt. Darüber hinaus fällt auch die Abgrenzung zwischen Privat- und Betriebsvermögen bei Kleinunternehmen schwer, was eine exakte Eingrenzung des zu übergebenden Bewertungsobjektes diffizil werden lässt.

4.4.6 Zwischenfazit

Die Frage, welches der zuvor vorgestellten Verfahren der Unternehmensbewertung für die konkrete Situation des Verkaufs eines kleinen oder mittleren Unternehmens an einen

⁷¹ Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S.26

⁷² Dies deckt sich mit der häufig in der Literatur nachzulesenden Einschätzung, dass der Steuerberater gerade im Prozess der Unternehmensnachfolge zu den wichtigsten Beratungs- und Unterstützungsquellen zählt. Vgl. Abb.8.

⁷³ Vgl. Behringer, 2004, S.172-173, Stuttgarterverfahren (22%), pauschale Wertermittlungsverfahren (9,3%)

Übernehmer nun vorzuziehen ist, bleibt genau so ambivalent wie die Grundsätzliche Frage nach „dem richtigen“ Unternehmensbewertungsverfahren. Letztlich lässt sich dies wiederum nur in Abhängigkeit von den spezifischen Gegebenheiten beantworten.

Als grundsätzlich ratsam erscheint es, mehrere gängige Methoden parallel zueinander anzuwenden, um somit ggf. auf Plausibilität zu prüfen sowie um Bewertungsspielräume und Sensitivitäten aufzuzeigen. Dies kann ggf. auch dazu geeignet sein, den vor allem für den Senior sehr emotionalen Prozess der Bewertung seines Unternehmens, oder vielmehr seines Lebenswerkes auf eine rationale Grundlage zu stellen. Hilfreich erscheint es deshalb, an dieser Stelle möglichst auch externe Berater, sozusagen als neutrale Gutachter hinzuzuziehen.

4.5 Kaufpreisverhandlung

Der Käufer ermittelt zunächst mit Hilfe der zuvor beschriebenen Verfahren der Unternehmensbewertung seinen subjektiven (maximalen) Grenzpreis, oberhalb dessen er das Unternehmen nicht kaufen würde. Analoges gilt für den (minimalen) Grenzpreis des Verkäufers. Durch diese Grenzpreise entsteht ein Einigungsspielraum, innerhalb dessen eine Transaktion grundsätzlich möglich wäre. Liegt der vom Senior geforderte Mindestpreis jedoch oberhalb dessen, was der Nachfolger maximal bereit wäre zu zahlen, dann müsste die geplante Übernahme an diesem Punkt scheitern.⁷⁴

Als Ausweg aus dieser Situation verbleibt den Beteiligten letztlich nur zwei Möglichkeiten. Zum einen könnte die besser informierte Seite, i.d.R. der Senior, versuchen, durch Offenlegung der ihm verfügbaren Informationen die Gegenseite von den verborgenen Unternehmensqualitäten, die eine Höherbewertung rechtfertigen (könnten), zu überzeugen. Durch diese „Vendor-Due-Diligence“ kann es dem Nachfolger als Käufer ermöglicht werden, seine individuelle Zahlungsbereitschaft den Vorstellungen des Verkäufers zumindest anzunähern.⁷⁵

Eine andere Möglichkeit, trotz divergierender Preisvorstellungen eine Einigung zu erzielen, besteht in der Wahl einer bestimmten Form der Kaufpreiszahlung der sog. Earn-Out-Methode.⁷⁶ Abbildung 14 gibt zunächst einen Überblick über die möglichen Varianten der Kaufpreiszahlung beim Unternehmensverkauf. Neben den geläufigen Verfahren, den Kaufpreis durch eine Einmalzahlung, eine Ratenzahlung, eine befristete oder ewige Rente

⁷⁴ Vgl. Mertens, 2004, S.125

⁷⁵ Vgl. Mertens, 2004, S.125

⁷⁶ Vgl. Mertens, 2004, S. 130ff.

sowie durch eine dauerhafte Beteiligung am Umsatz oder Gewinn (dauernde Last) versucht diese Methode den positiven Liquiditätsteffekt einer Ratenzahlung bzw. Kaufpreisstundung mit einer erfolgsabhängigen Komponente zu verquicken.

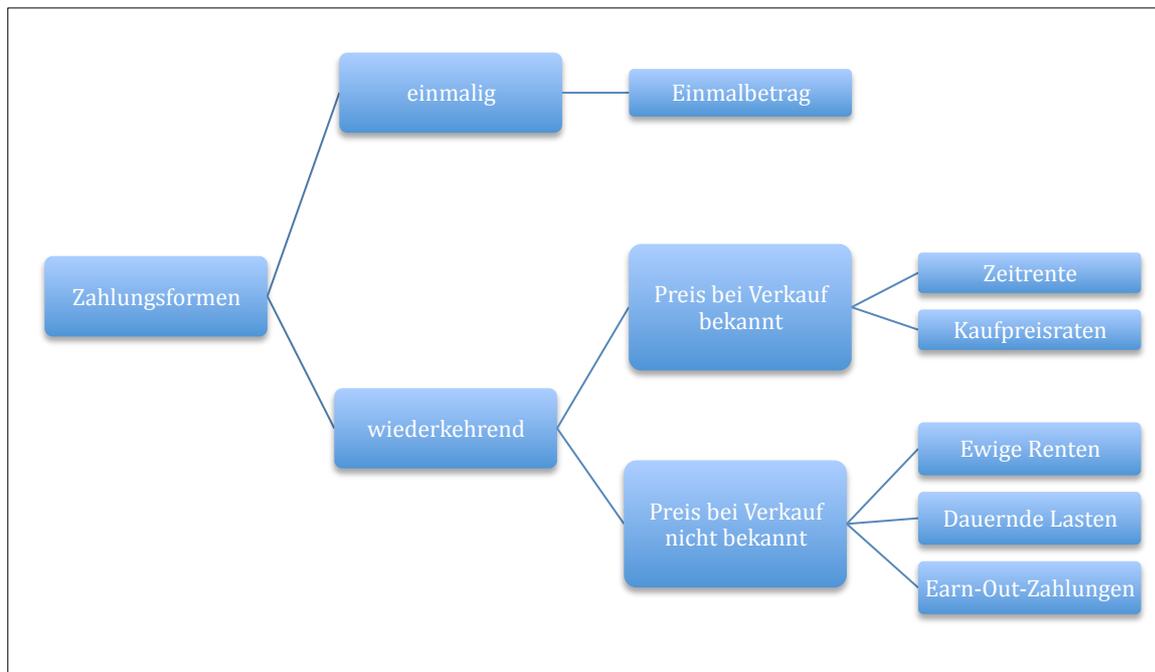


Abb. 14: Varianten der Kaufpreiszahlung beim Unternehmensverkauf

Durch eine Kopplung der an den Senior zu leistenden Earn-Out Zahlungen späterer Perioden an den tatsächlich realisierten Erfolg ändert sich zum Zeitpunkt der Übergabe nichts an dem jeweiligen Nutzenkalkül der Akteure. Erst wenn sich die positive Entwicklung auch wirklich einstellt, wäre dann eine entsprechende Zusatzzahlung, die den Gesamtkaufpreis erhöht fällig. Die Entscheidung, das Unternehmen zu kaufen und den geforderten Kaufpreis zu zahlen wird für den Nachfolger dadurch weniger risikoreich.

Durch die Vereinbarung von Earn-Out Zahlungen kann zumindest in einem der Fälle, bei denen durch divergierende Preisgrenzen kein Einigungsspielraum vorhanden ist, dennoch der Weg für eine Einigung geebnet werden. In dieser Situation könnte dies gewährleisten, dass die Unternehmensnachfolge in der geplanten Form zumindest nicht an der Frage der Kaufpreiszahlung scheitern wird.

4.6 Grenzen der Unternehmensbewertung

Grundsätzlich ist zu hinterfragen, ob das dargestellte sehr formale Verfahren der Unternehmenswertermittlung bzw. der daran anschließenden Verhandlung über den Kaufpreis als realistisch angesehen werden kann. Die genannten Verfahren zielen vor allem auf die Bewertung von größeren Unternehmen ab und können von daher den spezifischen Gegebenheiten von kleinen und mittleren Unternehmen nicht gerecht werden. Darüber hinaus ergibt sich aus der konkreten Nachfolgesituation heraus noch weitere Implikationen für die Verhandlung über die Höhe und Art der Kaufpreiszahlung.

Als besonders kritisch ist die strenge Fokussierung auf finanzielle Ziele zu sehen, die der Bildung subjektiver Kaufpreisunter- und -obergrenzen zugrunde liegt. Aus Sicht des Seniors erscheint es kaum realistisch, dass dieser seine Kaufpreisentcheidung alleine durch monetäre Faktoren bestimmt wird. Andere nicht ökonomische Ziele können der Kaufpreismaximierung durchaus gleichrangig sein, oder diese sogar dominieren. Neben der Erzielung eines hohen Kaufpreises als Grundlage für die Sicherung des Lebensunterhalts wird der Senior häufig auch soziale und emotionale Ziele mit der Unternehmensnachfolge verbinden.⁷⁷ Dies dürfte vor allem den Wunsch nach einem Erhalt des Unternehmens und damit der Sicherung des Lebenswerkes des Unternehmers bedeuten. Genauso dürfte aufgrund einer emotionalen Bindung zu Unternehmen und Belegschaft der Erhalt von Arbeitsplätzen von großer Bedeutung sein.

Der Unternehmensnachfolger wird ebenso über ein Zielsystem verfügen, dass über die Realisierung rein finanziell-ökonomischer Ziele deutlich hinausgeht. So wird in aller Regelmäßigkeit das Streben nach unternehmerischer Selbstständigkeit bzw. das Streben nach Macht als solches als eines der wesentlichen Motive für Unternehmensnachfolger genannt.⁷⁸

Insgesamt muss festgestellt werden, dass neben rein finanziellen und anderen auf das Unternehmen bezogene Ziele – wie in Abb. 15 dargestellt – noch persönliche und familiäre Ziele im Nachfolgeprozess von Bedeutung sind.

Des weiteren muss darauf hingewiesen werden, dass es zwischen Senior und Nachfolger noch andere Modalitäten im Rahmen der Übergabeverhandlung zu verhandeln gilt. Zu nennen wären u.a. die rechtliche Ausgestaltung des Unternehmenskaufs⁷⁹, oder auch die

⁷⁷ Vgl. Schön, 2004, S. 25-33

⁷⁸ Vgl. KMU Forschung, 2008, S. 57

⁷⁹ Gemeint sind hier die Varianten Asset Deal bzw. Share Deal.

Haftungsfrage für mögliche Altlasten. Diese Aspekte können auch als Äquivalent des Kaufpreises angesehen werden. Insofern greift es zu kurz, einzig und alleine auf die Höhe der Kaufpreiszahlung als Verhandlungsgegenstand abzustellen.

	<i>Ziele des Seniors</i>	<i>Ziele des Nachfolgers</i>
unternehmerische Ziele	reibungslose und schnelle Übergabe, Sicherung des Unternehmens, Erhalt der Arbeitsplätze, Sicherheit über Eignung und Kompetenz des Nachfolgers, Optimierung der Steuerbelastung, maximaler Verkaufspreis, wenig Aufsehen um Transaktion.	reibungslose Übernahme, langfristiger Fortbestand des Unternehmens, Nutzung der Erfahrung bzw. der Fähigkeiten des Seniors nach der Übergabe, Optimierung der Steuerlast, Entscheidungsverantwortung, Übernahme der Kunden und Marktstellung.
persönliche Ziele	Sicherung der Altersversorgung, Weiterbeschäftigung im Unternehmen, Erhalt des Lebenswerks, Vereinbarung von Wohn- und Nutzungsrechten.	Attraktives Einkommen, Vermögenszuwachs, erträgliche Finanzierungslast, Unabhängigkeit und Selbstentfaltung, langfristige Zukunftssicherung.
familiäre Ziele	Sicherung der Altersversorgung, finanzielle Versorgung der Familie, Schutz vor Haftung.	Existenzsicherung für die Familie

Abb. 15: Potentielle Ziele von Senior und Nachfolger⁸⁰

Vernachlässigt die Unternehmensbewertung die nicht-finanziellen Ziele der Unternehmensnachfolge, so wird sie dem Anspruch einer belastbaren Entscheidungsgrundlage für die Kaufpreisverhandlung nicht gerecht. Eine Implementierung in ein gängiges Verfahren der Unternehmensbewertung ist jedoch mit großen Schwierigkeiten verbunden, da sich diese Ziele nur schwerlich quantifizieren oder gar monetarisieren lassen. Zwar fällt eine wirklich objektive Berücksichtigung aus diesem Grund schwer, es besteht jedoch Anlass zur Vermutung dass in vielen Fällen diese Ziele die Verhandlungsbereitschaft der Akteure positiv beeinflussen werden. Durch Substanz- und Ertragswertorientierte Verfahren lassen sich „harte Zahlen“ als Grundlage für die individuellen Preisgrenzen ermitteln. Emotionale, ethische und soziale Erwägungen können diese Grenzen jedoch gewissermaßen aufweichen.

⁸⁰ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Meis, 1999, S. 222

Aus diesem Grund scheint es fragwürdig, die Grenzpreise als einzige und allein maßgeblich für das (Nicht-)Zustandekommen einer Einigung über die Nachfolge anzusehen. Zumindest als Nebenbedingung müssen auch die anderen Komponenten des Zielsystems auf Seiten des Seniors und des Nachfolgers berücksichtigt werden. Überdies wird sich für den Nachfolger eine quasi „natürliche“ und damit sehr fixe Kaufpreisobergrenze schon allein durch den Umfang der zur Verfügung stehenden Finanzierungsmittel ergeben. Die subjektive Zahlungsbereitschaft wird insofern, wie oben bereits beschrieben, durch den Einfluss der externen Kapitalgeber „objektiviert“.

Unter dem Strich erscheint es sinnvoll, von dem Gedanken absolut gültiger subjektiver Preisunter- bzw. -obergrenzen, außerhalb derer eine Einigung unmöglich ist, abzurücken. Die Höhe der Kaufpreiszahlung ist wohl unzweifelhaft ein wichtiges Entscheidungskriterium. Senior und Nachfolger werden in diesem Zusammenhang, ggf. auch mit externer Unterstützung ihre jeweiligen Vorstellungen vom Unternehmenswert ermitteln.⁸¹ Ob sie jedoch letzten Endes eine Einigung über den Unternehmensverkauf erzielen können, wird je nach Struktur der individuellen Präferenzen auch von anderen Modalitäten der Übergabe abhängen. Neben dem Informationsniveau wird zudem auch das Verhandlungsgeschick und die Möglichkeit einer evtl. Zwangslage den Verlauf der Verhandlung maßgeblich beeinflussen.⁸² Von daher erscheint es unmöglich, dieses sehr komplexe Entscheidungsverfahren so zu operationalisieren, dass es einer realitätsnahen formalen Analyse zugänglich wäre.

4.7 Kapitalbedarfs- und Finanzplanung

Ein wesentlicher Teil der Planung und Konzeption einer Unternehmensübernahme ist die Ermittlung des Kapitalbedarfs, der für die Finanzierung der Transaktion zu erwarten ist.

Im hier betrachteten vergleichsweise speziellen Fall der Unternehmensübernahme ist der Kapitalbedarf im Wesentlichen durch den Kaufpreis sowie durch die anfallenden Neben-

⁸¹ Vgl. Felden, Klaus, 2003. S. 108-109

⁸² Die Zwangslage könnte insbesondere auf Seiten des Seniors auftreten, nämlich immer dann, wenn dieser aufgrund gesundheitlicher Probleme, zu einem kurzfristigen Unternehmensverkauf gezwungen ist. In dem Fall, dass der Senior sogar bereits verstorben ist oder aus anderweitigen Gründen nicht mehr an der Übergabe mitwirken kann, trifft dies noch im verschärften Umfang zu, sodass schon von einer Art „Notverkauf“ gesprochen werden kann.

kosten der Transaktion determiniert.⁸³ Darüber hinaus muss eine solide Finanzplanung jedoch den zum Zeitpunkt der Übergabe unmittelbar notwendigen Finanzbedarf für evtl. Erneuerungs- und Erweiterungsinvestitionen berücksichtigen. Der Nachfolger muss dabei gewährleisten, dass sein Übernahmekonzept innerhalb des überplanten Zeithorizonts ausreichend „durchfinanziert“ ist. Ein zusätzlicher Kapitalbedarf, der auftritt, bevor die sich aus der Übernahmefinanzierung ergebenden finanziellen Lasten weitgehend abgetragen sind, dürfen den Nachfolger vor großen Problemen stellen, da es u.U. schwierig sein wird weitere Kapitalgeber zu einem Nachschuss an Finanzierungsmitteln zu bewegen.

Die Kaufpreisfinanzierung zuzüglich ggf. weiterer unmittelbar notwendiger Investitionen ergibt somit den Kapitalbedarf, der für die Realisierung der Übernahme erforderlich ist. Im Rahmen der konkreten Strukturierung des Finanzierungskonzepts muss der Nachfolger dann wiederum ermitteln, welchen Eigenmittelanteil er in die Finanzierung mit einbringen kann bzw. muss. Daraus folgt dann sein persönlicher Kapitalbedarf.

⁸³ Zu nennen sind hierbei beispielsweise die Gebühren und Honorare der eingeschalteten Berater, wie etwa Unternehmensberater, Rechtsanwälte, Notare sowie die bei der Behörden anfallenden Kosten für die Übertragung der Unternehmensanteile.

5. Finanzierungsinstrumente

Die institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen des Kapitalmarkts haben einen wesentlichen Einfluss auf jedwede Finanzierungsentscheidung. Zuvor wurden bereits die allgemeinen Rahmenbedingungen der KMU-Finanzierung skizziert. Im Folgenden rücken die institutionellen Rahmenbedingungen des österreichischen Finanzmarktes im Hinblick auf die Verfügbarkeit sowie die rechtliche Implementierbarkeit einzelner Finanzierungsinstrumente in den Vordergrund. Dazu ist zunächst eine Erörterung der gängigen Begrifflichkeiten notwendig, bevor im Anschluss auf die Instrumente der Eigen-, Mezzanine- und Fremdfinanzierung eingegangen wird.

5.1 Begriffsbestimmung und Einteilung

Um die in Frage kommenden Finanzierungsmöglichkeiten exakt darauf hin untersuchen zu können, inwiefern sie für die Unternehmensnachfolge geeignet erscheinen, ist eine Einordnung unumgänglich

So muss zunächst zwischen Außen- und Innenfinanzierung differenziert werden. Die Außenfinanzierung definiert man dabei als die Zuführung von Kapital von außen über den Kapitalmarkt in ein Unternehmen. Unter Innenfinanzierung versteht man hingegen Finanzierungsmaßnahmen, die innerhalb des Unternehmens aus eigener Kraft erfolgen.⁸⁴ In dieser Arbeit werden Speziell die Möglichkeiten der Außenfinanzierung betrachtet (siehe Abbildung 16).

⁸⁴ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 341f.

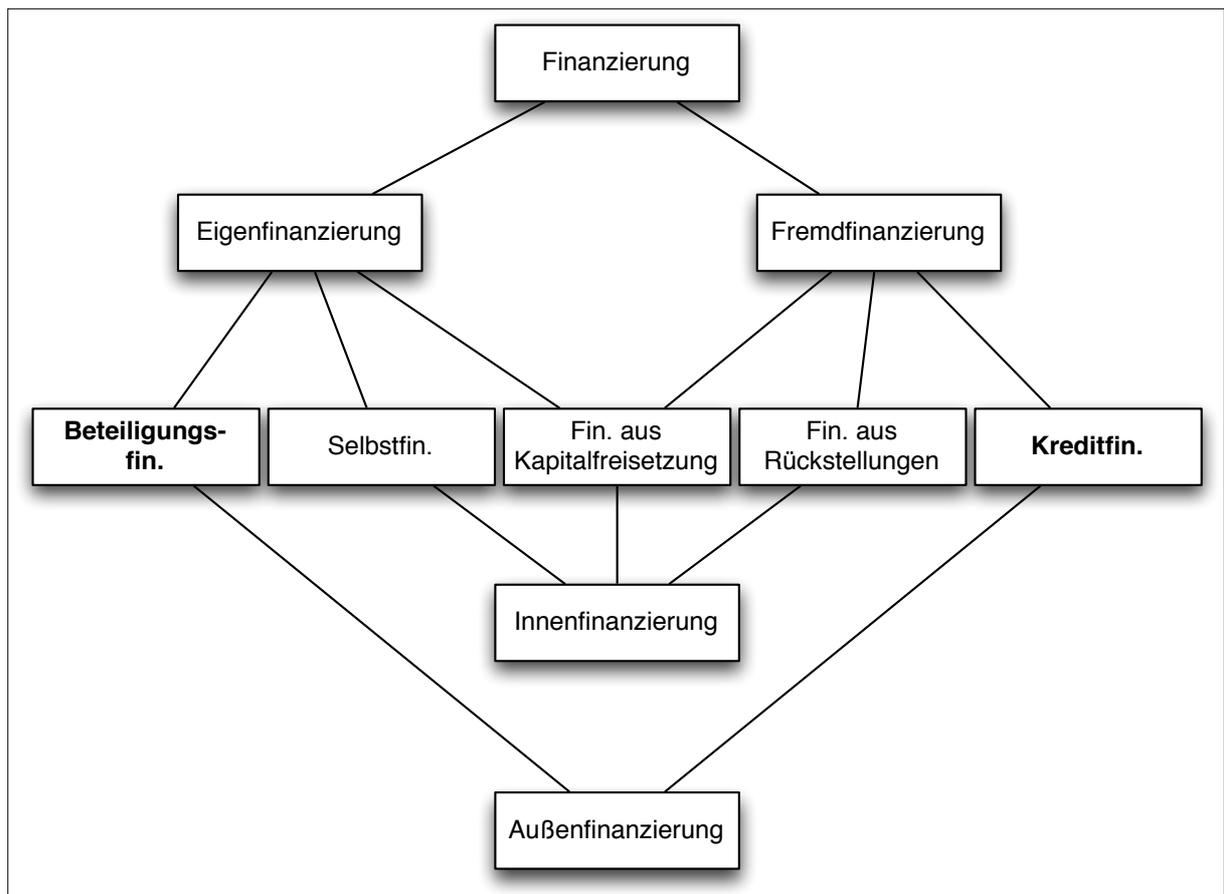


Abb. 16: Einteilung der Finanzierungsformen⁸⁵

Weiterhin werden die Finanzierungsmöglichkeiten in den kommenden Kapitel nach dem Kriterium der Rechtsstellung der Kapitalgeber in Eigenfinanzierung und Fremdfinanzierung unterteilt. Unter Eigenfinanzierung versteht man demnach alle Maßnahmen, die eine Zuführung und Erhöhung des Eigenkapitals zur Folge haben. Somit sind sowohl die Aufnahme neuer Gesellschafter als auch die Vergabe von Beteiligungen an externe Kapitalgeber Möglichkeiten der Eigenfinanzierung. Demgegenüber steht die Fremdfinanzierung, bei der dem Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung gestellt wird.

Eine Unterscheidung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist aufgrund der ungleichen Finanzierungseigenschaften für die weitere Betrachtung von großer Bedeutung. Wichtige Unterscheidungsmerkmale liegen u.a. in den Haftungseigenschaften, der Berechtigung an der Unternehmensleitung und der zeitlichen Bereitstellung des Kapitals. Weitere Unterschiede

⁸⁵ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 342

sind in der Vergütung für die Kapitalbereitstellung sowie in der Behandlung des Kapitals bei einer Liquidation zu sehen.⁸⁶

Eine Mischform zwischen Eigenfinanzierung und Fremdfinanzierung stellen die Mezzaninen Finanzierungsinstrumente dar. Sie sind ebenfalls der Außenfinanzierung zuzurechnen und vereinen sowohl Eigenkapitaleigenschaften als auch Fremdkapitaleigenschaften miteinander. Entsprechend ihrer Ausgestaltung können die vorherrschenden Eigenschaften der Mezzaninen Instrumente dabei sowohl in Richtung Eigenkapital als auch Fremdkapital tendieren.

In der Finanzierungspraxis haben sich in der Vergangenheit einige Standardtypen von Finanzierungsinstrumenten herausgebildet und etabliert (siehe Abbildung 16). Das Schaubild vermittelt einen Überblick über eine Auswahl der am Finanzmarkt beobachtbaren Finanzinstrumente. Ihm liegt eine Systematik zugrunde, die das Spektrum der Finanzierungsinstrumente in eigenkapital- und fremdkapitalähnliche und mezzanine Instrumente unterteilt, wie sie sich nach zuvor genannter Arbeitsdefinition ergibt. Exakt auf der Trennlinie zwischen Eigen- und Fremdkapital sind dabei Wandel- und Optionsanleihen zu finden. In Abhängigkeit von der (Nicht-) Wandlung dieser Option sind diese Instrumente unmittelbar dem Fremd- bzw. dem Eigenkapital zuzuordnen. Diesem Zwittercharakter ist auch die Bezeichnung hybride Finanzierungsinstrumente geschuldet.

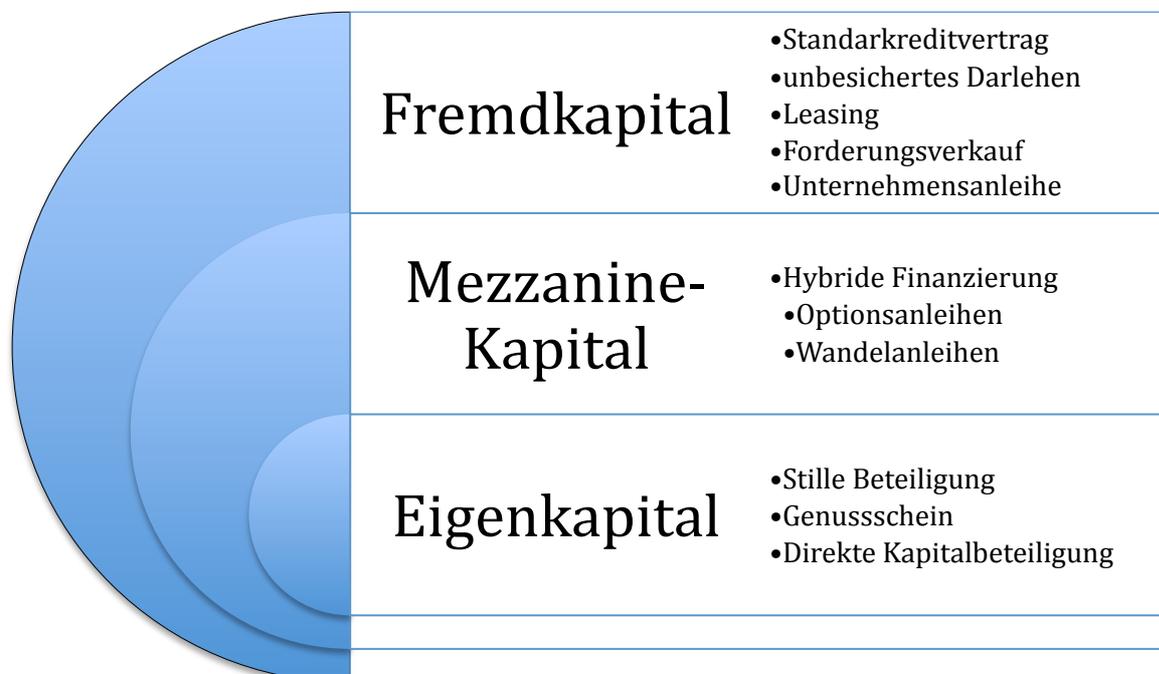


Abb. 17: Ausgewählte Finanzierungsinstrumente⁸⁷

⁸⁶ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 343

5.2 Fremdkapitalfinanzierung

Die in Abbildung 17 aufgeführten Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung werden im Folgenden detailliert vorgestellt und erörtert. Da sämtliche Fremdfinanzierungsinstrumente unabhängig von der Rechtsform der Unternehmung möglich sind, kann dieser Aspekt außer Acht gelassen werden.

Banken waren in der Vergangenheit gerade für kleinere und mittlere Unternehmen häufig die einzige externe Finanzierungsquelle. Noch heute haben sie – in Ermangelung anderer Finanziers – auch bei der Finanzierung von Unternehmensnachfolgen einen besonderen Stellenwert. Kreditinstitute stellen i.d.R. erstrangig besicherte und bisweilen auch unbesicherte Darlehen zur Verfügung.

Bedingt durch die chronische Ertragsschwäche im Kreditgeschäft sowie durch den aufgrund erhöhten Ausfallsrisiken notwendigen Wertberichtigungsbedarf lässt sich gegenwärtig eine zunehmend restriktive Kreditvergabepolitik feststellen.

Die Finanzierung einer Übernahme durch Kreditinstitute ist in erster Linie durch die Möglichkeiten zur Besicherung des Darlehens begrenzt. Dies in Verbindung mit der Kapaldienstfähigkeit des Unternehmens determiniert dessen Verschuldungskapazität. Sind die Besicherungsmöglichkeiten ausgeschöpft, können bei entsprechender Bonität und Leistungsfähigkeit auch nicht besicherte Darlehenstranchen vergeben werden.

Problematisch kann die Kreditfinanzierung von Unternehmensübernahme gerade für kleine Kreditinstitute werden. Zur Finanzierung größerer Transaktionsvolumina sind zum Teil recht hohe Darlehensbeträge erforderlich. Die daraus resultierenden „Klumpenrisiken“ können kleinere Kreditinstitute häufig aufgrund mangelnder Diversifikationsmöglichkeiten schlecht in ihrem Kreditportfolio unterbringen. Die Finanzierung von großvolumigen Transaktionen wird daher nur von Großbanken realisierbar sein, da nur diese über die Möglichkeiten zur Diversifikation der Klumpenrisiken verfügen. Dabei wird häufig auf das Vehikel der Syndizierung innerhalb eines Bankenkonsortiums zurückgegriffen.⁸⁸ Das insgesamt benötigte

⁸⁷ Quelle: Eigene Darstellung

⁸⁸ Bei der Syndizierung von Krediten tritt i.d.R. eine Bank als Initiator und Arrangeur (Lead-Investor) auf, die mit anderen zumeist befreundeten Banken zusammen ein Kreditskonsortium bilden. Das Gesamtkreditvolumen wird dann unter den teilnehmenden Banken aufgeteilt, wobei der Lead-Investor für sein Engagement eine Extra-Vergütung erhält. Vgl. Herbst, 2005, S. 65.

Kreditvolumen wird dabei in Tranchen mit unterschiedlichen Risiko-/Renditestrukturen aufgeteilt und auf die einzelnen Konsortialbanken verteilt.

Ist die wirtschaftliche Existenz des Unternehmens bedroht und ist somit eine Sanierung erforderlich, dürfte eine klassische Darlehensfinanzierung kaum in Frage kommen, da die Kreditinstitute insbesondere aufgrund der veränderten Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken wenig bis gar kein Interesse an Darlehen mit hohem Ausfallsrisiken haben dürfen.

Kreditinstitute werden insbesondere bei der Übernahme von kleineren Unternehmen zweifelsohne die wichtigste Anlaufstelle der Unternehmensnachfolger sein. Sofern ein ausreichendes Besicherungspotential vorhanden ist und sofern das Unternehmen die wirtschaftlichen Voraussetzungen für die Kapitaldienstfähigkeit mitbringt, dürfte eine Darlehenszusage grundsätzlich ohne größere Schwierigkeiten erreichbar sein. Als erster Ansprechpartner wird i.d.R. die bisherige Hausbank des Unternehmens zur Verfügung stehen, da diese über eine langfristige Geschäftsbeziehung zum Übernahmeobjekt verfügt.

5.2.1 Standardkreditvertrag

Der Standardkreditvertrag beschreibt die in Österreich gebräuchlichste Form der Fremdkapitalfinanzierung, bei der Kreditinstitute gegen Hereinnahme von materiellen Sicherheiten erstrangige Kredite vergeben. Durch die begrenzte Verfügbarkeit an Sicherheiten ergibt sich die maximale Verschuldungskapazität für diese Klasse von Fremdkapital.

5.2.2 Unbesicherte Darlehen

Unbesicherte Darlehen werden i.d.R. von Kreditinstituten und dann zumeist als sog. „Blankoanteil“ innerhalb einer Gesamtfinanzierungslösung angeboten. Die Modalitäten gleichen dabei zumeist den Varianten des Standardkreditvertrags, wobei jedoch das Darlehen nicht durch Bereitstellung einer konkreten Sicherheit sondern lediglich durch die Zahlungsfähigkeit des Schuldners abgesichert wird.

Als Sonderform des unbesicherten Darlehens können das Gesellschafter- sowie das Verkäuferdarlehen aufgefasst werden. Im Falle einer Unternehmensnachfolge kann es für Nachfolger und Senior eine überlegenswerte Variante sein, zumindest einen Teil des Kaufpreises zunächst zu stunden, um den Finanzierungsbedarf für den Nachfolger zum Zeitpunkt des Unternehmenserwerbs geringer zu halten. Die Literatur spricht in diesem Zusammenhang auch von einem Verkäuferdarlehen. Sofern der Senior darüber hinaus nach der Übergabe noch Eigenkapitalanteile hält liegt ein Gesellschafterdarlehen vor. Gerade bei schwierigen

Übergabeverhandlungen, wo zunächst keine Einigung über den Kaufpreis erzielt werden kann bieten sich diese Arte der Finanzierung an (Earn-Out Methode).

5.2.3 Leasing

Das Leasing⁸⁹ hat sich in den vergangenen Jahren als Instrument zur Finanzierung von Investitions- und Ausrüstungsgütern, insbesondere jedoch von EDV-Ausstattung und KFZ etabliert. Es ist ein Finanzierungsinstrument, bei dem die zu finanzierenden Vermögensgegenstände im Eigentum des Leasing- bzw. Kapitalgebers verbleiben, der Leasingnehmer aber gegen Zahlung der Leasingraten Besitzer wird und Nutzungsrechte erhält. Aus Sicht des Kapitalgebers besteht durch die Eigentumsrechte ein verhältnismäßig geringes Finanzierungsrisiko, was sich auch in geringen Finanzierungskosten niederschlägt. Im Wege des Leasings kann grundsätzlich jedweder Vermögensgegenstand finanziert werden, obgleich gewisse Voraussetzungen erfüllt sein müssen.⁹⁰

Auch im Rahmen einer Unternehmensfinanzierung einer Unternehmensnachfolge kann dieses Instrument von Interesse sein. So können einzelne bedeutende Vermögensteile, beispielsweise Immobilien oder große Maschinen, vor dem Verkauf aus dem Unternehmen herausgelöst werden und im Wege des Sale-and-Lease-Back dem Nachfolger gegen Zahlung von Leasingraten wieder zur Verfügung gestellt werden.

Für den kapitalsuchenden Nachfolger ist das Leasing als Instrument zur Finanzierung des Kaufpreises jedoch nur in bestimmten Fällen einsetzbar. Das Finanzierungskonstrukt Sale-and-Lease-Back wird aufgrund hoher fixer Vertrags- und Initiierungskosten nur für große Unternehmen interessant sein. Überdies machen Leasinggeber i.d.R. die Finanzierung von neuwertigen Investitions- und Ausrüstungsgütern zur Bedingung. Daraus wird deutlich, dass das Leasing bei der Finanzierung evtl. notwendiger neuer Investitionen nach der Unternehmensübergabe zweifelsohne interessant ist. Eine Leasingfinanzierung von Gütern aus dem vorhandenen Unternehmensvermögen hingegen kann sich lediglich auf Einzelfälle beschränken.

Ebenso spielt der Größeneffekt eine Rolle. Leasinganbieter werden aus Gründen der Transaktionskosten Mindestvolumina einfordern, wodurch sich der Kreis deren, für die Leasing als Instrument zur Finanzierung des Kaufpreises einer Unternehmensnachfolge in Frage kommt,

⁸⁹ Vgl. Perridon/Steiner, 1999, S. 439 f

⁹⁰ Als leasingfähig kann gelten, was fungibel ist und demnach die Kriterien der Marktfähigkeit, Wertkonstanz und insbesondere der Drittverwendungsfähigkeit erfüllt. Vgl. Büschgen, 1998, S. 472

auf größere Unternehmen mit dafür geeigneten Leasingobjekten eingrenzt. Die erforderlichen Mindestfinanzierungsvolumina hängen jedoch stark von dem zu finanzierenden Vermögensgegenstand ab.

5.2.4 Forderungsverkauf (Factoring)

Der Forderungsverkauf ist eine Finanzierungsform, die sich auf eine sehr weit zurückreichende Tradition berufen kann.⁹¹ Die Finanzierung durch Factoring basiert auf der vermögensrechtlichen Übertragung von Forderungen auf den Kapitalgeber. Dabei kauft ein Factor laufend (kurzfristige) Forderungen aus dem Waren- und Dienstleistungsverkehr des Kapitalgebers auf. Die Abwicklung erfolgt über eine spezialisierte Factoring-Gesellschaft. Probleme können durch das Erfordernis der Notifizierung des Forderungsschuldners im Falle des offenen Factorings sowie durch den Konflikt mit dem verlängerten Eigentumsvorbehalt entstehen.

Das Factoring-Institut prüft, ob es sich bei dem Nachfrager nicht um ein Unternehmen mit strukturellen oder Ertragsproblemen handelt. In diesem Fall wird ein Factoring abgelehnt. Factoring stellt verhältnismäßig hohe Anforderungen an das Rechnungswesen und insbesondere an die Debitorenbuchhaltung des Unternehmens. Ob diese den Erfordernissen des Factorings gewachsen ist, muss im Einzelfall geprüft werden.

Bei der Finanzierung einer Unternehmensnachfolge kann das Factoring in der Praxis durchaus eine Bedeutung erlangen. Durch das Factoring als Teil einer Gesamtlösung zur Finanzierung des Kaufpreises kann der Käufer vergleichsweise günstige Finanzmittel akquirieren und im selben Zug die Bilanzstruktur des Unternehmens verbessern, was letztlich die Aufnahme von externem Eigenkapital erleichtern und auch die Verschuldungskapazität schonen wird.

5.2.5 Unternehmensanleihen

Die Unternehmensanleihe ist ein als Wertpapier verbrieftes Fremdfinanzierungsinstrument, das privat oder öffentlich platziert werden und zudem ggf. auch börsennotiert sein kann. Diese in der Literatur auch als Corporate Bonds oder Industrieobligation bezeichnete langfristige Schuldverschreibungen sind i.d.R. endfällige Unternehmensanleihen, sodass während der Laufzeit vom Kapitalnehmer lediglich die Zinskupons zu bedienen sind. Als Variante kann jedoch auch die Zinszahlung bei Endfälligkeit erfolgen, sodass in diesem Fall von einer Nullkuponanleihe (oder Zerobond) spricht.

⁹¹ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S.434

Im kapitalmarktorientierten US-amerikanischen Finanzsystem ist die Begebung von Unternehmensanleihen die gängigste Form der Fremdfinanzierung. Auch in Österreich und in Europa hat dieses Finanzierungsinstrument in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen (für Österreich siehe Abbildung 18).

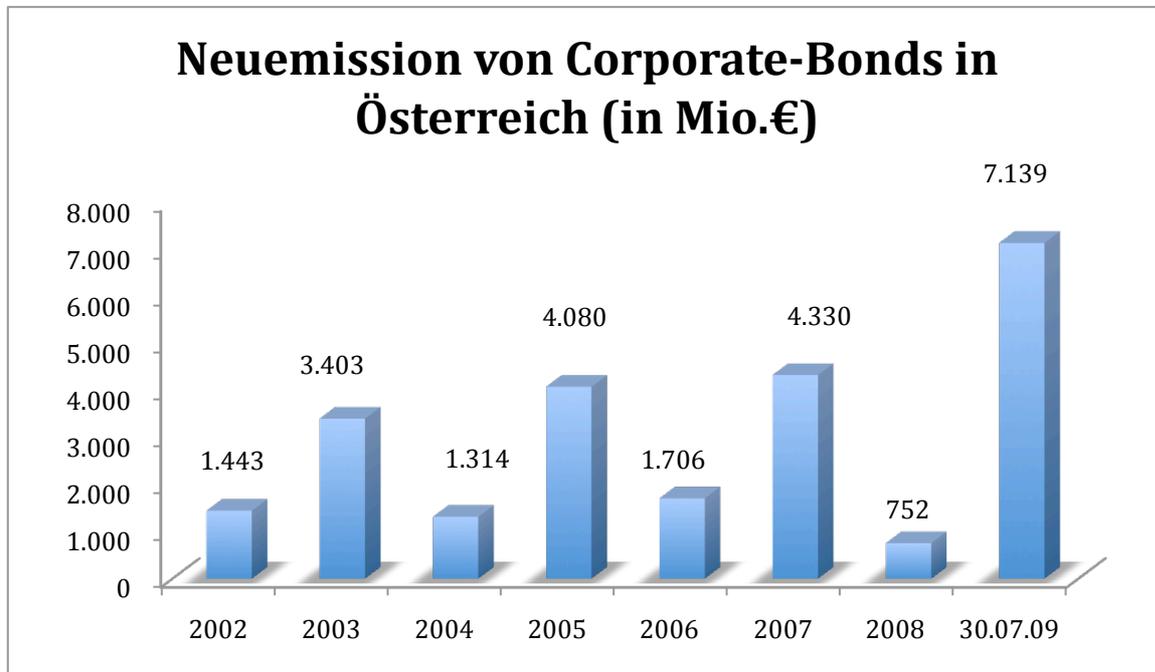


Abb. 18: Firmenanleihen: Volumen Neulistings⁹²

Der überwiegende Teil der börsennotierten Anleihen wurde von einigen wenigen großen Gesellschaften emittiert, deren Aktien bereits eine Börsenzulassung erhalten haben. Der Grund dafür ist darin zu sehen, dass das große Informationsbedürfnis der Kapitalgeber entsprechende Aufwände bei den emittierenden Unternehmen auslöst, wodurch diejenigen bevorzugt sind, die aufgrund der Börsennotierung der Aktie sowieso schon mit Offenlegungspflichten konfrontiert sind.⁹³ Hinzu kommen noch die Risiken, die sich aus der Prospekthaftung bei der Emission ergeben können. Diese müssen immer dann geprüft werden, wenn eine öffentliche Platzierung der Anleihe vorgesehen ist. Dies gilt unabhängig davon, ob damit einhergehend auch die Börsennotiz angestrebt wird. Neben der öffentlichen Platzierung, die i.d.R. als Emission über Konsortialbanken und zumeist mit anschließender Börsennotiz organisiert wird, ist auch der Verzicht auf ein öffentliches Zeichnungsangebot denkbar. Diese private Form der Platzierung umgeht die o.g. besonderen Erfordernisse aus

⁹² Quelle: Wiener Börse, 2009, http://www.wienerborse.at/investors/listings/cb_listings.html

⁹³ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 250

Börsennotiz und Prospekthaftung erfordert andererseits jedoch einen entsprechend höheren vertrieblichen Aufwand, um genügend Kapitalgeber für diese Anleihe zu gewinnen. Bislang ist die Selbstemission von Anleihen jedoch allenfalls eine Randerscheinung geblieben.

Wie oben erwähnt, sind Unternehmensanleihen ebenfalls rechtsformunabhängig möglich. Aufgrund der recht umfangreichen Publizitätsanforderung bei der Anleiheemission werden vor allem kleinere GmbH sowie Personengesellschaften große Schwierigkeiten haben, die notwendigen Voraussetzungen für die Anleiheemission zu schaffen. Zwar werden auch diese Unternehmen die nötigen Unterlagen, bspw. testierte Jahresabschlüsse beschaffen können. Die Emission dürfte jedoch mit vergleichsweise hohen Transaktionskosten verbunden sein, was die Anleihefinanzierung als solches unattraktiv erscheinen lässt.

Bei der Wahl der geeigneten Fremdfinanzierungsform und insbesondere bei der Wahl zwischen Bankkredit und Unternehmensanleihe muss demzufolge neben den zu zahlenden Risikoprämien⁹⁴ auch die Höhe der anfallenden fixen Transaktionskosten berücksichtigen. Beim Bankkredit sind beide Kostenkomponenten in die Zinsmarge eingepreist. Bei der Unternehmensanleihe hingegen fallen die Nebenkosten der Emission (2,5%-4% des Nominalwertes, laufende Nebenkosten ca. 1-2% des Nominalwertes)⁹⁵ unmittelbar mit der Begebung der Anleihe an. Bei geringen Finanzierungslaufzeiten und/oder bei geringen Volumina (empfohlenes Volumina: mind. 5 Mio. €)⁹⁶ wird die Anleihe somit immer unattraktiver. Für den weit überwiegenden Teil der mittelständischen Unternehmen dürfen Unternehmensanleihen trotz sinkender Emissionskosten derzeit noch nicht in Frage kommen.

5.3 Mezzanine Finanzierung

Zunächst soll im folgenden auf die einzelnen mezzaninen Finanzierungsinstrumente näher eingegangen werden. Dabei geht es zunächst um die Erläuterung der wesentlichen Charakteristika. Ebenso ist von Interesse, ob das jeweilige Finanzierungsinstrument bei den österreichischen Rechtssystem vorzufindenden Rechtsformen für Unternehmungen zum Einsatz kommen kann.

⁹⁴ Die Höhe der Risikoprämie orientiert sich an der Bonität bzw. am Rating des Emittenten.

⁹⁵ Vgl. Drukarczyk, 1999, S.395

⁹⁶ Vgl. Drukarczyk, 1999, S.395

5.3.1 Wandel-/Optionsanleihe

Die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen verbindet die schuldrechtliche Gläubigerstellung der Anleihe mit der Möglichkeit von zusätzlichem Eigenkapital durch ein Wandlungs- bzw. Optionsrecht.⁹⁷

Die Wandelanleihe (auch: Wandelschuldverschreibung, oder Convertible Bond) sieht dabei ein an Bedingungen geknüpftes Recht vor, die Schuldverschreibungen in Stammkapital umzutauschen. Neben den Konditionen der Anleihekomponente (Zinssatz, Laufzeit, Zahlungstermine) sind vor allem die Wandlungsbedingungen, das Wandlungsverhältnis, eine ggf. nötige Zuzahlung bei Wandlung sowie Sperr- und Wandlungsfristen zwischen den Finanzierungspartnern zu vereinbaren. Die Rendite des Kapitalgebers setzt sich aus der Anleiherendite und dem Wert des Wandlungsrechts zusammen. Darüber hinaus gehende Zahlungen an den Kapitalgeber werden i.d.R. nicht vereinbart. Neben der öffentlichen Begebung der Wandelanleihe⁹⁸ ist auch eine Privatplatzierung möglich.

Die Optionsanleihe vereint zwei grundsätzlich separat zu betrachtende und zu bewertende Komponenten. Neben der reinen Anleihe ist dies die Option auf den Bezug von Anteilen am Stammkapital der Unternehmung.⁹⁹ Die Gesamtrendite für den Kapitalgeber setzt sich folglich aus der Anleiheverzinsung und dem Optionspreis zusammen.

Die Frage der rechtlichen Implementierbarkeit eines Wandlungs- oder Optionsrecht in Verbindung mit einem Fremdfinanzierungsvertrag ist für die Rechtsform der Aktiengesellschaft eines Wandlungs- oder Optionsrecht in Verbindung mit einem Fremdfinanzierungsvertrag ist für die Rechtsform der Aktiengesellschaft als unproblematisch zusehen. Nach den Regelungen des Aktiengesetzes ist hierzu lediglich ein Beschluss der Hauptversammlung über die bedingte Kapitalerhöhung sowie ein Bezugsrechtsausschluss der Altaktionäre notwendig.¹⁰⁰

Bei der Finanzierung durch eine Beteiligungsgesellschaft werden Wandel- und Optionsanleihen häufig als Ergänzung zu einer Eigenkapitalfinanzierung verwendet. Der Vorteil dafür liegt darin begründet, dass auf diesem Wege dem Existenzgründer zusätzliche Mittel zur Verfügung gestellt werden können, ohne dass die Stimmrechtsmehrheit des Existenzgründers dadurch gefährdet wäre. Die Finanzierung durch eine Wandel- oder

⁹⁷ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 251

⁹⁸ Dies setzt allerdings die Börsennotierung der zugrundeliegenden Aktie voraus.

⁹⁹ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 233

¹⁰⁰ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 233

Optionsanleihe stellt somit eine sehr eigenkapitalnahe Finanzierungsvariante dar, ohne das sofort auch eigentumsübliche Mitbestimmungs- oder Kontrollrechte gewährt werden müssen.

5.4 Eigenkapitalfinanzierung

5.4.1 Stille Beteiligung

Eine stille Beteiligung (auch: stille Gesellschaft) liegt nach § 178 HGB vor, wenn ein Gesellschafter durch Leistung einer Vermögenseinlage sich an einem Unternehmen, das ein anderer betreibt, beteiligt und diese Einlage in das Vermögen des Inhabers des Unternehmens übergeht. Die Stille Gesellschaft ermöglicht eine Beteiligung mit begrenztem Kapitaleinsatz, setzt keine Mitarbeit in der Geschäftsführung voraus, sieht keine unmittelbare Haftung gegenüber Gläubigern vor und führt auch zu keiner Offenlegung im Firmenbuch. Die Stille Gesellschaft verfügt als reine Innengesellschaft über keine eigene Rechtspersönlichkeit, sie entsteht mit dem Abschluss des Gesellschaftsvertrages. Stiller Gesellschafter kann jede natürliche Person, jede juristische Person, eine Personenhandelsgesellschaft, eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder eine Erbengemeinschaft sein. Die stille Beteiligung kann bei jedem Vollkaufmann bzw. Minderkaufmann erfolgen. Es kommen daher der Einzelkaufmann (das Einzelunternehmen), die OHG, KG, GmbH, AG, bestimmte Genossenschaften und die Eingetragene Erwerbsgesellschaft in Frage. Die **echte (typische)** Stille Gesellschaft ist dadurch gekennzeichnet, dass der stille Gesellschafter nicht am Gesellschaftsvermögen und an den stillen Reserven, sondern nur am Gewinn und Verlust des Unternehmens beteiligt ist. Eine Verlustbeteiligung kann dabei ausgeschlossen werden. Der stille Gesellschafter hat nur ein Forderungsrecht, im Konkursfall hat er demnach die Stellung eines Gläubigers. Die **unechte (atypische)** Stille Gesellschaft sieht hingegen auch eine Beteiligung am Geschäftsvermögen und damit am Firmenwert und an den stillen Reserven vor, der unechte stille Gesellschafter hat eine dem Kommanditisten ähnliche Stellung.¹⁰¹

5.4.2 Genussrechte

Genussrechte können als dasjenige Finanzierungsinstrument bezeichnet werden, bei dem den Finanzierungspartnern der größte Spielraum bei der Ausgestaltung des Finanzierungsvertrages bleibt. Eine Verbriefung des Genussrechts ist möglich, was dessen Fungibilität erhöht und einen evtl. Kapitalmarktzugang ermöglichen kann. Verbrieft und börsennotierte

¹⁰¹ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 167-168

Genussrechte werden zumeist unter dem Begriff Genussschein geführt, obgleich diese Unterscheidung keineswegs einheitlich ist. Häufig werden beide Begriffe synonym genutzt.¹⁰²

Grundsätzlich sind Genussrechte schuldrechtlicher Natur und gewähren mithin keinerlei Kontroll-, Informations- oder sonstige Miteigentümerrechte. Allerdings lässt sich eine Vielzahl von eigenkapitalähnlichen Elementen in die konkrete vertragliche Ausgestaltung dieses Finanzierungsinstruments, den sog. Genussrechtsbedingungen einbauen. Von den möglichen Ausgestaltungsparametern seien hier nur einige exemplarisch genannt. Eine Gewinnbeteiligung ist regelmäßig vorgesehen, wobei diese erfolgsabhängig, erfolgsunabhängig, oder als Mischform vereinbart werden kann. Zusätzlich wird zumeist eine Verlustbeteiligung vereinbart, was den bilanziellen Ausweis als nachrangiges Haftkapital überhaupt erst ermöglicht. Eine Beteiligung am Liquidationserlös hingegen würde eine steuerliche Behandlung der Kapitalkosten als Betriebsausgabe ausschließen und dürfte somit i.d.R. ausscheiden. Im Hinblick auf die Laufzeit ist aus steuerlicher Sicht eine Befristung notwendig, um den gewinnmindernden Abzug der Schuldzinsen zu gewährleisten. Aus bilanzieller Sicht ist dies jedoch möglichst langfristig zu wählen, um damit den Eigenkapitalcharakter des Genussrechtskapitals zu unterstreichen.¹⁰³

Die besonderen Vorteile der Genussrechtsfinanzierung sind letztlich vor allem in der Flexibilität des Instruments und – aufgrund der Möglichkeit zur Verbriefung und zur Kapitalmarktplatzierung – in der Fungibilität zu sehen, wobei Letzteres wohl nur für größere Unternehmen mit entsprechend größeren Finanzierungsvolumina interessant sein dürfte.¹⁰⁴ Als weiteres Argument für die Verwendung von Genussrechten wäre noch die Rechtsformunabhängigkeit zu nennen. Offensichtlich ist jedoch, dass die Platzierung von verbrieften Genussscheinen am Kapitalmarkt nur für größere Kapitalgesellschaften in Frage kommt, da nur diese das dafür notwendige Standing bei Investoren haben dürften. Dennoch ist die Platzierung von Genussrechten auch kleineren Kapital- und Personengesellschaften unbenommen, wobei die mit der Emission verbundenen Transaktionskosten dafür Enge Grenzen setzen.

5.4.3 Direkte Kapitalbeteiligung

Die Beteiligungsfinanzierung umfasst all diejenigen Instrumente, die der Unternehmung bilanzielles Eigenkapital zuführen. Die direkte Beteiligungsfinanzierung meint die offene

¹⁰² Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 230

¹⁰³ Vgl. Drukarczyk, 1999, S. 297ff.

¹⁰⁴ Vgl. Drukarczyk, 1999, S. 297.

Beteiligung am haftenden Eigenkapital einer Unternehmung. Im Gegensatz dazu ist auch eine indirekte, d.h. verdeckte Beteiligung möglich. Als indirekte Form der Beteiligungsfinanzierung besteht – rechtsformunabhängig – die Möglichkeit der typischen oder atypischen stillen Beteiligung am Unternehmen. Letztgenannte Instrumente wurden bereits zuvor diskutiert und sollen daher hier ausgespart bleiben.

Bei den Instrumenten der direkten Beteiligungsfinanzierung, fortan als Eigenkapitalfinanzierung bezeichnet, ist zwischen emissionsfähigen und nicht-emissionsfähigen Unternehmen zu unterscheiden.¹⁰⁵ Zu den emissionsfähigen Unternehmen zählt die Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG). Diese kann sich durch die Ausgabe von Stamm- und Vorzugsaktien von außen Kapital zuführen.

Der überwiegende Teil der österreichischen Unternehmen ist jedoch keineswegs auf den Kapitalmarkt emissionsfähig. Diesen Unternehmen bleiben als Instrument der direkten Beteiligungsfinanzierung – je nach Rechtsform der Unternehmung (siehe Abbildung 19) – die Kapitalaufnahme durch Ausgabe von zusätzlichen GmbH- bzw. Kommanditanteilen bzw. durch Aufnahme zusätzlicher persönlich haftender Gesellschafter. Einzig bei der Rechtsform des Einzelunternehmens ist keine externe Beteiligung am Unternehmen möglich.

<i>Rechtsform</i>	<i>Beteiligungsinstrument</i>
AG	Stammaktie, Vorzugsaktie
GmbH	GmbH-Anteil
GmbH & Co KG	GmbH- oder Kommanditanteil
KG	Komplementär, Kommanditanteil
OHG	Mitgesellschafter
Einzelunternehmer	keines

Abb. 19: Direkte Beteiligungsfinanzierung in Abhängigkeit von der Rechtsform der Unternehmung¹⁰⁶

Auf eine ausführliche Diskussion der für die Kapitalerhöhung bei den jeweiligen Rechtsformen erforderlichen Schritte und Maßnahme soll hier verzichtet werden.¹⁰⁷

Von besondere Bedeutung ist, dass bei der Aktiengesellschaft durch Stamm- und Vorzugsaktien zwei Varianten der Eigenkapitalfinanzierung existieren. Erstere ist per Definition voll

¹⁰⁵ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 350

¹⁰⁶ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S.226f.

¹⁰⁷ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 345 ff.

gewinnanteils- und stimmberechtigt. Anders hingegen die Vorzugsaktie deren Vorzug in der bevorrechtigten Bedienung von Dividendenansprüchen besteht.

Bei der GmbH kann Eigenkapital durch die Aufnahme eines GmbH-Gesellschafters, bei der KG durch eine Kommanditeinlage erfolgen. In beiden Fällen ist die Haftung des Eigenkapitalinvestors auf die Einlage selbst beschränkt bzw. ggf. um eine Nachschusspflicht erweitert. Die Eigenkapitalfinanzierung bei der Personengesellschaft wie der OHG gestaltet sich dementsprechend deutlicher schwieriger. Aufgrund des Prinzips der persönlichen, direkten und gesamtschuldnerischen Haftung sämtlicher Gesellschafter wird die direkte Kapitalbeteiligung eines lediglich an der Investition und nicht an einer Mitunternehmereigenschaft interessierten Investors sehr risikoreich, weswegen sie i.d.R. ausscheiden dürfte. Allenfalls an eine indirekte Beteiligung in Form der stillen Gesellschaft wäre in diesem Zusammenhang zu denken. Aufgrund dieser Haftungsproblematik beteiligen sich die Finanzinvestoren grundsätzlich nur an Unternehmen der Rechtsform GmbH, AG, GmbH.& Co. KG. und KG.¹⁰⁸

6 Beurteilung von Finanzierungsalternativen

6.1 Überblick

Der Nachfolger wird verschiedene Aspekte in seine Finanzierungsentscheidung mit einbeziehen. Aus diesem Grund soll bei der folgenden Diskussion einzelner Finanzierungsinstrumente deren Auswirkung dargestellt werden. Abbildung 20 gibt zunächst einen Überblick über die wesentlichen Beurteilungskriterien für Finanzierungsinstrumente aus Sicht des Unternehmensnachfolgers.

¹⁰⁸ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 226f.

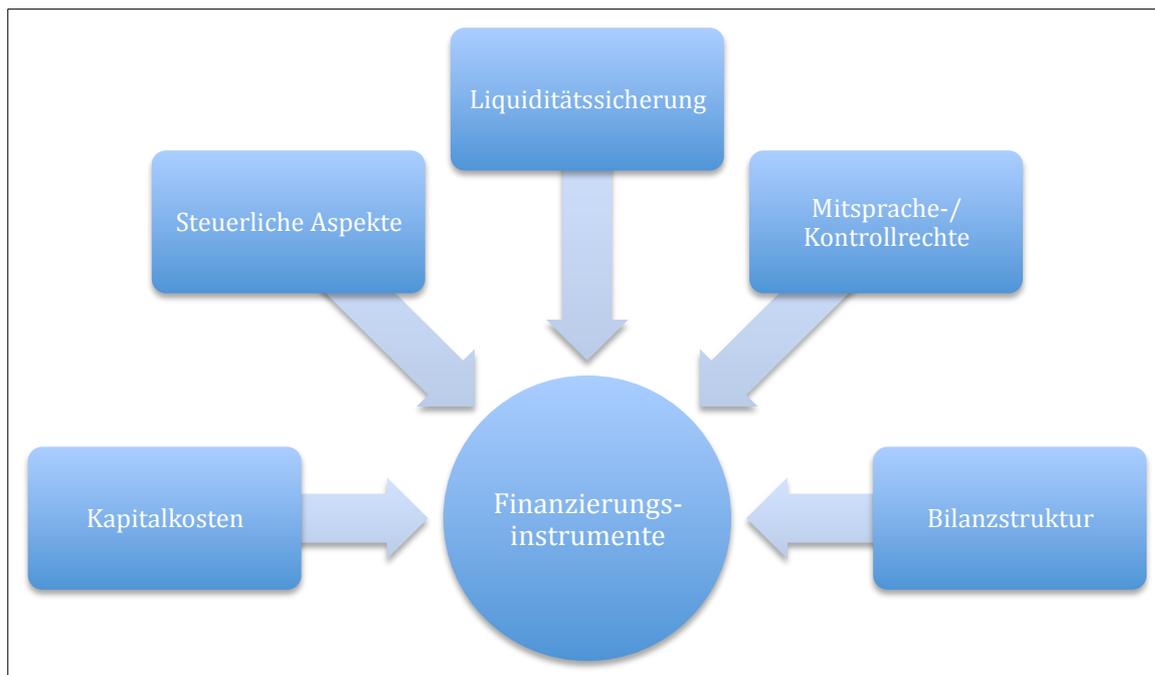


Abb. 20: Beurteilungskriterien für Finanzierungsinstrumente¹⁰⁹

Die Höhe der (direkten) *Kapitalkosten* sowie die Form der Vergütung der Kapitalgeber haben eine unmittelbare Wirkung auf den Unternehmensgewinn und beeinflussen mithin die Vermögenssituation des Nachfolgers als künftigen Eigentümer des zu übernehmenden Unternehmens. Folglich wird dieser stets bemüht sein, die kostengünstigste Finanzierungsstruktur zu wählen. Neben den Kapitalkosten, die sich aus der Verzinsung der Fremdkapitalanteile bzw. den Ausschüttungen an die Anteilseigner ergeben fallen noch weitere Kostenbestandteile an. Zusätzlich zu den Nebenkosten der Kapitalaufnahme¹¹⁰ ist ebenso von Bedeutung, ob die Kapitalgeber durch das Finanzierungsinstrument am möglichen künftigen Wertsteigerungen des Unternehmens profitieren, oder ob der übernehmende Nachfolger diese allein einstreichen kann.

Steuerliche Überlegungen seitens des Nachfolgers betreffen in erster Linie die Behandlung der laufenden Ausgaben für die Bedienung der aufgenommenen Finanzmittel.¹¹¹ Von Interesse ist hierbei, ob die Finanzierungskosten als Betriebsausgabe steuermindernd geltend gemacht werden können.

¹⁰⁹ Vgl. Betsch/Groh/Schmidt, 2000, S.105

¹¹⁰ Dies können zum einen einmalige oder laufende Kosten für die Emission bzw. die Aufnahme des Kapitals sein. Zum anderen fallen hierunter auch die Kosten für die ggf. notwendige Berichterstattung an die Kapitalgeber, bzw. die Erfüllung der Nebenverpflichtungen.

¹¹¹ Vgl. Förster/Brinkmann, 2005, S. 521-549.

Die Kapitalaufnahme dient dem Unternehmen nicht zuletzt zur *Liquiditätssicherung*. Liquidität hat in diesem Zusammenhang zweierlei Dimensionen. Zum einen hat die Struktur der Ausschüttung an die Kapitalgeber bzw. der fälligen Zins- und ggf. Tilgungsleistungen einen Einfluss auf die Liquiditätsbindung durch den Finanzierungsvertrag. Kritisch ist dabei die Frage, ob diese der erwarteten Cash-Flow-Struktur entsprechen bzw. sich dieser ggf. anpassen lassen. Insbesondere bei wachstumsstarken Unternehmen kann ein Liquiditätsengpass zur „Unzeit“ zum Hemmschuh für die wirtschaftliche Entwicklung werden. In einem etwas weiter gefassten Sinne kann ein positiver Liquiditätseffekt auch dadurch entstehen, dass durch den Einsatz eines speziellen Instruments eine Finanzierung außerhalb des Bilanzkreislaufs stattfindet. Hierbei kann durch Ausgliederung von Teilen des Unternehmensvermögens vor oder während der Übergabe und separaten Finanzierung das für die Finanzierung der Übernahme benötigte Finanzvolumen gesenkt werden, was dem Nachfolger die Übernahme u.U. erleichtern könnte.¹¹²

Des Weiteren ist für den Nachfolger von Bedeutung, inwiefern die mit einzelnen Finanzierungsinstrumenten verbundene Mitsprache- und Kontrollrechte für den Kapitalgeber seine unternehmerische Selbständigkeit gefährden. Ein allzu großer Autonomieverlust wird i.d.R. abschreckend wirken, da dies u.U. die Intention seines Gründungsvorhabens verringern.¹¹³

Als letztes wesentliches Entscheidungskriterium ist die *bilanzielle Wirkung* der jeweiligen Finanzierungsinstrumente zu beachten. Gerade unter dem Aspekt der geringen Eigenkapitalausstattung österreichischer KMU sowie im Zuge der neuen Anforderungen durch Basel II ist jedwede Möglichkeit zur Verstärkung der haftenden Kapitalbasis für eine Unternehmung von großer wirtschaftlicher Bedeutung. Die hinreichende Ausstattung mit bilanziellen Eigenkapital ist häufig zwingende Voraussetzung für die Erschließung künftiger Finanzierungsquellen bzw. für die Sicherung entsprechend günstiger Finanzierungsbedingungen.

Welches des genannten Auswahlkriterien von über- bzw. untergeordneter Bedeutung ist, lässt sich nicht allgemeingültig formulieren. Dies wird im Wesentlichen von den Charakteristika des Unternehmens und insbesondere von den Präferenzen des Nachfolgers abhängen.

¹¹² Vgl. dazu insbesondere die Ausführungen zum Leasing sowie zu der Variante des Forderungsverkaufs.

¹¹³ Wie bereits ausgeführt, ist das Streben nach unternehmerischer Unabhängigkeit eines der wesentlichen Gründungsmotive. Vgl. KMU Forschung Austria, 2008, S. 55

Im Folgenden wird das Gesamtspektrum an Instrumenten, das für den Nachfolger bei der Finanzierung des Unternehmenskaufs zur Auswahl steht, vor dem Hintergrund der o.g. Beurteilungskriterien näher beleuchtet. An dieser Stelle muss aber auf eine wesentliche Einschränkung hingewiesen werden. Wie sich bei der Charakterisierung einzelner Finanzierungsinstrumente gezeigt hat und im folgenden noch verdeutlicht wird, existiert bei nahezu jedem Finanzierungsinstrument ein mehr oder weniger großer Spielraum bei der Ausgestaltung der konkreten Finanzierungsvereinbarung.

Aus diesem Grund werden im Folgenden für jedes Finanzierungsinstrument zunächst die wesentlichen Stellschrauben, mit denen der Charakter des Instruments beeinflusst werden kann, aufgezeigt. Im Anschluss daran muss jedoch auf eine quasi idealtypische Erscheinungsform verwiesen werden, auf Grundlage deren zu einem späteren Zeitpunkt die Diskussion der Eignung einzelner Finanzierungsinstrumente im Kontext typenspezifischer Finanzierungslösungen erfolgt.

6.2 Fremdkapitalfinanzierung

6.2.1 Standardkreditvertrag

Der Standardkreditvertrag kann als idealtypische Ausprägung der Kreditfinanzierung gelten. Die Kapitaldienstverpflichtungen umfassen hierbei die regelmäßige Leistung von Zins- und Tilgungszahlungen, beginnend unmittelbar nach Darlehensgewährung bzw. –auszahlung. Aus diesem Grund wird die Liquidität des Unternehmens von Beginn an vergleichsweise stark belastet.¹¹⁴

Durch die Wirkung der Besicherung können insbesondere Anreize zu opportunistischen Handlungen wirksam beschränkt werden. Offensichtlich ist jedoch auch, dass die Wirksamkeit des Instruments Sicherheit nur soweit reichen kann, wie noch Vermögensgegenstände zur Besicherung verfügbar bzw. geeignet sind. Des Weiteren wirkt auch die Liquiditätssituation bzw. die Fähigkeit des Unternehmens, aus dem laufenden Geschäftsbetrieb die notwendigen Cash-Flows zur Deckung des Kapitaldienstes zu erwirtschaften als Determinante der Verschuldungskapazität.

¹¹⁴ Zu berücksichtigen ist, dass auch bei Bankdarlehen verschiedene Varianten vorzufinden sind. Neben den oben beschriebenen Annuitätendarlehen mit regelmäßigen Zins- und Tilgungsleistungen kommen Festbetragsdarlehen mit laufender Zinszahlung und Tilgung bei Endfälligkeit, Kontokorrentkredite oder auch individuell zugeschnittene Vereinbarungen zum Tragen. Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 242f.

Der Standardkreditvertrag als klassische Form der Fremdfinanzierung im österreichischen Bankensystem konnte gerade im internationalen Vergleich als verhältnismäßig günstig gelten. Bislang zeichnet sich keine Entwicklung ab, die diese Situation grundlegend ändern könnte.¹¹⁵ Nichtsdestoweniger wird dem Nachfolger diese günstige Fremdfinanzierungsinstrument nur im Rahmen der Verschuldungskapazität seines Unternehmens zur Verfügung stehen, weshalb sich die Notwendigkeit der Prüfung etwaiger Alternativen aufdrängt.

Die Darlehenszinsen sind steuerlich voll abzugsfähig. Mitspracherecht für den Kapitalgeber sind beim Standardkreditvertrag die Ausnahme. Art und Umfang der Kontrollrechte richten sich jedoch nach den individuellen Vereinbarungen im Darlehensvertrag, sind aber häufig recht stark beschränkt. Zur Stärkung des bilanziellen Haftkapitals bzw. des wirtschaftlichen Eigenkapitals kann die Darlehensfinanzierung naturgemäß nichts beitragen.

6.2.2 Unbesicherte Darlehen

Als Alternative zum klassischen, durch die ausreichende Besicherung gekennzeichneten Standardkredit bieten Banken auch unbesicherte Darlehen an. Diese sog. Blanko-Anteile sind jedoch i.d.R. als Teil eines Gesamtpakets mit verschiedenen Darlehenskomponenten kombiniert.

Bedingt durch die fehlende Besicherung dieser Darlehen werden diese nur mit einem entsprechenden Risikoaufschlag verfügbar und mithin teurer als besicherte Darlehen sein. Aus dem gleichen Grund fehlt ein wirksames Instrument zur Verhaltenssteuerung des Darlehensnehmers. In Bezug auf Bilanz- und Steuerwirkung sowie der die Gewährung von Mitsprache- und Kontrollrechte gelten die Aussagen wie bei besicherten Darlehen analog.

6.2.3 Leasing

Leasing ist eine objektbezogene Form der Fremdfinanzierung, bei der keine zusätzliche Sicherheit erforderlich ist. Durch den Verbleib der Eigentumsrechte am geleasten Vermögensgegenstand erhält der Leasinggeber im Insolvenzfall ein Aussonderungsrecht. Daher ähnelt das Leasing einem besicherten Darlehen. Mitsprache- und Kontrollrechte werden – wie

¹¹⁵ Zwar ist eine Tendenz zur Etablierung risikoadjustierter Kreditkonditionen durch die Entwicklung von Basel II unübersehbar. Es ist im Moment dennoch nicht erkennbar, dass das Bankdarlehen in Zukunft nicht mehr die Variante der externen Finanzierung mit den niedrigsten Kapitalkosten bleiben sollte.

bei der Fremdfinanzierung üblich – dem Leasinggeber i.d.R. nicht eingeräumt. Im Unterschied zur Miete bzw. Pacht trägt der Leasingnehmer das Investitionsrisiko, da dieser i.d.R. während der vereinbarten Grundmietzeit keine Kündigungsmöglichkeit besitzt.¹¹⁶

In der Form des Sale-and-Lease-Back von bedeutenden Vermögensteilen und hier insbesondere betriebsnotwendigen Immobilien kann das Leasing bei der Finanzierung einer Unternehmensnachfolge von Bedeutung sein. Für den Nachfolger hat diese Konstruktion den Vorteil, dass sich das benötigte Finanzierungsvolumen verringert und seine Finanzierungskapazität mithin geschont wird. Ebenso kann eine Verbesserung der Bilanzrelation erreicht werden, da auf die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals zur Finanzierung der dann geleasteten Vermögensteile verzichtet werden kann. Der Reiz des Leasing kann für den Alteigentümer darin bestehen, dass auch für diese Vermögensteile ein sofortiger Verkaufserlös erzielt werden kann, was bei einem Verbleib im Privatvermögen und einer Vermietung an den Nachfolger nicht der Fall wäre.

Der häufig diskutierte Vergleich von Leasing mit einem Kreditkauf fällt indes insgesamt betrachtet etwas gemischt aus. Leasing bedeutet eine feste Liquiditätsbindung, die jedoch im Vergleich zum Kreditkauf geringer ausfällt. Steuerlich betrachtet haben Leasingraten den Reiz der Anrechenbarkeit als Betriebsausgabe.¹¹⁷ Ebenso fallen die Leasingraten i.d.R. höher aus als die linearen Abschreibungsraten beim Kreditkauf. Die Gesamtsteuerlast verändert sich über die Jahre gerechnet jedoch kaum.

Die vorher genannten Vorteile aufgrund bilanzieller und steuerlicher Effekte können jedoch die zunehmende Verbreitung des Leasings nicht überzeugend begründen. Zunächst ist festzustellen, dass der aus möglichen Anreiz- und Kontrollproblemen resultierende Vermögensschaden für den Kapitalgeber auf den Ausfall der ausstehenden Leasingrate beschränkt bleibt. Der Vermögensgegenstand selbst und damit der Großteil der gebundenen Finanzierungsmittel verbleiben im Eigentum des Kapital- bzw. Leasinggebers. Leasinggesellschaften sind auf die Verwertung der von ihnen finanzierten Investitionsgüter spezialisiert und sollen somit bei einem Ausfall der Leasingrate diese zu höheren Marktpreisen verwerten können. Der bei der Leasingfinanzierung zu kalkulierende Risikoaufschlag müsste mithin im Vergleich zur Kreditfinanzierung niedriger ausfallen, was sich letztlich durch niedrigere Finanzierungskosten bemerkbar macht. Allerdings ist zu beachten das

¹¹⁶ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 440

¹¹⁷ Vgl. Perridon/Steiner, 1997, S. 444

Leasing unter dem Strich nicht notwendigerweise die rentablere Finanzierungsalternative darstellen muss.¹¹⁸

6.2.4 Forderungsverkauf (Factoring)

Dadurch dass der Rückfluss der Finanzmittel für den Factor durch die Zession der Forderungen und nicht durch die grundsätzliche Zahlungsfähigkeit des Unternehmens abgesichert ist, ist auch das Ausfallrisiko der Factoring-Finanzierung vom allgemeinen Unternehmensrisiko losgelöst zu betrachten. Im Fall der Finanzierung einer Unternehmensnachfolge könnte dies einen entsprechend geringeren externen Finanzmittelbedarf bedeuten, wenn es gelingt, zumindest einen Teil der vorhandenen Finanzaktiva auf diesen Wege für die Finanzierung einzusetzen.

Bezüglich der Liquiditätswirkung zeigt sich folgendes Bild. Durch den Forderungsverkauf im Wege des Factoring findet ein Aktivtausch unter Freisetzung liquider Mittel statt. Dieser Liquiditätseffekt kann insbesondere bei kleineren und mittleren Unternehmungen von Bedeutung sein.

Hinsichtlich der Kosten ergibt sich für das Factoring jedoch ein differenziertes Bild. Die Höhe der Kosten dieser Finanzierungsvariante wird maßgeblich durch die Vertragsgestaltung und den Leistungsumfang bestimmt.¹¹⁹ Neben der reinen Finanzierungs- und Risikoübernahmefunktion bieten spezialisierte Factoringgesellschaften noch eine Fülle weiterer damit im Zusammenhang stehender Dienstleistungen an.¹²⁰ Insgesamt liegen die Kosten des Factorings in etwa auf dem gleichen Niveau wie bei der Kreditfinanzierung durch Banken. Die Kosten betragen in der Regel zwischen 0,1% und 2 % des Forderungsumsatzes.

Eine Abzugsfähigkeit der Aufwendungen kommt aus steuerlicher Sicht nicht in Betracht. Ebenso ist durch die Fokussierung der Finanziere auf die Zahlungsströme aus dem Forderungsportfolio die Mitsprache oder Kontrolle beim kapitalnachfragenden Unternehmen ausgeschlossen.

¹¹⁸ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 253

¹¹⁹ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 252

¹²⁰ Fakturierung, Debitorenbuchhaltung, Mahnwesen, Bonitätsprüfungen. Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 252

6.2.5 Unternehmensanleihen

Anleihefinanzierungen sind zu Bankkrediten immer dann als theoretisch zumindest gleichwertige Lösung einzuschätzen, wenn die Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgeber und Unternehmen gering, eine Überwachung des Managerverhaltens mithin relativ unwichtig ist, oder wenn eine Unternehmenskrise unwahrscheinlich erscheint.

Die Liquiditätswirkung der Finanzierung mit Unternehmensanleihen weicht nicht wesentlich von der Bankfinanzierung mit dem Standardkreditvertrag ab. Beiden gemein ist die laufende Zinszahlung, die durch den Cash-Flow der Unternehmung gezahlt werden muss. Die Ausnahme davon bildet die Nullkuponanleihe. Tilgungsleistungen fallen bei der Bankfinanzierung i.d.R. laufend, bei der Anleihefinanzierung jedoch nur bei Endfälligkeit an. Von der Variante der Nullkuponanleihe einmal abgesehen, ist eine unmittelbare Belastung der Liquidität der Unternehmung durch die Pflicht zur Bedienung der Zinskupons der Anleihe augenscheinlich. Der übernehmende Nachfolger muss dies mit in sein Kalkül ziehen.

Die direkten Kosten der Anleihefinanzierung ergeben sich aus der Verzinsung der Anleihe, die wiederum von der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit –i.d.R. durch ein Rating geprüft – abhängen. Überdies fallen bei der Emission noch weitere Aufwendungen u.a. für die Emissionsbank, für Börseprovisionen oder für Publizitätskosten an.¹²¹ Dadurch entsteht ein verhältnismäßig großer fixer Anteil an Nebenkosten der Finanzierung, wodurch die Wirtschaftlichkeit von Anleihen bei kleineren Finanzierungsvolumina gefährdet ist. Für den direkten Vergleich mit dem Bankkredit ergibt sich daraus folgende Überlegung. Beim Bankkredit sind die o.g. Nebenkosten der Finanzierung in die Zinsmarge der Bank eingepreist. Dem gegenüber stehen die unmittelbar zu erbringenden Aufwendungen für die Begebung der Unternehmensanleihen und zwar nahezu unabhängigen von dem benötigten Finanzierungsvolumen. Daraus lässt sich folgern, dass der Bankkredit bei kürzeren Laufzeiten sowie geringeren Finanzierungsvolumina die günstigere Fremdfinanzierungsalternative ist.¹²²

Die Zinszahlungen an die Anleihegläubiger sind genau wie bei der Bankfinanzierung voll abzugsfähig. Besondere Mitsprache- oder Kontrollrechte bestehen für diese jedoch nicht. Im Insolvenzfall zählen sie jedoch zu den bevorrechtigten Gläubigern, wodurch der Bilanzausweis als Fremdkapital zwingend folgen muss.

¹²¹ Vgl. Drukarczyk, 1997, S. 395

¹²² Vgl. Herbst, 2005, S. 271 kommt aufgrund ihrer Erkenntnisse zu der Einschätzung, dass die Kreditfinanzierung durch Banken bei Finanzierungsbedarf unter 1 Mio. € und 4 Jahren Laufzeit vorteilhaft ist.

6.3 Mezzanine Finanzierung

6.3.1 Wandel- und Optionsanleihen

Wandelschuldverschreibungen werden im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung ausgegeben. Sie stellen zunächst Fremdkapital dar, räumen aber den Gläubigern entweder ein Umtauschrecht (Wandelanleihe) oder ein Bezugsrecht (Optionsanleihe) auf Aktien ein.¹²³

Die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen kann sich als notwendig erweisen, wenn über die zukünftige Ertragskraft einer Unternehmung keine ausreichende Klarheit besteht und die Geldgeber sich zunächst eine fixe Verzinsung sichern wollen. Entsprechend der Erfolgswirkung kann der Gläubiger zu einem späteren Zeitpunkt die *Wandelanleihe* in Aktien umtauschen. Für die Unternehmung ergibt sich zunächst der Vorteil, dass mit der Wandelanleihe kein Einfluss auf die Geschäftsführung möglich ist. Umgekehrt ist es ein Nachteil, dass sie nicht weiß, in welchem Umfang vom Umtauschrecht Gebrauch gemacht werden wird und welches Tilgungserfordernis daher zu erwarten ist. Eine Verschiebung der Mehrheitsverhältnisse ist daher nicht eindeutig vorhersehbar.

Im Gegensatz zur Wandelanleihe wird die *Optionsanleihe* unabhängig davon, ob vom Bezugsrecht Gebrauch gemacht wird oder nicht, am Ende der vereinbarten Laufzeit getilgt.

Die Liquiditätswirkung der Wandel- bzw. der Optionsanleihe ist stark abhängig von der konkreten Ausgestaltung der Anleihebedingungen. In der Regel ist die Höhe des Zinskupons jedoch geringer als bei einer Unternehmensanleihe.

Bis zur Wandlung bzw. Optionsausübung wird die Anleihekomponente der Wandel- bzw. Optionsanleihe steuerlich als Fremdkapital behandelt. Der Zinsaufwand ist für die Gesellschaft somit abzugsfähig. Nach der Wandlung entfällt dies für das gewandelte Kapital, nicht jedoch für den Anleiheteil der Optionsanleihe.

Im Gegensatz zur Wandelanleihe ist der Optionsbestandteil der Optionsanleihe ein selbstständig handelbarer Vermögenswert. Aus diesem Grund sind Anleihe und Option in der Bilanz separat abzubilden und zu bewerten. Bei der Wandelanleihe ist dies vergleichsweise komplizierter. Hier bilden die beiden Bestandteile wirtschaftlich eine Einheit. Handelt es sich um eine marktüblich verzinste Anleihe, so wird sie zum vollen Rückzahlungsbetrag

¹²³ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 251

passiviert. Wird die Wandelanleihe jedoch mit einem Aufgeld begeben oder ist sie nicht marktüblich verzinst, dann muss dieser daraus resultierende Vorteil in die Kapitalrücklage als Eigenkapitalbestandteil eingestellt werden.

Im Hinblick auf die Kapitalkosten ist der häufig etwas oberflächlichen Argumentation entgegenzutreten, Wandel- und Optionsanleihen seien aufgrund eines niedrigeren Zinskupons durchwegs günstiger als Bankkredite. Die Kapitalkosten setzen sich, wie schon zuvor erläutert, aus beiden Komponenten, sowohl der Anleihe als auch der Option zusammen. Wandel- und Optionsanleihen können folglich nicht als günstiger gelten. Dies darf bei der Bewertung dieser Finanzierungsalternative weder für den Kapitalgeber, aber vor allem auch für den Kapital nachfragenden Unternehmer nicht außer Acht gelassen werden.

6.4 Eigenkapitalfinanzierung

6.4.1 Stille Beteiligung

Neben anderen Voraussetzungen ist vor allem die kapitalmäßige Beteiligung an einem Handelsgewerbe gegen Gewährung einer Gewinnbeteiligung als konstitutives Merkmal für das Zustandekommen einer stillen Gesellschaft zu nennen. Zu unterscheiden ist bei der stillen Gesellschaft zwischen der typischen und der atypischen Grundform.¹²⁴

Die typische stille Beteiligung ist gekennzeichnet durch ihre fremdkapitalähnlichen Eigenschaften. Dem typisch stillen Gesellschafter sind vom Gesetz nur wenige Kontroll- bzw. Mitbestimmungsrechte eingeräumt worden. Der typisch stille Gesellschafter ist nicht am Unternehmensvermögen beteiligt und hat keinerlei Ansprüche an den stillen Reserven. Seine Zahlungen sind grundsätzlich gewinnabhängig.

Dem atypischen stillen Gesellschafter hingegen kann unter Ausnutzung der Vertragsfreiheit deutlich über die gesetzlichen Rechte hinaus ein Anspruch auf Beteiligung an allen wesentlichen Entscheidungen im Unternehmen zuerkannt werden, was sogar bis hin zu einer Mitgeschäftsführung reichen kann. Er ist zudem am gesamten Unternehmensvermögen beteiligt und wird noch stärker ertragsabhängig vergütet.

Besonders relevant wird die unterschiedliche rechtliche Stellung dieser beiden Grundtypen in der Haftungsfrage. Die typisch stille Beteiligung betont den Fremdkapitalcharakter und sieht

¹²⁴ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 167 f.

auch die Möglichkeit der Geltendmachung von Ansprüchen im Insolvenzverfahren vor. Dies bleibt dem atypischen stillen Gesellschafter verwehrt. Er wird als Eigenkapitalgeber behandelt und ähnelt diesbezüglich eher einem Kommanditisten.¹²⁵

Aus diesen Erkenntnissen wird deutlich, dass die atypische Form regelmäßig direkt nach dem Stammkapital unter der Position „Kapital des stillen Gesellschafter“ als Eigenkapital ausgewiesen werden kann. Bei der (gesetzes-)typischen Form der stillen Beteiligung sind diese Erfordernisse nicht vollumfänglich erfüllt, sodass i.d.R. nur die Bilanzierung als „sonstige Verbindlichkeiten“ in Frage kommt.

Die Unterschiede in der Rechtsstellung des Kapitalgebers beeinflussen infolgedessen auch die steuerliche Behandlung der Kapitaleinlage bzw. der Ausschüttungen für diese Einlagen. Die Ausschüttungen an den typisch stillen Gesellschafter werden steuerlich als Betriebsausgabe gewinnmindernd anerkannt. Zahlungen an den atypisch still Beteiligten können hingegen i.d.R. nicht gewinnmindernd wirken, sofern dies dem „wirtschaftlichen Gesamtbild eines Mitunternehmers entspricht“.

Die Höhe der von den stillen Gesellschaftern erwarteten Rendite und damit die Höhe der Kapitalkosten für das Finanzinstrument der stillen Beteiligung hängt im Wesentlichen von der Struktur der konkreten Beteiligungsvereinbarung ab. Finanzierungsverträge mit dem Charakter einer typisch stillen Beteiligung und entsprechend deutlich ausgeprägten Fremdkapitaleigenschaften werden aufgrund der schlechten Gläubigerposition teurer als vergleichbare Bankdarlehen, aber günstiger als atypische stille Beteiligungen sein.

Die Liquiditätswirkung hängt von der Art und der Struktur der Vergütung des stillen Gesellschafter ab. Da abgesehen von der obligatorischen Gewinnabhängigkeit der Vergütung diesbezüglich weitreichende vertragliche Gestaltungsfreiheit gilt, kann dies speziell auf die unternehmensspezifischen Situation der erwarteten Cash-Flows ausgerichtet werden, was sich letztlich positiv auf die Liquiditätssituation auswirken dürfte.

6.4.2 Genussrechte

Die wirtschaftliche Bedeutung des Genussrechts wird durch eine Kombination einiger zentraler Wesensmerkmale bestimmt, die für die idealtypischen Form dieses Finanzierungsinstrumentes maßgeblich sind. Diese idealtypischen Charakteristika bilden ein sog. „magisches

¹²⁵ Vgl. Lechner/Egger/Schauer, 1999, S. 168

Fünfeck“: „Das Genusskapital soll (1) als nachrangiges Haftkapital Haftungsfunktion haben, und (2) damit handelsbilanziell die Eigenkapitalquote steigern, (3) nur ergebnisabhängig zu bedienen sein, (4) den Genussrechtsinhabern keine unternehmerische Mitsprache (Stimmrechte) in der Hauptversammlung geben und (5) die Ausschüttungen auf Genussrechtskapital steuerrechtlich als Betriebsausgabe abzugsfähig sein“.¹²⁶ Anhand dieser Beschreibung des Idealtyps der Genusscheinfinanzierung wird deutlich, wie dieser anhand der Auswahlkriterien des Nachfolgers zu beurteilen ist.

Bedingt durch die Ergebnisabhängigkeit der Ausschüttungen an die Kapitalgeber wird die Liquidität der Unternehmung nur im Fall positiver Ertragssituationen belastet. Der Nachfolger dürfte dies als positiv empfinden, da der Kapitaldienst somit in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nicht zu zusätzlichen Liquiditätsengpässen führen kann.

Die Höhe der Kapitalkosten richtet sich zum einem nach der Gestalt des vereinbarten Genussrechts und zum anderen nach der Risikostruktur des Unternehmens. Eine exakte Eingrenzung fällt hingegen schwer. Festzuhalten ist jedoch, dass die Genusscheinfinanzierung sowohl durch die Anfangskosten als auch durch den höheren Zins teurer als klassische Fremdkapitalinstrumente ist.

Wie oben angeführt, werden dem Kapitalgeber i.d.R. keine Mitsprache- und Kontrollrechte eingeräumt. Ebenso wird angestrebt, die bilanzielle Eigenkapitalquote und somit die Haftungsbasis der Unternehmung zu stärken, wobei der steuerliche Abzug gleichfalls gewährleistet sein soll.

6.4.3 Direkte Beteiligung

Die Möglichkeit der Beteiligung am Stammkapital eines Unternehmens ist von dessen Rechtsform abhängig. Ungeachtet dessen, ob es sich hierbei um Stammaktien, Vorzugsaktien, GmbH-Anteile oder Kommanditanteile handelt, haben diese Beteiligungsinstrumente wesentliche Eigenschaften gemein: Ihr Vergütungsanspruch ist am Erfolg angepasst und damit sowohl liquiditätsschonend als auch steuerlich nicht abzugsfähig und sie haften stets mit ihrer Kapitaleinlage und erhöhen somit das bilanzielle Haftkapital. Art und Umfang der Miteigentümer- und Kontrollrechte variieren hingegen je nach Rechtsform.

¹²⁶ Vgl. Drukarczyk, 1997, S. 297f.

6.5 Zusammenfassung

Die vorigen Ausführungen zu den wichtigsten am österreichischen Kapitalmarkt beobachtbaren Finanzierungsinstrumente hat das große Möglichkeitenspektrum bei der konkreten Ausgestaltung der Finanzierungsvorträge verdeutlicht.

Die Abbildung 21 fasst diese Diskussion zusammen und gibt damit einen Überblick über die wesentlichen Ausprägungen der einzelnen Instrumente im Hinblick auf die eingangs beschriebenen Beurteilungskriterien. Es sei darauf hingewiesen, dass diese Darstellung stets auf die als idealtypisch beschriebenen Formen der Finanzierungsinstrumente abbildet.

<i>Finanzierungsinstrument</i>	<i>Wirkung in Bezug auf...</i>				
	<i>Direkte Kapitalkosten</i>	<i>Liquidität</i>	<i>Steuerabzug</i>	<i>Bilanzstruktur</i>	<i>Mitsprache-/Kontrollrechte</i>
Standardkreditvertrag	€	--	ja	--	∅
Unbes. Darlehen	€€	--	ja	--	∅
Leasing	€€	-	ja	+	⊗
Factoring	€	+	nein	+	⊗
Unternehmensanleihe	€€	-	ja	--	⊗
Wandel-/Optionsanl.	€€€	-	ja	+	∅
Typisch stille Beteilig.	€€€	-	nein	+	∅
Atypisch stille Beteilig.	€€€	+	ja	++	⊕
Genussschein	€€	+	ja	++	∅
Vorzugsaktien	€€€€	++	nein	++	⊗
Direkte Kapitalbeteilig.	€€€€	++	nein	++	⊕

sehr hoch: €€€€ hoch: €€€ mittel: €€ niedrig: €
 stark positiv: ++ positiv: + neutral: ~ negativ: - stark negativ: --
 umfangreiche: ⊕ moderate: ∅ keine: ⊗

Abb. 21: Ausprägung der Auswahlkriterien bei der Wahl der Finanzierungsinstrumente¹²⁷

¹²⁷ Quelle: Eigene Darstellung

7 Auswertung

7.1 Übersicht

Im finalen Kapitel dieser Arbeit werden die bisherigen Analyseergebnisse zusammengefasst und ausgewertet. Das Eingangs formulierte Untersuchungsziel ist die Erarbeitung von Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen bei externer Unternehmensnachfolge.

In der bisherigen Diskussion hat die Analyse der Finanzierungsbeziehungen zwischen den an einer Nachfolgefiananzierung beteiligten Akteuren einen sehr großen Raum eingenommen. Hier wurden zunächst die finanzierungstheoretischen Grundlagen ausführlich dargelegt (Kapitel 2), dies wurde darauf hin auf die konkrete Situation der Nachfolgefiananzierung übertragen (Kapitel 4+5).

Darüber hinaus wird die Masse der Nachfolger zuerst auf Grundlage der persönlichen Einstellungen und Erfahrungen sowie vor dem Hintergrund der Erfordernisse, die sich aus dem zu übernehmenden Unternehmen ergeben, die Beurteilung der Finanzierungsalternativen vornehmen. Neben externen Faktoren haben daher ebenso die Unternehmenseigenschaften sowie die Unternehmereigenschaften einen maßgeblichen Einfluss auf die Wahl der Finanzierungsalternativen und damit die Zusammensetzung der Finanzierungsstruktur. Die Abbildung 22 nennt in diesem Zusammenhang die wesentlichen Aspekte dieser drei Einflussgrößen.

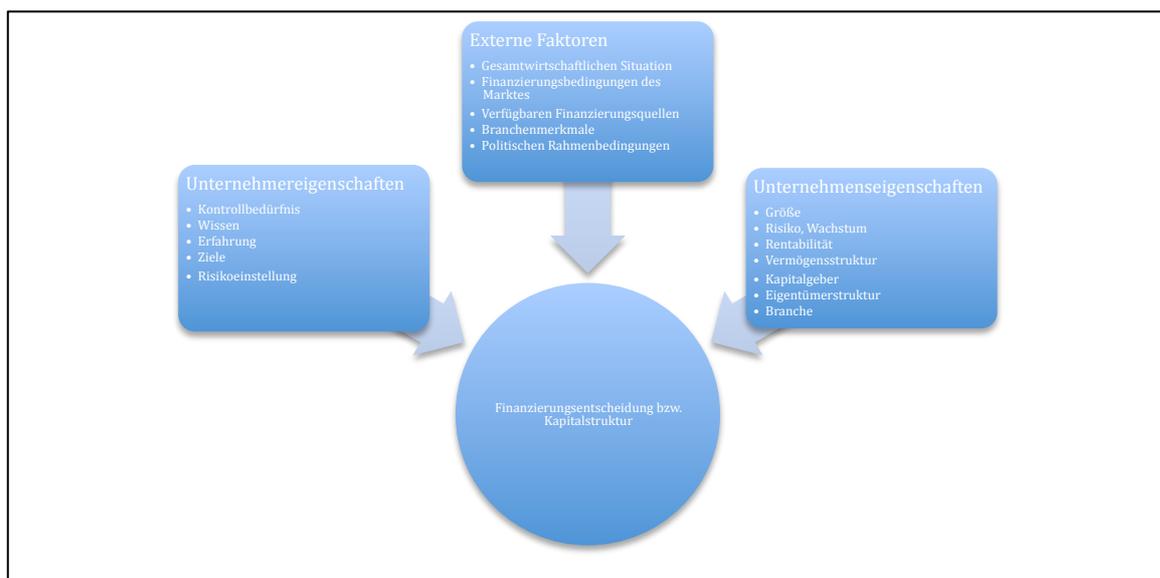


Abb. 22: Einflussfaktoren bei der Kapitalstrukturentscheidung

Die Suche nach einer Finanzierungslösung geht somit über die Betrachtung rein finanzierungstheoretischer Modelle hinaus und greift auch jene Faktoren auf, die sich durch die Person des Nachfolgers, des Unternehmens sowie aus den externen Faktoren des jeweiligen Umfeldes ergeben.

Das vorliegende Kapitel ist dabei wie folgt aufgebaut: Zunächst werden die finanzierungsrelevanten Merkmale der zuvor identifizierten familienexterner Nachfolgetypen herausgearbeitet (Kapitel 7.2), worauf im Anschluss die Diskussion typenspezifischer Finanzierungslösungen folgt (Kapitel 7.3). Den Abschluss bildet die Zusammenfassung und Reflexion der wichtigsten Untersuchungsergebnisse, die zudem auch einen Ausblick auf mögliche Weiterungen dieser Untersuchung bietet.

7.2 Finanzierungsrelevante Merkmale der Nachfolgetypen

Ausgehend von der im Abschnitt 3 formulierten Typologien von familienexternen Unternehmensnachfolgen werden im Folgenden die für die Erarbeitung einer typenspezifischen Finanzierungslösung relevante Merkmale der jeweiligen Typen herausgearbeitet.

Zu Beginn dieses Kapitels wurde bereits darauf hingewiesen, dass es gerade in mittelständisch geprägten Unternehmen im Wesentlichen zwei Faktoren sind, die die Kapitalstrukturentscheidung maßgeblich beeinflussen. Auf der einen Seite sind es die Eigenschaften des Nachfolgers und auf der anderen Seite die sich aus den Charakteristika des zu übergebenden Unternehmens ergebende Implikationen.

Als für die Finanzierung relevant können diese Merkmale gelten, da sie durch ihre jeweils möglichen Ausprägungen Einfluss auf Art und Struktur der typenspezifischen Finanzierungslösungen haben. Dies soll im Einzelnen noch verdeutlicht werden.

(1) Untermehmensgröße

Die Größe des Zielunternehmens hat einen maßgeblichen Einfluss auf die Höhe der benötigten Finanzierungsvolumens. Aus geschäftspolitischen Erwägungen, insbesondere aufgrund von Fixkosten für die Bereitstellung von Finanzierungsangeboten werden Finanzierungsinstitutionen hier gewisse Mindestanforderungen stellen. Ebenso, korreliert die Unternehmensgröße mit dem Grad der Ausdifferenzierung der organisatorischen Prozesse innerhalb der Unternehmen. Eine umfangreiche dokumentierte Unternehmensplanung

erleichtert i.d.R. die Nachvollzieh- und Überprüfbarkeit für externe Betrachter, wie etwa potentielle Finanzmittelgeber.

(2) Rechtsform

Die Rechtsform des Unternehmens ist für die Finanzierungsfragen insofern relevant, als dass dies das Spektrum der zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente maßgeblich bestimmt. Ebenso hat die Rechtsform einen Einfluss auf die Frage der Haftung durch die Nachfolger.¹²⁸

(3) Kompetenz der Nachfolger

Die kaufmännische und technologische Kompetenz des Managements bzw. hier des Nachfolger(team)s, ist aufgrund der Personenbezogenheit nahezu sämtlicher Gründungskonzepte von herausragender Bedeutung. Unter Venture Capital-Investoren gilt es als Gesetz, dass zuallererst und weit vor allen anderen Faktoren, die Kompetenz des Managements den Gründungserfolg und mithin den Erfolg ihres Investments determiniert.¹²⁹

(4) Informationslage

Die Verteilung der Information ist für das Zustandekommen und Fortbestehen einer Finanzierungsbeziehung von zentraler Bedeutung.

(5) Risiko- und Chancenlage

Die Risiko- und Chancenlage zu erfassen ist für externe Kapitalgeber die wesentliche Voraussetzung, um eine Investitionsmöglichkeit unter dem Aspekt der institutsspezifisch gewünschten Zielgröße für die Risiko-Rendite-Relation beurteilen zu können. Erst wenn sie dazu in der Lage sind, die Risiken und Chancen des Gründungsvorhabens zu erfassen und zu bewerten, wird es ihnen möglich sein, die Renditevorstellung für ein Finanzierungsangebot dementsprechend anzupassen. Daraus folgt jedoch auch unmittelbar, dass einige Finanzinstitutionen aufgrund risikopolitischer Überlegungen für einzelne (risikoreiche) Gründungstypen nicht zur Verfügung stehen.

¹²⁸ Vgl. Lechner/Egger(Schauer, 1999, S. 169 f.

¹²⁹ Eine vielzitierte Regel lautet, dass ein erstklassiges Gründerteam auch ein zweitklassiges Gründungskonzept zum Erfolg führen wird. Ein zweitklassiges Team wird jedoch auch mit einem erstklassigen Konzept scheitern. Bestätigt hat dies u.a. die Erfolgsfaktorenanalyse von Schefczyk, demzufolge sich kaufmännisches Wissen sowie Branchenerfahrung als wichtigste Faktoren für den Erfolg eines mit Venture Capital finanzierten Unternehmen identifizieren lassen. Vgl. Schefczyk, 2000, S.349 f.

(6) Struktur und Umfang des Finanzierungsbedarfs

Die Struktur und der Umfang des Finanzierungsbedarfs ergeben sich unmittelbar aus dem Finanzplan des Übernahmekonzepts. Im Unterschied zu den originären Unternehmensgründungen ist der Finanzierungsbedarf einer Existenzgründung durch Unternehmensnachfolge recht gut planbar. Während gerade bei innovativen und technologieorientierten Neugründungen die Kapitalzufuhr oftmals in mehreren an gewisse Entwicklungsschritte (sog. Meilensteine) geknüpfte Finanzierungsrunden erfolgt, wird die Nachfolgefiananzierung i.d.R. in nur einer Finanzierungsrunde abgeschlossen. Wie bereits zuvor unter dem Aspekt der Kapitalbedarfsermittlung diskutiert wurde, ergibt sich der wesentliche Teil des benötigten Finanzierungsvolumens aus dem zu zahlenden Kaufpreis. Darüber hinaus müssen noch die unmittelbar mit der Übernahme fälligen Modernisierungs- und Ersatzinvestitionen im Finanzierungskonzept berücksichtigt werden.

(7) Potentielle Besicherungsbasis

Die potentielle Besicherungsbasis eines Übernahmekonzepts ergibt sich – ähnlich wie bei jeder anderen Situation in der Unternehmensfinanzierung – aus dem Umfang der zur Besicherung zur Verfügung stehenden Vermögensgegenstände und vermögensähnlichen Rechte. Dies ist insbesondere für die Ermittlung des Spielraums für die Fremdfinanzierung in Form von besicherten Darlehen von Bedeutung.

(8) Kapitaldienstfähigkeit

Der Aspekt der Kapitaldienstfähigkeit ist für sämtliche Finanzierungsformen mit fremdkapital(-ähnlichen) Eigenschaften, d.h. klassische Fremd- sowie Mezzanine Finanzierungsinstrumente insofern von Bedeutung, da diese i.d.R. die laufende, ggf. auch gestreckte Zahlung von Zins- und Tilgungsleistungen vorsehen. Diese Zahlungen müssen aus dem Cash-Flow bereitgestellt werden und belasten somit die Liquidität des Unternehmens.

(9) Notwendigkeit des Financial-Value-Adding

Das Financial-Value-Adding umfasst sämtliche Leistungen der Finanzmittelgeber, die über die reine Kapitalbereitstellung sowie die Kontrolle der sich daraus für den Kapitalnehmer ergebenden Verpflichtungen hinausgehen. Ob und wenn ja in welchem Umfang die Notwendigkeit für solche Zusatzleistungen auf Seiten des Nachfolgers gegeben ist, hängt sehr von dessen Fähigkeiten und Erfahrungen ab. Allerdings wird der Aufwand für diese Beratungs- und Unterstützungsleistungen notwendigerweise die Finanzierungskosten in die

Höhe treiben, sodass dies als weiterer Aspekt mit einfließen muss. Insofern lässt sich sich nur in Abhängigkeit vom Gründungstyp klären, ob das Financial-Value-Adding ein relevanter Entscheidungsparameter werden kann.

Die Abbildung 23 fasst die einzelnen finanzierungsrelevanten Merkmale der Nachfolgetypen nochmals zusammen und gibt sogleich einen Überblick über jene Charakteristika, die als möglicher Indikator bzw. als Messgröße zur Erfassung der Merkmalsausprägung dienen könnten.

<i>Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	<i>Messgrößen bzw. Indikatoren</i>
(1) Unternehmensgröße	Umsatz, Gewinn, Mitarbeiterzahl
(2) Rechtsform	Rechtsform des Unternehmens
(3) Kompetenz der Nachfolger	Unternehmensinternen Nachfolger: Erfolgsbilanz des Unternehmens Unternehmensfremden Nachfolgern: Track Record, Referenzen
(4) Informationslage	Art, Umfang und Güte der Geschäftsunterlagen (Business Plan, Jahresabschlüsse, sonstige Planungsunterlagen) sowie der gründerbezogenen Informationen
(5) Risiko- und Chancenlage	Risiko-/Chancenstruktur des Gründungsvorhabens
(6) Struktur/Umfang des Finanzbedarfs	Kaufpreis gemäß Ergebnis der Übergabeverhandlung Umfang der unmittelbar notwendigen Ersatz- und Modernisierungsinvestitionen
(7) Potentielle Besicherungsbasis	Vermögenswerte des Unternehmens/des Nachfolgers, die zur Besicherung geeignet sind Bürgschaften und Garantien Dritter
(8) Kapitaleinstufungsfähigkeit	Cash-Flow
(9) Notwendigkeit des Finanz-Value-Adding	Komplexität des Nachfolgemodells Fähigkeiten und Erfahrungen der Nachfolger

Abb. 23: Finanzierungsrelevante Merkmale¹³⁰

Im Folgenden werden die bereits zuvor formulierten Unternehmensnachfolgetypen unter dem Gesichtspunkt dieser finanzierungsrelevanten Merkmale betrachtet. Ziel ist es, die besonders wesensprägenden und profilbestimmenden Merkmalsausprägungen der einzelnen Typen zu identifizieren.

¹³⁰ Quelle: Eigene Darstellung

7.2.1 Kleinstunternehmens Nachfolger

Definitionsgemäß sind die zur Nachfolge anstehenden Unternehmen bei diesem Typus in die Kategorie der Kleinstunternehmen einzuordnen,¹³¹ d.h. sie werden i.d.R. nicht mehr als 10 Mitarbeiter haben und kaum mehr als 1-2 Mio. € Jahresumsatz aufweisen. Das Kaufpreissvolumen wird dementsprechend klein ausfallen. Kaufpreise jenseits von 1 Mio. € dürfen daher die seltene Ausnahme bleiben.

Der Kleinstunternehmens Nachfolger hat häufig eine unzureichende Qualifikation in den kaufmännischen Gebieten der Unternehmensleitung. Seine Fähigkeiten sind zuvorderst im technologischen Bereich sowie in der operativen Leistungserstellung zu vermuten. Insbesondere im Dienstleistungssektor wird es aber auch Unternehmer geben, deren Kernkompetenz im Vertrieb oder in der Kundenakquisition liegt. Dennoch sind die Fähigkeiten im Bereich der betriebswirtschaftlichen Führung, vor allem in den Bereichen Controlling, Steuern und Finanzplanung nicht sehr ausgeprägt.

Für den externen Betrachter, wie etwa einen potentiellen Kapitalgeber kann es die Evaluierung der Managementkompetenzen erleichtern, wenn der Nachfolger zuvor im Unternehmen beschäftigt war. Dies ist insoweit naheliegend, als dass eine positive Entwicklung des Unternehmens in der Vergangenheit neben anderen Faktoren auch auf dessen Fähigkeiten zurückzuführen ist und mithin eine entsprechende Qualifikation signalisieren kann. Gleiches kann jedoch auch für eine vorherige Beschäftigung außerhalb des Unternehmens gelten, wobei die Beurteilung für einen Externen hier ungleich schwerer fallen dürfte.

Der Zugriff auf Informationen über das Unternehmen und dessen Entwicklungsperspektiven gestalten sich für Externe durchweg schwierig. Die Unternehmensplanung selbst ist häufig nur unzureichend (schriftlich) dokumentiert. Aufgrund der vergleichsweise gering ausfallenden Publizitätsvorschriften für klein Unternehmen werden in einigen Fällen u.U. nur wenige vergangenheitsbezogene Unterlagen mit Aussagekraft vorliegen. Erst im Rahmen der Übergabepanung wird der Nachfolger – häufig mithilfe externer Unterstützung – einen Businessplan entwickeln, der die relevanten Planungsdaten für Externe beinhaltet und verfügbar macht.¹³² Darüber hinaus kann im Hinblick auf die Erfassung branchenspezifischer

¹³¹ Vgl. dazu die Ausführung zur KMU-Definition in Abschnitt 2.3

¹³² Vgl. Fueglistaller/Müller/Volery, 2004, S. 220

Informationen allgemeiner Natur auf die einschlägig bekannten Quellen zurückgegriffen werden.¹³³

Die Risiken und Chancen des Unternehmens sind angesichts der überschaubaren Größe und des wenig komplizierten Geschäftsmodells relativ leicht zu überblicken. Die Unternehmer dieses Typus weisen regelmäßig eine wenig dynamische, aber dafür kontinuierliche Entwicklung auf, sodass nicht beständig mit einer kurzfristigen Veränderung gerechnet werden muss. Allerdings ist es sehr stark von der Branchenzugehörigkeit abhängig, ob das Geschäftsmodell mit größeren Risiken verbunden ist.¹³⁴

Finanzierungsmittel werden zur Finanzierung des unmittelbar fälligen Kaufpreises notwendig. Darüber hinaus müssen noch ggf. notwendige Ersatz- und Erneuerungsinvestitionen finanziert werden. Zumeist werden nur geringe Finanzvolumina benötigt, sodass im Fall einer guten Eigenmittelausstattung der Nachfolger den Kaufpreis ohne externe Finanzierung bestreiten können. Dies dürfte jedoch der Ausnahmefall bleiben.

Als Besicherungsmöglichkeit stehen dem Nachfolger die Vermögensgegenstände aus seinem Privatvermögen und – sofern diese lastenfrei übergeben wurden – die Aktiva des zu übergebenden Unternehmens zur Verfügung.

Nach Abzug der Sach- und Personalkosten wird bei der Vielzahl der Unternehmen die Deckung der Lebenshaltungskosten des Nachfolgers an oberster Stelle stehen. Nur wenn die geplante Finanzkraft des Unternehmens dadurch nicht bereits erschöpft ist, besteht ein finanzieller Spielraum zur Bedienung von Zahlungsverpflichtungen. Der Kapitaldienstfähigkeit sind insofern enge Grenzen gesetzt.

Die Notwendigkeit des Financial-Value-Adding ist bei diesem Nachfolgetyp i.d.R. kaum gegeben. Aufgrund der Einfachheit des Geschäftsmodells wird sich der Nachfolger häufig mit der Einholung entsprechender Beratungsleistung bei Berufsverbänden, Wirtschaftskammer sowie ggf. auch durch Hinzuziehung von Steuer-, Rechts- oder anderen Beratern begnügen.

¹³³ Vgl. Junge Wirtschaft/Gründer-Service, 2007, S.65

¹³⁴ So sind Hotel- und Handwerksbetrieb in der Bauwirtschaft einem sehr hohen Wettbewerbsdruck ausgesetzt, was die Überlebensfähigkeit des Unternehmens permanent bedroht und dadurch die Finanzierung für potentielle Kapitalgeber risikoreicher werden lässt.

<i>Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	<i>Messgrößen bzw. Indikatoren</i>
(1) Unternehmensgröße	Kleinst- und Kleinunternehmen Allenfalls moderates Wachstum geplant
(2) Rechtsform	Einzelunternehmer oder Personengesellschaft Kapitalgesellschaft sehr selten
(3) Kompetenz der Nachfolger	Defizit im betriebswirtschaftlichen Bereich, insbesondere bei Controlling, Steuern und Finanzplanung
(4) Informationslage	mangelhafte Informationslage
(5) Risiko- und Chancenlage	Risiko stark branchenabhängig; Chancen begrenzt
(6) Struktur/Umfang des Finanzbedarfs	geringe Volumina; unmittelbar zur Kaufpreisfinanzierung; Ersatz-/Erneuerungsinvestitionen
(7) Potentielle Besicherungsbasis	Aktiva des Unternehmens; Privatvermögen des Nachfolgers
(8) Kapitaldienstfähigkeit	begrenzt
(9) Notwendigkeit des Finanz- Value-Adding	nicht notwendig

Abb. 24: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Kleinstunternehmens Nachfolger

7.2.2 Nachfolge Management Buy Out

Die Unternehmen des Typs Nachfolge Management Buy Out unterscheiden sich von dem zuvor genannten Nachfolgemodell insbesondere dadurch, dass sie zu den größeren innerhalb der Größenklasse KMU zu zählen sind. Damit einhergehend, aber nicht zwingend, ist es oftmals eine Gruppe von unternehmensinternen Nachfolgern, die die Unternehmensnachfolge antritt. Durch sich ergänzende technologische und kaufmännische Fähigkeiten und Erfahrungen sind sie als Team der Aufgabe der Leitung eines Unternehmens dieser Größenklasse eher gewachsen, als dies ein einzelner Nachfolger wäre.

Aufgrund der Tatsache, dass unternehmensinterne Nachfolger durchweg auf eine persönliche Erfolgsbilanz i.d.R. als Führungskraft im Unternehmen verweisen können, fällt die Evaluierung der zur erfolgreichen Geschäftsführung notwendigen Fähigkeiten, Erfahrungen und Kenntnisse einem externen Betrachter, wie etwa einem potentiellen Kapitalgeber vergleichsweise leicht. In punkto Managementkompetenz dürfte das Problem der Qualitätsunsicherheit folglich weniger bedeutsam sein.

Die Informationslage im Hinblick auf das Unternehmen selbst im Vergleich zum Typus Kleinstunternehmens Nachfolger ungleich besser. Der vormals als Führungskraft angestellte

Nachfolger wird seine profunden Kenntnisse über das Unternehmen dazu nutzen, um potentielle Finanziere über das Unternehmen zu informieren. Bedingt durch die Tatsache, dass der Nachfolger aus dem Unternehmen kommt und einen gewissen „Track Record“ aufzuweisen hat, fällt auch die Unsicherheit über die Qualität des Unternehmensnachfolgers entsprechend geringer aus.

Die umfassendere Unternehmensplanung bei diesem Nachfolgertyp hat den Vorteil, dass sich auch die Erfassung der Risiko- und Chancenlage des Unternehmens und seiner Investitionsvorhaben leichter darstellt. Dieser Typ der Nachfolge umfasst Unternehmen aus sämtlichen Branchen, wobei Unternehmen aus traditionellen Branchen überwiegen dürfen. Die Verschiedenheit der jeweiligen Geschäftsmodelle bedeutet zugleich, dass grundsätzlich auch große Unterschiede hinsichtlich der Risiken und Chancen, die damit verbunden sind, bestehen. Allerdings befinden sich die vom Senior zu übergebenden Unternehmen zumeist in einer späten Lebenszyklusphase der „Reife“, in der Risiken aufgrund von technologischen oder prozessualen Innovationen nur selten eine Rolle spielen.¹³⁵ Auch wird der Nachfolger für den Zeitraum nach der Übernahme häufig darauf bedacht sein, den kontinuierlichen Kurs in der Unternehmensentwicklung zu wahren, da in der Anfangsphase die aus der Übernahmefinanzierung entstehenden Finanzierungsverbindlichkeiten abgetragen werden sollen.¹³⁶

Der Umfang des Finanzbedarfs ergibt sich wiederum aus der Höhe des aufzubringenden Kaufpreises sowie ggf. notwendiger Ersatz-, Erweiterungs- oder Erneuerungsinvestitionen. Aufgrund der „Transparenz der Situation und der Primärorientierung des Finanzbedarfs an der Finanzierung des Kaufpreises wird der Finanzplan i.d.R. lediglich eine einzige Finanzierungsrunde vorsehen. Da zum Teil auch recht große mittelständische Unternehmen zu diesem Nachfolgetypus zu zählen sind, werden in einigen Fällen größere Finanzierungsvolumina erforderlich sein, sodass verschiedene Finanzierungsformen von mehreren Finanzmittelgebern angesprochen werden müssen.

Als potentielle Besicherungsbasis können die im Unternehmen- oder im Privatvermögen vorhandenen Sicherungsobjekte herangezogen werden. Die Kapitaldienstfähigkeit ergibt sich im Wesentlichen aus der Struktur des erwarteten Cash-Flows. Da sich das Unternehmen in einer stabilen wirtschaftlichen Situation befindet und allenfalls moderate Wachstumsziele

¹³⁵ Hierzu sind insbesondere die Unternehmen der sog. „Old Economy“ zu zählen, die überwiegend in gereiften Märkten mit einer überschaubaren Wachstumsdynamik agieren.

¹³⁶ Vgl. Nathusius, 2003, S. 182

verfolgt, kann mit stabilen und positiven Cash-Flows gerechnet werden, die zudem im signifikanten Umfang anfallen dürften. Noch zusätzlich erhöht werden kann der Cash-Flow durch die Nutzung der steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten auf den Aufwand zum Kauf der Erwerbsgesellschaft. Allerdings ist dies nur unter gewissen Bedingungen möglich.¹³⁷

Aufgrund der Tatsache, dass es sich zum einen um einen erfahrenen und mit dem Unternehmen vertrauten Nachfolger und zum anderen um ein stabiles Unternehmen handelt, ist die Notwendigkeit des Financial-Value-Adding nicht zwingend gegeben. Allerdings wird gerade bei großvolumigen Transaktionen aufgrund der Komplexität der im Nachfolgeprozess zu regelnden Probleme eine Reihe von externen Beratungsdienstleistungen in Anspruch genommen werden müssen. Nur müssen diese Beratungsleistungen nicht zwingend von einem Kapitalgeber erbracht werden. Allerdings wird es aus Sicht externer Beteiligungsfinanziers als zwingend notwendig angesehen werden, dass das Unternehmen sich für die verschiedenen Instrumente der aktiven Investmentbetreuung öffnet. Dies ist jedoch überwiegend durch das dem Interesse des Finanzinvestors an einer engeren Überwachung und Kontrolle begründet.¹³⁸

<i>Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	<i>Messgrößen bzw. Indikatoren</i>
(1) Unternehmensgröße	kleine und mittlere Unternehmen
(2) Rechtsform	Personen- oder Kapitalgesellschaften
(3) Kompetenz der Nachfolger	durch Unternehmensentwicklung belegt
(4) Informationslage	gute Informationslage aufgrund vorhandener Planungen
(5) Risiko- und Chancenlage	mittlere Risiken und Chancen
(6) Struktur/Umfang des Finanzbedarfs	mittlere bis große Volumina: Kaufpreisfinanzierung; Ersatz-/Erneuerungsinvestition
(7) Potentielle Besicherungsbasis	Aktiva des Unternehmens; Verpfändung von Geschäftsanteilen; Sicherheiten aus dem Privatvermögen; Bürgschaften und Garantien Dritter
(8) Kapitaldienstfähigkeit	hohe und stabile Cash-Flows; ggf. Nutzung der AfA auf Erwerbsaufwand
(9) Notwendigkeit des Finanz-Value-Adding	aus Unternehmersicht nicht erforderlich; aus Investorensicht erforderlich

Abb. 25: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Nachfolge MBO

¹³⁷ Zu den Gestaltungsvarianten der Unternehmensübernahme (Asset-Deal vs. Share Deal) siehe Abschnitt 5.2.2

¹³⁸ Vgl. Nathusius, 2003, S.184f.

7.2.3 Nachfolge Management Buy In

Der Nachfolge-MBI ähnelt dem Nachfolge-MBO weitgehend. Der einzige, dafür aber bedeutsame Unterschied besteht darin, dass für unternehmensexterne Nachfolger wie beim Nachfolge MBI größere Schwierigkeiten bestehen, sich eine belastbare Informationsgrundlage zu verschaffen, wohingegen unternehmensinterne Nachfolger bedingt durch ihre Mitarbeit in der Unternehmensleitung bzw. in der „zweiten Reihe“ über diese Informationen bereits verfügen dürfen.

Bedingt dadurch, dass der Nachfolger von außen ohne unternehmensspezifische Kenntnisse die Geschäftsführung übernimmt, fällt die Evaluation seiner Kompetenzen durch Kapitalgeber im Vergleich zu unternehmensinternen Nachfolgern schwerer. Gleiches gilt auch für das Unternehmen selbst. Einem Externen wird es ungleich schwerer fallen, potentielle Kapitalgeber glaubwürdig von den Chancen und der Qualität des Unternehmens sowie seines Übernahmekonzeptes zu überzeugen, ohne aus der „Innenperspektive“ heraus argumentieren zu können.

<i>Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	<i>Messgrößen bzw. Indikatoren</i>
(1) Unternehmensgröße	kleine und mittlere Unternehmen
(2) Rechtsform	Personen- oder Kapitalgesellschaften
(3) Kompetenz der Nachfolger	Evaluation der Kompetenz fällt schwer; Branchen- und Managementenerfahrung als Referenz
(4) Informationslage	schwierige Informationsgrundlage
(5) Risiko- und Chancenlage	mittlere Risiken und Chancen
(6) Struktur/Umfang des Finanzbedarfs	mittlere bis große Volumina: Kaufpreisfinanzierung; Ersatz-/Erneuerungsinvestition
(7) Potentielle Besicherungsbasis	Aktiva des Unternehmens; Verpfändung von Geschäftsanteilen; Sicherheiten aus dem Privatvermögen; Bürgschaften und Garantien Dritter
(8) Kapitaldienstfähigkeit	hohe und stabile Cash-Flows; ggf. Nutzung der AfA auf Erwerbsaufwand
(9) Notwendigkeit des Finanz- Value-Adding	aus Unternehmersicht nicht erforderlich; aus Investorensicht erforderlich

Abb. 26: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Nachfolge MBI

7.2.4 Sanierungs-Management Buy In

Das wesensprägende Merkmal des Nachfolgetyps Sanierungs-MBI ist die wirtschaftliche Krisensituation, in der sich das Unternehmen zum Zeitpunkt der Übernahmeverhandlung befindet. Hinsichtlich der Unternehmensgröße ist kein Unterschied zu den Typen Nachfolge-MBO/-MBI festzustellen.

Während es bei einem Unternehmen in einer stabilen wirtschaftlichen Lage in der Mehrzahl der Fälle als Nachteil angesehen muss, wenn der Nachfolger nicht aus dem Unternehmen selbst stammt, stellt sich dies bei einem krisenhaften Unternehmen anders dar. Gerade in einer Krisensituation wird es als vorteilhaft gelten bzw. sogar als notwendig angesehen werden, dass das neue Management unbelastet und mit neuen Ideen eine Wende in der Unternehmensentwicklung herbeiführen will. Diesen neuen strategischen Ansatz glaubhaft zu vermitteln wird einem unternehmensfremden Nachfolger i.d.R. überzeugender gelingen können.

Für potentielle Kapitalgeber ist es in diesem Zusammenhang wichtig, dass der Nachfolger Branchenerfahrung und/oder Erfahrungen mit der Sanierung von Unternehmen mitbringt, was häufig auch als „Track Record“ bezeichnet wird. Über diesen Nachweis von Managementkompetenzen hinaus wird es für den Nachfolger von großer Bedeutung sein, die Tragfähigkeit seines Übernahme- und Sanierungskonzeptes durch einen präzisen und aussagekräftigen Business Plan zu untermauern.¹³⁹ Dies ist insbesondere für die Überzeugungsarbeit notwendig, die geleistet werden muss, um Altgläubiger zu einem (teilweisen) Forderungsverzicht und evtl. zu einem Kapitalnachschuss zu bewegen.

Eine Übernahme eines durch Krisen geprägten Unternehmens ist notwendigerweise mit einem erhöhten Risiko verbunden, da der Sanierungserfolg mit großen Unsicherheiten verbunden ist. Für den Nachfolger als Investor genauso wie für externe Eigenkapitalgeber bedeutet dies, dass sich das erhöhte Risiko in einer entsprechend geringeren Bewertung für das Übernahmobjekt niederschlagen dürfte. Sofern der Turnaround in der Unternehmensentwicklung dann gelingt winken aufgrund des günstigen Einstiegsniveaus ebenso hohe Renditechancen, sodass eine risikoadäquate Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital möglich scheint.

Problematischer ist diese Risiko-/Chancenrelation jedoch für Fremdkapitalgeber. Die (Ausfalls-)Risiken eines Engagements bei einer Sanierungsfinanzierung sind im Vergleich zu anderen Finanzierungsanlässen hoch. Eine ausreichende Besicherung ist häufig aufgrund eines bereits ausgereizten Besicherungspotentials innerhalb des Unternehmens kaum möglich,

¹³⁹ Vgl. Fueglistaller/Müller/Volery, 2004, S. 215f.

sodass unternehmensexterne Sicherheiten, wie etwa Bürgschaften und Garantien von Nöten sind. Hinzu kommen noch, dass eine risikoadäquate Verzinsung durch die aufgrund schwachen Cash-Flows mangelhafte Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens unterbleiben muss. Da sich gerade in einer Überschuldungssituation die Aufnahme klassischen Fremdkapitals oftmals verbietet, muss eine Finanzierungslösung auf geeignete Alternativen zurückgreifen. Hierbei sollen ggf. zins- und tilgungsfreie Anfangsjahre bis zur Stabilisierung der Ertragskraft berücksichtigt werden.

Die Struktur sowie der Umfang des Finanzbedarfs weist beim Typus Nachfolge-MBI ebenfalls einige Besonderheiten auf. Je nach Ausmaß der Krise kann es insbesondere bei sehr hoher Schuldenlast zu sehr geringen Wertansätzen in der Unternehmensbewertung kommen, sodass eine Kaufpreiszahlung gering oder gänzlich ausfallen kann. Unmittelbar nach der Übernahme gilt es zunächst die negative Ertragslage bzw. den ggf. negativen Cash-Flow aufzufangen und durch geeignete operative Maßnahmen den Cash-Flow zu stabilisieren, um somit letztlich den Turnaround einzuleiten. Wachstumsstrategien dürften während dieser Sanierungsphase so gut wie ausgeschlossen bleiben, da die Konsolidierungsbemühungen oberste Priorität genießen müssen.¹⁴⁰ Daher wird es neben der Kaufpreisfinanzierung weiteren Finanzierungsbedarf für Investitionen geben, die im Zusammenhang mit der veränderten strategischen Ausrichtung bzw. der Restrukturierung des Unternehmens stehen. Diese werden somit alle in einer Finanzierungsrunde anfallen.

Die vorigen Ausführungen haben gezeigt, dass der Sanierungs-MBI ein recht komplexes Nachfolgemodell darstellt. Gerade bei der Aufstellung und Umsetzung des Sanierungskonzeptes sowie bei der Konzeption einer geeigneten Finanzierungslösung ist es dringend erforderlich, auch auf die Beratung und Betreuung der Finanzmittelgeber im Rahmen des sog. Financial-Value-Adding zurückzugreifen. Aus Sicht der Finanzinvestoren ist die Bereitschaft, dieser Unterstützung und Betreuung in Anspruch zu nehmen regelmäßig ohnehin Grundvoraussetzung für eine Finanzierungszusage. Durch ihre Sanierungserfahrung und ihre Netzwerkverbindungen sind die Finanzinvestoren in der Lage, einen wesentlichen Beitrag zum Sanierungserfolg zu leisten.¹⁴¹

¹⁴⁰ Vgl. Nathusius, 2003, S. 185

¹⁴¹ Vgl. Nathusius, 2003, S. 187

<i>Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	<i>Messgrößen bzw. Indikatoren</i>
(1) Unternehmensgröße	kleine und mittlere Unternehmen
(2) Rechtsform	Personen- oder Kapitalgesellschaften
(3) Kompetenz der Nachfolger	i.d.R. Sanierungserfahrung und „Track Record“ vorhanden
(4) Informationslage	sehr hohes Informationsbedürfnis für Kapitalgeber; hohes Maß an Unsicherheit
(5) Risiko- und Chancenlage	hohes Risiko; für EK-Geber große Chancen; für FK-Geber schlechte Chancen/Risiko-Relation
(6) Struktur/Umfang des Finanzbedarfs	Kaufpreisfinanzierung (kann u.U. komplett entfallen); Finanzierung von laufenden Verlusten; ggf. umfangreichere Investitionsbedarf durch Restrukturierung
(7) Potentielle Besicherungsbasis	Aktiva des Unternehmens; Verpfändung von Geschäftsanteilen; Sicherheiten aus dem Privatvermögen; Bürgschaften und Garantien Dritter
(8) Kapitaldienstfähigkeit	zu Beginn schwach ausgeprägt; ggf. zins- und tilgungsfreier Zeitraum erforderlich
(9) Notwendigkeit des Finanz- Value-Adding	zwingend erforderlich

Abb. 27: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Sanierungs-MBI

7.3 Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen

Nachdem im vorigen Abschnitt die finanzierungsrelevanten Merkmale der einzelnen Nachfolgetypen aufgezeigt wurden, werden im Folgenden auf dieser Grundlage basierend Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen entwickelt. Die Suche nach einer Finanzierungslösung ist dabei eng verwandt mit dem in der Literatur intensiv diskutierten Thema der optimalen Kapitalstruktur eines Unternehmens.

Die Perspektive, aus der die Finanzierungslösung betrachtet wird, ist die des kapitalsuchenden Unternehmensnachfolgers. Aus dessen Sicht müssen zunächst die für die Finanzierungslösung maßgebenden Entscheidungsparameter herausgearbeitet werden.

Dies betrifft vor allem die Liquiditätslage, die Rentabilität (Kapitalkostenminimierung), die Steuerlast, die Mitsprache und auch die Verbesserung der Bilanzstruktur durch Stärkung der Haftkapitalbasis.

Eine weitere Komponente berücksichtigt die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, innerhalb derer eine Finanzierungslösung erarbeitet wird. Neben gesellschaftsrechtlichen Restriktionen ist es vor allem die Frage der Verfügbarkeit einzelner Finanzierungsalternativen auf den Kapital- und Finanzmärkten, die bei den Überlegungen berücksichtigt werden müssen. Die Zusammenfassung der wesentlichen Komponenten einer Finanzierungslösung bietet die Abbildung 28.

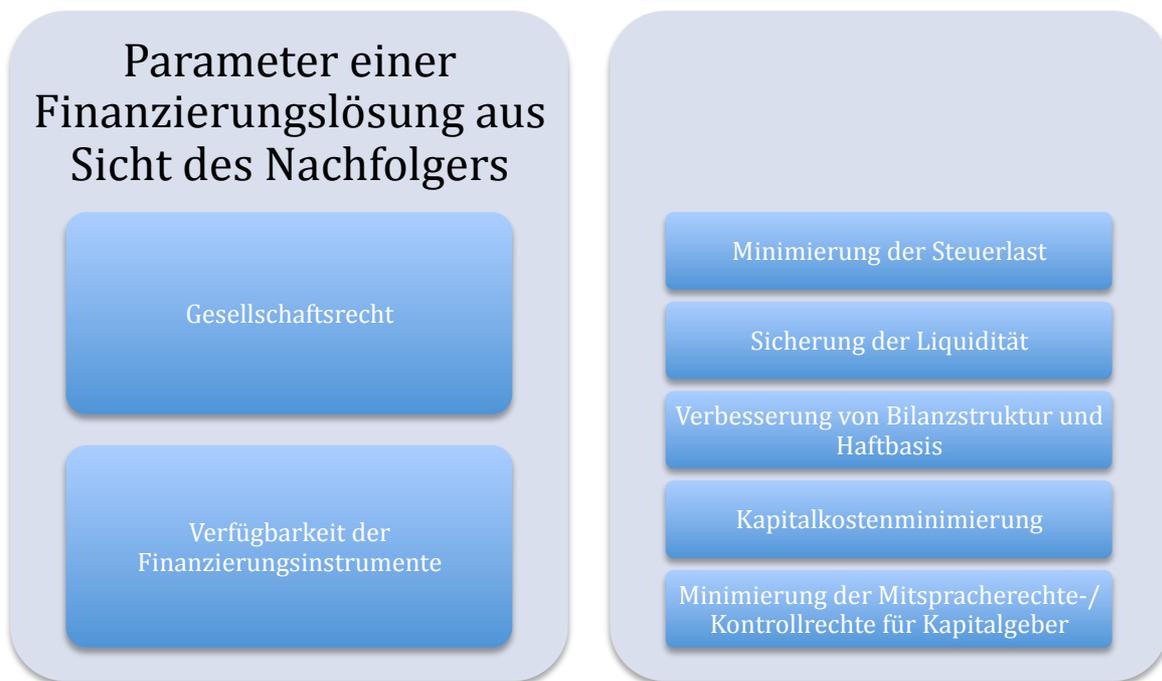


Abb. 28: Parameter der Finanzierungslösung aus Sicht des Nachfolgers

Bei der Überlegung bezüglich der konkreten Ausgestaltung der typenspezifischen Finanzierungslösung bedarf es einer integrierten Betrachtungsweise, die die Gesamtheit der o.g. Parameter berücksichtigt. Dabei wird es notwendigerweise in gewissen Rahmen zu Zielkonflikten kommen. Im folgenden werden die für die einzelnen Nachfolgetypen zur Verfügung stehenden Finanzierungsformen und -instrumente vor dem Hintergrund der genannten Zielparameter betrachtet.

Trotz allem kann eine auf dieser Grundlage erarbeitete Empfehlung keinesfalls einen Detaillierungsgrad erreichen, der im jeweiligen Einzelfall ein Herunterbrechen bis hin zur genauen Zusammensetzung der Finanzierungsstruktur erlauben würde. Die hier getroffenen Aussagen müssen demzufolge auf einer qualitativen Ebene verbleiben. Eine „echte Finanzierungslösung“ im Sinne einer quantitativ-exakten Bestimmung einer „optimal“

anzusehenden Finanzierungsstruktur kann einzig im konkreten Einzelfall und in Kenntnis der genauen Eigenschaften von Nachfolger und Unternehmer erarbeitet werden.¹⁴² Die im folgenden formulierten Empfehlungen für eine typenspezifische Finanzierungslösung können und sollen hierbei jedoch eine Hilfestellung bieten. Darüber hinaus werden ergänzend Erfahrungswerte mit angefügt.

7.3.1 Kapitalbereitstellung aus dem privaten Umfeld des Nachfolgers oder Senior

Eine Sonderrolle bei der Nachfolgefiananzierung fällt der Bereitstellung von externem Kapital von Kapitalgebern aus dem privaten Umfeld des Nachfolgers zu. Neben der direkten Beteiligung am Unternehmen ist gleichfalls ein Privatdarlehen aus diesem Personenkreis an den Nachfolger direkt denkbar. Dieser kann die privat geliehenen Finanzmittel zur Stärkung seines Eigenkapitalanteils in die Gesamtfinanzierung mit einbringen. Die Finanzierungsvereinbarungen beruhen i.d.R. auf einer persönlichen Vertrauensbasis zwischen Nachfolger und Kapitalgeber, sodass Kontrollprobleme zumeist gar nicht erst thematisiert werden und hier somit außen vor bleiben können. Demzufolge werden Mitwirkungs- und Kontrollrechte und andere Formen der Besicherung ihrer Zahlungsansprüche für die Kapitalgeber ebenso eine zu vernachlässigende Rolle spielen, da diese wohl nur selten vereinbart werden. Unabhängig davon, ob diese Finanzmittel direkt als Eigenkapitalfinanzierung oder indirekt als Privatdarlehen zur Verfügung gestellt werden, wird in beiden Fällen das haftende Eigenkapital gestärkt und mithin die Bilanzstruktur verbessert. Ein steuerlicher Abzug lässt sich hingegen nicht realisieren. Die Höhe der Kapitalkosten ist schwer einzuschätzen, da dies stark von der Motivation des Kapitalgebers sowie u.U. von dessen Beziehung zum Nachfolger abhängen dürfte.¹⁴³ Festzuhalten ist, dass sofern die Möglichkeit der Finanzierung aus dem privaten Umfeld zu attraktiven Konditionen gegeben ist, der Nachfolger sich dieser Möglichkeit auch bedienen sollte.

Weiterhin kann als Besonderheit gelten, dass der Nachfolger grundsätzlich die Möglichkeit hat, den Senior in die Nachfolgefiananzierung mit einzubeziehen.¹⁴⁴ Die in diesem Zusammenhang denkbaren Varianten (Earn-Out-Methode, Verkäufendarlehen, Verbleib als Minderheitengesellschafter, stille Beteiligung) wurden bereits zuvor erörtert. Ein weiter

¹⁴² Vgl. Hoffelner, 2005, S. 461

¹⁴³ So ist es nur schwer vorstellbar, dass Privatdarlehen oder Kapitalbeteiligungen aus dem familiären Umfeld des Nachfolgers mit hohen Kapitalkosten verbunden sein sollten. Auch würde sich in diesem Fall ein Verzicht und die Suche nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten aufdrängen.

¹⁴⁴ Diese Frage wird – neben anderen – Gegenstand der Übergabeverhandlung sein.

bestehendes finanzielles Engagement durch den abgebenden Senior ist grundsätzlich als positives Signal bzgl. der Qualität des Unternehmens zu werten. Auch dokumentiert der Senior das Vertrauen in seinen Nachfolger und in dessen Übernahmekonzept. Aus diesem Grund liegt es über die Funktion der Kapitalbereitstellung hinaus im Interesse des Nachfolgers, dass der Senior in die Nachfolgefiananzierung mit einbezogen wird. Ebenso ist der Senior im Vergleich mit anderen möglichen Kapitalgebern in der komfortablen Situation einer sehr guten Informationslage. Dies verringert für ihn das Problem der Unsicherheit, entledigt ihn aber nicht der Notwendigkeit, sich über geeignete Vereinbarungen seiner Zahlungsansprüche zu sichern. Die finanzielle Beteiligung des Seniors stellt für den Nachfolger eine Finanzierungsoption dar, die mit vergleichsweise geringen Auflagen und Bedingungen in puncto Besicherung, Mitwirkung und Kontrolle verknüpft sein kann. Die Mitwirkung des Seniors wird in diesem Zusammenhang wohl eher als Chance denn als Belastung empfunden werden. Folglich sollte jeder Nachfolger ein finanzielles Engagement des Seniors stets ernsthaft prüfen. Fraglich ist allerdings, ob der Senior zu diesem Engagement bereit sein wird.

7.3.2 Kleinstunternehmens Nachfolger

Beim Nachfolgetyp Kleinstunternehmens Nachfolger steht nur ein eingeschränktes Angebot an Kapitalgebern und Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Die Aufnahme einer externen Eigenkapitalbeteiligung dürfte die seltene Ausnahme bleiben. Bedingt durch den geringen Umfang der Unternehmenswerte scheidet die Eigenkapitalbereitstellung durch einen institutionellen Investor allein schon aufgrund der hohen Transaktionskosten bzw. der geforderten Mindestvolumina aus. Denkbar wäre einzig die informelle Eigenkapitalfinanzierung aus dem privaten Umfeld bzw. über den Senior.

Allein schon aufgrund der geringen Eigenmittel sollte ein Nachfolger die Förderprogramme auf jeden Fall in Anspruch nehmen.¹⁴⁵ Welches Programm im Einzelfall geeignet ist (Kreditgarantie Gesellschaft (KGG), Unternehmensbeteiligungs Gesellschaft (UBG) oder Austria Wirtschaftsservice (AWS)) hängt insbesondere vom Umfang der benötigten Finanzierungsvolumens und der Eigenkapitalausstattung des Nachfolgers ab.

Im Bereich der Fremdfinanzierung kommen nur ausgewählte Finanzierungsinstrumente in Frage. Das Leasing scheidet aufgrund hoher Transaktionskosten zur Nachfolgefiananzierung

¹⁴⁵ KGG: OÖ. Gründerfonds; AWS: Gründungs- und Nachfolgebonus

aus.¹⁴⁶ Grundsätzlich denkbar wäre der Verkauf von Forderungen an ein Factoringinstitut. Allerdings bedarf es dazu zum einen eines Mindestumsatzes von mindestens 500 T€. und zum anderen muss das Rechnungswesen des Unternehmens dazu in der Lage sein, die notwendigen Daten über die Forderungsbestände zur Verfügung zu stellen. Aus diesem Grund lohnt es sich allenfalls bei der Übernahme eines Handelsunternehmens mit entsprechenden Umsätzen und Forderungsbeständen die Finanzierung durch Factoring zu prüfen.

Da die Fremdmittelaufnahme im Wege der Begebung einer Anleihe für kleine Unternehmen unattraktiv ist, verbleibt nur noch die Darlehensaufnahme bei einem Kreditinstitut. Erster Ansprechpartner ist hierbei die bisherige Hausbank des Unternehmens. Diese weist aufgrund einer langjährigen Geschäftsbeziehung einen gewissen Informationsvorteil gegenüber anderen Banken auf und wird von daher eher dazu in der Lage sein, die bei einer Übernahmefinanzierung notwendigen umfangreichen Prüfungen vorzunehmen. Sofern die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens gegeben sind und die Bank von der Kompetenz des Nachfolgers sowie der Qualität des Übernahmekonzeptes überzeugt werden kann, dürfte einer Darlehensfinanzierung grundsätzlich nichts im Wege stehen. Die Möglichkeit einer Fremdfinanzierung mit einem besicherten Darlehen ist jedoch von der Verschuldungskapazität, die sich insbesondere aus dem Besicherungspotential ergibt, determiniert. Stehen keine geeigneten Sicherheiten mehr zur Verfügung, so wird die Bank, eine ausreichende Kapitaldienstfähigkeit unterstellt, ggf. auch einen unbesicherten Blankoanteil in die Finanzierung mit einbringen.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass die Finanzierung beim Kleinstunternehmens Nachfolger im Wesentlichen auf den Komponenten Eigenmittel, öffentliche Förderprogramme (KGG, UBG, AWS) und Bankdarlehen beruhen. Gerade gegenüber den Banken als Kreditgeber besteht ein großes Maß an Unsicherheit, sowohl in Bezug auf den Nachfolger selbst als auch im Hinblick auf die Fortführung des Unternehmens. Da die Informationslage aufgrund mangelnder Planungsunterlagen zumeist sehr schwierig ist, muss der Nachfolger hierauf ein besonderes Augenmerk legen. Schließlich wird eine gut strukturierte, informative und aussagekräftige Geschäftsplanung unverzichtbar sein, um das Informationsbedürfnis der Kapitalgeber zu befriedigen. Auf dieser Grundlage wird letztlich die Kreditwürdigkeitsprüfung des Kreditinstituts basieren und nur wenn diese Prüfung zu einer positiven Einschätzung kommt, wird eine Finanzierungszusage möglich sein. Zugleich signalisiert eine

¹⁴⁶ Allerdings ist das Leasing zu einem späteren Zeitpunkt, bspw. zur Finanzierung von Maschinen oder Büro- und Geschäftsausstattung eine interessante Alternative zur Kreditfinanzierung. Für die Kaufpreisfinanzierung ist Leasing jedoch ungeeignet. Siehe Abschnitt 4.8.2.3

gute Planung die Kompetenz des Nachfolgers und sie untermauert, dass die geplante Unternehmensnachfolge gute Aussichten auf einen nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg verspricht.

7.3.3 Nachfolge Management Buy Out

Bei der Finanzierung eines Nachfolge-MBOs bietet sich im Vergleich zum Kleinstunternehmens Nachfolger ein weitaus größerer Spielraum an Finanzierungsmöglichkeiten, da höhere Finanzierungsvolumina auch für einen größeren Kreis von Kapitalgebern interessant werden. Dieses erweiterte Möglichkeitenspektrum bedeutet zugleich, dass das Problem der Suche nach einer geeigneten Finanzierungslösung umso komplexer ausfällt.

Im Bereich der Eigenkapitalaufnahme kommt die Finanzierung durch renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften ab einem Finanzierungsvolumen von etwa 5 Mio. € in Betracht. Die Aufnahme von zusätzlichem Eigenkapital hat den Vorteil, dass die Bilanzstruktur gestärkt wird und sich der Spielraum zur Aufnahme von Fremdmitteln gleichzeitig vergrößert. Da die Vergütung gewinnabhängig und evtl. auch thesaurierend erfolgt, wird zudem in der Phase unmittelbar nach der Übergabe die Liquidität des Unternehmens geschont. Als problematisch könnte u.U. die Höhe der geforderten Kapitalkosten sein. Diese dürfen bei den durch eine mittlere Risiko-Chancen-Relation gekennzeichneten Nachfolge-MBOs im unteren Bereich der für Spätfinanzierungen geschätzten 20-30% p.a. liegen.

Beteiligungsgesellschaften legen großen Wert auf eine detaillierte und aussagekräftige Unternehmensplanung, einerseits, und auf ein qualifiziertes Management andererseits. Dies im Rahmen der Due Diligence zu überprüfen dürfte aufgrund der vergleichsweise guten Informationslage beim Nachfolge-MBO ohne weiteres möglich sein. Entscheidend für eine Finanzierungszusage wird indes eine konkrete Perspektive für einen Ausstieg sein. Dies verdeutlicht, dass sich der Nachfolger bereits zum Zeitpunkt der Übernahme über die Möglichkeiten des Ausscheidens des Kapitalinvestors im Klaren sein muss. Hier darf es keine Vorbehalte gegenüber einem Verkauf an einen industriellen Investor, einen Verkauf an einen Finanzinvestor oder – vielleicht als Idealfall zu bezeichnen – einen Börsengang geben. Eine Exitklausel wird häufig sogar Teil des Finanzierungsvertrages sein, sodass die Finanzierungsverhandlung an dieser Stelle evtl. auch scheitern kann.

Als Alternative zur Beteiligungsgesellschaften kommen für größere Nachfolgefinanzierungen etwa Genussscheinfinanzierungen und u.U. auch atypische Beteiligungen in Frage. Bereits ab einem Finanzierungsvolumen von ein bis zwei Mio. Euro sind hier Finanzierungslösungen

denkbar, mit denen sich die Bilanzrelation und Fremdfinanzierungsspielraum verbessern lassen, ohne dass die Nachteile der Finanzierung über eine Beteiligungsgesellschaft in Kauf genommen werden müssten.

Im Bereich der Fremdfinanzierung sind grundsätzlich alle denkbaren Finanzierungsvarianten zu prüfen. Die Leasingfinanzierung kann im Rahmen einer Unternehmensnachfolge allenfalls in Sondersituationen eine Rolle spielen. So kann es eine überlegenswerte Alternative darstellen, einzelne betriebsnotwendige Immobilien oder auch besonders wertvolle Teile des Anlagevermögens über eine Sale-and-Lease-Back Konstruktion zu finanzieren. Der Reiz der Leasingfinanzierung kann in der Liquiditätsschonung sowie der in der steuerlichen Abzugsfähigkeit als Betriebsausgabe liegen.

Unter der Variante des Forderungsverkaufs ist zu prüfen ob die jeweiligen Anforderungen erfüllt sind.¹⁴⁷ Für diese Variante der Finanzierung spricht, dass kein laufender Kapitaldienst erfolgt und die Bilanzrelation durch die Form der „Off-Balance-Sheet“-Finanzierung sich verbessert. Sofern sich das Factoring primär auf die Finanzierungsfunktion beschränkt, ist mit ähnlichen Finanzierungskosten wie bei der Kreditfinanzierung zu rechnen.

Die Wirtschaftlichkeit der Anleihefinanzierung ist nur bei sehr großen Volumina und bei längeren Laufzeiten gegeben, womit sich der Kreis der dafür geeigneten Nachfolge-MBOs stark eingeschränkt wird. Insgesamt betrachtet lässt sich konstatieren, dass die Unternehmensanleihe nur in seltenen Fällen zur Nachfolgefinanzierung eingesetzt werden kann.

Abgesehen von den Möglichkeiten der Finanzierung über Forderungsverkäufe stehen dem Nachfolger bei der Finanzierung eines Nachfolge-MBOs alternative Fremdfinanzierungsmöglichkeiten nur in sehr begrenztem Umfang zur Verfügung. Daraus erwächst zwangsläufig die Notwendigkeit, sich auf die herkömmliche Form der Fremdfinanzierung durch Bankdarlehen zu konzentrieren.

Auch beim Nachfolge-MBO wird die bisherige Hausbank (ggf. Hausbanken) des Unternehmens i.d.R. der erste Ansprechpartner zur Finanzierung der Unternehmensnachfolge sein. Durch die bisherige Tätigkeit des Nachfolgers im Unternehmen wird hier oftmals ein Vertrauensverhältnis existieren, was die Finanzierungsverhandlungen einfacher gestalten sollte. Wie bereits mehrfach erläutert, ist dies auch informationsökonomisch begründet.

¹⁴⁷ mindest Forderung von 500 T€, verteilt auf viele Abnehmer, erhöhte Anforderung an Debitorenbuchhaltung

Bei größeren Finanzierungsvolumina wird es zwangsläufig zu einer Konsortialfinanzierung kommen (müssen), sodass die Möglichkeit zur Risikodiversifizierung für die Kapitalgeber verbessert werden. Die Besicherung stützt sich dabei auf die im Unternehmen zur Verfügung stehenden Vermögenswerte und ggf. auf verpfändete Geschäftsanteile, was jedoch zusätzlich noch durch kennzahlengestützte Sicherungsabreden in Form von Kreditklauseln ergänzt werden kann. Die je nach Art der Klausel mehr oder weniger umfangreichen Berichtspflichten verursachen im Unternehmen jedoch einen nicht unwesentlichen administrativen Aufwand.

Der Zuschnitt der konkreten Finanzierungsstruktur ist von einer Reihe von Faktoren abhängig. Nachfolge-MBOs weisen eine stabile Cash-Flow-Struktur auf, sodass darauf aufgebaut werden kann. Reichen die Eigenmittel aus, um in Verbindung mit Mezzanine-Kapital und besichertem Fremdkapital den Kaufpreis zu finanzieren, so wird der Nachfolger gut beraten sein, auf die Hereinnahme eines externen Investors gänzlich zu verzichten. Die hohen Renditeerwartungen der Finanzinvestoren sowie der zwangsläufige Verlust an unternehmerische Selbstbestimmung sowie der zwangsläufige Verlust an unternehmerischer Selbstbestimmung sind hier die wesentlichen Argumente. Darüber hinaus ist der Nachfolger aufgrund seiner Erfahrung im Unternehmen i.d.R. auch nicht zwingend auf die Unterstützungsleistung aus dem Hause einer Beteiligungsgesellschaft angewiesen.

Handelt es sich jedoch um Transaktionen mit einem größerem Finanzierungsbedarf, so wird der Verzicht auf Finanzinvestoren kaum möglich sein, da die Eigenmittelausstattung auf der einen und die Kapitaleinstellungsfähigkeit auf der anderen Seite die Aufnahme von Fremdmitteln aber auch von Mezzanine-Kapital begrenzen. Festzuhalten ist, dass mit steigender Unternehmensgröße und somit steigendem Finanzierungsbedarf die Rolle der Finanzinvestoren immer bedeutsamer wird, da gleichzeitig auch deren Anteil an der Gesamtfinanzierung steigt. Das bedeutet zugleich, dass sich der Nachfolger um so mehr an die Anforderungen dieser Kapitalgeber anpassen muss. Allerdings ist dem Eindruck entgegenzutreten, dass die Beteiligung von Finanzinvestoren bei der Nachfolgefinanzierung für den Nachfolger als eine Art „Bedrohung“ anzusehen ist. In vielen Fällen wird dieser sehr bereitwillig auf evtl. angebotene Beratungs- und Unterstützungsleistungen zurückgreifen und die externe Eigenkapitalfinanzierung durch einen Finanzinvestor als wichtigen Bestandteil seines Übernahmekonzeptes empfinden.

Die Kapitaleinstellungsfähigkeit des Nachfolge-MBOs ist infolge der stabilen Cash-Flow-Struktur als solide zu bezeichnen, was einen hohen Fremdfinanzierungsanteil an der Kapitalstruktur

eindeutig begünstigt. Keineswegs als Nebeneffekt wird dadurch auch die Eigenkapitalrendite entsprechend „gehebelt“, sodass die hohen Renditeansprüche externer Eigenkapitalgeber eher befriedigt werden können. Mezzanine-Kapital und Fremdkapital werden demzufolge bei größeren Nachfolge-MBOs den Großteil der Gesamtfinanzierung ausmachen. In der Finanzierungspraxis wird zur Bestimmung der „richtigen“ Quote an Fremd- und Mezzanine-Kapital i.d.R. auf Erfahrungswerte in Gestalt von Multiplikatoren zurückgegriffen.¹⁴⁸

Nichtsdestotrotz verlangen gerade die Fremdkapitalgeber einen ausreichenden Eigenmittelanteil im Gesamtfinanzierungspaket. Die von Finanzierungspraktikern verwendeten „Daumenregeln“ gehen bei den mit hohen Fremdkapitalanteilen finanzierten MBOs von einer Eigenkapitalquote von etwa 30% aus.¹⁴⁹ Diese Zahlen lassen sich zwar nicht der exakten Höhe, jedoch dem Grund nach durch die Risikopufferfunktion des Eigenkapitals erklären.

Des Weiteren ist eine „angemessene“ Beteiligung des Nachfolgers mit Eigenmitteln eine von Kapitalgebern für eine Kapitalbereitstellung vorausgesetzte Bedingung. Der Anteil, den der Nachfolger aus eigenem Vermögen ins Eigenkapital einbringen muss, sollte „schmerzhaft sein, aber er darf ihn nicht ruinieren“.¹⁵⁰ Die exakte Höhe dieses notwendigen Eigenmittelanteils lässt sich aber kaum quantifizieren. Finanzierungspraktiker greifen hier wiederum auf Daumenregeln zurück und leiten daraus Orientierungswerte ab.¹⁵¹

Keineswegs außer Acht gelassen werden dürfen jedoch die jeweiligen Marktbedingungen auf den Kapital- und Finanzmärkten. Die Finanzierungsstrukturierung durch Finanzinvestoren ist sehr abhängig von aktuellen konjunkturellen Entwicklungen sowie von den kurz- und mittelfristigen Aussichten des Unternehmens und der Branche. Insofern ist nicht auszuschließen, dass einzelne Finanzierungsalternativen nicht aufgrund von unternehmensspezifischen Besonderheiten sondern vielmehr aufgrund gewisser Trends in der Gunst der Investoren besonders hoch stehen oder ggf. gemieden werden.¹⁵²

¹⁴⁸ Vgl. Georgieff/Biagosch, 2005, S. 189

¹⁴⁹ Vgl. Georgieff/Biagosch, 2005, S. 185

¹⁵⁰ Vgl. Götz, 2003, S. 738

¹⁵¹ Nach Grabherr, 2003, S. 430 muss ein MBO-Manager etwa 2-3 Bruttojahresgehälter als Eigenkapital einbringen.

¹⁵² Vgl. Georgieff/Biagosch, 2005, S. 184, und Grabherr, 2003, S. 433

7.3.4 Nachfolge Management Buy In

Aus den Ausführungen im vorigen Abschnitt ist hervorgegangen, dass der Typus Nachfolge-MBI mit seinen finanzierungsrelevanten Merkmalen und Eigenschaften weitgehend deckungsgleich zum Nachfolge-MBO ist. Aus diesem Grund erübrigt sich eine ausführliche Diskussion der Finanzierungsalternativen mit dem Hinweis auf die dort getroffenen Aussagen.

Zuerst wird es für einen Finanzinvestor von wesentlicher Bedeutung sein, einen entsprechend höheren Aufwand bei der Prüfung des Unternehmens, des Nachfolgers und seiner Übernahmeplanung zu betreiben. In diesem Zusammenhang ist auch der Nachfolger gefordert, durch eine konstruktive Zusammenarbeit diese Prüfung zu unterstützen. Überdies wird der privaten Eigenkapitaleinlage des Nachfolgers (aus vorhandenem Vermögen oder aus Privatdarlehen) eine noch größere Bedeutung zu kommen. Durch die Bereitschaft zur unmittelbaren Risikoübernahme signalisiert der Nachfolger, dass er von den Erfolgsaussichten des Übernahmekonzeptes überzeugt ist.

7.3.5 Sanierungs-Management Buy In

Der Sanierungs-MBI ist gerade unter dem Finanzierungsaspekt der anspruchsvollste Typus einer Unternehmensnachfolge. Aufgrund der wirtschaftlichen Krisensituation kann hier – im Unterschied zu den anderen Nachfolgetypen – der Löwenanteil des Finanzierungsvolumens nicht durch klassische Fremdmittel abgedeckt werden. Dies ist zum einen durch die häufig schon eingetretene Situation der Überschuldung begründet. Das im Unternehmen vorhandene Besicherungspotential ist bereits durch die bestehenden Verbindlichkeiten gegenüber Altgläubigern gebunden. Zum anderen ist die Ertragslage schwach sodass wenn überhaupt, dann nur von einer sehr begrenzten Kapitaleinstellungsfähigkeit ausgegangen werden kann. Neue Fremdfinanzierungsmittel können deswegen nur dann in Betracht kommen, wenn diese über externe Sicherheiten, und hier insbesondere durch staatliche Bürgschaften und Garantien besichert werden.

Durch den Wegfall der Fremdfinanzierungsalternativen ist die Aufnahme zusätzlichen „frischen“ Eigenkapitals zwingend notwendig. Alleine schon das im Vergleich zu anderen Nachfolgetypen hohe Risiko verlangt eine höhere Eigenkapitalquote als Risikopuffer. Als mögliche Kapitalgeber kommen Beteiligungsgesellschaften in Frage, die sich auf die Finanzierung von Unternehmen in Krisensituationen spezialisiert haben (sog. Turnaround-

Fonds), oder auch Eigenkapitalinvestoren mit einem breiteren Investmentfokus, die ihre Portfolios durch Investitionen in diese alternative Anlageklasse weiter diversifizieren wollen.

Je ausgeprägter die Unternehmenskrise und mithin je risikoreicher die Investition, desto umfangreicher werden die Kontroll- und Überwachungsaktivitäten der Finanzinvestoren sein. Gleiches gilt auch für die Beteiligungshöhe, die angestrebt wird. Gerade bei sehr risikoreichen Investitionen sind Eigenkapitalgeber bemüht, über eine Stimmrechtsmehrheit am Unternehmen, maßgeblichen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen des Managements zu nehmen. Dies steht offensichtlich im Konflikt mit dem Streben des Nachfolgers nach unternehmerischer Unabhängigkeit, muss jedoch angesichts des Risikograds des Nachfolgemodells von ihm akzeptiert werden. Ergänzt werden kann diese Verhaltenskontrolle durch die Vereinbarung einer anreizkompatiblen Entlohnung. Dem Nachfolger werden an den Sanierungserfolg gekoppelte zusätzliche Unternehmensanteile in Aussicht gestellt.

In ähnlicher Weise können die Alteigentümer des Unternehmens zu einem Sanierungsbeitrag bewegt werden. Da bei ausgeprägten Unternehmenskrisen der Wert der Unternehmensanteile oftmals nahezu vollständig vernichtet wurde, sind die Altgesellschafter bei einer beabsichtigten Unternehmensfortführung zu einem Verzicht auf ihre Unternehmensanteile gezwungen. Ein Ausgleich für diesen Vermögensverlust kann jedoch durch sog. Besserungsscheine erreicht werden, die im Falle einer erfolgreichen Sanierung des Unternehmens eine Nachzahlung vorsehen. Analog kann auch mit Altgläubigern verfahren werden.¹⁵³

Ein externer Eigenkapitalinvestor hat aus Sicht des Nachfolgers überdies den Vorteil, dass dieser i.d.R. über spezielles Know-how mit Sanierungsfällen verfügt. Durch hausinterne Fachleute und/oder in Zusammenarbeit mit einer darauf spezialisierten Unternehmensberatung kann das Management bei der Ausarbeitung und Umsetzung der Restrukturierungsplanung Unterstützung finden. Die Einbeziehung eines Finanzinvestors geht in diesem Fall weit über die reine Kapitalbereitstellung hinaus. Die nicht-finanziellen Leistungen des „Financial-Value-Added“ sind somit ein integraler, da unverzichtbarer Bestandteil der Finanzierungslösung bei einem Sanierungs-MBI.

Zusammenfassend lassen sich die Besonderheiten der Finanzierungsstruktur bei einem Sanierungs-MBI wie folgt skizzieren. Eine Fremdfinanzierung scheidet i.d.R. aus, sodass die

¹⁵³ Vgl. Nathusius, 2003, S. 186

Zuführung von externem Eigenkapital unerlässlich ist. Im Vordergrund der Überlegung muss die Sicherstellung der Liquidität stehen, da bis zur Wiedererlangung der Ertragskraft ein fortgesetzter Kapitalverzehr in der Finanzierungsplanung dargestellt werden muss. Steuerliche Optimierungüberlegungen bei der Finanzierung treten zunächst in den Hintergrund. Angesichts des Ausmaßes der wirtschaftlichen Schwierigkeiten muss das Augenmerk auf die Sanierungsmaßnahmen gelegt werden.

7.3.6 Graphische Zusammenfassung von Fallbeispielen

Die folgenden drei Abbildungen stellen für die Untersuchten Nachfolgetypen Finanzierungsinstrumente dem Kriterium des Finanzierungsvolumens gegenüber.

Typ Kleinstunternehmens Nachfolger

<i>Finanzierungsbedarf in €.</i>							
Finanzierungsinstrumente	Art	50 TSD.	150 TSD.	500 TSD.	1,5 Mio.	5 Mio.	>5 Mio.
Standardkredit	F.						
Unbesicherter Kredit	F.						
Leasing/S.L.B.	F.						
Factoring	F.						
Unternehmensanleihen	F.						
Wandel- & Optionsanleihen	M.						
Stille Beteiligung	E.						
Genussrecht	E.						
Direkte Beteiligung	E.						

	Geeignet	F.	Fremdkapitalinstrumente
	Bedingt geeignet	M.	Mezzanine Instrumente
	ungeeignet	E.	Eigenkapitalinstrumente

Typ Nachfolge MBO & MBI

Finanzierungs- bedarf in €.							
Finanzierungs- instrumente	Art	50 TSD.	150 TSD.	500 TSD.	1,5 Mio.	5 Mio.	>5 Mio.
Standardkredit	F.						
Unbesicherter Kredit	F.						
Leasing/S.L.B.	F.						
Factoring	F.						
Unternehmensanleihen	F.						
Wandel- & Optionsanleihen	M.						
Stille Beteiligung	E.						
Genussrecht	E.						
Direkte Beteiligung	E.						

Typ Sanierungs MBI

Finanzierungs- bedarf in €.							
Finanzierungs- instrumente	Art	50 TSD.	150 TSD.	500 TSD.	1,5 Mio.	5 Mio.	>5 Mio.
Standardkredit	F.						
Unbesicherter Kredit	F.						
Leasing/S.L.B.	F.						
Factoring	F.						
Unternehmensanleihen	F.						
Wandel- & Optionsanleihen	M.						
Stille Beteiligung	E.						
Genussrecht	E.						
Direkte Beteiligung	E.						

	Geeignet	F.	Fremdkapitalinstrumente
	Bedingt geeignet	M.	Mezzanine Instrumente
	ungeeignet	E.	Eigenkapitalinstrumente

Abb. 29: Graphische Darstellung von Fallbeispielen

7.3.7 Fallbeispiel: MBO eines mittelständischen Süßwarenproduzenten

Nachfolgeproblematik als Ausgangssituation

Persönliche Motive (Ruhestand, Reduktion des persönlichen Risikos bzw. Konzentration auf andere Aktivitäten) und keine geeigneten Nachfolger in der Familie waren der Auslöser für gegenständliches MBO. Nach jahrelanger Vorbereitung wurde dem operativen Geschäftsführer und 25% Mitgesellschafter die Übernahme der restlichen 75% angeboten. Dieser zeigte sich an einer Gesamtübernahme interessiert und beauftragte seinen Steuerberater mit seiner persönlichen Beratung und Unterstützung bei der Abwicklung des MBO.

Kaufpreisfindung/Unternehmensbewertung

Da der Manager die Entwicklung der Gesellschaft, deren Chancen und Risiken gut kannte, kamen die beiden Parteien bald an den entscheidenden Knackpunkt: Den Kaufpreis! So forderten die Verkäufer in einem ersten Schritt rd. 6,5 Mio. ohne diese Zahl plausibel begründen zu können. Der Steuerberater erstellte als Basis für weitere Gespräche eine Planrechnung und ermittelte ein Preisband (Ertragswertmethode). Es stellte sich relativ rasch heraus, dass die Preisvorstellungen der Verkäuferseite weit überzogen, betriebswirtschaftlich nicht argumentierbar und vor allem nicht finanzierbar waren. In zähen, vom Steuerberater unterstützten Verhandlungen, konnte schließlich ein Kaufpreis von € 4,5 Mio. (- 30%) fixiert werden.

<i>Jahr</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Umsatz	4.306.500.-	4.652.000.-
EGT	437.500.-	522.500.-
Op. Cash Flow	739.000.-	793.000.-
Eigenkapital	2.001.500.-	1.517.500.-

Strukturierung der Transaktion

Um nun das Risiko für den Käufer zu minimieren und die - persönlich begrenzten Finanzmittel und Sicherheiten optimal zu nutzen, hat der Steuerberater folgendes Zahlungsmodell vorgeschlagen:

- 25% des Kaufpreises bei Vertragsunterzeichnung in bar
- 30% des Kaufpreises durch Verwertung eines Firmengrundstückes bei gleichzeitigem Verzicht des Managers auf den anteiligen Erlös
- 15% durch Übertrag von Firmenwertpapiere an den Verkäufer
- 30% des Kaufpreises nach 2 Jahren (Earn Out Zahlung)

Finanzplan

<i>Jahr</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
25% in bar	1.125.000.-				
30% Grundverkauf	1.350.000.-				
15% Übertrag Wertpapiere	675.000.-				
30% Earn Out Zahlung			1.350.000.-		
Barmittel des Übernehmers	450.000.-				
Factoring	400.000.-				
Kapitaldienst	275.000.-	137.500	1.350.000.-	900.000.-	450.000.-

Management Buy Out – eine attraktive Möglichkeit zur Unternehmensnachfolge

Im Zuge der Verhandlungen hat sich mehrfach gezeigt, dass auch die Altgesellschafter sehr an dieser Variante zur Nachfolge interessiert waren. Das langjährige Vertrauensverhältnis zum Käufer ermöglichte die flexiblen Zahlungsmodalitäten und somit die problemlose Abwicklung der Transaktion. Darüber hinaus wird durch diese Art der Nachfolge im Unternehmen die Kontinuität im Management gewahrt und Reibungsverluste, die eine Übernahme durch Externe mit sich bringt, vermieden.

8. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Untersuchung hatte sich zum Ziel gesetzt, die bei einer familienexternen Unternehmensnachfolge auftretenden Finanzierungsprobleme systematisch zu erfassen, um auf Grundlage finanzierungstheoretischer Überlegungen zu Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungsösungen zu gelangen.

Im Grundlagenkapitel 2 und 3 wurde dazu zunächst die volkswirtschaftliche Relevanz der Fragestellung erläutert sowie der Untersuchungsgegenstand „Familienexterne Nachfolgefinanzierung von KMUs in Österreich“ einer genaueren typologischen Betrachtung unterzogen. Neben den Grundlagen der Finanzierungstheorie wurde dazu auch die einschlägige Literatur ausgewertet, um letztlich den Stand der Forschung zu erfassen.

Das 4. und 5. Kapitel hat den Prozess der familienexternen Unternehmensnachfolge analysiert sowie den institutionellen Rahmen in den Mittelpunkt gerückt. Als Ergebnis konnte herausgearbeitet werden, welche Finanzierungsmittel und –institutionen für die Nachfolgefinanzierung herangezogen werden können.

Das 6. Kapitel stößt dann zum Kern der Untersuchung vor. Aus dem Blickwinkel der Finanzierungstheorie wurden die Finanzierungsinstrumente und deren Wirkung auf Bezug von direkte Kapitalkosten, Liquidität, Steuern, Bilanzstruktur und Mitsprache erarbeitet.

Im abschließenden 7. Kapitel wurde dann das Augenmerk darauf gelegt, welche finanzierungsrelevante Merkmale die einzelnen Nachfolgetypen aufweisen und wie diesen zu begegnen ist. Über die rein finanzierungstheoretische Betrachtungsweise hinaus wurden ebenso institutionelle Aspekte in die Diskussion integriert. Neben der Frage der rechtlichen Umsetzbarkeit ist es unter dem Blickwinkel der praktischen Realisierbarkeit einer Finanzierungslösung von besonderer Bedeutung, ob die diskutierten Finanzmittel auch tatsächlich an den Finanz- und Kapitalmärkten verfügbar sind. Dies in Verbindung mit den finanzierungstheoretischen Überlegungen führt dann zum Ziel der Arbeit, finanzierungstheoretisch fundierte Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungsösungen zu formulieren.

Die vorgestellten Untersuchungsergebnisse haben verdeutlicht, dass sich bei der Finanzierung der familienexternen Unternehmensnachfolge dem Nachfolger eine Reihe von Finanzierungsalternativen eröffnen, die es im Rahmen der Übernahmeplanung sorgfältig zu prüfen gilt. Als

problematisch ist dabei jedoch zu sehen, dass derzeit noch ein großes Defizit beim Qualifikationsniveau von mittelständischen Unternehmern in Finanzierungsfragen festzustellen ist. Vor diesem Hintergrund war es ein Untersuchungsziel, das Möglichen-spektrum an Finanzierungsalternativen aufzuzeigen und dies quasi als Handreichung für individuelle Überlegungen zur konkreten Strukturierung des Einzelfalls anzubieten.

Folgende Empfehlungen lassen sich für den Unternehmensnachfolger aus der Arbeit ableiten.

- Asset Deal bevorzugen
- Earn Out Methode anwenden
- mehrere Gesamtbewertungsverfahren verwenden
- auch direkt Beteiligungen in Betracht ziehen (bei angespannter Liquidität)
- Factoring nutzen
- Förderungen beantragen

Allerdings sei darauf hingewiesen, dass eine finanzierungstheoretisch orientierte Argumentation notwendigerweise gewissen Beschränkungen unterlegen ist, insbesondere was die Übertragung der theoretischen Erkenntnisse auf real beobachtbare Phänomene betrifft. Somit wäre es wünschenswert, wenn sich künftige Forschungsaktivitäten mit einer empirischen Überprüfung der hier theoretisch geführten Argumentation widmen würden. Als wesentliche Herausforderung gilt es hierbei die Schwierigkeit der Gewinnung eines geeigneten Datenmaterials zu überwinden.

„Es ist oft produktiver, einen Tag lang über sein Geld nachzudenken, als einen ganzen Monat für sein Geld zu arbeiten.“¹⁵⁴

¹⁵⁴ Zitat von Heinz Brestel, deutscher Finanzpublizist

Literatur

Betsch, O./Groh, A./Schmid, K., 2000, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München: Oldenburg.

Brebeck, F./Kohtes, W./Schönbeck, T., 2005, Traditionelle und innovative Unternehmensbewertung durch Finanzinvestoren, in: Berens/Brauner/Frodermann, S.87-114, Stuttgart:Schäffer-Poeschel.

Brüser, J., 2007, Unternehmensnachfolge: Wie Sie als Mittelständler den Stab weitergeben, 1. Auflage, Berlin: Cornelsen.

Büschgen, H., 1998, Praxishandbuch Leasing, München: Beck.

Drukarczyk, J., 1999, Finanzierung: Eine Einführung, 8. Auflage, Stuttgart: Lucius & Lucius.

Drukarczyk, J., 2003, Unternehmensbewertung, 4. Auflage, München: Vahlen.

Ebster, C./Stalzer, L., 2008, Wissenschaftliches Arbeiten für Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler, Wien: UTB.

Feldbauer-Durstmüller, B./Pernsteiner, H./Rohatschek, R./Tumpel, M., 2008, Familienunternehmen, Wien: Linde.

Felden, B./Klaus, A., 2003, Unternehmensnachfolge, Reihe Praxis Creditreform, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Felden, B./Pfannenschwarz, A., 2008, Unternehmensnachfolge: Perspektiven und Instrumente für Lehre und Praxis, München: Oldenburg.

Förster, G./Brinkmann, L., 2005, Steuerliche Aspekte der Gründungsfinanzierung, in: Börner/Grichnik, Heidelberg: Physika.

Fueglistaller, U./Müller, C./Volery, T., 2004, Entrepreneurship: Modelle –Umsetzung – Perspektiven. Mit Fallbeispielen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz, Wiesbaden: Gabler.

Georgieff, A./Biagosch, M., 2005, Finanzierungsinstrumente von Finanzinvestoren, in: Berens/Brauner/Frodermann, Stuttgart: Schäfer-Poeschel

Götz, A., 2003, Management Buy Out – Instrument für Unternehmensnachfolge und Restrukturierung, in: Die Bank, 11, S. 738

Junge Wirtschaft/Gründer-Service der Wirtschaftskammer Österreich, 2007, Leitfaden zur Betriebsnachfolge, 7. Auflage, Wien.

Herbst, G., 2005, Bankkredit oder Unternehmensanleihe? Eine entscheidungsorientierte Analyse unter Berücksichtigung empirischer Auswertungen, Hamburg: Dr. Kovac.

Hoffelner, M., 2005, Unternehmensnachfolge im Wege des Management Buy Out: Fallbeispiel Nero AG, in: Brost, S. 447-469

Hohenlohe, C. L., 2006, Die erfolgreiche Unternehmensnachfolge: Betriebsübernahme als Existenzgründung mit Checklisten, Tipps und Finanzierungsbeispielen, Heidelberg:Redline.

Kailer, N./Pernsteiner, H./Schauer, R., 2000, Initiativen zur Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung, Wien: Linde.

Kerkhoff, E./Ballarini, K./Keese, D., 2004, Generationenwechsel in mittelständischen Unternehmen, Karlsruhe.

KMU Forschung AUSTRIA, 2008, Unternehmensübergaben und –nachfolgen in Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) der gewerblichen Wirtschaft Österreichs, Endbericht, Wien.

Klein, S., 2004, Familienunternehmen: theoretische und empirische Grundlagen, 2. Auflage, Wiesbaden

Lechner, K./Egger, A./Schauer, R., 1999, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. Auflage, Wien: Linde.

LeMar, B., 2004, Generations- und Führungswechsel im Familienunternehmen, Mit Gefühl und Kalkül den Wandel gestalten, Berlin: Springer.

Mertens, R., 2003, Varianten der Unternehmensnachfolge im Mittelstand, in: Finanz Betrieb,5, S.283-289.

Mertens, R., 2004, Effiziente Gestaltung der familienexternen Unternehmensnachfolge: Fremdmanagement, Stiftung, MBO/MBI, Hamburg.

Mieg, H./Näf, M., 2005, Experteninterviews in den Umwelt- und Planungswissenschaften. Eine Einführung und Anleitung, Zürich: Skript.

- Nathusius, K., 2003**, Finanzierungsinstrumente für unterschiedliche Gründungsmodelle, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 55, S. 158-193
- Olbrich, M., 2003**, Unternehmensnachfolge und Unternehmensgründung: Entrepreneurship in Forschung und Lehre, Frankfurt
- Perridon, L., /Steiner, M., 1997**, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 9. Auflage, München: Vahlen.
- Riedel, H., 2003**, Unternehmensnachfolge regeln, Wiesbaden: Gabler.
- Schauer, R./Kailer, N./Feldbauer-Durstmüller, B., 2005**, Mittelständische Unternehmen: Probleme der Unternehmensnachfolge, Linz: Trauner.
- Schefczyk, M., 2000**, Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- Schmude, J./Leiner, R., 2003**, Unternehmensnachfolge als Gründungsvariante, in: Steinle, Claus: Gründung von Technologieunternehmen: Merkmale, Erfolge, empirische Ergebnisse, Wiesbaden.
- Schön, M., 2004**, Motive und Ziele des Unternehmers bei der Nachfolgegestaltung, in: Schlecht & Partner/Taylor Wessing, S. 25-33
- Schulte, R., 2006**, Finanzierungsstrategien kleiner und mittlerer Unternehmen, in: Martin, Albert (Hrsg.): Managementstrategien von klein und mittleren Unternehmen, Münster: Hampp.
- Seippel, M./Tröger, N., 2003**, Unternehmenskauf und Private Equity, in: Nachfolgefragen bei Familienunternehmen, Unternehmenskauf und Private Equity als Alternative zur Börse, Heidelberg: Springer.
- Slupetzky, A., 2002**, Außerfamiliäre Nachfolge in KMUs in Österreich, Dissertation, Linz
- Steiner, M./Kölsch, K., 1989**, Finanzierung: Zielsetzungen, zentrale Ergebnisse und Entwicklungsmöglichkeiten der Finanzierungsforschung, in: Die Betriebswirtschaft, 49,4, S.409-432
- Upton, N./Petty, W., 2000**, Venture Capital Investments and US family business, in: Venture Capital, 2, 2000, S. 27-39

Anhang: KMU Forschung Austria 24.09.2009

Oenace 2003: C-K (ohne Land- und Forstwirtschaft und persönliche Dienstleistungen)

Bilanzbranchenbild 2007/2008 (Bilanzstichtag zwischen 1.7.2007 und 30.6.2008)

Vermögens-, Kapitalstruktur der KMUs in Österreich

VERMÖGENSSTRUKTUR (in %)

Positionsbezeichnung	Kleine- und mittlere Unternehmen				Großbetriebe
	Kleinst-betriebe	Kleinbetriebe	Mittelbetriebe	KMU	
Anzahl der ausgewerteten Betriebe	45.154	21.418	6.245	72.817	1.609
Aufwendungen gem. § 198 UGB	0,04	0,02	0,04	0,03	0,03
Immaterielles Anlagevermögen	3,49	2,92	2,44	2,73	3,13
Sachanlagevermögen	44,08	39,60	34,06	37,17	27,79
Finanzanlagevermögen	2,36	3,71	8,09	5,91	20,02
Anlagevermögen	49,96	46,25	44,63	45,84	50,96
Vorräte	17,66	18,30	17,84	17,97	15,25
Kundenforderungen	15,80	18,12	15,91	16,63	9,94
Sonstiges Umlaufvermögen	8,75	9,88	13,72	11,82	18,29
Liquide Mittel	7,51	7,11	7,52	7,38	4,89
Umlaufvermögen	49,71	53,41	55,00	53,80	48,37
Aktive Rechnungsabgrenzung	0,32	0,35	0,37	0,36	0,67
GESAMTVERMÖGEN	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

KAPITALSTRUKTUR (in %)

Positionsbezeichnung	Kleine- und mittlere Unternehmen				Großbetriebe
	Kleinst-betriebe	Kleinbetriebe	Mittelbetriebe	KMU	
Eigenkapital	9,84	20,02	29,39	23,81	35,99
Sozialkapital	1,81	2,99	3,72	3,24	4,43
Langfristige Bankverbindlichkeiten	32,17	22,56	12,12	18,12	7,34
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	3,63	3,48	3,28	3,39	6,26
Langfristiges Fremdkapital	35,80	26,03	15,40	21,51	13,60
Kurzfristige Bankverbindlichkeiten	19,44	16,16	13,88	15,34	7,54
Erhaltene Anzahlungen	3,62	4,87	5,92	5,28	5,76
Lieferverbindlichkeiten	14,23	12,97	10,60	11,84	8,58
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	15,15	16,72	20,58	18,62	22,82
Kurzfristiges Fremdkapital	52,44	50,73	50,99	51,08	44,70
Fremdkapital	88,24	76,76	66,39	72,59	58,30
Passive Rechnungsabgrenzung	0,11	0,23	0,51	0,36	1,28
GESAMTKAPITAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

KENNZAHLEN

Positionsbezeichnung	Kleine- und mittlere Unternehmen				Großbetriebe	
	Kleinst-betriebe	Kleinbetriebe	Mittelbetriebe	KMU		
Anzahl der ausgewerteten Betriebe	45.154	21.418	6.245	72.817	1.609	
Ertrags- und Rentabilitätskennzahlen						
Kapitalumschlag	x	1,59	1,56	1,44	1,50	1,25
Umsatzrentabilität I (EGT vor Finanzierungskosten)	%	4,81	5,11	5,07	5,05	7,92
Umsatzrentabilität II (nach Finanzergebnis)	%	1,86	2,54	2,43	2,39	4,53
Gesamtkapitalrentabilität I (ROI)	%	7,64	7,96	7,30	7,56	9,88
Gesamtkapitalrentabilität II (nach Finanzergebnis)	%	2,96	3,96	3,50	3,58	5,65
Korr. Cash flow in Prozent der Betriebsleistung	%	6,53	6,93	7,04	6,93	9,56
Kennzahlen zum Vermögen						
Sachanlagenintensität	%	44,08	39,60	34,06	37,17	27,79
Sachanlagenintensität (ohne Gebäude)	%	17,08	15,45	17,87	16,97	17,50
Vorräte in % der Betriebsleistung	%	11,11	11,75	12,38	11,99	12,22
Kundenforderungen in % der Betriebsleistung	%	8,28	9,69	9,21	9,25	6,64
Investitionen in Prozent der Betriebsleistung	%	5,65	4,96	4,49	4,83	5,77
Investitionsdeckung	%	145,69	143,07	132,36	138,30	168,95
Kennzahlen zur Finanzierung und Liquidität						
Verschuldungsgrad	%	88,24	76,76	66,39	72,59	58,30
Eigenkapitalquote	%	9,84	20,02	29,39	23,81	35,99
Bankverschuldung	%	51,61	38,72	26,00	33,46	14,88
Anlagendeckung	%	94,97	106,05	108,70	105,91	106,00
Liquidität	%	95,22	105,49	107,54	105,27	106,65
Schuldentilgungsdauer	Jahre	7,78	6,45	5,81	6,28	4,48
Produktivitätskennzahlen						
Bruttoproduktivität	x	5,00	4,79	5,18	5,02	7,20
Nettoproduktivität	x	2,13	1,99	2,00	2,02	2,37

INHALTSVERZEICHNIS

1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung und Abgrenzung	2
1.3 Aufbau der Arbeit	3
2 Grundlagen	5
2.1 Probleme in der Unternehmensnachfolge	5
2.2 Definition der Unternehmensnachfolge	8
2.3 Definition von klein und mittlere Unternehmen (KMU)	9
2.4 Finanzierungssituation von KMU	10
2.5 Arten von familienexterner Unternehmensübernahme	12
2.6 Forschung zu Nachfolgefiananzierung	13
2.7 Empirische Untersuchungen	14
2.7.1 Deutschsprachige Forschung	14
2.6.2 Internationale Forschung	17
3 Typologie von externen Unternehmensnachfolgen	18
3.1 Übersicht	18
3.2 Kleinstunternehmens Nachfolger	19
3.3 Nachfolge Management Buy Out	20
3.4 Nachfolge Management Buy In	21
3.5 Sanierungs Management Buy In	21
3.6 Zwischenfazit	22
4 Prozess und Finanzierung der Unternehmensnachfolge	26
4.1 Überblick	26
4.2 Prozess der Unternehmensnachfolge	26
4.2.1 Beteiligte	26
4.2.2 Erwerbsarten	27
4.2.3 Übergabearten von Eigentum und Leitungsmacht	29
4.3 Sorgfaltsprüfung (Due Diligence)	33
4.4 Unternehmensbewertung	34
4.4.1 Grundlagen	34
4.4.2 Verfahren für KMU	35
4.4.3 Einzelbewertungsverfahren	37

4.4.4	Gesamtbewertungsverfahren	38
4.4.5	Besonderheiten bei Kleinstunternehmensbewertungen.....	40
4.4.6	Zwischenfazit	40
4.5	<i>Kaufpreisverhandlung</i>	41
4.6	<i>Grenzen der Unternehmensbewertung</i>	43
4.7	<i>Kapitalbedarfs- und Finanzplanung</i>	45
5.	Finanzierungsinstrumente	47
5.1	<i>Begriffsbestimmung und Einteilung</i>	47
5.2	<i>Fremdkapitalfinanzierung</i>	50
5.2.1	Standardkreditvertrag	51
5.2.2	Unbesicherte Darlehen	51
5.2.3	Leasing	52
5.2.4	Forderungsverkauf (Factoring)	53
5.2.5	Unternehmensanleihen	53
5.3	<i>Mezzanine Finanzierung</i>	55
5.3.1	Wandel-/Optionsanleihe.....	56
5.4	<i>Eigenkapitalfinanzierung</i>	57
5.4.1	Stille Beteiligung	57
5.4.2	Genussrechte	57
5.4.3	Direkte Kapitalbeteiligung	58
6	Beurteilung von Finanzierungsalternativen	60
6.1	<i>Überblick</i>	60
6.2	<i>Fremdkapitalfinanzierung</i>	63
6.2.1	Standardkreditvertrag	63
6.2.2	Unbesicherte Darlehen	64
6.2.3	Leasing	64
6.2.4	Forderungsverkauf (Factoring)	66
6.2.5	Unternehmensanleihen	67
6.3	<i>Mezzanine Finanzierung</i>	68
6.3.1	Wandel- und Optionsanleihen	68
6.4	<i>Eigenkapitalfinanzierung</i>	69
6.4.1	Stille Beteiligung	69
6.4.2	Genussrechte	70
6.4.3	Direkte Beteiligung.....	71
6.5	<i>Zusammenfassung</i>	72

7 Auswertung	73
7.1 Übersicht	73
7.2 Finanzierungsrelevante Merkmale der Nachfolgetypen.....	74
7.2.1 Kleinstunternehmens Nachfolger	78
7.2.2 Nachfolge Management Buy Out.....	80
7.2.3 Nachfolge Management Buy In.....	83
7.2.4 Sanierungs-Management Buy In.....	84
7.3 Empfehlungen für typenspezifische Finanzierungslösungen.....	86
7.3.1 Kapitalbereitstellung aus dem privaten Umfeld des Nachfolgers oder Senior	88
7.3.2 Kleinstunternehmens Nachfolger	89
7.3.3 Nachfolge Management Buy Out.....	91
7.3.4 Nachfolge Management Buy In.....	95
7.3.5 Sanierungs-Management Buy In.....	95
7.3.6 Graphische Zusammenfassung von Fallbeispielen.....	97
7.3.7 Fallbeispiel: MBO eines mittelständischen Süßwarenproduzenten	99
8. Zusammenfassung und Ausblick	101
Literatur	103
Anhang: KMU Forschung Austria 24.09.2009	106
<i>Vermögens-, Kapitalstruktur der KMUs in Österreich</i>	106

Abbildungsverzeichnis

<i>Abb. 1: Alternativen der Unternehmensnachfolge</i>	5
<i>Abb. 2: Verkaufserlös in Abhängigkeit der realisierten Nachfolgelösung</i>	6
<i>Abb. 3: Anteile der Unternehmensnachfolgen in Österreich außerhalb der Familie, 1996-2006</i>	7
<i>Abb. 4: KMU Definition laut EU-Definition 2003</i>	9
<i>Abb. 5: Inanspruchnahme von Finanzierungsquellen bei familienexternen Unternehmensnachfolgen (Mehrfachnennungen möglich)</i>	15
<i>Abb. 6: Ursachen für Finanzierungsprobleme (Mehrfachnennungen möglich)</i>	16
<i>Abb. 7: Typen von familienexternen Unternehmensnachfolgen</i>	24
<i>Abb. 8: Nutzung und Bewertung von Beratungs- und Unterstützungsquellen im Nachfolgeprozess</i>	27
<i>Abb. 9: Struktur eines MBO/MBI</i>	28
<i>Abb. 10: Varianten der Übergabe von Eigentum und Leitungsmacht vom Senior auf den Nachfolger</i>	30
<i>Abb. 11: Rolle des Übergebers nach der Übergabe (familienexterner Übergabe)</i>	32
<i>Abb. 12: Methoden der Unternehmensbewertung</i>	36
<i>Abb. 13: Verwendete Bewertungsverfahren in der Praxis</i>	37
<i>Abb. 14: Varianten der Kaufpreiszahlung beim Unternehmensverkauf</i>	42
<i>Abb. 15: Potentielle Ziele von Senior und Nachfolger</i>	44
<i>Abb. 16: Einteilung der Finanzierungsformen</i>	48
<i>Abb. 17: Ausgewählte Finanzierungsinstrumente</i>	49
<i>Abb. 18: Firmenanleihen: Volumen Neulistings</i>	54
<i>Abb. 19: Direkte Beteiligungsfinanzierung in Abhängigkeit von der Rechtsform der Unternehmung</i>	59
<i>Abb. 20: Beurteilungskriterien für Finanzierungsinstrumente</i>	61
<i>Abb. 21: Ausprägung der Auswahlkriterien bei der Wahl der Finanzierungsinstrumente</i>	72
<i>Abb. 22: Einflussfaktoren bei der Kapitalstrukturentscheidung</i>	73
<i>Abb. 23: Finanzierungsrelevante Merkmale</i>	77
<i>Abb. 24: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Kleinstunternehmens Nachfolger</i>	80
<i>Abb. 25: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Nachfolge MBO</i>	82
<i>Abb. 26: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Nachfolge MBI</i>	83
<i>Abb. 27: Finanzierungsrelevante Merkmale des Typs Sanierungs-MBI</i>	86
<i>Abb. 28: Parameter der Finanzierungslösung aus Sicht des Nachfolgers</i>	87
<i>Abb. 29: Graphische Darstellung von Fallbeispielen</i>	99

Erklärung zur Verfassung der Arbeit

Mag. Thomas Hergetz, Dambachstrasse 147, 4451 Garsten

„Hiermit erkläre ich, dass ich diese Arbeit selbständig verfasst habe, dass ich die verwendeten Quellen und Hilfsmittel vollständig angegeben habe und dass ich die Stellen der Arbeit – einschließlich Tabellen, Karten und Abbildungen –, die anderen Werken oder dem Internet im Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen sind, auf jeden Fall unter Angaben der Quelle als Entlehnung kenntlich gemacht habe.“

Garsten, 14.12.2009

Kurzfassung

„Die KMU Gründer sind in die Jahre gekommen.“ – so oder so ähnlich titelt die österreichische Wirtschaftspresse in den letzten Jahren häufiger. Die Diskussion über die Vielzahl der im österreichischen Klein- und Mittelstand anstehenden Unternehmensnachfolgen genießt mittlerweile eine große öffentliche Aufmerksamkeit.

Als einen möglichen Lösungsansatz für diese Nachfolgeproblematik untersucht diese Arbeit die familienexterne Unternehmensübernahme. Das Problem der Finanzierung des Kaufpreises für den Erwerb des Unternehmens steht dabei im Mittelpunkt des Interesses.

Die Diplomarbeit basiert auf einer theoretischen und praktischen Analyse, geht aber auch auf die institutionellen Rahmenbedingungen der Unternehmensfinanzierung in Österreich ein. Differenziert wird hierbei zwischen unterschiedliche Typen von Unternehmensnachfolgen, die bspw. sowohl die Übernahme von Kleinstbetrieben als auch die Übernahme von mittelständischen Unternehmen im Wege eines Management Buyouts umfassen können. Die formulierten typenspezifischen theoretischen und praktischen Empfehlungen können den Nachfolger bei der Erarbeitung einer Finanzierungslösung unterstützen.

Briefly summary

„The SME founders have come to the years.“ – so or so similarly the Austrian economic press are headlining during the last years more often. The discussion about the huge number in the Austrian small and middle company succession enjoys meanwhile a big public attention.

As a possible solution attempt for these succession problems this work examines the family-external company acquisition. Besides, the problem of the financing of the purchase price for the acquisition of the company stands in the center of the interest.

This work is based on a theoretical and practical analyse and is also considering the institutional basic conditions of the corporate financing in Austria. It is differentiated, on this occasion, between different types between company succession which can enclose the acquisition of small businesses as well as the acquisition of middle-class companies in the way of a management Buyouts for example. The formulated theoretical and practical recommendations specific for types can support the successor with the development of a financing solution.

