

Herausgeber: Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl

Unternehmensfinanzierung für den Mittelstand



Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl

Einleitung

Finanzierung ist für die meisten Unternehmer (zur Vereinfachung sprechen wir in diesem Buch von Unternehmern – selbstverständlich sind damit auch Unternehmerinnen gemeint) von Zeit zu Zeit und für einige Unternehmer immer ein Thema. Insbesondere wenn es um wichtige Weichenstellungen geht, wie z.B. größere Investitionen, Übernahmen, Herauskauf von Teilhabern, Nachfolgen, Umfinanzierungen usw., wird externes Kapital benötigt. Dabei kann die Auswahl des passenden Instruments und des richtigen Partners auch eine strategische Bedeutung für das Unternehmen gewinnen.

In den letzten Jahren haben sich die Finanzierungsmöglichkeiten deutlich erweitert und gewandelt. Neben die klassische Bankfinanzierung sind unter anderem Angebote von Eigenkapital-Investoren aus dem In- und Ausland, von Mezzanine-Finanzierern und von Kreditfonds getreten. Im Vergleich zum Bankkredit können sich Unternehmen damit zusätzliche Spielräume verschaffen und vor allem auch Vorhaben finanzieren, die mit den typischen Bankfinanzierungen allein nicht zu stemmen wären.

Mittelständische Unternehmen, die sich in der Regel erst dann mit Finanzierungsfragen befassen, wenn ein konkreter Anlass vorliegt, sind mit den Möglichkeiten und Abläufen weniger vertraut. Dafür sind Unternehmer und Management oft zu sehr mit Fragen des Tagesgeschäfts und der Unternehmensstrategie befasst.

Mit diesem Buch, das Beiträge praxiserfahrener Autoren zusammenfasst, möchten wir dazu beitragen, dass auch mittelständische Unternehmen einen Zugang zu alternativen Finanzierungsformen finden und von dem breiten Spektrum an Angeboten profitieren.

Das Augenmerk liegt auf Finanzierungen, die mit Eigenkapital-, Mezzanine- und Kredit-Investoren realisiert werden können. Diese Investoren haben ein hohes Interesse an gesunden kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Deutschland. In vielen Fällen lassen sich mit einem Mix aus Mitteln von Investoren und Banken ein großer Finanzierungsrahmen zu attraktiven Konditionen aufspannen.

Wir wünschen eine spannende Lektüre und vor allem geschäftlichen Erfolg!

Dipl.-Kfm. Thomas Fink, Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl

Inhalt

Einleitung	3
Inhalt	4
Finanzierungsformen und aktuelle Finanzierungsinstrumente	6
Aktuelle Lage und Grundlagen der Unternehmensfinanzierung . . . . .	.6
Eigenkapitalfinanzierung . . . . .	.7
<i>Beteiligungsfonds, Family Offices und strategische Investoren</i> . . . . .	.7
<i>Private Placements</i> . . . . .	.7
<i>Co-Finanzierungen</i> . . . . .	.7
Fremdkapitalfinanzierung . . . . .	.7
Die Mezzanine-Finanzierung als Mischform . . . . .	.8
Fazit . . . . .	.9
Erfolgsfaktoren für Finanzierungen	10
Der Finanzierungsprozess mit Investoren	11
Finanzierungsanlässe . . . . .	.11
Phase 1: Vorbereitungsphase . . . . .	.11
Phase 2: Businessplan und Unternehmensbewertung . . . . .	.12
Phase 3: Ansprache- und Auswahlprozess . . . . .	.12
Phase 4: Due Diligence . . . . .	.12
Phase 5: Verhandlungen und Vertragsgestaltung . . . . .	.13
Phase 6: Nach der Finanzierung . . . . .	.13
Fazit . . . . .	.13
Das Term Sheet – Verhandlungen mit potentiellen Partnern	14
Sinn und Zweck und Abgrenzungen . . . . .	.14
Rechtlicher Charakter und Bindungswirkung . . . . .	.15
Inhalte . . . . .	.15
Fazit und Empfehlungen . . . . .	.16
Die Due Diligence: Sorgfaltsprüfung	17
Zeitplanung und Vorbereitung . . . . .	.17
Bereitstellung von Informationen und Dokumentation . . . . .	.17
Vendor Due Diligence . . . . .	.18
Einrichtung des Datenraums . . . . .	.18
Unternehmensbesichtigung und Interviews . . . . .	.18
Fragen-und-Antworten-Katalog . . . . .	.18
Due-Diligence-Bericht . . . . .	.18
Fazit . . . . .	.19
Unternehmensbewertung im Rahmen von Finanzierungsprozessen	20
Ziele und Anlässe der Unternehmensbewertung . . . . .	.20
Verfahren zur Wertermittlung . . . . .	.20
<i>Substanzwertverfahren</i> . . . . .	.20
<i>Discounted-Cash-Flow-Verfahren</i> . . . . .	.21
<i>Multiplikatorverfahren</i> . . . . .	.21
Faktoren der Unternehmensbewertung . . . . .	.21
Herausforderungen der Bewertung . . . . .	.22

Der Beteiligungsvertrag – Kurz und bündig	23
Arten der Finanzierung/Beteiligung	23
Typische Inhalte eines Beteiligungsvertrages.	24
<i>Finanzierung</i>	24
<i>Verwässerungsschutz</i>	24
<i>Liquidationspräferenz</i>	24
<i>Verfügung über Anteile / Vinkulierung</i>	25
<i>Vorerwerbsrechte und Mitveräußerungsrecht</i>	25
<i>Mitveräußerungspflicht</i>	25
<i>Zukünftige Gewinnausschüttungen</i>	25
<i>Ausfall des Altgesellschafters/Bindung der Gründer/Gesellschafter</i>	25
<i>Wettbewerbsverbot</i>	25
<i>Garantien</i>	25
<i>Informationsrechte</i>	26
<i>Sonstige Vereinbarungen</i>	26
<i>Satzungsänderungen, Neufassung Satzung</i>	26
<i>Zustimmungspflichtige Geschäftsführungsmaßnahmen</i>	26
<i>Schutzrechtsvereinbarungen</i>	26
Verschiedenes	26
Mezzanine-Finanzierungen – Anbieter und Merkmale	27
Debt Funds	27
Mezzanine	27
Merkmale von Mezzanine.	28
Bilanzielles Eigenkapital	28
Steuerliches Fremdkapital.	28
Struktureller Nachrang.	29
Steuerliche Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten	30
Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten	30
§ 4 Abs. 4a EStG:	30
§ 4h EStG (Zinsschranke):	31
§ 3c Abs. 1 EStG:	31
§ 8 Nr. 1 GewSt:	31
Fazit	31
Externe Finanzierungen und Sicherheiten: Steuerliche Aspekte	32
Kapitalgesellschaften.	32
Personengesellschaften	33
Fazit	34
Autorenübersicht	35
Glossar	39
Impressum	40

Sophie Rosenbaum und Thomas Fink

Finanzierungsformen und aktuelle Finanzierungsinstrumente

So unterschiedlich die Anlässe für eine Finanzierungsaufnahme sein können, so breit ist auch das Angebot an Finanzierungsinstrumenten - Unternehmer sollten sich mit aktuellen Entwicklungen vertraut machen

Aktuelle Lage und Grundlagen der Unternehmensfinanzierung

Hauptfinanzierungsquelle deutscher Unternehmen ist nach wie vor die Kreditfinanzierung. Nach Angaben der Bundesbank waren Kredite in den letzten Jahren mit ca. 33% des Volumens die wichtigste Finanzierungsform. Dabei wurde der größte Teil der Kredite von Banken gewährt. Auf Grund der in den letzten Jahren deutlich verschärften Bankenregulierung einschließlich höherer Eigenkapitalvorschriften (Basel II+III), wird abzuwarten sein, wie sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen entwickelt.

Es ist auf jeden Fall zu beobachten, dass neben die klassischen Kreditangebote auch viele Alternativen von Nichtbanken getreten sind. Diese Finanzierungsinstrumente ersetzen aber nicht nur ggf. rückläufige Bankangebote, sondern bieten auch Lösungen für Situationen, in denen Bankkredite nicht oder nur eingeschränkt für Finanzierungen in Frage kommen.

So unterschiedlich die Anlässe für eine Finanzierungsaufnahme sein können, so breit ist auch das Angebot an Finanzierungsinstrumenten. Während sich bei der Innenfinanzierung das Unternehmen aus einbehaltenen

Gewinnen, dem Verkauf von Anlagevermögen oder über Rückstellungen aus sich heraus finanziert, kommen bei der Außenfinanzierung frische Mittel in das Unternehmen. Im Bereich der Außenfinanzierung gibt es die Eigenkapital-, die Fremdkapital- sowie die Mezzanine-Finanzierung.

*Ein Vergleich lohnt sich:
Neben klassischen Kreditangeboten
gibt es vielfältige Alternativen*

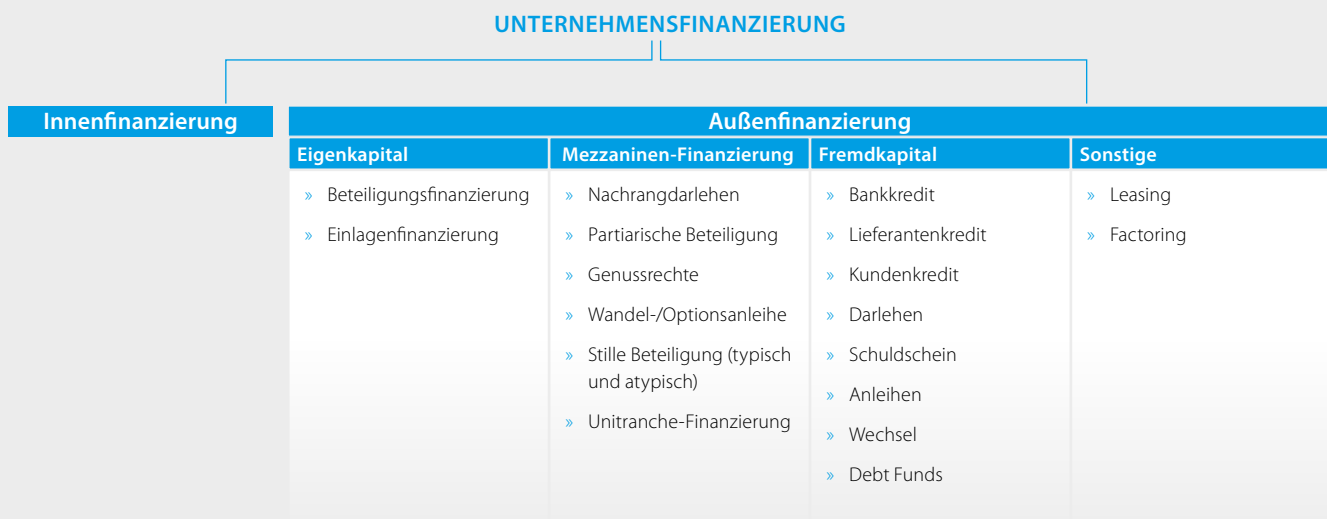


Abbildung 1: Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung
Eigendarstellung

Eigenkapitalfinanzierung

Bei der Eigenkapitalfinanzierung wird das bilanzielle Eigenkapital durch neue Einlagen in das Nominalkapital (Stamm- oder Grundkapital) bzw. in die Rücklagen erhöht. Wie einfach und schnell Eigenkapital beschafft werden kann, ist auch von der Rechtsform abhängig.

» Beteiligungsfonds, Family Offices und strategische Investoren

Die Eigenkapitalbasis kann durch die derzeitigen Anteilseigner oder durch die Aufnahme neuer Gesellschafter gestärkt werden. Soll die Finanzierung über neue Gesellschafter erfolgen, kommen zum Beispiel Beteiligungsfonds (Private Equity), mittelständische Beteiligungsgesellschaften, private Investoren oder Family Offices sowie strategische Investoren (z.B. wichtige Geschäftspartner) in Frage.

Eigenkapital dient auch als Fundament für Fremdkapital

Ein Großteil der typischen Beteiligungsfonds befasst sich mit Finanzierungen in einer Größenordnung zwischen 5 und 20 Mio. EUR. Dabei suchen verstärkt auch Anbieter aus dem Ausland nach attraktiven Beteiligungen in Deutschland. Auch größere Finanzierungen sind machbar. Voraussetzung ist in der Regel ein robustes und nachhaltig wachsendes Geschäft. Viele Family Offices agieren ähnlich professionell wie Beteiligungsgesellschaften und arbeiten in derselben Finanzierungsgrößenordnung. Andere Formen sind prinzipiell in verschiedenen Volumina verfügbar – eine Restriktion bilden dabei eigentlich nur die Transaktionskosten, so dass kleinere Finanzierungen eher standardisiert angeboten werden.

Hauptcharakteristika der Eigenkapitalfinanzierung sind der Verzicht auf eine Besicherung und das Mittragen von Risiken, aber auch Mitwirkungs- und Mitspracherechte des Investors sowie eine Gewinnbeteiligung. Insbesondere bei Minderheitsbeteiligungen sind die zu treffenden Vereinbarungen zum Schutz der Position des Investors mitunter relativ komplex. Die unternehmerische Freiheit des Unternehmers soll nicht zu stark eingeschränkt werden, gleichzeitig müssen die Belange des Investors geschützt werden. Da das Engagement oftmals zeitlich befristet ist, müssen ggf. auch Regelungen zum späteren Ausstieg (Exit) getroffen werden.

» Private Placements

Soll Kapital kleinteiliger aufgenommen werden, bieten sich auch Private Placements von Beteiligungen bei mehreren bzw. vielen privaten Kleinanlegern an. Dabei sind unbedingt die zuletzt wieder verschärften gesetzlichen Regulierungen zu beachten. Gleichwohl bleiben Wachstumsfinanzierungen bei Privatanlegern gerade in Zeiten eines niedrigen Zinsniveaus für regional bekannte Unternehmen eine sinnvolle Variante.

In den letzten Jahren haben sich einige außerbörsliche Emissions- und Handelsplattformen sowie Angebote für Crowdfinanzierungen entwickelt. Wenn dieser Weg zum Unternehmen passt, können damit mittlerweile auch Beträge im einstelligen Mio.-Bereich eingesammelt werden. Verbunden damit ist auf jeden Fall eine erhöhte Publizität.

» Co-Finanzierungen

Die öffentliche Hand bietet eine ganze Reihe von Co-Finanzierungsmodellen an. Das heißt, dass das Engagement von privaten Finanzierern pari passu aus öffentlichen Fonds ergänzt wird, was den privat einzuwerbenden Betrag deutlich reduzieren kann.

Fremdkapitalfinanzierung

Hauptmerkmal der Fremdkapitalfinanzierung ist die befristete Kapitalüberlassung zu einem festgelegten Zins, die in einem Vertrag festgeschrieben wird. Ebenso die Vorrangigkeit in der Rückführung gegenüber dem Eigenkapital.

Fremdkapitalfinanzierungen können in kurzfristige und langfristige Laufzeiten unterteilt werden. Zur kurzfristigen Fremdfinanzierung zählen Handelskredite (z.B. Lieferanten- und Kundenkredit), Bankkredite (z.B. Kontokorrentkredit) sowie Sonderformen (z.B. Forfaitierung). Bei der Forfaitierung handelt es sich ähnlich wie beim Factoring um einen Verkauf von Forderungen. Eine weitere Möglichkeit ist die Lagerfinanzierung, bei der größere Warenlager oder Vorräte kurzfristig finanziert werden.

Bei der langfristigen Fremdfinanzierung unterscheidet man mehrjährige Kredite, Hypothekendarlehen, Schuldscheindarlehen sowie Anleihen.

Fremdkapital als klassische Finanzierungsform ist im Wandel begriffen

Neben die klassischen Bankdarlehen bzw. die bei größeren Volumina möglichen Platzierungen von z.B. Schuldscheinen am Kapitalmarkt sind in den letzten Jahren Kreditfonds getreten. Während diese vor einigen Jahren vor allem von Beteiligungsgesellschaften zur Refinanzierung genutzt wurden und in der Regel sehr großvolumig agierten, kommen sie jetzt auch zur direkten Finanzierung von mittelständischen Unternehmen in Frage. Es gibt Angebote in der Größenordnung ab 5-10 Mio. EUR. Im Vergleich zu Banken sind Kreditfonds häufig flexibler und im Ansatz individueller.

Für kleinere Kreditvolumina bieten sich mittlerweile auch Kreditplattformen im Internet an. Nachdem diese nun einige Jahre am Markt sind, können viele davon als etabliert bezeichnet werden. Insbesondere für Volumina im Bereich einiger hunderttausend Euro sind sie eine zügig umsetzbare Alternative zu Banken.

Zu beachten ist, dass sowohl Kreditfonds als auch Kreditplattformen im Internet ähnliche Qualitätsmaßstäbe wie Banken an die zu finanzierenden Projekte und Unternehmen anlegen.

Die Mezzanine-Finanzierung als Mischform

Mehr zum Thema "Mezzanine-Finanzierungen" finden Sie auf Seite 27

Als Zwischenform des Eigen- und Fremdkapitals wird das Mezzanine-Kapital bezeichnet. Dabei vereint das Mezzanine-Kapital einzelne Eigenschaften des Eigen- und Fremdkapitals und zeichnet sich durch die Nachrangigkeit gegenüber klassischem Fremdkapital aus.

In Abhängigkeit von der konkreten Ausprägung befindet sich das Mezzanine-Kapital dichter am Eigenkapital oder am Fremdkapital. Dabei kann zwischen „Debt Mezzanine“, „Equity Mezzanine“ und hybriden Finanzinstrumenten unterschieden werden.

Je nach Ausprägung ist es möglich, das Mezzanine-Kapital bilanziell als Eigenkapital auszuzeichnen und steuerlich als Fremdkapital. Somit können Unternehmen ihre Eigenmittelquote erhöhen und die Bilanzstruktur stärken.

Ein großer Vorteil der Mezzanine-Finanzierung ist die Flexibilität der Ausgestaltung, z.B. mit bedarfsgerechten Abrufmöglichkeiten, ergebnisabhängigen Vergütungen, Zinsänderungen während der Laufzeit, flexiblen Tilgungen u.ä.

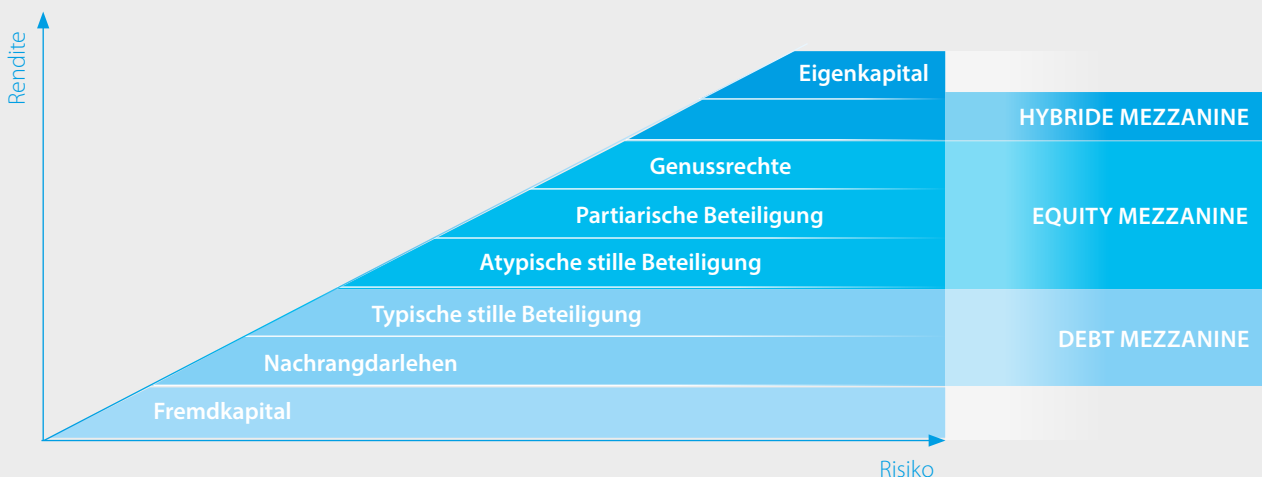


Abbildung 2: Rendite-Risiko-Profil von Mezzaninen Finanzierungsformen
Quelle: Eigendarstellung in Anlehnung an Rudolph (2006), S. 15.

Neben die klassischen Formen wie stillen Beteiligungen und partiarischen Darlehen sind in den letzten Jahren verstärkt beispielsweise Wandeldarlehen oder sogenannten Unitranche-Finanzierungen getreten. Unitranche-Finanzierungen stellen zwar rechtlich gesehen einen normalen Kreditvertrag dar und werden zu 100% aus einer Hand begeben. Tatsächlich bilden sie aber eine Mischung aus verschiedenen Finanzierungsinstrumenten, in der Regel aus einer Mezzanine-Finanzierung und Senior Debt. Mit der Ausplatzierung der Mezzanine-Tranche hat das aufnehmende Unternehmen aber nichts zu tun – darum kümmert sich der Finanzierer. Der Zinssatz bewegt sich zwischen dem üblichen Preis für Mezzanine und dem für Senior Debt. Für Unternehmen ergeben sich ein deutlich geringerer Koordinationsaufwand, eine flexible Ausgestaltung der Kreditkonditionen und Kostenvorteile, denn die Finanzierer können die Ausplatzierung deutlich günstiger vornehmen.

Anbieter sind neuerdings häufig spezielle Mezzaninefonds, die oft auch aus dem Ausland, vor allem aus Großbritannien agieren.

Im Bereich kleinvolumiger Mezzanine-Lösungen (einige hunderttausend Euro) gibt es eine Reihe von Anbietern, die standardisierte Produkte (z.B. stille Beteiligungen) anbieten. Der Umsetzungsprozess ist dabei relativ schlank gehalten, die Konditionen sind aber nur geringfügig verhandelbar.

Mezzanine-Kapital ist in verschiedenen Varianten verfügbar und kann sehr flexibel gestaltet werden

Fazit

Mittelständische Unternehmen sollten bei ihrer Finanzierung das in den letzten Jahren deutlich erweiterte Angebotsspektrum berücksichtigen. Damit lassen sich klassische Kredite zum Teil substituieren, vor allem aber lassen sich Finanzierungen aufstellen, für die Bankdarlehen nicht geeignet wären. Gerade in Fällen, in denen Bankkredite nicht gewährt werden können, bieten neue Finanzierungsformen eine interessante Alternative. Noch werden diese alternativen Finanzierungsformen und ihre Vorteile viel zu selten von Unternehmen genutzt. In Zukunft wird mit wachsender Bekanntheit der Möglichkeiten auch deren Verwendung stetig ansteigen.

Thomas Fink und Boris Schade

Erfolgsfaktoren für Finanzierungen

Jedes Unternehmen ist einzigartig und die Finanzierung muss zur konkreten Situation passen. Doch es gibt einige allgemeine Faktoren für eine erfolgreiche Umsetzung von Finanzierungen

1. Solide Vorbereitung

Vor dem eigentlichen Finanzierungsprozess sollte eine Situationsanalyse erfolgen und das zu finanzierende Vorhaben abschließend durchgeplant sein (klare Definition des Kapitalbedarfs und des Verwendungszwecks). Zu den vorzubereitenden Unterlagen gehören ein Business- und Finanzplan mit klaren Beschreibungen des Unternehmens und der zu finanzierenden Pläne. Auch die weiteren Unterlagen, wie Jahresabschlüsse usw., sollten vorbereitet sein. Die Abstimmung mit dem Steuerberater und ggf. mit Familie, Mitgesellschaftern sowie dem Management gehören ebenfalls zur Vorbereitung. Für die Umsetzung der Finanzierung sind geeignete Ressourcen zu schaffen.

2. Realistische Prüfung der Finanzierungsfähigkeit

Im Zuge der Finanzplanung sollte die Tragfähigkeit der gewünschten Finanzierung überprüft werden. Es ist überzeugend nachzuweisen, dass sich das Vorhaben rechnet. Passen Form, Bedingungen und strukturelle Eigenschaften der einzuplanenden Mittel zum Vorhaben? Welche Auswirkungen gibt es möglicherweise auf das Rating? Reichen Gestaltungsspielraum und Flexibilität der Finanzierung? Dabei muss auch an Belastungsszenarien gedacht werden. Damit wird sichergestellt, dass die Finanzierungsbemühungen in die richtige Richtung laufen und eine umgesetzte Finanzierung langfristig trägt.

3. Schlüssige Unternehmensstrategie

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die von Investoren im Zusammenhang mit einer Finanzierung geprüft und analysiert werden. Dazu zählt vor allem die Unternehmensstrategie. Diese muss nachvollziehbar und schlüssig sein, und sie sollte vom Unternehmer klar kommuniziert werden. Auch die kurzfristigen, mittelfristigen und langfristigen Ziele sollten im Einklang mit der Strategie stehen. Mittelfristige Ziele sollten innerhalb von 5 Jahren Resultate zeigen und vorab quantifizierbar sein. Bei den langfristigen Zielen kann auf genaue Prognosen und Zahlen verzichtet werden. Hier reicht es aus, wenn die Perspektive aufgezeigt wird.

4. Überzeugendes Management

Ein wesentliches Kriterium für Investoren bei der Beurteilung von Unternehmen ist die Besetzung der Unternehmensführung. Dazu gehören auch die zweite und ggf. sogar die dritte Ebene. Letztlich liegt beim Management die Verantwortung für die Umsetzung der Planung. Aber auch das notwendige persönliche Vertrauen spielt eine Rolle bei Finanzierungsentscheidungen.

5. Bewährtes Geschäftsmodell

Die vom Unternehmen angebotenen Produkte bzw. Leistungen sowie das damit verfolgte Geschäftsmodell müssen überzeugen. Ein Nachweis über den bisherigen Erfolg sollte ggf. ergänzt werden durch Analysen, wie sich das Modell in Krisenzeiten bewährt hat. Ein Blick auf den Wettbewerb bzw. auf Marktentwicklungen rundet die Darstellung ab.

Thomas Fink und Boris Schade

Der Finanzierungsprozess mit Investoren

Spezialisierte Corporate-Finance-Berater helfen Unternehmen beim Finden von passendem Kapital und können durch ihr Know-How den Finanzierungsprozess effizient und schlank gestalten

Viele Unternehmen stehen regelmäßig vor der Herausforderung, sich aus externen Quellen zu finanzieren. Dies ist immer dann der Fall, wenn die eigene Wirtschaftskraft für geplante größere Investitionen nicht ausreicht oder wenn Liquiditätsengpässe überbrückt werden müssen. Neben den Banken kommen auch Investoren als Finanzierungspartner in Betracht. Bei Finanzierungsanlässen, die nicht zum typischen Bankgeschäft gehören, ist der Einbezug von Investoren unerlässlich. Für mittelständische Unternehmen kann ein Finanzierungsprozess mit einem hohen Kosten- und Zeitaufwand verbunden sein.

Finanzierungsanlässe

Die Anlässe für Finanzierungen können sehr vielfältig sein. Häufig benötigen Unternehmen zusätzliches Kapital, weil sie ihre Marktposition durch Wachstum festigen wollen. Dieses Wachstum lässt sich oft nicht komplett aus eigener Kraft finanzieren. Die Expansion ins Ausland, der Kauf neuer Anlagen oder die Entwicklung neuer Produkte können einen hohen Kapitalbedarf mit sich bringen, der vorfinanziert werden muss. Auch die Übernahme von anderen Unternehmen oder Unternehmensnachfolgen sind häufige Finanzierungsanlässe. Des Weiteren kann eine Finanzierung notwendig werden, wenn bestehende Kredite auslaufen und eine Refinanzierung arrangiert werden muss.

Für die Realisierung einer externen Finanzierung sollten Unternehmen ausreichend Zeit einplanen und frühzeitig mit den Vorbereitungen beginnen. Mit Hilfe von Beratern können Unternehmen auf ein großes Netzwerk zurückgreifen und damit die Suche nach frischem Kapital vereinfachen. Die Herausforderung, insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen, besteht darin, einen geeigneten Finanzierungspartner mit den passenden Konditionen zu finden. Das Spektrum möglicher Investoren reicht von Beteiligungsgesellschaften über Family Offices bis zu Mezzanine-Finanzierern und Kreditfonds.

Phase 1: Vorbereitungsphase

Vor dem Einstieg in einen Finanzierungsprozess steht eine gründliche Vorbereitung: die strategischen Überlegungen müssen ausgereift sein, die Finanzierungsfähigkeit ist grundsätzlich zu klären und eine realistische Zeitplanung muss aufgestellt werden.

Wichtig ist, dass sich Unternehmer und Management mit der Frage befassen, welche Art von Investoren sie sich als Partner vorstellen können. Insbesondere wenn es um echtes Eigenkapital geht, kommt mit der Finanzierung ein Mitgesellschafter an Bord, von dem eine Trennung nicht mehr ohne weiteres möglich ist. Eine passende Finanzierung kann über den konkreten Finanzierungsanlass hinaus sowohl strategische als auch operative Vorteile für das Unternehmen haben. Höhe und Struktur der Finanzierung sind in der Vorbereitungsphase in Grundzügen zu klären.

In der Vorbereitungsphase stellt das Unternehmen außerdem alle notwendigen Dokumente zusammen. Dies sind in erster Linie Jahresabschlüsse, betriebswirtschaftliche Auswertungen, Summen- und Saldenlisten sowie sonstige relevante Informationen über das Unternehmen. Während dieser Phase müssen unbedingt auch die hier im separaten Beitrag beschriebenen möglichen steuerlichen Aspekte geklärt werden.

Phase 2: Businessplan und Unternehmensbewertung

Für den Finanzierungsprozess wird ein Businessplan erstellt. Dieses Dokument ist eine komprimierte Darstellung des Unternehmens, der zu finanzierenden Ziele und der finanziellen Auswirkungen des zu finanzierenden Vorhabens. Der Businessplan dient der eigenen vertieften Auseinandersetzung mit dem Finanzierungsvorhaben und der Vorlage bei den potenziellen Investoren.

Der Businessplan sollte stets über eine interessante Investmentstory verfügen, um das Interesse von Investoren zu wecken. Mögliche Eckpfeiler einer solchen Story sind klare Wachstumsmärkte, ein interessantes Produktportfolio, Entwicklungsprojekte sowie ein eingespieltes Team und Netzwerk. Durch die Darstellung und Fokussierung dieser Abgrenzungs- und Alleinstellungsmerkmale lässt sich der gewünschte Investorenkreis für das Unternehmen begeistern.

Die betriebswirtschaftlichen Analysen und Auswertungen geschehen meistens in enger Zusammenarbeit mit den Finanzierungsberatern des Unternehmens. Diese erstellen anhand der Dokumente ein Finanzmodell, das neben den aufbereiteten historischen Werten auch eine detaillierte Finanzplanung enthält. Dabei werden die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und die Cash-Flow-Planung für die nächsten drei bis fünf Jahre prognostiziert. Daraus lassen sich diverse Kennzahlen ableiten, die auch für die Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle spielen.

Mehr zum Thema "Unternehmensbewertung im Rahmen von Finanzierungsprozessen" finden Sie auf Seite 20

Um faire Konditionen für die Finanzierung zu erhalten, bedarf es vor dem Einstieg in Verhandlungen einer professionellen Unternehmensbewertung. Die gängigsten Bewertungsmethoden sind das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF) sowie die Bewertung durch Multiplikatoren.

Ein solides Bewertungsschema zeigt auch Faktoren auf, die zu einer Wertsteigerung beitragen. Es wird empfohlen, sich mit der Bewertung und den Wert-Faktoren möglichst früh auseinanderzusetzen, da viele Maßnahmen erst nach einiger Zeit ihre volle Wirkung entfalten.

Phase 3: Ansprache- und Auswahlprozess

Ausgehend von der geplanten Finanzierungsart wird eine Liste mit potenziellen Investoren erstellt. Die Ansprache erfolgt in der Regel per Verfahrensbrief und mit einem anonymisierten Übersichtsmemorandum (max. 2 bis 5 Seiten). Das Übersichtsmemorandum soll potenziellen Investoren erste Informationen vermitteln und das Interesse wecken. Potenzielle Investoren erhalten den kompletten Businessplan, sobald sie eine Vertraulichkeitserklärung unterschrieben haben. Auf dieser Grundlage finden erste Meetings zwischen Unternehmer/Management und Investor statt. Diese Meetings dienen dazu, sich kennenzulernen, das Unternehmen vorzustellen und grundsätzliche Fragen zu beantworten. Neben den Fragen des Investors zum Businessplan bietet sich auch dem Unternehmer/Management die Möglichkeit, sich über die Absichten des Investors zu informieren. Sofern weitergehendes Interesse besteht, bekundet der potenzielle Investor dies durch ein indikatives Angebot. Das Angebot wird in dem hier weiter hinten näher beschriebenen Term Sheet oder Vorvertrag festgehalten. Neben dem Angebot enthält ein Term Sheet außerdem Punkte wie z.B. Exklusivität und den weiteren zeitlichen Ablauf des Finanzierungsprozesses. Das Term Sheet bildet dann die Grundlage für die Due-Diligence-Prüfung. Zusammen mit dem Unternehmer wählen die Berater häufig bis zu drei potenzielle Investoren aus, mit denen der Prozess weitergeführt wird. Durch die Auswahl mehrerer Interessenten wird ein Wettbewerb geschaffen, der dem Unternehmen möglichst gute Konditionen sichern soll.

Mehr zum Thema "Das Term Sheet –" finden Sie auf Seite 14

Phase 4: Due Diligence

Due Diligence bedeutet „die sorgfältige Prüfung“ und dient insbesondere dazu, dass sich potentielle Investoren ein detaillierteres Bild des Unternehmens machen können. Da der Due-Diligence-Prozess viel Zeit benötigt und hohe Kosten verursachen kann, wird empfohlen, alle notwendigen Informationen im Vorhinein zusammenzustellen und zu strukturieren. Während des Due-Diligence-Prozesses machen sich die Interessenten ein komplettes Bild des Unternehmens und analysieren mögliche Chancen und Risiken. Dafür werden alle ausschlaggebenden Dokumente zusammengestellt und in der Regel in eine digitale Form gebracht. Zu den wesentlichen Dokumenten zählen Gesellschafter-, Kredit-, Zulieferer-, Distributions-, Arbeitsverträge und sonstige Dokumente, die wichtige Aspekte des Unternehmens betreffen. Während des Prüfprozesses wird der potenzielle Investor auch die Realisierbarkeit der ursprünglichen Planung prüfen.

Mehr zum Thema "Die Due Diligence: Sorgfaltsprüfung" finden Sie auf Seite 17

Analyse möglicher Chancen und Risiken: eine gute Vorbereitung spart Zeit und sichert den Erfolg

Alle Informationen werden in einem Datenraum zur Verfügung gestellt. Heute werden oft virtuelle Datenräume auf gesicherten Servern benutzt. Zu diesen haben nur die ausgewählten Interessenten Zugriff. Je nach Anbieter können die Datenräume so eingerichtet werden, dass Dokumente weder kopiert noch heruntergeladen werden können und dass nachvollziehbar ist, wie lange sich jeder Benutzer welches Dokument angesehen hat.

Im Due-Diligence-Prozess sollten Fehler unbedingt vermieden werden. Eine unsachgemäße Darstellung des aktuellen Status des Unternehmens kann im Nachhinein zu rechtlichen Auseinandersetzungen und hohen Kosten führen. Das Vertrauen ist die wichtigste Basis für aussichtsreiche Verhandlungen zwischen Investor und Unternehmer.

Typisch für jeden Due-Diligence-Prozess ist, dass zwei bis drei Fragerunden mit Management und Mitarbeitern des Unternehmens stattfinden. Diese dienen den Interessenten, um verbleibende Informationslücken aus der Due Diligence zu schließen. Nach der Sichtung aller Unterlagen und der eingehenden Prüfung entscheidet der Investor abschließend, ob das Unternehmen für eine Finanzierung in Frage kommt. Sofern Interesse besteht, wird das bis dahin nur indikative Angebot konkretisiert. Hier kommt es meist noch zu Anpassungen von Vertragsklauseln und zur Einführung von Garantieklauseln.

Phase 5: Verhandlungen und Vertragsgestaltung

Schon während der Due-Diligence-Prüfung beginnen die vertiefenden Verhandlungen – bis zum Abschluss sind es nicht selten um die zehn Verhandlungsrunden. Hier werden die Konditionen für die Finanzierung detailliert besprochen. Punkte können u.a. Meilensteinregelungen sein. Damit wird die Bereitstellung der Mittel an bestimmte Voraussetzungen bzw. Zwischenziele gekoppelt. Der Finanzierungsbetrag wird demnach nicht komplett ausgezahlt, sondern in mehreren Tranchen, wenn z.B. die geplanten Umsätze erreicht wurden.

Insbesondere in der Verhandlungsphase sollten Unternehmer stets ihre Berater (Steuerberater, Rechtsberater, Finanzierungsberater) involvieren. Dies schützt die Unternehmen vor nachteiligen Konditionen, die auch noch nach Jahren für Inflexibilität sorgen können. Während der Verhandlungen wird der Finanzierungsvertrag aufgesetzt. In der Regel kommt dabei die Vorlage vom Investor. Die vertraglichen Gestaltungen sind in der Regel sehr komplex. Knackpunkte sind oft die Garantieregelungen und Haftungsbegrenzungen. Nach der Unterschrift des Vertrages sollte zeitnah die Mittelbereitstellung erfolgen.

Die Auswahl von Beratern sollte frühzeitig erfolgen. Ein wichtiges Kriterium dabei ist die Erfahrung der Berater mit der geplanten Finanzierungsart

Phase 6: Nach der Finanzierung

Nach Umsetzung der Finanzierung sind die getroffenen Vereinbarungen zu Informationspflichten und Mitwirkungsrechten zu berücksichtigen. Oft erfolgen standardisierte vierteljährliche Reports an den Investor. Eine Verpflichtung zur zeitnahen Vorlage geprüfter Jahresabschlüsse findet sich ebenfalls häufig in Beteiligungsvereinbarungen. Finanzierungsverträge sehen in der Regel vor, dass der Investor über alle wichtigen Entscheidungen umgehend informiert wird und ggf. in die Entscheidungsfindung mit einbezogen werden muss. Ein effizientes Controlling- und Reportingsystem ist eine wichtige Basis für eine langfristig gute Partnerschaft zwischen Unternehmen und Investor. Idealerweise wird hierfür zunächst die für den Finanzierungsprozess aufgesetzte Finanzplanung weiter verwendet und laufend aktualisiert.

Fazit

Für eine erfolgreiche Finanzierung sind viele Faktoren zu berücksichtigen. Ausgangspunkt sind die Entscheidungen zu Zielen und Art der Finanzierung sowie eine gute Positionierung des Unternehmens. Die Erstellung der notwendigen Unterlagen auf einem ausreichenden Niveau sowie die Vorbereitung der Due-Diligence-Phase stehen am Anfang der Umsetzung. Für die Identifikation von Investoren, die Unternehmensbewertung, die steuerliche Gestaltung und die Vertragsgestaltung sollten spezialisierte Berater einbezogen werden. Wertsteigernde Maßnahmen sollten schon vor dem Finanzierungsprozess initiiert werden. Je besser das Unternehmen aufgestellt ist und je organisierter der Finanzierungsprozess läuft, desto besser sind die Finanzierungsbedingungen und umso geringer die Transaktionskosten. Wesentlich für einen erfolgreichen Finanzierungsprozess ist die Glaubwürdigkeit der Informationen. Eine positive Darstellung des Unternehmens ist ebenso wichtig wie ein realistisches Bild.

Dr. Nikolaus Uhl

Das Term Sheet – Verhandlungen mit potentiellen Partnern

Als Grundlage der geplanten Finanzierung enthält das Term Sheet die Eckdaten für die später abzuschließenden Verträge

Trotz aller positiven Gespräche und mündlichen Vereinbarungen sollten die ersten Schritte in Richtung einer Beteiligung bzw. Finanzierung mit Bedacht gesetzt werden. Dies bedeutet, dass nach dem anfänglichen Informationsaustausch mit den potentiellen Partnern die Kerndaten dieser geplanten Finanzierung zunächst in einem Eckdatenpapier (Term Sheet) festgehalten werden sollten. Dieses soll als Grundlage für die später abzuschließenden Verträge dienen, so dass das Term Sheet aufmerksam verhandelt werden sollte.

Die Verhandlungen zum Term Sheet sollten von allen Beteiligten genutzt werden, sämtliche Fragen von Interesse zu stellen und die geplante Zusammenarbeit durch besondere Offenheit und Transparenz positiv zu beginnen. Wesentliche Frage bei einer Finanzierung ist regelmäßig, in welchem Umfang der Finanzinvestor zukünftig die Entwicklung der Gesellschaft mitbestimmen möchte.

Die Berater sollten bei der Erstellung und Verhandlung des Term Sheet einbezogen werden, um die qualifizierte und effiziente Umsetzung der individuellen Vorstellungen in die Verträge zu gewährleisten. Fehler im Term Sheet sind in den nachfolgenden Verträgen schwer zu korrigieren.

Sinn und Zweck und Abgrenzungen

Der Abschluss eines Term Sheet ist zwar nicht zwingend erforderlich, aber bei mehreren Beteiligten, einem größeren Umfang bzw. einer höherer Komplexität der geplanten Finanzierung/Transaktion empfehlenswert. Schließlich kann das Term Sheet auch als Erinnerungsstütze für oft länger andauernde Verhandlungen dienen.

Ziel des Term Sheet ist es, die wesentlichen wirtschaftlichen und juristischen Eckpunkte der Beteiligung und der geplanten Zusammenarbeit zu regeln.

Ein Vorteil eines Term Sheet ist, dass durch Gespräche über Art und Umfang der aufzunehmenden Regelungen bereits im Vorfeld geprüft werden kann, ob sich die jeweiligen Interessen bündeln lassen oder ob die unterschiedlichen Vorstellungen eine gemeinsame Investition ausschließen. Langwierige und im Ergebnis fruchtlose Verhandlungen können also vermieden werden. Wer andererseits das Term Sheet unterzeichnet, wird die nachfolgende Beteiligungsdokumentation erfahrungsgemäß ebenfalls unterzeichnen.

Der richtige Zeitpunkt für den Abschluss eines Term Sheet ist gekommen, wenn eine Übereinkunft über Konditionen, gemeinsame Ziele und weitere Vorgehensweise erreicht worden ist, Detailfragen aber noch zu klären sind.

Der richtige Zeitpunkt

Im Unterschied zu dem ansonsten inhaltlich sehr ähnlichen Term Sheet ist ein Letter of Intent meist eine einseitige Erklärung. Ein Vorvertrag hingegen ist aufgrund der damit verbundenen Verpflichtung zum Abschluss des Hauptvertrages weitergehender als ein Term Sheet¹. Interessenlage, Verhandlungsstand und Bindungswille entscheiden daher darüber, welche Vereinbarung unterzeichnet werden soll.

Abgrenzung :
Letter of Intent und
Vorvertrag

Besondere Formvorschriften sind nicht zu beachten, da ein Term Sheet üblicherweise Absichtserklärungen enthält und damit keine formbedürftige Pflicht zur Abtretung von Geschäftsanteilen, § 15 Abs. (3), (4) GmbHG beinhaltet. Trotz Wirksamkeit eines mündlichen Vertrags sollte zur besseren Nachvollziehbarkeit und späteren Umsetzung der getroffenen Absprachen das Term Sheet schriftlich vereinbart werden.

Rechtlicher Charakter und Bindungswirkung

Grundsätzlich sind Term Sheets rechtlich nicht bindend, vgl. § 154 Abs. (1) S. 2 BGB², allerdings werden üblicherweise die Punkte Vertraulichkeit, Exklusivität und Kosten als verbindlich erklärt.

Zur Vermeidung von vergeblichem Aufwand ist die Regelung der Exklusivität, die ein paralleles Verhandeln der Gesellschaft/Gesellschafter mit anderen Investoren untersagt, für den Investor wichtig. In der Kostenregelung sollte festgehalten werden, ob der Investor die Kosten der Due Diligence und/oder der Vertragserstellung von der Zielgesellschaft erstattet bekommt sowie, ob beim Abbruch der Verhandlungen eine Break-up-Fee zu zahlen ist. Aber auch ohne eine solche Fee sind bei einer willkürlichen Beendigung der laufenden Vertragsverhandlungen Schadensersatzansprüche möglich.

Darüber hinaus können weitere Regelungen für verbindlich erklärt werden. Dies geschieht insbesondere dann, wenn wirtschaftliche Eckpunkte oder aber besondere Rechte auf jeden Fall mit den bereits konkret vereinbarten Inhalten im Vertrag enthalten sein sollen.

Der Abschluss eines Term Sheets ist eine entscheidende Etappe bei der Realisierung der Finanzierung

Aufgrund der grundsätzlichen Unverbindlichkeit des Term Sheet besteht keine Pflicht, die darin enthaltenen Punkte im nachfolgenden Vertrag umzusetzen. Die Bedeutung des Term Sheet für die weitere Verhandlung sollte aber nicht unterschätzt werden: Bei der Weigerung der Übernahme von im Term Sheet enthaltenen bzw. der Aufnahme wesentlicher, bislang nicht erörterter Punkte in den Beteiligungsvertrag entsteht regelmäßig ein Vertrauensverlust, der den Start des gemeinsamen Unternehmens erschweren kann.

Inhalte

In das Term Sheet aufgenommen werden sollten die für die Parteien wichtigen Punkte. Hierzu können etwa die Höhe der Beteiligung, die Sicherung der Gesamtfinanzierung, die Unternehmensbewertung und eine Nachbewertung gehören. Zu achten ist darauf, dass das Dokument inhaltlich nicht überfrachtet wird, Selbstverständlichkeiten also nicht aufgenommen und Einzelfragen nicht zu detailliert erörtert werden.

Grundsätzlich gilt: Was nicht im Term Sheet aufgeführt ist, wird meistens nicht in den Beteiligungsvertrag aufgenommen und umgekehrt, was im Term Sheet enthalten ist, kann in der Regel nicht mehr wegverhandelt werden.

Üblicherweise ist für die Parteien besonders bedeutend:

- ob die Finanzierung im Wege einer Kapitalerhöhung oder ganz/teilweise über eine Mezzanine-Finanzierung erfolgen soll,
- ob und unter welchen Voraussetzungen eine Möglichkeit zur Wandlung von Darlehen in Eigenkapital besteht,
- ob die Zahlung der Finanzmittel an die Erreichung von Meilensteinen gebunden ist,
- wie im Falle der Veräußerung der Mehrheit der Anteile und/oder der Assets der Gesellschaft der erzielte Erlös zwischen den Beteiligten verteilt werden soll,
- ob und wenn ja, welche Gesellschafterbeschlüsse und Geschäftsführungsmaßnahmen von der Zustimmung des Investors abhängig sein sollen,
- wie weit ein Verwässerungsschutz reicht,
- ob und wenn ja, unter welchen Bedingungen Anteile der Gesellschafter eingezogen werden können,
- ob und zu welchen Konditionen Vorerwerbs- und Mitverkaufsrechte sowie gegebenenfalls Mitverkaufspflichten bestehen und
- ob es besondere Informationsrechte geben soll.

Sollte geplant sein, dass der Investor zukünftig der Zielgesellschaft beratend zur Seite stehen oder durch andere Unterstützungsleistungen an der wirtschaftlichen Entwicklung mitwirken soll, ist es ratsam, die diesbezüglichen Eckpunkte anzusprechen. Auch gegebenenfalls vereinbarte strategische Konzepte sollten aufgenommen werden, damit diese bei den nachfolgenden Verträgen berücksichtigt und eingearbeitet werden können. Insbesondere, wenn Unternehmer für mehrere Gesellschaften arbeiten, ist die Aufnahme einer Regelung ratsam, dass die für die Entwicklung des Unternehmens wichtigen Personen ihre unternehmerischen Tätigkeiten auf die Gesellschaft konzentrieren.

Hinsichtlich weiterer Punkte kann durchaus auf branchenübliche Regelungen verwiesen werden. Diese sollten dann allerdings tatsächlich üblich und nicht überraschend sein. Möglich ist beispielsweise die Aufnahme von Schutzrechts- und Erfindungsklauseln, die der Gesellschaft den ungehinderten Zugriff auf die für den Geschäftsbetrieb und die wirtschaftliche Entwicklung notwendigen Schutzrechte sichert. Hier reicht der Hinweis auf die spätere Aufnahme solcher Klauseln aus.

Fazit und Empfehlungen

Bei einem ernsthaften Interesse an einer Beteiligung ist stets zu empfehlen, ein aussagekräftiges, aber schlankes Term Sheet mit allen beteiligten Parteien abzuschließen. Bereits bei der Erstellung des Term Sheet sollten dessen Regelungen als zukünftig bindend betrachtet und entsprechend verhandelt werden. Spätere Abweichungen davon führen zu vermeidbarem Vertrauensverlust. Daher sollten die eigenen Ziele von Anfang an mit Ernsthaftigkeit und realistischer Einschätzung der Erfüllbarkeit verfolgt und die Absprachen fixiert werden. Erst daraufhin sollte in einem nächsten Schritt weiterer Kostenaufwand für die Erstellung eines Beteiligungsvertrages betrieben werden.

-
1. Weitnauer, „Handbuch Venture Capital“ 4. Aufl. 2011; Teil F RN 18, 20
 2. BGH NJW 1980, 1577, 1578

Boris Schade und Thomas Fink

Die Due Diligence: Sorgfaltsprüfung

Wesentlicher Bestandteil von Finanzierungstransaktionen und mit weitreichenden Konsequenzen: Due Diligence muss von qualifizierten Beratern durchgeführt oder begleitet werden

Die Due-Diligence-Analyse ist ein wesentlicher Bestandteil von Finanzierungstransaktionen. Es handelt sich um einen strukturierten Prüfungsprozess, der einen ausreichenden Einblick in das zu finanzierende Zielunternehmen geben soll. Eine Due-Diligence-Analyse lässt sich in verschiedene Segmente einteilen, z.B. Commercial-, Technical-, Tax-, Legal- und Financial-Due Diligence. Insbesondere die Legal- und Tax-Due Diligence müssen von qualifizierten Beratern (Rechtsanwälten und Steuerberatern) durchgeführt oder begleitet werden.

Zeitplanung und Vorbereitung

Die Dauer einer Prüfung richtet sich u.a. nach der Größe, dem Alter und dem Geschäftszweck des Unternehmens. Für kleine und mittelständische Unternehmen, die professionell begleitet werden, sind für einen Due-Diligence-Prozess bis zu sechs Wochen zu veranschlagen. Oft dauert die Anbahnung der Due Diligence doch länger als geplant, da die Abstimmung zwischen den Parteien und die Zusammenstellung der notwendigen Informationen mehr Zeit beansprucht als vorher veranschlagt.

Grundlage der Due Diligence ist in der Regel das Term Sheet und auf jeden Fall eine Vertraulichkeitsvereinbarung. Über Zeitdauer und Ausgestaltung des Prozesses, die Übernahme der Kosten sowie über die beteiligten Berater des Investors sollte vorab eine Vereinbarung erfolgen. Zur Vorbereitung kann das Zielunternehmen schon während der vorhergehenden Verhandlungen den Investor um Bereitstellung einer Due-Diligence-Liste bitten.

*Vereinbarungen zur
Vertraulichkeit sind wichtig!*

Bereitstellung von Informationen und Dokumentation

Die Due Diligence soll dem Investor die Möglichkeit bieten, seinen Informationsnachteil gegenüber dem Eigentümer bzw. gegenüber den Managern des Zielunternehmens, die ja Insider sind, auszugleichen. Dabei sollte das Unternehmen jedoch nicht alle Informationen sofort zur Verfügung stellen. Im Laufe einer Due-Diligence-Analyse verdichtet sich das Bild, wie stark das Interesse des Investors am Unternehmen tatsächlich ist. Während zu Beginn nach Unterschrift der Vertraulichkeitsvereinbarung allgemeine Informationen bereitgestellt werden, sollten sensible Informationen erst offengelegt werden, wenn der Investor grundsätzlich zu einem Abschluss bereit ist. Das Zielunternehmen sollte vorab festlegen, an welchem Punkt des Prozesses welche Informationen bereitgestellt werden.

Sofern Unterlagen vorliegen, die schon von dritter Seite geprüft sind (z.B. aus anderen Due-Diligence-Prozessen oder auch geprüfte Jahresabschlüsse usw.), sollten diese verwendet werden.

Der Verlauf einer Due Diligence ist regelmäßig zu dokumentieren. Im Falle von Rechtsstreitigkeiten kann es entscheidend sein, ob dem Investor Informationen vorenthalten worden sind, oder ob er es selbst versäumt hat, sich entsprechend zu informieren.

Vendor Due Diligence

Je länger eine Due-Diligence-Prüfung dauert, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor Informationen findet, die zu einer Korrektur des Kaufpreises führen. Es ist auch zu berücksichtigen, dass ein Due-Diligence-Prozess viel Zeit und Geld kosten kann, insbesondere wenn Anwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer konsultiert werden. Neben einer professionellen Vorbereitung kann es sich anbieten, eine sogenannte Vendor Due Diligence durchzuführen. Dies bedeutet, dass das Zielunternehmen selbst vor dem Prozess eine Due Diligence in Auftrag gibt. Entscheidend ist selbstverständlich, dass die Prüfung objektiv und durch renommierte Prüfer erfolgt.

Durch das Unternehmen beauftragte Prüfungen können Zeit sparen

Informationen werden häufig in virtuellen Datenräumen bereitgestellt

Einrichtung des Datenraums

Die Datenräume sind heute in der Regel virtuell ausgelegt, vergleichbar mit einem abgesicherten Internetforum, bei dem sich alle berechtigten Personen einloggen können und somit Zugriff auf die Informationen bekommen. Diese Informationen bestehen aus allen unternehmensrelevanten Dokumenten. Dazu zählen u.a. Jahresabschlüsse, betriebswirtschaftliche Auswertungen, Verträge, Planungsunterlagen, Gremienprotokolle, technische Dokumentationen usw. Sofern der Investor regelmäßig Finanzierungen tätigt, wird er auf ein standardisiertes Verfahren zurückgreifen. In diesem Fall wird eine Ordnerstruktur vorgegeben, die die verschiedenen Dokumente kategorisiert. Es gibt verschiedene Anbieter für Due-Diligence-Datenräume und häufig lässt sich bei professionellen Plattformen ein Kopier- und Downloadschutz einrichten. Zudem kann der Administrator verfolgen, wer sich welches Dokument wie lange angesehen hat. Dies ist immer ein Indiz dafür, wie intensiv sich eine Partei mit dem Unternehmen beschäftigt und wie groß das Interesse ist.

Unternehmensbesichtigung und Interviews

Im Laufe der Due-Diligence-Analyse ist es üblich, dass potenzielle Investoren eine Besichtigung des Zielunternehmens sowie relevanter Zulieferer, Kunden oder Partnerfirmen durchführen. Dazu gehören auch Interviews mit dem Management und Schlüssel-Mitarbeitern. Diese Gespräche sind natürlich sehr sensibel und sollten erst dann erfolgen, wenn ein positiver Abschluss der Finanzierungsverhandlungen absehbar ist. Eine gute Vorbereitung und ggf. der Einbezug neutraler Dritter können diesen kritischen Punkt etwas entschärfen.

Fragen-und-Antworten-Katalog

Im Laufe der Analyse und der Durchsicht aller Dokumente erstellt der Investor einen Fragenkatalog. Mit diesen Fragen werden die Informationslücken geschlossen, die auch durch die Due Diligence nicht beantwortet werden konnten. Dieser Fragenkatalog kann je nach Vereinbarung entweder laufend im Prozess oder am Schluss erstellt werden.

Due-Diligence-Bericht

In der Regel werden durch die prüfenden Berater oder durch den Investor selbst die Due Diligence-Berichte erstellt. In den meisten Fällen erfolgt keine Offenlegung gegenüber dem Zielunternehmen.

Am Ende des Prozesses ist vom Zielunternehmen eine Vollständigkeitserklärung betreffend der bereitgestellten Informationen zu unterzeichnen.

Die Ergebnisse der Due Diligence sind die Grundlage für die vertragliche Regelung von Gewährleistungen und Garantien. Daher besteht auch seitens des Zielunternehmens ein Interesse an einem ordnungsgemäßen und dokumentierten Due-Diligence-Prozess. Teilweise werden ausgehend von Ergebnissen der Due Diligence die Auszahlungen an bestimmte Bedingungen geknüpft.

Ein häufig eingesetztes Instrument sind sogenannte Disclosure Letters oder Disclosure Schedules (Offenlegungsschriften). Damit werden dem Investor Sachverhalte offengelegt, die er dann im Nachhinein nicht mehr zur Begründung von Gewährleistungen und Garantien heranziehen kann.

Fazit

Die Due-Diligence-Analyse ist ein wesentlicher Bestandteil in jeder Finanzierungstransaktion. Der Investor hat ein wesentliches Interesse an einer seriösen Due Diligence, da er sich damit gegen Schäden absichert. Im Rahmen der Analyse wird sich auf geschäftliche, finanzielle, technische, rechtliche, strategische und personelle Aspekte fokussiert. Um Zeit zu sparen, kann das Unternehmen vorab die Initiative ergreifen und eine Vendor Due Diligence initiieren. Neben der Beschleunigung besteht damit auch ein höherer Einfluss auf den Prozess. Für Due-Diligence-Analysen wird empfohlen, qualifizierte Berater mit einschlägigen Erfahrungen und Expertise einzubeziehen. Der Due-Diligence-Prozess sollte genutzt werden, um Professionalität zu demonstrieren und Vertrauen aufzubauen. Die Ergebnisse des Prozesses berühren unmittelbar die Finanzierungsverträge und -konditionen.

Boris Schade und Thomas Fink

Unternehmensbewertung im Rahmen von Finanzierungsprozessen

Unternehmenszahlen dienen als Grundlage für die Planung der zukünftigen Entwicklung. Ihre genaue Kenntnis ist wichtig, da sie auch die Basis für die Unternehmensbewertung sind.

Die Gründe für eine Unternehmensbewertung können sehr vielfältig sein. So werden Unternehmensbewertungen z.B. häufig vom Management zur strategischen Ausrichtung des Unternehmens bzw. als Grundlage für Investitionsentscheidungen eingesetzt. Auch in Finanzierungsprozessen, insbesondere wenn Mittel als Eigen- oder Mezzanine-Kapital eingebracht werden, sind Bewertungen erforderlich. Im Folgenden werden die wichtigsten Bewertungsmodelle mit ihren Vor- und Nachteilen vorgestellt.

Ziele und Anlässe der Unternehmensbewertung

Der mit Abstand häufigste Grund für eine Unternehmensbewertung ist der Kauf oder Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen. Hier dient die Bewertung der Kaufpreisfindung. Aber auch bei Finanzierungsanlässen werden Bewertungen regelmäßig als Grundlage genutzt, um die passenden Konditionen für Eigen-, Fremd- oder Mezzaninekapital herauszuarbeiten. Mit Hilfe der Unternehmensbewertung ermitteln Investoren mögliche Werttreiber und Wachstumspotentiale von Zielunternehmen. Beteiligungsgesellschaften investieren vor allem in wachstumsstarke und zukunftssträchtige Unternehmen oder in Firmen, die ihr Potential nicht voll ausschöpfen. Der Unternehmenswert ist deshalb stark von den Zukunftserwartungen geprägt und beruht auf zahlreichen Annahmen. Wer sich mit den theoretischen Grundlagen der Unternehmensbewertung auseinandersetzt, kann den Eindruck gewinnen, dass die Bewertungsverfahren einen objektiven und allgemeingültigen Wert berechnen. Dies ist jedoch regelmäßig nicht der Fall, so dass Bewertungen immer subjektiv und letztendlich Verhandlungssache sind. So bewertet der Unternehmer sein Unternehmen in der Regel höher, als der Investor. Dies liegt u.a. daran, dass der Unternehmer häufig emotional mit dem Unternehmen verbunden ist und deshalb seine Einschätzungen und Annahmen zu

unternehmerischen Prozessen eher optimistisch ausfallen. Der Investor hingegen neigt bei diesen Einschätzungen und Annahmen eher zur Vorsicht. Da es regelmäßig eine Diskrepanz zwischen den beiden Positionen gibt, gilt es, sich auf Kaufpreisverhandlungen gut vorzubereiten.

Die Bewertung ist ein „Knackpunkt“ für beide Parteien und von gegensätzlichen Interessen geprägt

Verfahren zur Wertermittlung

Jede Unternehmensbewertung ist einzigartig. Weder in der Praxis noch in der Theorie konnte sich in den vergangenen Jahrzehnten ein allgemeingültiges Unternehmensbewertungsverfahren durchsetzen. Die derzeit gängigsten Bewertungsverfahren sind das Substanzwertverfahren, das Discounted-Cash-Flow-Verfahren und die Multiplikatorenverfahren.

» Substanzwertverfahren

Das Substanzwertverfahren ermittelt den Wert des vorhandenen Vermögens. Der Substanzwert entspricht den Wiederbeschaffungswerten der Vermögensgegenstände. Der Vorteil dieses Verfahrens ist der relativ leicht und kostengünstig zu ermittelnde Wert. Die Vernachlässigung von in der Zukunft liegenden Ereignissen, Entwicklungen und Erwartungen ist ein gravierender Nachteil des Substanzwertverfahrens. In der Praxis wird dieses Modell daher eher ergänzend für Unternehmen angewendet, die ihre Erträge aus der Substanz erzielen (wie z.B. Immobiliengesellschaften).

» Discounted-Cash-Flow-Verfahren

Die derzeit am meisten verbreitete Methode ist das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF), das in den 1990er Jahren entwickelt wurde. Beim DCF-Modell werden die erwarteten Cash Flows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz abgezinst. Dieser Kapitalkostensatz spiegelt die Kosten wider, die für Eigen- und Fremdkapital aufgebracht werden müssen. Sie sind somit eine Risikobeurteilung für die zukünftige Entwicklung und die Ausfallwahrscheinlichkeit der geplanten Cash Flows. Der Vorteil des DCF-Verfahrens liegt in seiner großen Flexibilität hinsichtlich der Planung der Unternehmensentwicklung und der Ausrichtung auf die Cashflows eines Unternehmens. Im Gegensatz zum Substanzwertverfahren wird der Unternehmenswert hier durch die zukünftige Performance beeinflusst. Nachteil des gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes ist die Annahme, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens konstant bleibt. Bei der DCF-Methode sollte stets bedacht werden, dass dieses Verfahren eine Planungskomplexität voraussetzt und dass die zukünftige Entwicklung immer risikobehaftet ist.

Das analytische Verfahren

» Multiplikatorverfahren

Die bisher aufgezeigten Verfahren betrachten nur das zu bewertende Unternehmen, vernachlässigen aber aktuelle Entwicklungen am Finanzierungsmarkt und haben nur hinsichtlich der Renditeerwartungen einen Kapitalmarktbezug. Mitte der 1990er Jahre entstanden die sogenannten Vergleichsverfahren, die den Unternehmenswert anhand der Bewertung von ähnlichen Unternehmen herleiten. Hier haben sich im Wesentlichen die Multiplikatoren-Bewertungen durchgesetzt. Zur Ermittlung des Unternehmenswertes werden z.B. Kennzahlen wie Umsatz, EBITDA oder EBIT mit einem Multiplikator multipliziert. Bei den Multiplikatoren gibt es zwei mögliche Typen, zum einen Handels- und zum anderen Transaktionsmultiplikatoren. Handelsmultiplikatoren sind noch vergleichsweise einfach zu ermitteln, da sie anhand aktueller Börsendaten errechnet werden können. Der Ermittlung von Transaktionsmultiplikatoren dienen vergangenen Transaktionen. Hierbei werden die gezahlten Kaufpreise in Relation zu der damaligen Kennzahl gesetzt. In der Praxis kommen die Vergleichsverfahren aufgrund ihrer Einfachheit und Objektivität häufig zum Einsatz. Diese Berechnungsmethode hat einen hohen Kapitalmarktbezug, da die Wertermittlung auf Basis der aktuellen Transaktionsvolumina bzw. Marktkapitalisierungen der Vergleichsunternehmen erfolgt.

Die Praktiker-Methode

Der Nachteil dieses Ansatzes besteht in der Notwendigkeit der Identifizierung eines Unternehmens, das dem zu bewertenden Unternehmen weitgehend entspricht. In der Praxis werden deshalb Branchen-Multiplikatoren verwendet, die anhand mehrerer Unternehmen aus derselben Branche ermittelt werden. Verschiedene Finanzzeitschriften veröffentlichen regelmäßig aktuelle Multiplikatoren für die wichtigsten Branchen.

Faktoren der Unternehmensbewertung

In der Regel dienen die aktuellen und früheren Unternehmenszahlen als Grundlage für die Planung der zukünftigen Entwicklung bzw. als Maßstab für die Einschätzung von Planzahlen. Deshalb sind eine genaue Kenntnis der Unternehmenszahlen und ihre Interpretation wichtig.

Da eine Unternehmensbewertung außer im Falle des Substanzwertverfahrens stark auf zukünftige Entwicklungen abzielt, sollten sich Unternehmer frühzeitig mit der Thematik auseinandersetzen, um ggf. wertsteigernde Maßnahmen ergreifen zu können. Diese ergeben sich aus einer Analyse der Finanzplanung sowie aus der Berechnung von Szenarien.

Neben den Faktoren, die der Unternehmer selbst beeinflussen kann, muss auch das Finanzierungsumfeld betrachtet werden. Dieses beeinflusst den erzielbaren Wert eines Unternehmens erheblich. Ist das Finanzungsverhalten der Investoren regressiv, wie nach dem Scheitern der New Economy oder während der Subprime-Krise, müssen meist erhebliche Abschläge bei der Unternehmensbewertung hingenommen werden. Steht auf dem Kapitalmarkt hingegen genügend Kapital zur Verfügung, so kann dies zu einer höheren Unternehmensbewertung führen, weil dann Risikoabschläge tendenziell sinken.

Werte sind nicht „in Stein gemeißelt“

Die unternehmenswertbeeinflussenden Parameter können in weiche und harte Faktoren unterteilt werden. Weiche Faktoren sind nur schwierig zu quantifizieren und finden durch pauschale Auf- und Abschläge Eingang in die Bewertung. Zu den harten Faktoren einer Unternehmensbewertung gehören die Unternehmenssubstanz, die Finanzzahlen der Vergangenheit, die Wettbewerbssituation, die Marktaussichten sowie die Finanzplanung für die kommenden Jahre. Die harten Faktoren werden direkt im Bewertungsverfahren berücksichtigt.

Herausforderungen der Bewertung

Die Ermittlung der Datengrundlagen und die zu treffenden Zukunftsannahmen, die jeder Unternehmensbewertung zugrunde liegen, stellen eine große Herausforderung dar.

Im Substanzwertverfahren besteht die Herausforderung, alle betriebsrelevanten Vermögensgegenstände zu bewerten. Bei selbstgeschaffenen Vermögensgegenständen oder bei vom Unternehmen individuell angepassten Vermögensgegenständen kann die Wertermittlung zu erheblichen Schwierigkeiten führen. Dies gilt insbesondere dann, wenn keine vergleichbaren Marktwerte herangezogen werden können.

Die Ermittlung der zukünftigen Überschüsse und Cashflows im Discounted-Cashflow-Verfahren beruht auf zahlreichen Annahmen, deren Eintritt mit Risiken verbunden ist. Eine genaue Prüfung dieser Annahmen sowie die Anwendung einer Sensitivitäts-Analyse sollte bei jeder Unternehmensbewertung zur Untermauerung der Ergebnisse angewandt werden.

Da in den Multiplikatorverfahren die Vergleichbarkeit verschiedener Unternehmen unterstellt wird, ist es wichtig, dass die richtigen Multiplikatoren Anwendung finden und vorhandene Besonderheiten durch Zu- oder Abschläge berücksichtigt werden.

Dr. Nikolaus Uhl

Der Beteiligungsvertrag

Kurz und bündig

*Konkrete Umsetzung nach dem Term Sheet:
Regelungen zur wirtschaftlichen und rechtlichen Struktur der Beteiligung
bzw. der Finanzierung*

Die Finanzierung von Unternehmen erfolgt aus unterschiedlichen Gründen, im besten Fall, um Wachstum und Expansion zu ermöglichen¹ bzw. sich zum richtigen Zeitpunkt an einem wirtschaftlich zukunftssträchtigen Unternehmen zu beteiligen. Je nach Grund für den Finanzbedarf kommen unterschiedliche Partner in Betracht, seien es Banken, Venture Capital / Private Equity Fonds oder aber der Kapitalmarkt.

Nach Regelung der Vorstellungen der Beteiligten über Art und Weise der Finanzierung / Beteiligung sowie deren wesentliche Eckpunkte in einem Term Sheet, geht es im Beteiligungsvertrag um die konkrete Umsetzung des zuvor Vereinbarten. Der Beteiligungsvertrag regelt die wirtschaftliche und rechtliche Struktur der Beteiligung bzw. der Finanzierung und enthält zumeist auch weitergehende Regelungen, die das rechtliche und wirtschaftliche Verhältnis der Beteiligten regeln (auch Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung genannt, nachfolgend zusammen „Beteiligungsvertrag“).

Arten der Finanzierung/Beteiligung

Der Umfang der Vertragsdokumentation ist auch abhängig von der Frage, auf welche Form der Finanzierung / Beteiligung sich die Beteiligten verständigen. Unter anderem kommen folgende Möglichkeiten in Betracht:

- **Eigenkapitalfinanzierung:** Durch die Eigenkapitalfinanzierung wird der Investor direkt Gesellschafter und kann die daraus resultierenden Rechte wie etwa Stimm-, Mitwirkungs- und Kontrollrechte ausüben.
- **Fremdkapitalfinanzierung:** Die Fremdkapitalfinanzierung erfolgt regelmäßig im Wege schuldrechtlicher Vereinbarungen, durch die der Kapitalgeber keine Gesellschafterstellung erhält. Typisch für die Fremdkapitalfinanzierung ist die Befristung der Kapitalüberlassung.
- **Mezzanine-Finanzierung:** Die Mezzanine-Finanzierung ist eine Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital. Typische Formen sind die Stille Gesellschaft, Nachrang- oder Wandeldarlehen, partiarische Darlehen, Genussrechte oder Wandelschuldverschreibungen. Bei dieser Finanzierungsform besteht nicht von Anfang an eine direkte Beteiligung an der Gesellschaft und wird auch nicht zwingend erfolgen, kann später aber z.B. durch Wandlung des Darlehens erreicht werden. Diese Finanzierungsformen werden oft gewählt, wenn das Risiko begrenzt werden soll oder aber, wenn sich z.B. durch die Erreichung von im Vorhinein definierten Zielen / Meilensteinen Veränderungen in der Unternehmensbewertung ergeben können.
- **Eigenkapitalbeteiligung in Kombination mit Mezzanine-Finanzierung:** Eine Mischung aus Eigenkapital mit Mezzanine-Finanzierung wird häufig vom Investor favorisiert. Der Vorteil dieses Modells ist, dass der Investor über die offene Beteiligung Mitspracherechte als Gesellschafter hat und gleichwohl einen Teil des im Rahmen der Mezzanine-Finanzierung ausgereichten Investments gegebenenfalls zurückverlangen kann. Auch bei Venture-Capital-Finanzierungen im Bereich der Frühphasenfinanzierung werden zusätzlich Mezzanine-Finanzierungsformen vereinbart, da zum Teil wegen eines niedrigen Unternehmenswerts der Gesamtfinanzierungsbedarf im Wege einer offenen Beteiligung nicht dargestellt werden kann. In jedem Fall sichert die Mezzanine Ausgestaltung dem Investor bereits frühzeitig eine Verzinsung seiner Beteiligung.

Die Besonderheiten der Instrumente bestimmen die Vertragsgestaltung

Welche der zuvor genannten Beteiligungsformen präferiert wird, hängt regelmäßig auch davon ab, in (a) welcher Entwicklungsphase das Unternehmen bzw. das vom Unternehmen produzierte bzw. entwickelte Wirtschaftsgut ist sowie (b) in welcher wirtschaftlichen Situation das Unternehmen sich befindet. Das Bedürfnis nach Risikoabsicherung ist generell höher, je weniger bislang deutlich geworden ist, welches Potential das betreffende Unternehmen / das Produkt hat. Andererseits ist bei Finanzierungen von bereits etablierten Unternehmen, die expandieren wollen, ein entsprechender Risikoaufschlag in Form von zusätzlichen Rechten wie auch die Verschärfung der wirtschaftlichen Konditionen in aller Regel weniger relevant.

Typische Inhalte eines Beteiligungsvertrages

Verträge werden meist aus der Perspektive des Investors/Finanziers formuliert

Im Beteiligungsvertrag sollten die Interessen aller Beteiligten enthalten sein, wobei der Investor sich zur „Entlohnung“ seines Investments sowie als eventuelle Risikoabsicherung besondere Rechte einräumen lassen wird. Ganz generell lässt sich der Beteiligungsvertrag in drei Abschnitte unterteilen: Er besteht aus (a) Regelungen betreffend die Finanzierung, (b) besonderen Rechten des Investors, sowie (c) allgemeinen Regelungen betreffend die Zusammenarbeit und Führung des Unternehmens.

Insbesondere die unter (b) genannten Rechte außerhalb der Satzung² zu regeln hat den Vorteil, dass die für die Änderung der Satzung vorgeschriebene notarielle Form und die Publizität des Handelsregisters nicht zu beachten sind. Hinzu kommt bei Aktiengesellschaften, dass die durch § 23 Abs. (3) AktG normierte Satzungsstrenge der Gestaltungsfreiheit der Beteiligten Grenzen zieht, während diese Satzungsstrenge aber nicht für Regelungen im Beteiligungsvertrag gilt.

Wesentlich ist, dass der Beteiligungsvertrag zwischen allen Gesellschaftern und dem Investor abzuschließen ist. Zumeist ist die Gesellschaft selber auch Vertragspartei.

Beispielhaft seien die wesentlichsten Gestaltungselemente nachfolgend kurz beschrieben:

» Finanzierung

Je nach Rechtsform des Unternehmens sowie der Art der Beteiligung werden in diesem Abschnitt die Konditionen der Finanzierung, also insbesondere die Beteiligungsquote und das Volumen der Finanzierung, die Art der Beteiligung und der Preis pro erworbenem Anteil vereinbart. Ggf. wird hier geregelt, dass die geplante Finanzierung auf mehrere Tranchen verteilt werden soll, die in der Regel von der Erreichung bestimmter, definierter Meilensteine abhängig gemacht werden. Für die Gesellschafter wichtig ist die Frage, ob bei Erreichung des Meilensteins jeweils eine Kapitalerhöhung beschlossen³ oder ob lediglich Zuzahlungen zu einer bereits erfolgten Kapitalerhöhung, eventuell durch Verzicht auf Rückzahlungsansprüche aus einem gewährten Darlehen, geleistet werden sollen.

» Verwässerungsschutz

Eine Verwässerungsschutzregelung⁴ wird aufgenommen, um abzusichern, dass die erworbene Beteiligung im Verhältnis zum Investment richtig war. Diese stellt sicher, dass in dem Fall, dass nachfolgende Kapitalmaßnahmen zu einem niedrigeren pre money-Unternehmenswert erfolgen, als der post money-Unternehmenswert der gerade vereinbarten Finanzierung ist, das Investment neu berechnet wird. Möglich ist, dass der Investor so viele neue Anteile zu nominal übernehmen kann, als wäre er der nachfolgenden Finanzierung zu der niedrigeren Bewertung beigetreten (Full Ratchet), aber auch, dass ein Durchschnittspreis der beiden Finanzierungen gebildet wird (Average-Methode)⁵.

» Liquidationspräferenz

Durch die Liquidationspräferenz-Regelung soll erreicht werden, dass der Investor sich im Falle eines Exits wirtschaftlich besser stellt. Dies wird mit dem von ihm übernommenen Risiko begründet⁶. Üblicherweise sieht eine solche Regelung vor, dass im Falle einer Veräußerung einer definierten Mehrzahl von Anteilen oder aber wesentlicher Assets der Gesellschaft der Erlös in verschiedenen Rängen verteilt wird, an deren erster Stufe der Investor steht. Ergänzt werden kann diese Regelung um eine Dividendenpräferenz, nach der die auszusüttenden Dividenden vorab – u.U. als Tilgung für fällig werdende Gesellschafterdarlehen – an den Investor gezahlt werden.

» Verfügung über Anteile / Vinkulierung

Je überschaubarer die Gesellschafterstruktur, desto relevanter ist es zu wissen, wer Gesellschafter ist oder wird. Aus diesem Grund wird (in der Satzung) vorgesehen, dass die Übertragung oder aber Belastung von Anteilen von der Zustimmung der Gesellschafterversammlung oder anderer Organe der Gesellschaft abhängig gemacht wird. Oft werden zusätzlich schuldrechtliche Regelungen im Beteiligungsvertrag dahingehend aufgenommen, dass eine Zustimmung dann zu erteilen ist, wenn die Anteile nicht an einen Wettbewerber veräußert werden sollen oder aber wenn kein wichtiger Grund gegen die Aufnahme des potentiellen Erwerbers vorliegt. Nicht selten wird der Investor darauf bestehen, dass er die von ihm gehaltenen Anteile ohne vorhergehende Zustimmung jedenfalls an verbundene Unternehmen, ab einem definierten Datum sogar frei veräußern können soll.

» Vorerwerbsrechte und Mitveräußerungsrecht

Um die eigene Beteiligung an der Gesellschaft u.U. zu erhöhen, aber auch, um unerwünschte Dritte als Gesellschafter zu verhindern, räumen sich die Gesellschafter untereinander ein Vorerwerbsrecht für den Fall ein, dass einer die von ihm gehaltenen Anteile veräußern möchte⁷. In diesem Fall haben die anderen Gesellschafter, ggf. nach einem vorrangigen Vorerwerbsrecht des Investors, das Recht, die zur Veräußerung stehenden Anteile pro rata zu den angebotenen Konditionen zu erwerben. Zumeist lediglich dem Investor wird das in unterschiedlichen Varianten⁸ gestaltbare Mitveräußerungsrecht eingeräumt, das ihn berechtigt, anstelle der Ausübung des Vorerwerbsrechtes die vollständige oder teilweise Mitveräußerung der von ihm gehaltenen Anteile zu verlangen.

» Mitveräußerungspflicht

Die Einräumung einer Mitveräußerungspflicht ermächtigt den Investor, unter bestimmten Voraussetzungen die Mitveräußerung aller Anteile an der Gesellschaft zu verlangen. Auf diese Weise kann der Investor einen Exit, ggf. im Wege eines fire sales, erzwingen. Empfehlenswert ist es bei dieser Regelung aus Sicht der Gesellschafter, die für das Vorliegen einer solchen Mitveräußerungspflicht erforderlichen Voraussetzungen möglichst konkret zu definieren und zu vereinbaren.

» Zukünftige Gewinnausschüttungen

Zur ggf. hilfreichen Stabilisierung der Gesellschaft, aber auch in den Fällen, in denen der Investor sich (auch) im Wege einer Mezzanine-Finanzierung beteiligt, kann die Regelung aufgenommen werden, dass zukünftige Gewinnausschüttungen nur in einem begrenzten, klar definierten Umfang zulässig sind.

» Ausfall des Altgesellschafters/Bindung der Gründer/Gesellschafter

Gibt es einen für die Entwicklung und Führung der Gesellschaft besonders wichtigen Gesellschafter oder aber einen Mehrheitsgesellschafter wird oft vorgesehen, dass in bestimmten Fällen, der Investor verlangen kann, dass die von dem betreffenden Gesellschafter gehaltenen Anteile auf einen Treuhänder zu übertragen sind und von diesem im Interesse der Gesellschaft verwaltet werden. Dies kann der Fall sein, wenn der betreffende Gesellschafter (a) stirbt, (b) geschäftsunfähig, (c) unter Betreuung gestellt, (d) in seine Anteile an der Gesellschaft gepfändet und eine entsprechende Pfändung nicht binnen drei Monaten aufgehoben, (e) das Insolvenzverfahren über das Vermögen des Gesellschafters eröffnet oder die Eröffnung des Insolvenzverfahrens mangels Masse abgelehnt wird, oder (f) der Gesellschafter unter Verstoß gegen die Vinkulierungsregelung über Geschäftsanteile an der Gesellschaft verfügt.

» Wettbewerbsverbot

Um wichtige Gesellschafter-Manager an das Unternehmen zu binden, werden oftmals Wettbewerbsverbote aufgenommen. Diese werden oft auch an eine Verpflichtung zur Konzentration der unternehmerischen Tätigkeit auf das Unternehmen gekoppelt. Die grundsätzliche Treuepflicht der Gesellschafter greift nicht ganz so weit, nur bei Gesellschafter-Geschäftsführern einer GmbH sind in aller Regel anderweitige Tätigkeiten untersagt.

» Garantien

Trotz gegebenenfalls seitens des Investors durchgeführter Due Diligence: Gesellschafter kommen regelmäßig nicht umhin, Garantien für die Richtigkeit übergebener oder zur Verfügung gestellter Dokumente und Unterlagen, der rechtlichen Verhältnisse der Gesellschaft sowie bestimmter operativer Tatsachen zu erklären. Der Umfang der Garantien, eventuelle Haftungsausschlüsse und -beschränkungen sollten intensiv verhandelt werden.

» **Informationsrechte**

Über die den Gesellschaftern nach dem Gesetz zustehenden Informationsrechte hinaus sind Investoren an weitergehenden laufenden Berichten und monatlichen Reportings interessiert. Viele haben ein eigenes Berichtsformat, das intern verarbeitet werden kann und etwaige Auffälligkeiten darstellt.

» **Sonstige Vereinbarungen**

Neben den vorgenannten, primär im Beteiligungsvertrag geregelten Maßnahmen gibt es weitere Dokumente, die im Rahmen einer Finanzierung entsprechend vereinbart bzw. angepasst werden:

» **Satzungsänderungen, Neufassung Satzung**

Bei later-stage-Finanzierungen werden die Satzungen in aller Regel lediglich um Sonderrechte des Investors ergänzt, wie etwa das Recht zur Entsendung von Mitgliedern in den Aufsichtsrat oder – je nach Rechtsform der Gesellschaft – definierte Quoten bei wesentlichen Gesellschafterbeschlüssen, die jedenfalls die Zustimmung des Investors sicherstellen.

» **Zustimmungspflichtige Geschäftsführungsmaßnahmen**

Neben den wesentlichen Maßnahmen, die der Kompetenz der Gesellschafterversammlung unterliegen, werden auch außergewöhnliche Maßnahmen der Geschäftsführung, die für die Gesellschaft wirtschaftliche und strukturelle Bedeutung haben können, oft von der Zustimmung eines bestimmten Quorums der Gesellschafter oder aber des Investors abhängig gemacht.

» **Schutzrechtsvereinbarungen**

Mit Schutzrechtsvereinbarungen übertragen Gesellschafter die auf ihren Namen lautende Schutzrechte und Patente, die für den Betrieb und die Weiterentwicklung der Gesellschaft relevant sind, auf die Gesellschaft. Hier oder in den Garantien wird zudem versichert, dass weitere Schutzrechte nicht bestehen. Üblicherweise wird eine gesonderte Vergütung nicht gezahlt, soweit nicht die Regelungen des Arbeitnehmererfindungsgesetzes zur Anwendung kommen.

Verschiedenes

Es gibt, über die vorgenannten Vereinbarungen hinaus, viele weitere Regelungen, mit denen die Beteiligten ihre wechselseitigen Rechte und Pflichten vertraglich festhalten können. Trotz der Vielzahl an Gestaltungsmöglichkeiten empfiehlt es sich, den Beteiligungsvertrag nicht zu „überfrachten“. Regelmäßig ist der Beteiligungsvertrag nicht beurkundungspflichtig. Etwas anderes gilt beispielsweise, wenn im Beteiligungsvertrag eine Kapitalerhöhung oder aber Übertragung von Geschäftsanteilen erfolgt. Abgeschlossen wird der Beteiligungsvertrag für eine feste Laufzeit, weil anderenfalls eine ordentliche Kündigung möglich wäre.

1. ausf. dazu FAZ v. 24.03.2015, Verlagsspezial V1 und V2
2. Satzung bei Aktiengesellschaft (§23 Abs. (1) AktG) und Gesellschaftsvertrag bei GmbH (§3 Abs. (1) GmbHG), nachfolgend zusammen „Satzung“
3. bzw. dafür geschaffenes genehmigtes Kapital ausgenutzt werden soll
4. Davon zu unterscheiden ist die ebenfalls (in beide Richtungen) mögliche Justierung des ursprünglichen Bewertungsansatzes, sog. Ratchet
5. Unter Umständen unter Berücksichtigung des jeweiligen Finanzierungsvolumens (Weighted Average-Methode)
6. Eine Besserstellung kann aber regelmäßig nur gegenüber Mitgesellschaftern erzielt werden, Fremdkapitalgeber oder auch Mezzanine-Investments ohne Rangrücktrittsregelung werden vorab bedient
7. In der Regel bestehend aus einer Andienungspflicht und dem Vorerwerbsrecht
8. Siehe dazu Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 4. Aufl. 2011, Teil F II RN 158 f.

Rechtsanwältin Dr. Nina Siedler

Mezzanine-Finanzierungen

Anbieter und Merkmale

*Mezzanines-Kapital vereint Eigenschaften des Eigen- und Fremdkapitals.
Es kann sehr flexibel gestaltet werden.*

Auch erfolgreiche Unternehmen bekommen nicht immer ohne weiteres reguläre Bankfinanzierungen. Nicht alle Unternehmen spiegeln in ihren Bilanzen ihren Erfolg wieder. Software-Unternehmen leiden zum Beispiel darunter, dass sie ihre selbst entwickelte Software nicht aktivieren können. e-commerce-Unternehmen treffen nicht immer auf Verständnis für ihr Geschäftsmodell bei Banken. Auch Unternehmen klassischer Branchen stehen immer wieder vor der Situation, eine mutige Investitionsentscheidung treffen zu müssen und hierfür nicht die erforderliche (Fremdkapital-) Unterstützung zu finden.

In welchen Situationen
Mezzanine passt

Debt Funds

In diesen Situationen kann ein Unternehmer Eigenkapital über den Verkauf von Anteilen aufnehmen – eine schmerzhaft Entscheidung für alle, die ein Unternehmen aus eigener Kraft aufgebaut haben. Alternativen bieten spezialisierte Debt Funds, die für solche Sondersituationen Fremdkapital anbieten. Preislich ist dies mit einer regulären Bankfinanzierung nicht zu vergleichen, die Kosten liegen näher an denen eines Eigenkapitalinvestors. Aber immerhin steht – anders als bei einem neuen Mitgesellschafter – von vornherein fest, wann und zu welchen Konditionen der Debt Fund das Unternehmen wieder verlässt. Und die Eingriffe in die tägliche Unternehmensführung sind ebenfalls schwächer ausgestaltet.

Debt und Mezzanine Funds bieten Finanzierungen auf Zeit, teurer als klassisches Fremdkapital, aber günstiger als Eigenkapital

Mezzanine

Neben diesen Debt Funds können auch Mezzanine-Finanzierungen eine Lösung bieten. Diese hatten sich während der Finanzkrise einen schlechten Ruf erarbeitet. Dies lag vor allem an dem standardisierten „Programm-Mezzanine“ (oder auch Standard-Mezzanine), bei dem Genussrechte in Verbriefungsvehikeln gebündelt wurden. Bei der Vergabe dieser Programm-Mezzanine wurde, vor allem in den letzten Jahren vor der Krise, nicht durchgehend die gebotene Sorgfalt beachtet. In der Folge mussten einige Investoren deutliche Verluste hinnehmen.

Inzwischen erlebt das Thema Mezzanine jedoch ein Revival und wird wieder von Investoren in unterschiedlichen Formen angeboten. Die Vielfältigkeit der Angebote lässt dabei manches Mal aus den Augen verlieren, was genau genommen Mezzanine ausmacht. Die typischerweise als Mezzanine angebotenen Instrumente (Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen und Genussrechte) sind gesetzlich allenfalls rudimentär geregelt. Die in Deutschland herrschende Vertragsfreiheit erlaubt so nahezu unbegrenzte Ausgestaltungsmöglichkeiten. Es lohnt also, einen Blick in das Kleingedruckte zu werfen, um herauszufinden, um was für eine Art von Kapital es sich im Einzelfall handelt. Dieser Beitrag soll daher die Grundlagen der Mezzanine-Finanzierung beleuchten.

Mezzanine als
Eigenkapital-Alternative

Merkmale von Mezzanine

Das bestimmende Merkmal einer jeden Mezzanine-Finanzierung ist, dass diese - je nach Betrachtungsweise - sowohl Eigenschaften von Eigen- als auch von Fremdkapital aufweist. Die Unterscheidung in Eigen- und Fremdkapital erfolgt insbesondere aus bilanzieller und steuerlicher Sicht. Sie ist aber auch unter Rating-Gesichtspunkten (für externe Ratings der Ratingagenturen und für interne Ratings der Banken) erheblich. Mezzanine-Kapital kann innerhalb einer jeden dieser Betrachtungsweisen immer nur entweder Eigenkapital oder Fremdkapital darstellen. Dabei kann es aber durchaus in einer Kategorie Eigenkapital sein und einer anderen Fremdkapital. Und genau das strebt eine Mezzanine-Finanzierung an: Aus bilanzieller Sicht sowie unter Rating-Gesichtspunkten soll Eigenkapital geschaffen werden, um die Eigenkapitalquote als wichtige Finanzkennzahl zu stärken. Aus steuerlicher Sicht ist hingegen Fremdkapital wünschenswert, um die Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen zu ermöglichen. Kosten für Eigenkapital sind bekanntlich nicht abzugsfähig. Diese Ziele erreichen aber nur wenige der Instrumente, die unter dem Stichwort Mezzanine angeboten werden.

Bilanzielles Eigenkapital

Ideal: Bilanzieller Ausweis als Eigenkapital; aus steuerlicher Sicht Ausweis als Fremdkapital

Idealerweise soll eine Mezzanine-Finanzierung also bilanzielles Eigenkapital darstellen. Wenn eine echte gesellschaftsrechtliche Beteiligung nicht gewünscht ist (die immer bilanzielles Eigenkapital darstellt), so bleiben nur wenige schuldrechtlich begründete Finanzierungen, um bilanzielles Eigenkapital darzustellen. Diese dürfen nur nachrangig zurückgezahlt werden, was nicht weiter überraschen sollte. Mezzanine ist der Nachrang gegenüber zumindest den sogenannten Senior-Finanzierungen (also typischerweise den klassischen Bankendarlehen) immanent. Weitere Voraussetzung für bilanzielles Eigenkapital ist, dass die Vergütung einer solchen Finanzierung erfolgsabhängig ausgestaltet sein muss und an Verlusten teilnimmt. Nicht möglich sind also fixe Verzinsungen. Damit scheiden zwei Instrumente, die oft unter dem Stichwort Mezzanine angeboten werden, von vornherein als bilanzielles Eigenkapital aus: das schlichte Nachrangdarlehen und die typische stille Gesellschaft.

Es verbleiben im Wesentlichen nur atypisch stille Gesellschaften (die sich vor allem durch die Verlustbeteiligung von den typischen stillen Gesellschaften unterscheiden) sowie eigenkapitalnah ausgestaltete Genussrechte als potenziell aus bilanzieller Sicht anzuerkennende Eigenkapitalinstrumente.

Steuerliches Fremdkapital

Aus steuerlicher Sicht sollte eine Mezzanine-Finanzierung Fremdkapital darstellen, um eine Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen zu ermöglichen. Dazu darf der Investor nicht sowohl am Gewinn als auch am Liquidationserlös des Unternehmens beteiligen. Dies macht deutlich, dass im Ergebnis „echte“ Mezzanine-Instrumente, die bilanziell Eigenkapital schaffen, aber steuerlich als Fremdkapital angesehen werden, selten sind. Hierzu zählen Eigenkapitalgenussrechte, die Investoren zwar am Gewinn und Verlust, nicht aber am Liquidationserlös beteiligen. Auch entsprechend ausgestaltete partiarische Nachrangdarlehen können darunter fallen. Denkbar sind ferner atypisch stille Gesellschaften, die dann aber – anders als üblich – so gestaltet sein müssen, dass sie steuerrechtlich keine Mitunternehmerschaft begründen.

Solche Instrumente werden kaum am Markt angeboten. Das Risiko ist den meisten Investoren aufgrund der obligatorischen Verlustbeteiligung zu hoch. Leichter zu finden sind daher Angebote an einfachen Nachrang-Darlehen oder typischen stillen Beteiligungen ohne Verlustbeteiligung. Hierzu lohnt sich ein Gespräch mit den finanzierenden Hausbanken: Auch wenn solche Instrumente bilanziell kein Eigenkapital schaffen, lassen die internen Ratingsysteme der Banken durchaus eine Qualifikation als Eigenkapital zu. Oft ist es schließlich die Anforderung der finanzierenden Banken an eine Mindest-Eigenkapitalquote, die ein Unternehmen eine Mezzanine-Finanzierung in Betracht ziehen lassen.

Banken-Rating oft entscheidend

Die strenge bilanzielle Sicht ist in diesen Fällen nicht entscheidend. Die Bilanz bzw. die sich daraus ableitenden Bilanzkennzahlen bilden nur die Grundlage des Ratings. Die Banken nehmen im Rahmen ihres Ratingprozessen Anpassungen vor, die die wirtschaftliche Realität besser abbilden sollen. Hierzu gehört auch die Wertung von – streng bilanziell betrachtet – Fremdkapitalinstrumenten als Eigenkapital. Ein Gespräch mit der Bank kann hierzu Klarheit schaffen.

Struktureller Nachrang

Finanzierung
über eine Holding

Schließlich gibt es noch die Möglichkeit einer Mezzanine-Finanzierung auf Ebene einer Holdinggesellschaft als Gesellschafter der operativen Gesellschaft: Die Holding nimmt ein Darlehen auf und reicht die Mittel an das operative Unternehmen durch. Dies kann entweder durch Einlage in die Kapitalrücklagen erfolgen, womit nach allen Sichtweisen frisches Eigenkapital auf der operativen Ebene geschaffen würde. Oder aber die Mittel werden als (nachrangige) Gesellschafterdarlehen weiter gereicht. Auch solche nachrangigen Gesellschafterdarlehen werden von vielen Banken als (wirtschaftliches) Eigenkapital anerkannt.

Der Mezzanine-Investor hat in dieser Struktur keinen unmittelbaren Zugriff auf das Vermögen der operativen Gesellschaft. Er ist nur über Ausschüttungen bzw. Zahlungen auf das nachrangige Gesellschafterdarlehen an die von ihm finanzierte Holding am Ergebnis des operativen Unternehmens beteiligt. Eine formelle Nachrangvereinbarung ist nicht erforderlich. Der Nachrang ergibt sich schlicht aus der Struktur. Diese Variante ist daher auch als „struktureller Nachrang“ bekannt.

Wirtschaftlich bleibt ein solches Darlehen aber weiterhin eine Mezzanine-Investition mit der entsprechenden Risikoposition zwischen Fremd- und Eigenkapital. Das Risiko spiegelt sich – wie bei jeder Mezzanine-Finanzierung – entsprechend in den Kosten wieder.

Bernd Schult und Michael Buchterkirche

Steuerliche Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten

Kosten für Fremdfinanzierungen können in der Regel steuerlich geltend gemacht werden – ein wichtiger Aspekt in der Auswahl der Finanzierungsinstrumente

Die Kapitalgeber sind bei Fremdkapitalfinanzierungen Gläubiger der kreditaufnehmenden Unternehmung. Sie haben keine Haftungsfunktion, sondern lediglich einen Vermögensanspruch, der in nomineller Höhe auf Rückzahlung der Forderung besteht. Daneben erhalten sie regelmäßig erfolgsunabhängige Nutzungsentgelte (Zinsen). Kreditgeber sind neben fremden Dritten (z.B. Hausbank oder Kreditfonds) auch Gesellschafter oder den Gesellschaftern nahestehende Personen (z.B. Ehepartner).

Die Vielschichtigkeit des deutschen Steuerrechts führt bei verschiedenen Konstellationen häufig zu unterschiedlichen steuerlichen Aspekten/Auswirkungen, die nachfolgend skizziert werden.

Zu beachtende steuerliche Aspekte ergeben sich dabei neben der Möglichkeit der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten insbesondere auch bei einem Verkauf/Exit der Unternehmung, einer angedachten Unternehmensnachfolge (unentgeltliche Übertragung) und der Krise der Unternehmung (z.B. Auswirkungen bei Verwertung von Sicherheiten).

Nutzungsentgelte (Finanzierungskosten) sind formaljuristisch alle Aufwendungen zur Erlangung sowie Sicherung eines Kredits, die nicht zur Tilgung des (Kredit-)Kapitals geleistet werden. Finanzierungskosten gehören bei betrieblicher Veranlassung der Darlehens- oder Kreditmittel, für die sie entstehen, zu den typischen Betriebsausgaben des Kreditnehmers (§ 4 Abs. 4 EStG). Ist der ausgezahlte Darlehensbetrag niedriger als der Betrag, der zurückgezahlt werden muss, ist die Kreditverbindlichkeit in der Bilanz des Kreditnehmers mit dem Rückzahlungsbetrag anzusetzen. Der Unterschiedsbetrag zwischen Auszahlungs- und Rückzahlungsbetrag (i.d.R. Agio, Disagio, Damnum, Abschluss-, Bearbeitungs- oder Verwaltungsgebühren) ist als Rechnungsabgrenzungsposten auf die Laufzeit der Darlehen zu verteilen.

Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten

Der Gesetzgeber hat diverse Regelungen in den Steuergesetzen aufgenommen, die die Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten einschränken. Zentrale Vorschriften sind hier:

» § 4 Abs. 4a EStG:

Er schränkt den Betriebsausgabenabzug von Schuldzinsen bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften von Schuldzinsen in Fällen ein, in denen Überentnahmen (Entnahmen eines Jahres > Gewinn + Einlagen des Jahres) getätigt worden sind und die Kreditmittel nicht zur Finanzierung von Anlagevermögen dienen. Der Gesetzgeber unterstellt hier fiktive fremdfinanzierte Entnahmen der Gesellschafter, die privat veranlasst sein sollen und schränkt die steuerliche Abzugsfähigkeit der entstandenen Finanzierungskosten unter Berücksichtigung eines typisierten Zinssatzes von 6% ein. Für die Besteuerung wird also so getan, als ob der Unternehmensinhaber gerade seine Überentnahmen durch die Kreditaufnahme finanziert hätte. In Höhe von 6% der Überentnahmen dürfen die Kreditzinsen nicht als Betriebsausgaben steuerlich abgezogen werden. Die Ermittlung der Bemessungsgrundlage der Überentnahmen ist hier sehr komplex. Ausgangspunkt der Berechnung ist der Saldo aus dem Jahresergebnis, der Einlagen und der Entnahmen eines Jahres. Anschließend erfolgt eine rechnerische Korrektur um diverse kumulierte Vorjahresdaten. Eine Fortrechnung dieser Daten erfolgt regelmäßig als „Schattenrechnung“ im Rahmen der jährlichen Steuererklärungen; eine gesetzlich vorgesehene gesonderte Feststellung durch Steuerbescheid gibt es nicht. Die Ermittlung der Bemessungsgrundlage ist erfahrungsgemäß immer ein Streitthema bei steuerlichen Betriebsprüfungen, insbesondere wenn es sich um Personengesellschaftskonzerne handelt und doppelstöckige Strukturen vorliegen.

» § 4h EStG (Zinsschranke):

Er beschränkt den Abzug des Nettozinsaufwands eines Betriebs auf das verrechenbare EBITDA („Earnings Before Interest, Tax, Depreciations and Amortization“; = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das Anlagevermögen). Bei KMU ist diese sog. „Zinsschranke“ i.d.R. nicht relevant, da eine Freigrenze von € 3 Mio. gilt. Bei einer unterstellten Verzinsung von 6% würde sich eine Steuerauswirkung erst bei einem Kreditvolumen von € 50 Mio. ergeben. Für Kapitalgesellschaften gilt ergänzend § 8a KStG (weitere Beschränkungen der steuerlichen Abzugsfähigkeit bei Vorliegen schädlicher Gesellschafterfremdfinanzierungen; dies ist gesondert zu prüfen, wenn der Kreditgeber gleichzeitig Gesellschafter ist und zu mehr als 25% beteiligt ist).

Durch die Zinsschranke soll verhindert werden, dass in- und vor allem ausländische Unternehmensinhaber die steuerpflichtigen (inländischen) Unternehmensgewinne mittels Zinsen auf hohe Darlehen der Unternehmensinhaber an ihre Unternehmen „absaugen“.

» § 3c Abs. 1 EStG:

Er untersagt den Betriebsausgabenabzug, soweit die Aufwendungen mit steuerfreien Einnahmen in unmittelbarem wirtschaftlichen Zusammenhang stehen. § 3c Abs. 2 EStG beschränkt den Abzug auf 60% der Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Teileinkünfteverfahren (z.B. wenn ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft Fremdkapital aufgenommen hat, das der Finanzierung einer Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft dient). Betriebsausgaben sollen steuerlich nur abziehbar sein, wenn die durch sie finanzierten Einnahmen auch zu versteuern sind.

» § 8 Nr. 1 GewSt:

Er bestimmt, dass Finanzierungskosten für Schulden zur Ermittlung des Gewerbeertrags dem Gewinn aus Gewerbebetrieb wieder hinzuzurechnen sind. Dadurch soll für die Festsetzung der Gewerbesteuer ein von der Finanzierung des Unternehmens unabhängiger Ertrag als Bemessungsgrundlage genommen werden.

Fazit

Finanzierungskosten für Fremdfinanzierungen sind bei KMU i.d.R. steuerlich abzugsfähig. Die Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten wird umso klarer, je eindeutiger diese einer langfristigen Finanzierung des Unternehmensgegenstands zuzuordnen sind.

Bernd Schult und Michael Buchterkirche

Externe Finanzierungen und Sicherheiten: Steuerliche Aspekte

Bei Aufnahme von externen Fremdfinanzierungen und gleichzeitiger Sicherheitenstellung von privaten Vermögensgegenständen sollte langfristig geplant werden.

Bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) reichen den Kreditgebern regelmäßig die „eigenen“ Sicherheiten der Unternehmung (z.B. Verpfändung der im Eigentum der Unternehmen befindlichen Vermögenswerte, Sicherungsübereignung eines Vorratsvermögens, Sicherungsabtretung von Forderungen usw.) zumeist nicht aus. Die Geldgeber erwarten hier weitere Sicherheiten, die außerhalb der Sphäre der Unternehmung liegen. Im Wesentlichen wird es sich hier um Vermögenswerte handeln, die im Privateigentum der Gesellschafter oder den Gesellschaftern nahestehenden Personen befinden.

Sofern die kreditaufnehmende Unternehmung selbst über ausreichende Mittel zur Besicherung der Kredite verfügt, ergeben sich grundsätzlich keine besonderen steuerlichen Auswirkungen.

Ist dies nicht der Fall und Gesellschafter bzw. Dritte (i.d.R. Familienangehörige) stellen der Unternehmung Sicherheiten zur Verfügung, ergeben sich besondere zu beachtende steuerliche Auswirkungen. Häufig befinden sich Immobilien im Privateigentum der Gesellschafter bzw. ihrer Familienangehörigen und zur Sicherung der Fremdmittel des Unternehmens werden bei den Privatimmobilien Grundbuchsicherheiten eingetragen. Die sich ergebenden steuerlichen Auswirkungen sind davon abhängig, wie die Immobilien genutzt werden. In Frage kommt hier eine Nutzung der Privatimmobilie durch die kreditaufnehmende Gesellschaft, die private Eigennutzung der Immobilie durch den Gesellschafter und die Vermietung der Immobilie an Dritte (Miethaus). Bei der durch die Unternehmung genutzten Immobilie des Unternehmensinhabers ist ferner relevant, ob diese betriebsnotwendig ist oder nicht. Auswirkungen könnten sich auch bei geplanten Unternehmensnachfolgen ergeben. Gerät die Gesellschaft in eine Krise und verwertet der Kreditgeber die im Privateigentum des Unternehmensinhabers befindliche Immobilie, ergeben sich ebenfalls besondere steuerliche Auswirkungen.

Besonderheiten bei Sicherheitenstellung durch den Inhaber

Kapitalgesellschaften

Bei Verpachtung einer betriebsnotwendigen Immobilie durch den Gesellschafter an seine Kapitalgesellschaft wird regelmäßig eine sog. personelle und sachliche Verflechtung vorliegen. Das Steuerrecht redet dann von einer Betriebsaufspaltung und die vermietete Immobilie stellt steuerliches Betriebsvermögen dar, obwohl sich die Immobilie im Privateigentum befindet. Der vermietende Gesellschafter erzielt Einkünfte aus Gewerbebetrieb, deren Festsetzung auf der Ebene des Gesellschafters im Rahmen seiner persönlichen Steuererklärung erfolgt. Dabei steht ihm ein eigener gewerbesteuerlicher Freibetrag zu. Bei einem Verkauf der Anteile an der Kapitalgesellschaft ohne Mitverkauf der weiterhin der Gesellschaft zur Nutzung überlassenen Immobilie wird für steuerliche Zwecke eine Entnahme ins steuerliche Privatvermögen unterstellt und alle stillen Reserven der Immobilie müssen versteuert werden. Soll die Immobilie in einem solchen Fall im Eigentum des seine Anteile veräußernden Gesellschafters verbleiben, wäre zur steuerlichen Vermeidung eine „rechtzeitige“ Überführung der Immobilie in ein anderes Betriebsvermögen (eventuell eine gewerblich geprägte GmbH & Co. KG) zu überlegen.

Bei einer Krise der Gesellschaft mit gleichzeitiger Verwertung der Immobilie durch den Sicherungsnahmer (Bank) erfolgt steuerlich grundsätzlich eine verdeckte Einlage des Gesellschafters in die Gesellschaft. Hier sind die steuerlichen Auswirkungen abhängig u.a. vom Zeitpunkt der Sicherheitenstellung (vor der Krise oder während der Krise) und der Zweckbestimmung. Die fingierte Einlage erfolgt wertmäßig in Höhe des Verkehrswertes der als Sicherheit dienenden Immobilie.

Eine Unternehmensnachfolge mit Mitübertragung der Immobilie ist als Übertragung von begünstigtem Vermögen möglich. Eine Unternehmensnachfolge ohne Mitübertragung der Immobilie ist nach derzeitigem Recht nicht begünstigt möglich. Daher sollten auch hier vorab vom Unternehmen entsprechende Regelungen getroffen werden.

Bei Verpachtung einer betriebsnotwendigen Immobilie durch einen Nichtgesellschafter (z.B. Ehepartner) liegt i.d.R. keine Betriebsaufspaltung vor. Die Immobilie stellt steuerliches Privatvermögen dar; der Ehepartner erzielt Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung. Ein Verkauf der Unternehmung und eine Unternehmensnachfolge (mit Zurückbehalt der Immobilie) sind ohne Besonderheiten möglich. Bei einer Krise der Gesellschaft ergeben sich keine besonderen steuerlichen Folgen für den Nichtgesellschafter/Ehepartner. Bei einer Verwertung der Immobilie können allerdings nicht steuerbare Verluste im Privatvermögen entstehen.

Wird an die Kapitalgesellschaft eine nicht betriebsnotwendige Immobilie verpachtet, liegt regelmäßig keine Betriebsaufspaltung vor. Allerdings ist hier jeder Einzelfall zu prüfen, da die Finanzverwaltung das Merkmal der Betriebsnotwendigkeit sehr weit auslegt. Ein „normales“ Bürogebäude, das nicht besonders für die Unternehmung gestaltet worden ist, stellt trotzdem eine betriebsnotwendige Immobilie dar. Ist dennoch von einer nicht betriebsnotwendigen Immobilie (z.B. vermietete Freifläche als Lagerfläche) auszugehen, stellt die Immobilie steuerliches Privatvermögen dar, mit der Folge, dass der Gesellschafter durch die Vermietung Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielt. Besonderheiten bei der Unternehmensnachfolge oder einer Krise der Unternehmung ergeben sich nicht. Die steuerlichen Folgen bei Immobilie und Unternehmen sind jeweils getrennt voneinander zu betrachten.

Personengesellschaften

Handelt es sich bei der Unternehmung um eine Personengesellschaft (z.B. eine GmbH & Co. KG), ergeben sich diverse abweichende Auswirkungen. Obwohl auch in diesem Fall regelmäßig eine sog. personelle und sachliche Verflechtung vorliegen wird und somit eine Betriebsaufspaltung gegeben ist, stellt die vermietete (betriebsnotwendige und grundsätzlich auch die nicht betriebsnotwendige) Immobilie vorrangig steuerliches Sonderbetriebsvermögen des Gesellschafters bei der nutzenden Personengesellschaft dar. Dem Gesellschafter werden im Rahmen der jährlichen Gewinnfeststellungserklärung der Personengesellschaft neben seinem Anteil am allgemeinen steuerlichen Ergebnis der Gesellschaft (sog. Gesamthandsergebnis) seine Sonderbetriebs-einnahmen (z.B. Pachterträge) und seine Sonderbetriebsausgaben (z.B. Abschreibungen und individuell bezahlte Zinsaufwendungen) zugewiesen. Der Gesellschafter erzielt aus der Personengesellschaft und dem Sonderbetriebsvermögen in Summe einheitliche Einkünfte aus Gewerbebetrieb; ein eigener gewerbesteuerlicher Freibetrag für die Verpachtung der Immobilie wird nicht gewährt. Besteht eine Personengesellschaft aus mehreren Gesellschaftern (steuerlich: Mitunternehmern) werden die gewerbesteuerlichen Anrechnungsbeträge (§ 35 EStG) nur nach dem allgemeinen Ergebnisverteilungsschlüssel ohne Berücksichtigung der Einflüsse des Sonderbetriebsvermögens verteilt. Ein Ausgleich kann allerdings über entsprechende im Gesellschaftsvertrag zu vereinbarende Gewerbesteuerklauseln im Rahmen der gesellschaftsvertraglichen Ergebnisverteilungsregelungen erfolgen.

*Steuerliches
Sonderbetriebsvermögen beachten*

Bei einem Verkauf der Anteile an der Personengesellschaft ohne Mitverkauf der weiterhin der Gesellschaft zur Nutzung überlassenen Immobilie, wird für steuerliche Zwecke auch hier eine Entnahme ins steuerliche Privatvermögen unterstellt. Alle stillen Reserven der Immobilie müssen dann versteuert werden. Die Ermittlung der steuerlichen Entnahmegewinne erfolgt allerdings auf Ebene der Personengesellschaft im Rahmen der Gewinnfeststellungserklärung. Eine Unternehmensnachfolge mit Mitübertragung der Immobilie ist als Übertragung von begünstigtem Vermögen möglich. Eine Unternehmensnachfolge ohne Mitübertragung der Immobilie ist nach derzeitigem Recht nicht begünstigt möglich. Soll die Immobilie in einem solchen Fall im Eigentum des ausscheidenden Gesellschafters verbleiben, wäre zur Vermeidung eine „rechtzeitige“ Überführung der Immobilie in ein anderes Betriebsvermögen (eventuell eine gewerblich geprägte GmbH & Co. KG) zu überlegen. Bei einer Krise der Gesellschaft mit gleichzeitiger Verwertung der Immobilie durch den Sicherungsnehmer (Bank) erfolgt steuerlich ein Abgang aus der Sonderbilanz des Gesellschafters, den dieser als Verlust steuerlich geltend machen kann.

Dient den Kreditgebern als Sicherheit z.B. die eigengenutzte Immobilie eines Gesellschafters, liegt grundsätzlich kein steuerliches Betriebsvermögen vor. Die Nutzung der Immobilie erfolgt in der steuerlich unbedeutenden persönlichen Sphäre des Sicherheitengebers. Es ergeben sich keine Besonderheiten bei einem Verkauf der Unternehmung. Eine Unternehmensnachfolge ohne Mitübertragung der Immobilie ist begünstigt möglich. Bei einer Krise der Gesellschaft mit gleichzeitiger Verwertung der Immobilie durch den Sicherungnehmer (Bank) erfolgt steuerlich grundsätzlich eine verdeckte Einlage des Gesellschafters in die Gesellschaft. Hier sind die steuerlichen Auswirkungen abhängig u.a. vom Zeitpunkt der Sicherheitenstellung und der Zweckbestimmung. Steuerlich liegen Anschaffungskosten für die Beteiligung vor; laufende abziehbare Betriebsausgaben liegen nicht vor. Dient den Kreditgebern als Sicherheit eine an Dritte vermietete private Immobilie (z.B. Miethaus), erzielt der Sicherheitengeber durch die Vermietung Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung. Erfolgt hier während der Krise eine (Zwangs)Verwertung vor Ablauf von zehn Jahren seit Immobilienkauf, liegt ein privates Veräußerungsgeschäft i.S.d. § 23 EStG vor.

Fazit

Bei Aufnahme von externen Fremdfinanzierungen und gleichzeitiger Sicherheitenstellung von im Privateigentum befindlichen Vermögensgegenständen sollten bereits bei Kreditaufnahmen bzw. Sicherheitenstellung steuerliche Folgen bei Exit, Unternehmensnachfolge und Krisen der Gesellschaft bedacht werden. Insbesondere bei betrieblich genutzten Immobilien, die sich im Privateigentum eines Gesellschafters befinden und deren Pachteinahmen die Altersvorsorge unterstützen sollen, sollte frühzeitig eine Überführung in ein anderes Betriebsvermögen geprüft werden.

Autorenübersicht



Dr. Nikolaus Uhl

Dr. Nikolaus Uhl berät seit 15 Jahren im Bereich Unternehmensfinanzierung und -beteiligung (Venture Capital, Private Equity) ist seit 2007 Partner bei WEITNAUER, leitet die Praxisgruppe Venture Capital und Private Equity und ist zudem Mitglied in der M&A-Praxisgruppe. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen im Bereich VC-Beteiligungen und Unternehmensfinanzierungen, Unternehmensgründungen und -restrukturierungen, stetig zunehmend im Bereich der M&A-Transaktionen, aber auch in der Beratung von Unternehmen bei nati-

onalen und internationalen Verträgen und Kooperationen. Seit 2009 ist Dr. Uhl Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht.

Mit seiner Expertise und jahrelangen Erfahrung im Finanzierungs- und Beteiligungsgeschäft unterstützt und begleitet Dr. Uhl einen konstruktiven Austausch mit Unternehmern, Gründerteams und Investoren, um die Entwicklung, Finanzierung und Vermarktung von Geschäfts- und Produktideen sowie Innovationen voranzutreiben.



WEITNAUER Rechtsanwälte

Weitnauer
Französische Straße 13
10117 Berlin
E-Mail: nikolaus.uhl@weitnauer.net
Tel.: +49 30 230 96 77-0

WEITNAUER ist ein Team von international ausgebildeten und erfahrenen Rechtsanwälten zahlreicher Sachgebiete sowie aus Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern. Wir haben Standorten in München, Berlin, Heidelberg, Hamburg und Düsseldorf. Was uns auszeichnet: fachliche Kompetenz, Teamgeist, persönlicher Einsatz, kurze direkte Wege zum Mandanten und rasche Bearbeitung. Eine Vielzahl von Veröffentlichungen belegt diese Expertise.

Zu den Schwerpunkten unserer Praxis gehört die umfassende Beratung von Unternehmen und Investoren bei nationalen und internationalen M&A-Transaktionen aus rechtlicher und ggf. steuerlicher Sicht, sowohl auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite. Auch in besonderen Transaktionsgestaltungen, wie Ausgründungen (Spin-offs) oder Management Buy Outs, sind wir erfahren.

Unser Beratungsangebot im Bereich Mergers & Acquisitions umfasst zunächst die Planung, Vorbereitung und Strukturierung von Transaktionen, insbesondere die Vorbereitung und Durchführung von Due-Diligence-Prüfungen in enger Abstimmung mit dem Mandanten. Daneben unterstützen wir unsere Mandanten bei der Vorbereitung und Verhandlung von Unternehmenskaufverträgen sowie in der Phase nach dem Closing.

Bei der Begleitung von M&A-Transaktionen bieten wir unseren Mandanten neben Verhandlungsgeschick langjährige industriespezifische Transaktionserfahrung in den Bereichen Venture Capital, Life Sciences und IT. Außerdem können wir bei Bedarf auf ein bewährtes Netzwerk in- und ausländischer Berater zurückgreifen.



RA/StB Bernd Schult

Bernd Schult ist Partner bei Roever Broenner Susat Mazars in Berlin und im Bereich Steuer- und Rechtsberatung tätig. Er studierte Rechtswissenschaften in Berlin, ist seit 1996 als Rechtsanwalt und seit 1999 als Steuerberater zugelassen. Herr Schult hat zwei Lehraufträge an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Freien Universität Berlin und an der Europa-Universität Viadrina zum

Thema Unternehmensnachfolge. Die Tätigkeitsschwerpunkte von Herrn Schult liegen in der Betreuung von finanzgerichtlichen Verfahren, Rechtsbehelfsverfahren und Betriebsprüfungen. Er berät und begleitet Unternehmensnachfolgen sowie die zivil- und steuerrechtliche Gestaltung von Umstrukturierungen und Unternehmenskäufen.



StB/Dipl.-Kfm. Michael Buchterkirche

Michael Buchterkirche ist Senior Manager bei Roever Broenner Susat Mazars in Berlin und im Bereich Steuerberatung tätig. Nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann studierte Michael Buchterkirche an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Freien Universität Berlin in der Zeit von 1991 bis 1996 Betriebswirtschaftslehre und begann danach bei Roever Broenner Susat Mazars als

Steuer- und Prüfungsassistent. Er ist seit 2000 als Steuerberater zugelassen. Die Tätigkeitsschwerpunkte von Herrn Buchterkirche umfassen die Jahresabschlussstellung nach nationaler Rechnungslegung, die Steuerdeklaration sowie die Betreuung von Rechtsbehelfsverfahren und Betriebsprüfungen. Darüber hinaus betreut er Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften bzw. -Initiatoren.



Roever Broenner Susat Mazars

Roever Broenner Susat Mazars GmbH & Co. KG
Auguste-Viktoria-Straße 118
14193 Berlin
michael.buchterkirche@mazars.de
Tel.: +49 30 208 88-0

Roever Broenner Susat Mazars

Roever Broenner Susat Mazars ist aus dem Zusammenschluss der beiden Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaften RBS Roever Broenner Susat und Mazars Deutschland entstanden.

Roever Broenner Susat Mazars gehört zu den führenden unabhängigen mittelständischen Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaften Deutschlands und ist international in die Mazars-Partnerschaft eingebunden. 68 Partner und 1.000 Mitarbeiter betreuen Mandanten in den Geschäftsbereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Accounting, Rechtsberatung und Financial Advisory Services an zwölf Standorten in Deutschland. Weltweit sind rund 800 Partner und 15.000 Mitarbeiter in 73 Ländern tätig.

Das Mandantenspektrum reicht vom Einzelunternehmer über kleine und mittelständische Personen-,

Familien- und Kapitalgesellschaften bis hin zu großen und börsennotierten Kapitalgesellschaften und Konzernen. Neben Wirtschaftsunternehmen zählen gemeinnützige Organisationen, Stiftungen sowie Unternehmen und Körperschaften der öffentlichen Hand zu den Mandanten. Schwerpunkte der Tätigkeit in den Geschäftsbereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Accounting, Rechtsberatung sowie Financial Advisory Services sind neben der Jahresabschlussprüfung nach HGB und internationalen Rechnungslegungsvorschriften die umfassende Betreuung von Unternehmenstransaktionen und Umstrukturierungen sowie die Steuerplanung und laufende Steuerberatung. Darüber hinaus werden prüfungsnahе Dienstleistungen in den Bereichen Internationale Rechnungslegung, IT and Process Assurance und Versicherungsmathematik angeboten.



Dr. Nina-Luisa Siedler

Dr. Nina-Luisa Siedler ist Partner in der deutschen Finance & Projects Group von DLA Piper und im Berliner und Frankfurter Büro tätig. Sie war 2002/2003 in dem New Yorker Büro von McKee Nelson LLP, einer der führenden Kanzleien für strukturierte Finanzierungen in den USA, sowie 2007 im Londoner Büro von DLA Piper tätig.

Dr. Nina-Luisa Siedler ist auf strukturierte Finanzierungen im weiten Sinne spezialisiert und hat umfangreiche Erfahrungen mit Asset-Backed-Securities Transaktionen und anderen Kapitalmarkt Finanzierungen, Akquisitions- und Projektfinanzierungen sowie im

Asset-Based-Lending sammeln können. Sie hat neue Finanzprodukte entwickelt, wie z.B. eine sharia-konforme Anleihe, forderungsbasierte Finanzierungen im Krankenhausesektor und pfandbriefähnliche Banken-Refinanzierungen für private Immobilienkredite.

Zu ihren Mandanten zählen Unternehmen, etliche mit einer internationalen Konzernstruktur, ebenso wie Banken, Debt Funds und Leasing-Gesellschaften. Dr. Nina-Luisa Siedler hält regelmäßig Vorträge und verfasst Veröffentlichungen zu Themen der strukturierten Finanzierung von Unternehmen.



DLA Piper UK LLP
Joachimsthaler Str. 12
10719 Berlin
E-Mail:
nina.siedler@dlapiper.com
Tel.: +49 30 300 13 14 11

DLA Piper

DLA Piper ist eine weltweit tätige Rechtsanwaltskanzlei. In mehr als 30 Ländern in Europa, Asien, Australien, dem Nahen Osten und Nord-, Mittel- und Süd-Amerika bietet DLA Piper ein umfassendes Rechtsberatungsangebot.

In Deutschland ist DLA Piper an fünf Standorten – Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln und München – mit über 180 Anwälten vertreten. Seit der Eröffnung des Kölner Büros im September 2004 verzeichnet die Sozietät ein stetiges Wachstum. Im November 2004 wurde ein Büro in Hamburg eröffnet, im Oktober 2005 kam der Frankfurter Standort hinzu. Seit August 2007 unterhält DLA Piper eine Niederlassung in München und seit Februar 2011 ein Büro in Berlin.

DLA Piper bietet Full-Service aus einer Hand auf allen Gebieten des Wirtschaftsrechts, insbesondere in den Bereichen: Arbeitsrecht, Bank- und Finanzierungsrecht, Geistiges Eigentum, Gesellschaftsrecht/M&A, Handels- und Vertriebsrecht, Immobilienwirtschaftsrecht, Informationstechnologie und Outsourcing, Kartellrecht, Öffentliches Wirtschaftsrecht, PPP/Privatisierung, Prozessführung und Schiedsverfahren, Regulatory und Government Affairs, Restrukturierung und Insolvenzrecht, Steuerrecht, Vergaberecht und Wirtschaftsstrafrecht.



Dipl.-Kfm. Thomas Fink

Thomas Fink studierte in Leipzig und Frankfurt a. M. Betriebswirtschaftslehre mit der Spezialisierung Corporate Finance. Berufserfahrung sammelte er im Bank- und Beteiligungsgeschäft, der Industrie und der Unternehmensberatung.

Schwerpunkt seiner Tätigkeit ist die Beratung von mittelständischen Unternehmen und von Technologie-Unternehmen. Der Fokus liegt auf den Bereichen Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskäufe sowie Nachfolge.



Sophie Rosenbaum

Sophie Rosenbaum hat erfolgreich ein Masterstudium der Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken in Potsdam abgeschlossen. Bei der

Portus Corporate Finance GmbH ist sie als Associate im Bereich der Finanzierungsberatung und Finanzplanung tätig.



Boris Schade

Boris Schade absolviert ein Studium der Betriebswirtschaftslehre in Berlin. Bei der Portus Corporate Finance GmbH ist er als Associate im Bereich

der Finanzierungsberatung und Finanzplanung tätig.



Portus Corporate Finance
GmbH
Friedrichstr. 81
10117 Berlin
E-Mail:
thomas.fink@PortusCo.com
Tel.: +49 30 700 800 900

Portus Corporate Finance

Die Portus Corporate Finance GmbH ist eine langjährig etablierte und umsetzungsorientierte Beratungsgesellschaft für alle Corporate-Finance-Themen, wie Finanzierung, Finanzmanagement, Unternehmensverkäufe und Nachfolgeregelungen.

Die Portus Corporate Finance GmbH wurde 2003 gegründet und ist bundesweit tätig. Sie hat Standorte in Berlin, Hannover und Frankfurt/Main sowie eine Schwestergesellschaft

in Basel (Schweiz). Die Mitarbeiter verfügen über eine erstklassige akademische Ausbildung und einschlägige Industrieerfahrungen, auch im internationalen Umfeld. Darüber hinaus verfügt die Portus Corporate Finance GmbH über ein ausgezeichnetes Netzwerk zu Investoren, Beteiligungsgesellschaften, Banken und zu Unternehmern.

Glossar

Atypische stille Beteiligung : Der Anleger leistet eine Kapitaleinlage (Bar-oder Sacheinlage) und erhält dafür neben einer Gewinn- und Vermögensbeteiligung auch Mitsprache- und Kontrollrechte.

Basel II+III : Eigenkapitalvorschriften, die für alle Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute gelten. Seit 2013 gilt Basel III als internationaler Standard.

Crowdfinanzierung : Finanzierungsart, bei der die zu finanzierende Summe von einer großen Zahl kleiner Investoren bereitgestellt wird. Die Realisierung erfolgt oft über Internet-Plattformen.

Family Offices : Vermögensverwalter für größere private Vermögen

Holdinggesellschaft : Auch Dachgesellschaft eines Konzerns genannt, die hauptsächlich als Finanzierungs- und Verwaltungsgesellschaft tätig ist.

Later-stage-Finanzierungen : Finanzierungen für bereits etablierte Unternehmen.

Pre money-Unternehmenswert : Unternehmensbewertung bevor der Investor Eigenkapital in das Unternehmen investiert.

Post money-Unternehmenswert : Unternehmensbewertung nach einer Investition.

Private Placements : Im Gegensatz zu einem Placement an der Börse werden die Anteile eines Unternehmens bei einer Privatplatzierung nur einer ausgewählten Gruppe von Investoren zur Verfügung gestellt.

Senior Debt : Erstrangiges Fremdkapital, das im Falle einer Insolvenz vorrangig zu anderem Fremdkapital (Junior Debt) ist.

Typische stille Beteiligung : Ein Anleger leistet eine Kapitaleinlage (Bar-oder Sacheinlage) und wird dafür am Gewinn beteiligt. Typischerweise haben stille Beteiligte kein Mitspracherecht und somit keinen direkten Einfluss.

Herausgeber:

Dipl.-Kfm. Thomas Fink
Portus Corporate Finance GmbH
Friedrichstraße 81
10117 Berlin

Rechtsanwalt Dr. Nikolaus Uhl
Weitnauer
Französische Straße 13
10117 Berlin

Satz und Layout:

Susanne Kwanka
Freie Mediengestalterin
www.susannekwanka.de

Auflage:

2. Auflage; 2.000 Stück
Berlin, Juni 2016

Bildnachweis:

Titelbild: shutterstock

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt.
Alle Rechte, auch die der Übersetzung, des Nachdrucks
und der Vervielfältigung des Werks oder
von Teilen daraus, vorbehalten.