

Buy and Build: von Eigenkapital bis Committed-Akquisitionslinie

Vor- und Nachteile der verschiedenen Finanzierungsalternativen

Strategische Zukäufe im Bereich kleinerer komplementärer Unternehmen zu einer größeren Einheit und deren Integration (Add-on) sind Bestandteile jeder anorganischen Wachstumsstrategie. Durch die Integration kleinerer Unternehmenseinheiten können neben den klassischen Skaleneffekten vor allem die Stabilität, Sichtbarkeit und Attraktivität für qualifizierte Mitarbeiter, Finanzierungspartner, Kunden und Lieferanten gesteigert werden.

Neben der üblichen Eigenkapitallösung durch Einstieg als Gesellschafter gibt es nach wie vor die althergebrachte Fremdkapitallösung, die in den letzten Jahren ein Revival erlebt. Die Bandbreite dazwischen ist jedoch groß. Das eine Ende des Spektrums ist die sogenannte Bis-zu-Finanzierung oder auch Committed-Akquisitionslinie. Hierbei sagen der oder die Darlehensgeber die Finanzierung weiterer Add-on-Akquisitionen, die die zuvor festgelegten Bedingungen erfüllen, direkt zu. Darüber hinaus gibt es zunehmend weitere Spielvarianten, wie die Add-on-Akquisition aus der Liquidität bereits akquirierter Portfoliogesellschaften (sogenannte Portfolio-Liquiditätslösung) oder die Verhandlung und der mögliche Abschluss von Änderungs- und Erhöhungsvereinbarungen mit dem oder den Darlehensgebern während der Akquisitionsfinanzierung für das neue Unternehmen (Amend and Extend-Lösung). Auch findet sich eine Art Anschlussfinanzierung im Markt, die im Fachjargon Accordion Feature, Incremental Facility oder auch Sidecar Incremental Facility genannt wird und bereits bei der Akquisitionsfinanzierung für das jeweilige Unternehmen der Höhe nach festgelegt werden muss.

Vor- und Nachteile der einzelnen Finanzierungsvarianten

Jede Spielvariante hat sowohl für die eine als auch für die andere Seite Vor- und Nachteile, wobei Finanzierungssicherheit, Kosten und Planungssicherheit konkurrieren.

Committed Akquisitionslinie

Diese Variante dürfte die größte Finanzierungssicherheit bieten. Die Akquisitionskriterien werden vorher definiert und festgelegt und beinhalten stets Anforderungen an bestimmte Branchen bzw. komplementäres Geschäft als auch an Umsatz und Gewinn der Zielgesellschaft sowie konsolidierte Prognosezahlen in Form eines Businessplans für das um die Zielgesellschaft ergänzte Portfolio. Werden die Kriterien durch die Zielgesellschaft erfüllt, wird das Darlehen voll zur Verfügung gestellt. Kündigungsgründe vor oder direkt nach Abschluss der Add-on-Akquisition dürfen natürlich nicht vorliegen. Dieser Finanzierungsvariante stehen jedoch recht hohe Kosten gegenüber, sowohl



Foto: © Dreaming Andy – stock.adobe.com

aufseiten des Darlehensgebers für die Bindung des eigenen Kapitals als auch für den Darlehensnehmer, an den diese Kosten in Form von Commitment Fees und Utilization Fees weitergereicht werden. Einerseits bietet die Committed-Akquisitionslinie also Planungs- und Finanzierungssicherheit, andererseits ist sie aufgrund der hohen Kosten nicht geeignet, wenn die Akquisitionskriterien nicht sämtlich erfüllt werden.

Amend and Extend-Lösung

Diese Finanzierungsvariante bietet so gut wie keine Finanzierungssicherheit, da eine Erhöhung des Darlehensvolumens ebenso wie der Abschluss eines zusätzlichen Darlehensvertrages jeweils neu verhandelt werden muss und auf die jeweilige Transaktion (Event) bezogen ist, was naturgemäß weitere Beratungskosten sowie Gebühren des Darlehensgebers auslöst.

Akkordeon-Optionen (Accordion Features)

Die Akkordeon-Optionen bieten ebenfalls kaum Finanzierungs- und Planungssicherheit. Hier behält sich der Darlehensgeber vor, das Darlehen stufenweise zu erhöhen, wenn zusätzliche gewisse Auflagen erfüllt werden. Typische Auflagen sind hierbei die Pari-passu-Klausel, das heißt eine Vereinbarung in Form einer Klausel in Anleihebedingungen oder in Kreditverträgen,

die auf den Gleichrang gegenwärtiger und künftiger unbesicherter Forderungen gegen einen Schuldner abzielt (sogenannte Non-Financial Covenants). Pari-passu-Klauseln sind international weit verbreitet. Als alternative oder auch kumulative Auflage kann zudem die Nachrangigkeit von gewissen Verbindlichkeiten vereinbart werden. Nachrangige Verbindlichkeiten meint solche, die im Fall einer Insolvenz oder Liquidation erst nach den Forderungen anderer Gläubiger erfüllt werden dürfen. Ebenso kann ein Freibetrag (Freebie Basket) vereinbart werden, der unabhängig von den Verschuldungsgradkonditionen ist. In Einzelfällen können hier Freibeträge in Höhe der EBITDA-Rendite oder mehr verhandelt werden, regelmäßig beläuft sich der Freibetrag jedoch auf 25% bis 50% der EBITDA-Rendite.

Fazit

Für die Finanzierung einer Akquisition nach den oben dargestellten Varianten bedarf es einer gewissen Erfahrung. International sind solche Varianten nicht unüblich, aber hierzulande noch nicht allzu verbreitet. Insbesondere ein kleineres Zielunternehmen, das als Add-on hinzugekauft werden soll, wird sich hiermit sehr schwertun. Der Käufer tut gut daran, während der Buy and Build-Phase seine Dokumentation fortlaufend anzupassen und gewisse Standards zu schaffen, gleichwohl aber mit maßgeschneiderten Lösungsvorschlägen für die jeweils unterschiedlichen Branchen und Zielunternehmen ins Gespräch zu

gehen. Hierbei können dann z.B. auch Leistungsanreize (wie z.B. Earn-out) für den Veräußerer eine wichtige Rolle spielen. ■■■

Heiko Wunderlich

ist Partner der Sozietät SKW Schwarz Rechtsanwälte. Der Fachanwalt für Steuerrecht berät unter anderem bei der Gestaltung von Nachfolgelösungen, bei der steuerlichen Konzeption geschlossener Fonds, bei Private Equity-Beteiligungen und Immobilientransaktionen sowie bei der Konzeption internationaler privatrechtlicher Stiftungen und Trusts. Ein weiterer Schwerpunkt ist internationales Steuerrecht mit besonderer Expertise im Medien- und Entertainmentbereich.



Natascha Grosser

ist Partnerin bei SKW Schwarz am Düsseldorfer Standort. Sie berät in allen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragen. Diese reichen von der Unternehmensgründung über alle Phasen von Transaktionen (Venture Capital, Private Equity und M&A) und der Strukturierung entsprechender Beteiligungsvehikel bis zur Betreuung von Privatinvestments.



ANZEIGE

EUROPEAN PRIVATE EQUITY SUMMIT 2018

Focus on the best deal opportunities

25 and 26
October 2018
Frankfurt

»» Exclusive networking with leading GPs & LPs



JOHANNES P. HUTH
KKR

ZYPORA KUPFERBERG
Kupferberg Transactions and Representative of Berkshire Hathaway

DR JÖRG ROCKENHÄUSER
Permira

ROBERT SEMNARA
Apollo Global Management

private-equity.eu +49 (0)211.88743-3848

Premium Partner:
Weil

Conception and organization:
euroforum

Handelsblatt
Substance matters.