

Finanzierung von Unternehmenskäufen



Von Edy Fischer, IfW Niggemann, Fischer & Partner

Unter dem Begriff Akquisitionsfinanzierung versteht man im weitesten Sinne die Aufnahme einer Fremdfinanzierung für den Kauf eines Unternehmens. Die Bandbreite der Instrumente, die im Zusammenhang mit der Finanzierung eines Unternehmenskaufs eingesetzt werden, reicht von sogenannten Senior-Krediten über Unitranchen-Kredite von Kreditfonds und Mezzanine-Krediten bis hin zu Gesellschafter- und Verkäuferdarlehen.

1. Grundzüge der Akquisitionsfinanzierung

In der Praxis wird regelmässig synonym für den Begriff der Akquisitionsfinanzierung der Begriff «Leveraged Finance» verwendet. Unter dem Begriff Leveraged Finance versteht man alle Finanzierungsstrukturen, die zur

Finanzierung eines «Leveraged-Buy-Outs» (LBO) dienen und die auf dem Leverage-Effekt beruhen. Ein Merkmal von Leveraged-Buy-Outs ist, dass diese massgeblich (oft bis zu 50%) mit Fremdkapital finanziert werden.

Grund für das Interesse von Unternehmenskäufern an einem möglichst hohen Fremdkapitalanteil an der Gesamtfinanzierung ist die Hebelwirkung des eingesetzten Fremdkapitals auf die Eigenkapitalrentabilität. Durch den Einsatz von Fremdkapital anstelle von Eigenkapital kann die Eigenkapitalrendite für den Käufer gesteigert werden.

2. Bestandteile der Akquisitionsfinanzierung

Die Erwerbsfinanzierung umfasst im Regelfall drei Haupt-Komponenten:

- den Kaufpreis
- die Transaktionskosten und
- die Umfinanzierung bestehender Verbindlichkeiten des Zielunternehmens

Unternehmenskäufer, die nur die Kaufpreisfinanzierung beachten und die Folgefinanzierung unberücksichtigt lassen, kommen häufig in wirtschaftliche Probleme. Gerade bei Management-Buy-In- oder Management-Buy-Out-Transaktionen ist das Scheitern nach der Übernahme für die Führungskräfte mit vielfältigen negativen Konsequenzen verbunden; i.d.R. ist dann das gesamte verfügbare Eigenkapital vernichtet. Zur Vermeidung solcher Fehlentwicklungen ist es daher von grosser Wichtigkeit, den Finanzierungsfragen gebührende Aufmerksamkeit zu widmen.

So werden häufig die Transaktionskosten bei der Erarbeitung der Finanzierungskonzeption übersehen. Bei der Durchführung von Unternehmenstransaktionen besteht in wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Bereichen Bedarf an Spezialwissen. Allein die Durchführung der Due Diligence ist nicht selten mit hohen Kosten verbunden. Werden Beratungs-, Notar- und Gerichtskosten nicht eingeplant, kann das Liquiditätsprobleme auslösen. Noch häufiger kommt es allerdings vor, dass die finanziellen Konsequenzen aus den zukünftigen Aktivitäten nicht ausreichend bedacht werden.

3. Typische

LBO-Finanzierungsstruktur

Im Regelfall wird vom Investor eine Käufergesellschaft (eine sogenannte NewCo) gegründet, deren Zweck der Erwerb des Zielunternehmens ist. Dazu stattet der Käufer die NewCo mit Eigenkapital aus; Banken und andere Kapitalgeber geben das Fremdkapital. Mit diesen Finanzmitteln erwirbt die NewCo anschliessend die Anteile am Zielunternehmen. Die NewCo, die selbst über kein operatives Geschäft verfügt, erhält die für die Zins- und Tilgungsleistung nötigen Cashflows von der operativ tätigen Gesellschaft.

Alle Risiken der Transaktion sind in der neuen Gesellschaft als Käuferin des operativen Unternehmens und Kreditnehmerin konzentriert. Zur Begrenzung der Haftung der Investoren erhält die neue Gesellschaft in aller Regel die Form einer Kapitalgesellschaft oder einer GmbH & Co. KG.

3.1 Wirtschaftliches Eigenkapital

Das wirtschaftliche Eigenkapital setzt sich in der Regel aus Einzahlungen in das Stamm- bzw. Grundkapital sowie Kapitalreserven und Gesellschafterdarlehen zusammen. Der Anteil des Stammkapitals wird innerhalb der Gesamtstruktur meist bewusst gering gehalten.

3.2 Senior-Kredite

Senior-Kredite sind die vorrangig zu befriedigenden Kredite, die i.d.R. aus verschiedenen zeitlich befristeten Terminkrediten bestehen. Zu den Senior-Krediten zählt ausserdem der Betriebsmittelkredit.

Die Senior-Kredite werden meist das 4- bis 5fache des durchschnittlichen konsolidierten freien Cashflows, das 3,5- bis 4,5fache des durchschnittlichen konsolidierten Ebit oder das 3- bis 4fache des durchschnittlichen konsolidierten Ebitda der erworbenen Gesellschaft nicht übersteigen.

3.3 Mezzanine-Kapital

Bleibt zwischen dem verfügbaren Eigenkapital und den Senior-Krediten eine Finanzierungslücke bestehen, so kann diese durch Mezzanine-Kapital geschlossen werden. Für Mezzanine-Kapital gilt als Faustregel, dass es, einschliesslich der vorrangigen Senior-Kredite, das 6- bis 7fache des nachhaltig erzielbaren konsolidierten freien Cashflows nicht übersteigen sollte. Reichen der frei verfügbare Cashflow oder das Ebitda nicht aus, um die Kredite innerhalb der vorgesehenen Laufzeiten zurückzuzahlen, muss der Eigenkapitalanteil erhöht werden.

3.4 Kreditfonds (Private Debt)

In den letzten Jahren ist die Bedeutung der Akquisitions- und auch Mittelstandsfinanzierung über Kreditfonds, auch als Private Debt bezeichnet, erheblich gewachsen. Unter Private Debt versteht man die Bereitstellung von Krediten durch Nicht-Banken, die ohne Einschaltung des Kapitalmarktes vergeben werden. Finanziert werden dabei vorrangig Unternehmenstransaktionen oder auch Projekte, wobei die Konditionen bilateral ausgehandelt werden. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig, von Darlehen und Anleihen über Schuldscheine bis hin zu privaten Verbriefungsemissionen.

3.5 Verkäuferdarlehen und Rückbeteiligungen

Insbesondere bei kleineren Transaktionen kann es sinnvoll sein, dass der Verkäufer die Strukturierung der Finanzierung durch eine Stundung des Kaufpreises vereinfacht. Das meist nachrangige Darlehen wird dabei als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet, da es durch den häufig vereinbarten Rangrücktritt des Verkäufers im Insolvenzfall hinter alle anderen verzinslichen Fremdkapitalverbindlichkeiten im Rang zurücktritt. Ähnlich wie beim Mezzanine-Kapital

besteht auch hierbei eine Vielzahl von Ausgestaltungsmöglichkeiten.

3.6 Renditeerwartungen und Laufzeiten

Jeder Teilnehmer an einer Finanzierung hat eigene Renditeerwartungen. Derzeit beträgt die Renditeerwartung eines Senior-Kreditgebers 2,0 bis 3,5% p.a. und die eines Mezzanine-Kapitalgebers 6,0 bis 10,0% p.a. Wirken bei einer Unternehmensübernahme externe Eigenkapitalgeber mit (Private-Equity-Investoren), liegt die Ergebniserwartung bei etwa 20 bis 25% p.a.

3.7 Anteil der Fremdfinanzierung

Die optimale Gewichtung des Fremdkapitals im Verhältnis zum Eigenkapital ist ein entscheidender Erfolgsfaktor beim Unternehmenskauf. Eine Finanzierungsstruktur, die nicht sicherstellt, dass das Unternehmen in der Lage ist, die Verbindlichkeiten zu bedienen, gefährdet die Überlebensfähigkeit des Unternehmens und somit den Erfolg der gesamten Transaktion.

Die Höhe der Fremdfinanzierung hängt bei LBOs in erster Linie von der Schuldendienstfähigkeit (dem Verhältnis von Free-Cashflow zu Tilgungen und Zinsen) des Akquisitionsobjekts während des entsprechenden Finanzierungszeitraums ab. Um diese Schuldendienstfähigkeit zu ermitteln, ist es sinnvoll, aufbauend auf den vorhandenen Informationen (Businessplan, Financial Due Diligence) Finanzierungsmodelle zu simulieren, die mit den Prämissen des Businessplans den voraussichtlich zur Bedienung des Schuldendienstes zur Verfügung stehenden Cashflow (Free-Cashflow) im Rahmen einer Vorschaurechnung (Amortisationsrechnung) ermitteln.

e.fischer@ifwniggemann.ch
www.ifwniggemann.ch