
Proventis Partners Praxisratgeber

Akquisitionsfinanzierung

„von Heuschrecken lernen“

Inhalt: Akquisitionsfinanzierung

Akquisitionsfinanzierung.....	Seite 3
Finanzierungsarten.....	Seite 4
Arten des Finanzierungskapitals.....	Seite 5
Konditionen der Finanzierungsarten.....	Seite 6
LBO Renditeerwartungen.....	Seite 7
Praxisfall einer Akquisitionsfinanzierung.....	Seite 8
Gestaltungsparameter einer Akquisitionsfinanzierung.....	Seite 9
Finanzierungsmodelle & Instrumente.....	Seite 10
Gesellschaftsrechtliche Strukturierung.....	Seite 11
Übernahmestruktur.....	Seite 12
Weitere Aspekte	Seite 13
Kontakt.....	Seite 14

Intelligente Finanzierungsstrukturen von Unternehmensübernahmen erlauben größere Wachstumssprünge.

- **Lohnende Übernahmeziele**

- Nachfolgeproblematik: > 70.000 mittelständischen Unternehmen in den nächsten 2-3 Jahren
- Finanzinvestoren verkaufen gut aufgestellte Unternehmen aus ihrem Portfolio
- Konzernausgliederungen auf Grund strategischer Neuausrichtungen

- **Viele Fremdkapitalanbieter**

- Ausländische Finanzanbieter drängen mit attraktiven Konditionen in den Markt
- Stärkere Bereitschaft für Fremdkapitalfinanzierungen unterhalb von €20 Mio.

- **Vielfältige Finanzinstrumente**

- Standardisierte, als auch
- Völlig individualisierte Produkte verfügbar

- **Leverage-Effekt* („Hebeleffekt“)**

- Mit einem hohen Leverage Faktor (hohe Fremdkapital-Quote) können Unternehmer mit geringem Eigenkapitaleinsatz liquiditätsschonend neue Unternehmen akquirieren
- Der Leverage-Effekt ist durch Cash-Flow optimierende Instrumente zusätzlich steigerbar

- **Günstiges Zinsniveau**

- Langfristig günstige Rahmenbedingungen im Euroraum
- Selbst bei hohem Leverage Faktor ist ein günstiger Mischzinssatz erzielbar

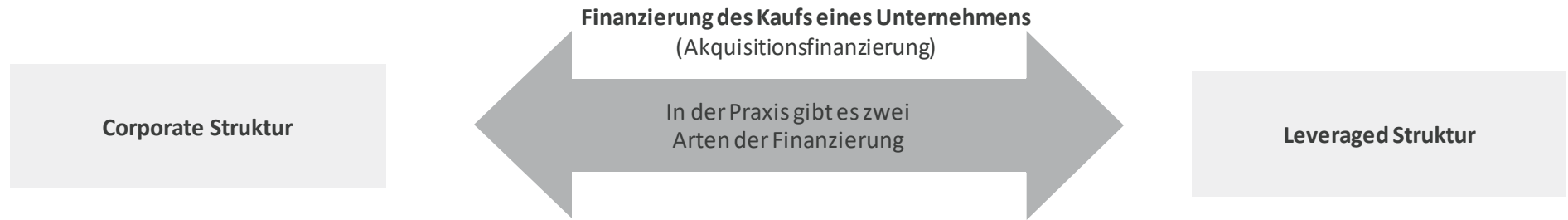
Neue Märkte und Kundengruppen eröffnen

Größenvorteile heben

Innovative Technologien erschließen

Wettbewerbsbarrieren errichten

*) Der Leverage-Effekt („Hebeleffekt“) tritt ein, wenn die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als der Fremdkapitalzinssatz. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad erhöht sich dann die Rendite des eingesetzten Eigenkapitals.



- Bei einer Corporate Finanzierungsstruktur steht der Kredit für die Finanzierung in der Bilanz des Käufers
 - Es entsteht ein relativ geringer Prüfungsaufwand seitens der Bank, da das Käuferunternehmen der Bank bereits bekannt ist
 - Meist reichen in einem solchen Fall zwei Kredittranchen aus:
 - herkömmlicher Bankkredit oder Anleihe mit fester Laufzeit
 - revolvingende Kreditfazilität (z.B. Kontokorrent-Linie)
 - Das geringe Risiko der Bank führt zu günstigen Zinsen für den Käufer
 - Die Aufnahme von Fremdkapital ist jedoch limitiert, d.h. es ist ein höherer Eigenkapitalanteil notwendig
- Bei der Leveraged Finanzierungsstruktur wird der Kauf eines Unternehmens i.d.R. über eine Akquisitionsgesellschaft (New Company oder NewCo) abgewickelt
 - Die Transaktion ist üblicherweise relativ hoch mit Fremdkapital finanziert (meist über 50 %), man spricht hier auch von einem Leveraged Buy Out (LBO): „Hebeleffekt“
 - Die Bedienung des aufgenommenen Fremdkapitals erfolgt durch den Zugriff auf die Cash-Flows der Zielgesellschaft*
 - Im Vergleich zur Corporate Struktur ist der Zinssatz höher, dafür ist auch ein höherer Verschuldungsgrad möglich

*) ggf. begünstigt durch Cash-Flow Optimierung

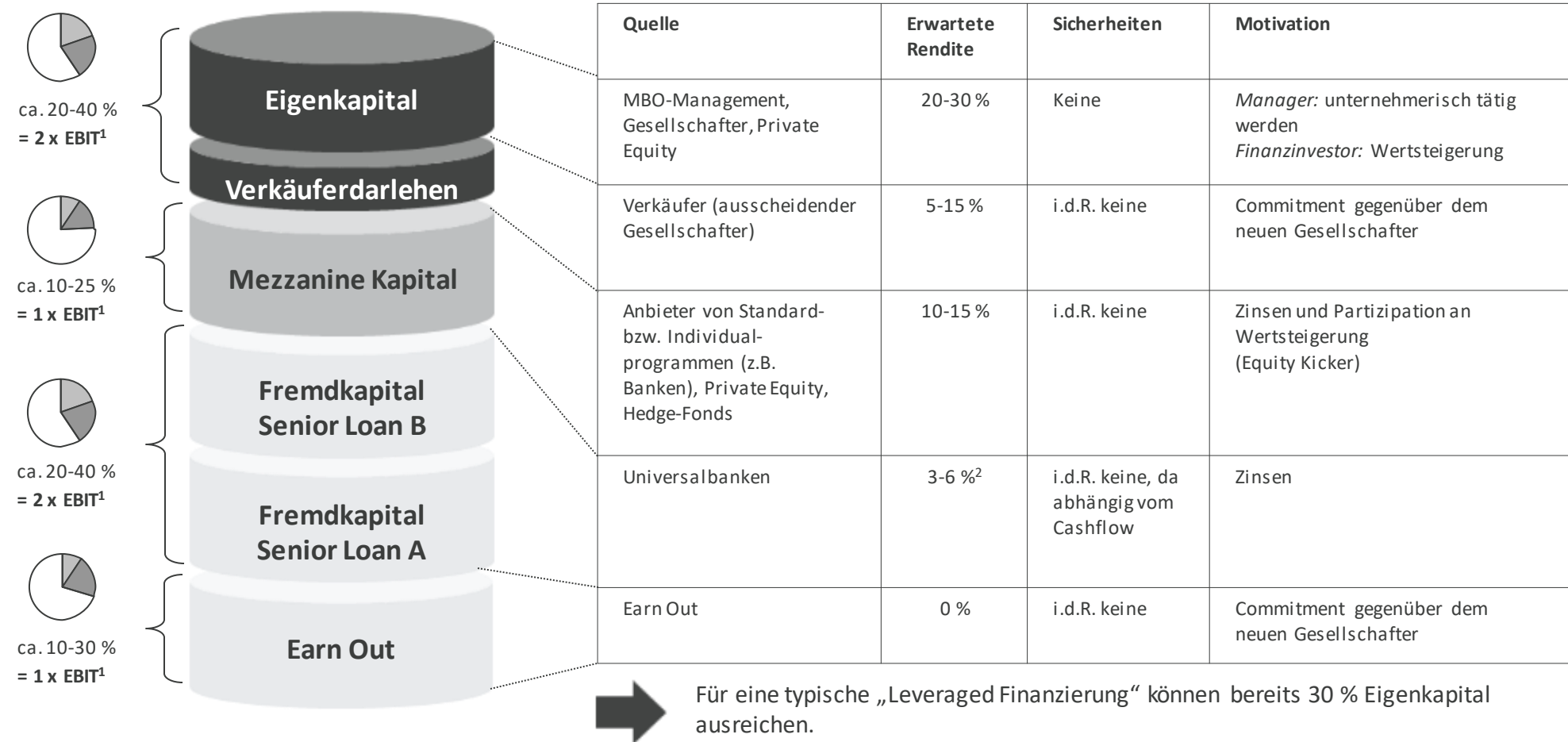
Arten des Finanzierungskapitals

Welche Finanzierungsmöglichkeiten stehen dem Erwerber grundsätzlich zur Verfügung?



Wie finanziert man den Kaufpreis?

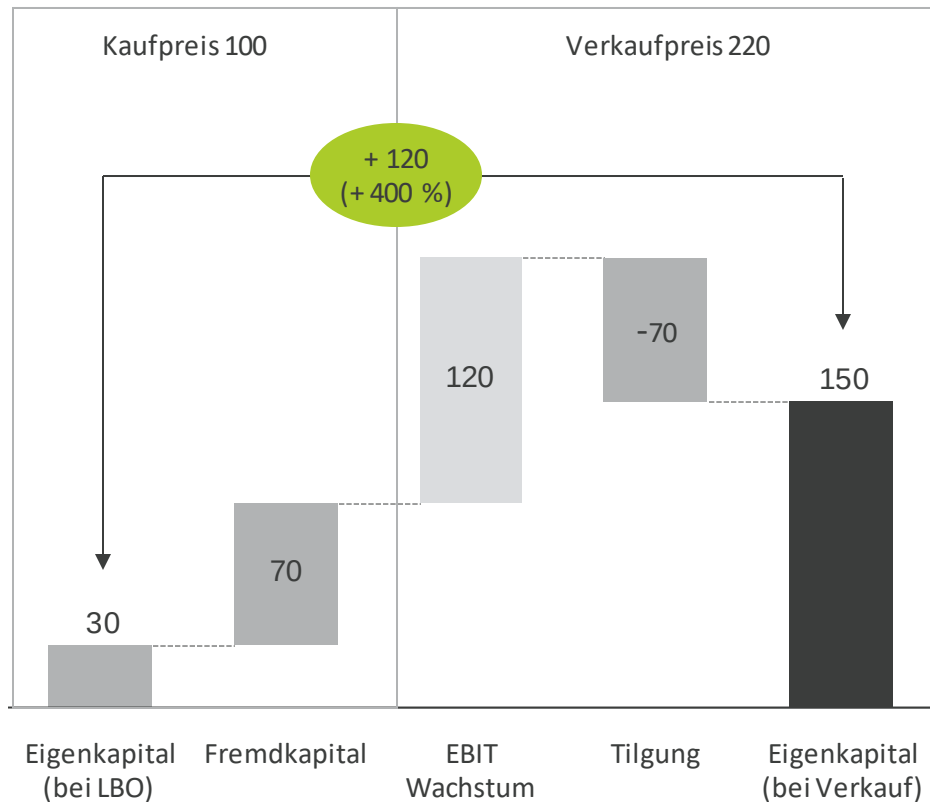
Für einen MBO kommt das Instrumentarium der Akquisitionsfinanzierung zum Tragen. Hierbei werden Fremdkapital-, Mezzanine und Eigenkapitalkomponenten strukturiert.



¹) Kapitalaufnahme im Verhältnis zum EBIT, bei einem Kaufpreis von 6 x EBIT (ein Kaufpreis von 6 x EBIT ist ab einem Unternehmenswert von € 10 Mio. oder entsprechend guter Ertragslage realisierbar); EBIT = Earnings Before Interest and Tax (Betriebsergebnis)

²) Berechnung: 300 Basispunkte (BP) über Swapsatz (Swapsatz 7 Jahre vom Februar 2017: 0,4 % zuzgl. 300 BP = 3,4 %); Höhe des Aufschlags abhängig vom Rating bzw. der Bonität des Kreditnehmers; bei Stellung von Sicherheiten geringerer Zinssatz möglich

Wertsteigerungspotenziale bei einem LBO



Durch LBO lassen sich hohe Renditeziele realisieren

- Leveraged Buy Out (LBO) bezeichnet die fremdfinanzierte Übernahme eines Unternehmens unter Einbezug eines großen Anteils an Fremdkapital (z.B. 70 %)
- Das Ziel ist die Rückführung des Fremdkapitals in einem relativ kurzen Zeitraum (z.B. 5 Jahre)
- Der Einsatz des Leverage-Effekts ermöglicht bereits allein durch die Entschuldung eine gute Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals
- Ein geringer Einsatz von Eigenmitteln (z.B. 30 %) ermöglicht die Erzielung einer hohen Eigenkapital-rentabilität (Voraussetzung: Gesamtkapitalrentabilität ist höher als der Fremdkapitalzins)
- Kreditzinsen zur Finanzierung einer Akquisition sind zudem im Gegensatz zur Bedienung von Eigenkapital steuerlich abzugsfähig
- Durch EBIT-Wachstum sowie einer Verbesserung der Bewertung des Unternehmens lassen sich zusätzlich Wertsteigerungspotenziale heben
- Voraussetzung für LBO:
Das Zielunternehmen erwirtschaftet einen hohen freien Cash-Flow*, mit dem die Verbindlichkeiten auch bei schlechter Geschäftslage getilgt werden können

*) Berechnung des freien Cash-Flow: EBIT abzgl. Steuern, zzgl. Abschreibungen, Veränderung der Rückstellungen, Veränderung des Nettoumlaufvermögens und zzgl. Investitionen

Praxisfall einer Akquisitionsfinanzierung
Beispielrechnung einer Akquisitionskalkulation

Kaufpreis	100,0
Eigenkapital	30,0
Fremdkapital	70,0
Laufzeit Fremdkapital	7 Jahre
Rückzahlung Fremdkapital p.a.	7,0
Zinssatz	7,0 %
Steuersatz	30 %

in € Mio.

Position	Jahr 1.	Jahr 2.	//	Jahr 7.
Umsatz	100,0	100,0		100,0
EBIT	20,0	20,0		20,0
Zinsen (Betriebsmittelkredit)	-0,5	-0,5		-0,5
Steuern (30%)	-4,4	-4,6		-5,6
Abschreibungen	0,5	0,5		0,5
Investitionen	-0,5	-0,5		-0,5
Freier Cash-Flow	15,1	14,9		13,9

Cash Beginn	0,0	0,2	//	8,7
Freier Cash-Flow	15,1	14,9		13,9
Abzügl. Kaufpreisbelastung				
1. Zinsen - NewCo	-4,9	-4,2		-0,7
2. Tilgung - NewCo	-10,0	-10,0		-10,0
Cash Ende	0,2	0,9		11,8

Beispielrechnung zur Akquisitionsfinanzierung

- Zur Vereinfachung wird nebenstehende Finanzierung nur mit Eigen- und Fremdkapital durchgeführt
- Der angenommene Kaufpreis von 100 wird zu 30% mit Eigenkapital und zu 70% mit Fremdkapital finanziert (der Fremdkapitalanteil entspricht in diesem Beispiel dem 3,5-fachen EBIT)
- Die Fremdkapitalverschuldung wird binnen 7 Jahren zurückgeführt, d.h. die Tilgung beträgt 10 p.a. (aus Gründen der Übersichtlichkeit werden die Jahre 3. bis 6. nicht dargestellt)
- Der Zinssatz beträgt sowohl für die Akquisitionsfinanzierung, als auch für den Betriebsmittelkredit 7% p.a.
- Die Positionen Umsatz, EBIT, Zinsen, Steuersatz, Abschreibungen und Investitionen werden konstant gehalten
- Der freie Cash-Flow muss ausreichen, um Zins und Tilgung der NewCo zu bedienen
- Verkauf des Unternehmens nach vollständiger Tilgung des Fremdkapitals (in Jahr 7.)*

*) Annahme: Das Unternehmen wird zum gleichen Preis verkauft, zu dem es ursprünglich gekauft wurde (€ 100 Mio.)

- Im vorangegangenen Beispiel ist die Verschuldung mit Fremdkapital auf das 3,5-fache des EBIT beschränkt, da sonst der freie Cash-Flow zur Bedienung von Zins und Tilgung nicht ausreichen würde
- Die Rendite des Eigenkapitalgebers, berechnet als Internal Rate of Return* (IRR), beträgt im Beispiel 19 %
- Die Optimierung der Transaktionsstruktur, wobei man sich verschiedener Gestaltungsparameter bedienen kann (siehe Auflistung rechts), erlaubt eine wesentlich aggressivere Finanzierung, d.h. eine höhere Verschuldung im Verhältnis zum EBIT

Auswahl möglicher Gestaltungsparameter

1. Zins- und tilgungsfreie Phasen
2. Zinskosten in Abhängigkeit der Unternehmensentwicklung variabilisieren
3. Verlegung von Zinsaufwand in Equity-Kicker (Beteiligung am Verkaufserlös)
4. Earn Out Regelung
5. Planung einer Rekapitalisierung am Laufzeitende
6. Steueroptimierung (z.B. Nutzung möglicher Verlustvorträge des Zielunternehmens)
7. Berücksichtigung von operativen Synergieeffekten (Umsatzsteigerung- und Kostensenkungspotenzial)
8. Optimierung der Innenfinanzierung (Umschlagszeit, Forderungsmanagement, Sale&Lease Back)

*) Internal Rate of Return (kurz: IRR) ist die interne Zinsfußmethode und beschreibt die jährliche Verzinsung einer Investition über die gesamte Laufzeit (entspricht der langfristigen durchschnittlichen Eigenkapitalrendite p.a.)

Wie viel Leverage verkraftet ein Buy Out?

Welche Größenordnungen von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital „verträgt“ die Bilanz?

Eine entscheidende Frage ist, wie hoch die jeweils akzeptable Maximalverschuldung ist!

➡ **Zu hohe Schulden stellen ein existenzgefährdendes Risiko dar!**

Die Finanzierungsstruktur wird von den folgenden Faktoren beeinflusst:

Höhe des Finanzierungsbedarfes

Besicherungsmöglichkeiten

Nachhaltig zu erwartender freier Cash-Flow
zur Bedienung der Fremdfinanzierung

Zukünftiges Renditepotenzial

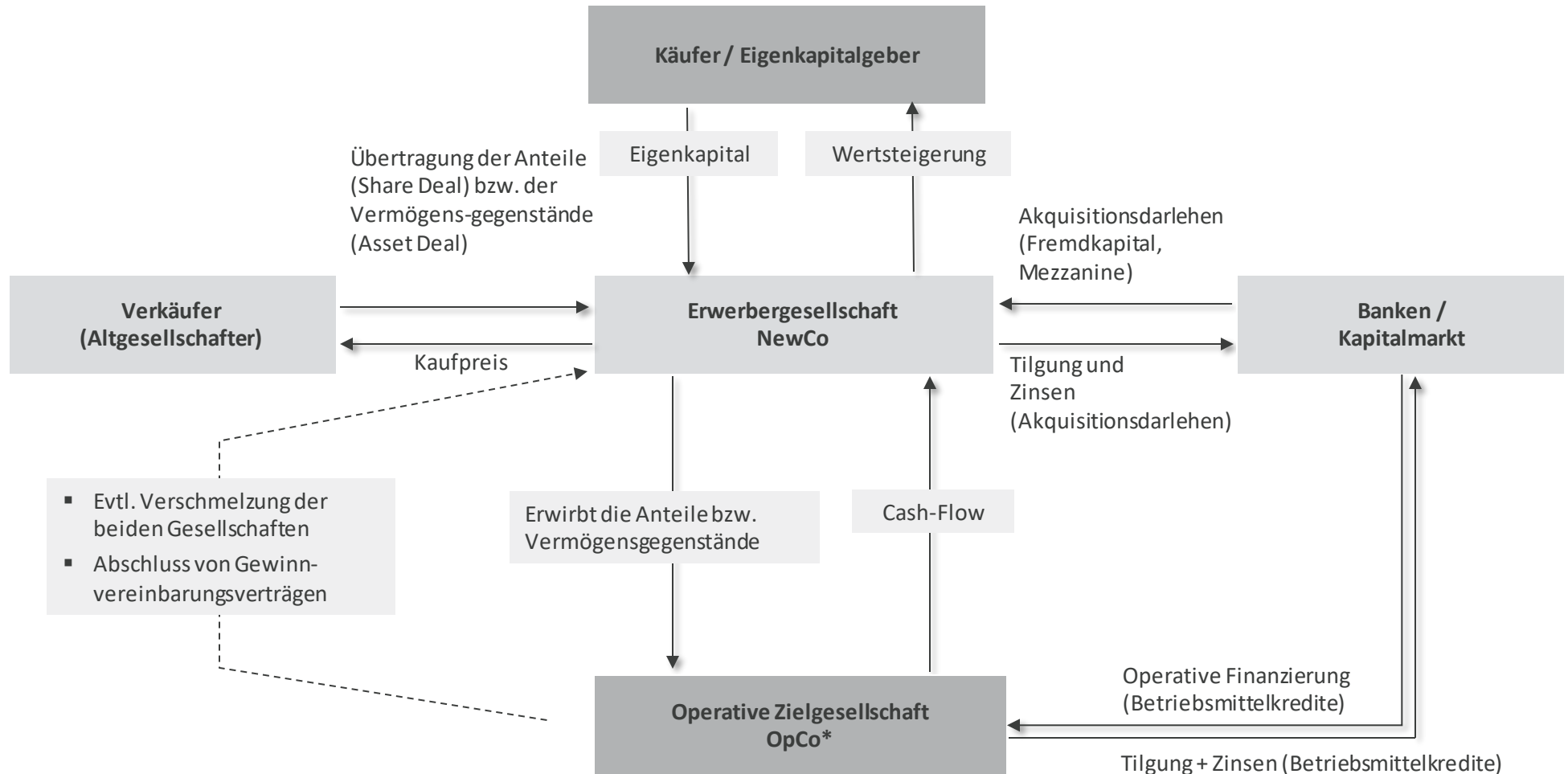
Nach Risiko abgestufte
Finanzierungsschichten



Praxisregeln für die Akquisitionsfinanzierung

- Der Eigenkapitalanteil der Kaufgesellschaft (NewCo) sollte mindestens 30 % des Kaufpreises betragen, bei kleineren Transaktionen mindestens 40-45 % (evtl. inkl. Vendor Loan und Mezzanine)
- Die maximale Verschuldungskapazität über Kredite beträgt im normalen Alltagsbetrieb des Unternehmens nach einer Faustregel circa das dreifache des EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
- Je höher und konstanter das EBIT ist, umso höhere Kredite werden einem Unternehmen eingeräumt
- Die Kosten für Mezzanine-Kapital liegen höher als jene für Fremdkapital; eine Größenordnung in Höhe des 1-1,5-fachen EBIT ist sinnvoll
- Der freie Cash-Flow sollte rund $\frac{1}{4}$ der Bankschulden bzw. rund $\frac{1}{5}$ der gesamten verzinslichen Verschuldung (inkl. Mezzanine) betragen

Mögliche gesellschaftsrechtliche Strukturierung einer Akquisitionsfinanzierung



*) OpCo = Operating Company

Der Leverage-Effekt kann nur durch Einschaltung einer NewCo optimiert werden.

- Ein Akquisitionsdarlehen in der Bilanz der OpCo ist aus rechtlichen Gründen nicht möglich
- Ein Akquisitionsdarlehen in der Bilanz des Käufers würde der Bank Zugriff auf das originäre Geschäft des Käufers gewähren (siehe Besicherungs-Effekt)

1

Gründung einer NewCo

- Die Investoren gründen eine NewCo (New Company)
- Diese Gesellschaft dient als reines Übernahmevehikel und betreibt kein operatives Geschäft

2

Finanzmittel- ausstattung der NewCo

- Ausstattung der NewCo mit Eigenkapital durch den Käufer
- Zusätzlich wird zur Kaufpreisfinanzierung Mezzanine- und/oder Fremdkapital eingeworben

3

Erwerb der OpCo durch die NewCo

- NewCo erwirbt Anteile der OpCo
- NewCo weist auf der Aktivseite nur die Beteiligung an der OpCo auf
- Auf der Passivseite der NewCo stehen die eingebrachten Eigen- und Fremdmittel

4

Finanzmittel- ausstattung der OpCo

- Ausstattung der OpCo mit einem Betriebsmittelkredit
- Verwendung der Mittel zur Finanzierung des Umlaufvermögens der OpCo

4

Verschmelzung von OpCo und NewCo

- Steuerliche Abzugsfähigkeit des Darlehens und/oder
- Gesellschaftsrechtliche Gründe sprechen für eine Verschmelzung

Der **Besicherungs-Effekt** soll den Zugriff auf das originäre Geschäft des Käufers verhindern. Die Besicherung des Akquisitionsdarlehens erfolgt über den Zugriff auf die Unternehmensanteile in der NewCo.

Wir sind an wichtigen Drehkreuzen für unsere Kunden da.

Proventis Partners und Partner Adressen:

**Proventis Partners
Hamburg**

Proventis Partners GmbH
Große Johannisstraße 19
20457 Hamburg - Deutschland
T: +49 40 3609759-0

**Proventis Partners
München**

Proventis Partners GmbH
Prinz-Ludwig-Str. 7
80333 München - Deutschland
T: +49 89 388 88 1-0

**Proventis Partners
Düsseldorf**

Proventis Partners GmbH
Suitbertus-Stiftsplatz 14b
40489 Düsseldorf - Deutschland
T: +49 221 54010801

**Proventis Partners
Zürich**

Proventis Partners AG
Feldeggstrasse 58
8008 Zürich - Schweiz
T: +41 44 536 3630

**Absolvo
Budapest**

Bartók Béla út 105-113
1115 Budapest - Ungarn
T: +36 1 279 1979

Mergers Alliance

Mergers Alliance SL
Pº de Francia 4
San Sebastian, 20012 - Spanien
T: +34 91 5901660

Proventis Partners Web:

www.proventis.com

www.absolvo.hu

www.mergers-alliance.com

Proventis Partners Social Media:

Linked 

XING 