

Herausforderungen für Käufer bei der Finanzierung von Carve-out Unternehmen

von Dr. Dr. Roland Mittendorfer

► CF0663553

» Executive Summary

» Trotz der großen Bedeutung in der Unternehmenspraxis findet sich kaum Literatur zum Thema Finanzierung von Käufen von Randaktivitäten von Konzernen auf Basis stand alone (sog. Konzern Sell-offs bzw. in der deutschsprachigen M&A-Welt sog. Carve-outs). Dieser Artikel soll diese Lücke schließen. Dabei werden die wesentlichen Herausforderungen aufgezeigt und Ansätze zu ihrer Bewältigung dargestellt. Die drei Finanzierungssäulen der Carve-out-Finanzierung für bankable, limited bankable und non-bankable Carve-outs stehen dabei im Mittelpunkt.

» In spite of its high importance for business practice literature on the (stand-alone) financing of sell-offs of non-core activities (in M&A parlance in German speaking countries so called Carve-outs) is almost non-existent. This article tries to close that gap depicting the main challenges and approaches to overcome them. The three main pillars for financing (on a stand-alone basis) bankable, limited bankable and non-bank-able Carve-outs take center stage in this article.

» AUTOR Dr. Dr. Roland Mittendorfer

Dr. Dr. Roland Mittendorfer ist Head of Finance der ADCURAM Group AG und für die Akquisitionsfinanzierung der mittelständischen Industrie sowie die Finanzierung aller Gruppenunternehmen verantwortlich.

I. Einleitung

Unter Carve-out versteht man in der deutschsprachigen M&A-Welt¹ die Ausgliederung und dann (i.d.R.) Trennung von Unternehmensbereichen, die regelmäßig nicht zum Kerngeschäft der Unternehmensgruppe gehören (Konzern Sell-offs). Diese Aktivitäten sind oft nicht in rechtlich selbständigen Einheiten organisiert, sondern nur in Betriebe, Standorte oder eine Reporting Unit.

II. Unterschiedliche Erfolgswahrscheinlichkeiten für Käufer und Verkäufer bei Carve-outs (Sell-offs)

Die Verkäufer der nach der Ausgliederung verkauften Einheiten profitieren meist von der Trennung: Dies zeigt sich nicht nur in der im Durchschnitt empirisch seit langem eindeutig positiven Reaktionen in den Aktienkursen der verkaufenden Konzerne², sondern auch in einer Studie der BCG aus dem Jahr 2012³: Danach weisen die Verkäufer im Jahr nach der Veräußerung deutlich (im Durchschnitt rd. 7%-Punkte) höhere EBIT-Margen auf als vor dem Verkauf. Im Umkehrschluss verdeutlicht dies auch, dass häufig gerade die im Vergleich zu den sonstigen Geschäftsbereichen und/oder im Vergleich zu den Peer-Group Unternehmen nachhaltig unter-

durchschnittlich profitablen Geschäftsbereiche non-core sind (oder so deklariert werden) und deshalb auch verkauft werden⁴.

Für die Käufer ist das Bild deutlich gemischer, trotz vieler, zum Teil auch spektakulärer Erfolge führt ein nicht geringer Anteil der Käufe zu keiner Steigerung des Unternehmenswerts⁵: So sind die kurzfristigen Reaktionen der Aktienkurse (die empirisch auch ein guter Indikator für die langfristigen Wertentwicklungen von M&A Transaktionen sind) nach Ankündigungen von Divestitures bzw. Sell-offs auf Käuferseite im Durchschnitt nur neutral bis ganz leicht positiv und deutlich schlechter als auf Verkäuferseite⁶. Da die empirischen Studien aber auch zeigen, dass die Käufer im Durchschnitt auch signifikante operative Verbesserungen in den gekauften Carve-out Geschäftsbereichen erzielen, liegt der Schluss nahe, dass die Käufer im Schnitt Übernahmepremien zahlen⁷, die sie später auch erwirtschaften, mehr aber nicht. Angesichts der Tatsache, dass ca. die Hälfte der Buyouts in Europa auf Verkäufe von Unternehmensteilen zurückzuführen ist, handelt es sich dabei um ein sehr relevantes Thema für das europäische M&A Geschäft.

Die relativ großen Unterschiede in der Erfolgswahrscheinlichkeit von M&A-Aktivitäten von Carve-outs aus Käufer- bzw. Verkäufersicht sind angesichts der zumeist sehr hohen Informationsasymmetrie und den besonderen strategischen, strukturellen, operativen und finanziellen Herausforderungen von Käufern von Carve-out Unternehmen nicht beson-

1 Im anglosächsischen Sprachraum versteht man unter einem Carve-out meist den Verkauf von Minderheitsanteilen an einer Tochtergesellschaft im Wege eines IPOs oder Rights offering. Man spricht hier auch von Equity Carve-out, ECO, Split-off IPO oder Partial Spin-off (beim Verkauf der Mehrheitsanteile von Tochterunternehmen im Wege eines IPOs/Rights offerings spricht man von Spin-off).

2 Vgl. dazu z.B. B.E. Eckbo/K.S. Thorburn, Corporate Restructuring: Breakups and LBOs, in: B.E. Eckbo (Hrsg.), Handbook of Corporate Finance – Empirical Corporate Finance. Vol. 2, Elsevier, North-Holland 2008, S. 439 mit vielen Verweisen auf empirische Studien zu den Aktienkursreaktionen bei Divestitures.

3 J. Kengelbach/D. C. Klemmer/A. Roos, Looking Anew at the Value of Divesting, bcg.perspectives, August 31 2012.

4 Üblicherweise haben die verkauften Geschäftsbereiche in den sieben Jahren vor Verkauf eine im Peer-group Vergleich unterdurchschnittliche Profitabilität (vgl. D. Ravenscraft/F. Scherer, Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency, Washington, DC 1987); zu den typischen Verkaufsmotiven bei Carve-outs vgl. zuletzt z.B. G. Lubos/Ch. Feldmann, Worauf es bei der Umsetzung von Carve-outs ankommt, M&A REVIEW 11/2012 S. 451 (452).

5 Empirisch liegt der Anteil der nicht wertsteigernden Unternehmenskäufe (nach Divestitures) nach den meisten einschlägigen Untersuchungen bei ca. einem Drittel, ein weiteres Drittel führt zu Wertsteigerungen, ca. ein Drittel sind wertneutral – Vgl. dazu B.E. Eckbo/K.S. Thorburn (FN 2), S. 444 mit Verweis auf eine Studie von Kaplan/Weisback aus 1992; T. Koller/R. Dobbs/B. Huyett, Value. The four Cornerstones of Corporate Finance, McKinsey and Company, Hoboken, New Jersey 2011, S. 173 mit Verweis auf Research Ergebnisse der McKinsey Berater W. Rehm und C. Buch Sivertsen, A Strong Foundation for M&A in 2010, McKinsey on Finance Winter 2010 S. 17 (22).

6 Vgl. dazu z.B. B.E. Eckbo/K.S. Thorburn (FN 2), S. 441 f.; S. Sudarsanam, Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges, 2. Auflage, Hurlow, Essex 2010, S. 270 ff. sowie zuletzt den aktuellen, umfassenden Überblick über die empirischen Studien bei B.E. Eckbo/K.S. Thorburn, Corporate Restructuring, Foundations and Trends in Finance 7:3/2013 S. 159 (288).

7 Bei börsennotierten Unternehmen liegen diese im Durchschnitt meist um die 30%, die übliche Bandbreite liegt ca. bei 20% – 40%.

ders überraschend. Im Folgenden soll (nur) auf die wesentlichsten Herausforderungen für die Finanzierung von Käufen von Carve-out Unternehmen auf Basis Stand-alone eingegangen und Ansätze aufgezeigt werden, die die Erfolgswahrscheinlichkeit aus Käufersicht erhöhen.

III. Notwendige Anpassungen und Berechnungen zur Bestimmung des Carve-out Unternehmens auf Stand-alone Basis

Zur Beurteilung der nachhaltigen Entwicklung und zur Identifizierung von Wertsteigerungsansätzen benötigen Käufer Finanzinformationen für die letzten zwei bis drei Jahre und das aktuelle Geschäftsjahr, die möglichst die Qualität eines vollständigen und zuverlässigen, extern geprüften Jahresabschlusses nach nationalen oder internationalen Prüfungsstands erreichen. Genau hier setzt bereits ein Grundsatzproblem ein: Je nachdem, ob es sich bereits um eine seit Jahren schon bestehende, rechtlich selbständige Einheit oder einen unselbständigen Geschäftsbereich (gleiches gilt für eine erst aktuell verselbständigte Geschäftseinheit) oder gar nur um zu veräußernde Vermögenswerte (Assets) und Verbindlichkeiten (Liabilities) handelt, sind mehr oder weniger gravierende Anpassungen bzw. umfassende Berechnungen notwendig⁸: Bei langjährig selbständigen rechtlichen Einheiten besteht die Hauptanpassung in der Bereinigung von (sofort oder nach einer kurzen Übergangszeit wegfallenden) Konzernleistungen bzw. Konzernumlagen und der Ersetzung durch Stand-alone Anpassungen – oft unter Berücksichtigung von Transfer Service Agreements bzw. TSAs für eine Übergangszeit von i.d.R. sechs Monaten bis zu (meist) max. einem Jahr. Bei rechtlich unselbständigen oder gerade erst verselbständigten Geschäftseinheiten kommt zu dieser Thematik noch das Problem hinzu, dass oft nur „Management Accounts“ zur Verfügung stehen, die meist nur eine Erfolgsrechnung aufweisen, die externen Rechnungslegungs- und üblichen Finanzierungsstandards nicht entsprechen – folglich ergibt sich hier ein Anpassungsbedarf in Richtung Kompatibilität mit externen Rechnungslegungsstandards und zudem durch die Zuteilung von Vermögenswerten bzw. Verbindlichkeiten. Bei einem reinen Asset-Deal ist überhaupt erst eine Gewinn- und Verlustrechnung zu erarbeiten; gerade in diesem Fall ist eine transparente, nachvollziehbare Zuordnung der Kosten auf den Carve-out Bereich für den Käufer in der Praxis allerdings meist besonders schwer. Erst auf dieser Basis können die erwähnten weiteren Anpassungen, wie sie bei rechtlich unselbständigen Einheiten bzw. bei rechtlich selbständigen Einheiten vorzunehmen sind, erfolgen.

IV. Käufer mit operativem Wertsteigerungsansatz und operativen Teams sind gegenüber reinen Finanzinvestoren klar im Vorteil

Wie groß die Dimension dieser Herausforderungen ist, lässt sich an einem einzigen, in Fachkreisen nicht unbekanntem, wenn auch sehr krassen Beispiel verdeutlichen: So unterschätzte Roche bei einem ihrer Carve-outs die Kosten einer

IT Entflechtung um den Faktor 20⁹. Schon aus diesem Beispiel wird klar, dass gerade der Käufer von Carve-out Unternehmen über einen extrem kompetenten Stab an operativen Experten (IT, Einkauf, Produktion, Logistik, Finanzierung, Rechnungswesen und Controlling, Vertrieb etc.) verfügen muss, weil er sonst in keinem Fall in der Lage ist, die Angemessenheit der stand-alone Kostenanpassung bzw. die Bewertung des Wegfalls von Konzernleistungen oder die Angemessenheit der Höhe der bisherigen Konzernumlagen zu beurteilen. Die Zusatzanpassungen bei rechtlich und meist in Teilbereichen auch funktional unselbständigen Einheiten oder gar eines Asset Deals hinsichtlich der Erstellung von zuverlässigen und brauchbaren Finanzinformationen erfordern auf Käuferseite tiefes Know-how hinsichtlich (insb. Financial) Due Diligence.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Käufer alleine zur Feststellung des Aufsatzzpunktes der nachhaltigen Ertragsentwicklung eines Carve-out Unternehmens neben den üblichen Due Diligence Ressourcen für CDD, FDD, TDD und LDD (u.U.U. sonstige DD) ein operatives Expertenteam benötigt. Dies gilt umso mehr wenn der Investor (wie es meist der Fall ist) Wertsteigerungsansätze strategischer, struktureller, operativer und/oder finanzieller Natur sucht, die in einen Business Plan münden und dieser Business Plan dann auch erfolgreich von – idealerweise denselben – operativen Experten umgesetzt werden soll. Hier sind neben strategischen Käufern¹⁰ aus der gleichen oder einer ähnlichen Branche, die oft über solche Experten verfügen, Investoren von Vorteil, die einen operativen Wertsteigerungsansatz durch ein eigenes operatives Expertenteam verfolgen¹¹.

V. Fünf zentrale Themenstellungen bei der Finanzierung von Carve-outs

Für die Finanzierung von Carve-out Transaktionen auf Basis Stand-alone ergeben sich aus Käufersicht folgende wesentliche Themenstellungen.

1. Ableitung des Gesamt-Finanzierungsbedarfs aus Kaufpreisfinanzierung und operativer Finanzierung
2. Festlegung des optimalen Mix aus Eigenkapital und Fremdkapital
3. Identifizierung der potenziellen Finanzpartner
4. Einwerben der optimalen Finanzierung
5. Praktische Umsetzung der Finanzierung

Ein entscheidender Aspekt ist sicherlich der 1. Punkt, die Bestimmung des Gesamt-Finanzierungsbedarfs: Dabei ist der

⁸ Vgl. dazu z.B. Ch. Tattersall/P. Dauwalder/E. Ohlund/B. Rosar, Erfolgreiche Carve-outs. Herausforderungen und Lösungen für Verkäufer, Ernst & Young, 2009; H. Richter/N. Mengen, 7.6. Exkurs: Carve-out, in: M. Schramm/E. Hansmeyer (Hrsg.), Transaktionen erfolgreich managen – Ein M&A-Handbuch für die Praxis, München 2010, S. 278 ff.

⁹ J.M. Leimeister/M. Böhm/Ph. Yetton, Managing IT in a Business Unit Divestiture, MIS Quarterly Executive, 1/2012, S. 37.

¹⁰ Auf die Besonderheiten bei strategische Investoren wird in diesem Artikel nicht näher eingegangen, da diese als Gruppe und die relevanten Themenstellungen viel zu heterogen sind und sie meist die Finanzierung „mitbringen“ bzw. in die Finanzierung ihre eigene, sehr unterschiedliche Verschuldungsfähigkeit und die vorhandenen Cash Reserven mit einbringen.

¹¹ Einer der ganz wenigen derartigen Investoren in Kontinentaleuropa ist ADCURAM mit seinem 25-köpfigen operativen Expertenteam. Ganz generell sind stark selbst operativ tätige Investoren gegenüber passiven Investoren bei der Wertsteigerung gekaufter Unternehmen im Vorteil: So zeigt eine Untersuchung von E.S. Hotchkiss und R.M. Mooradian, dass die ROI-Steigerung über einen Zeitraum von zwei Jahren bei US-Restrukturierungsfällen durch operativ aktive Investoren, die selbst in der Geschäftsführung tätig waren, doppelt so hoch war wie bei rein passiven Investoren (vgl. dazu E.S. Hotchkiss/R.M. Mooradian, Vulture Investors and the Market for Corporate Control of Distressed Firms, Journal of Financial Economics 43:1997 S. 401 (432)).

Ausgangspunkt der Finanzbedarf des Unternehmens, wie er sich aus der Ertrags- bzw. Cash-Generierungskraft des Unternehmens zum Zeitpunkt des Kaufs ergibt; der konkrete Finanzierungsbedarf resultiert aus den Anforderungen, die sich aus der Umsetzung des Business-Plans ergeben. Über Sensibilitätsrechnungen ist dabei auch ein Puffer zu ermitteln, der bei der Bestimmung des Finanzbedarfs nicht fehlen darf. Idealtypisch lässt sich aus den so bestimmten Free Cash Flows die Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens ableiten¹². Der optimale EK/FK-Mix für Kaufpreis- und Betriebsmittelfinanzierung wäre somit bestimmbar – das Problem dabei ist nur, dass man hier oft die Rechnung ohne den Wirt, d.h. den jeweiligen Fremdkapital-Finanzpartner, machen würde.

Die bei Unternehmensfinanzierungen generell bestehende Informations-Asymmetrie zwischen Kreditnehmern und Banken/Finanzpartnern ist nämlich bei Carve-out Finanzierungen besonders ausgeprägt, d.h. das Risiko ist für die Finanzpartner überproportional hoch. Dies gilt in ganz besonderem Ausmaß für den Kauf von rechtlich und z.T. nach dem Carve-out auch operativ unselbständigen (oder gerade erst verselbstständigten) Einheiten, die noch viele TSAs benötigen und all dies umso mehr für reine Asset-Deals. Dazu kommt noch, und dies zeigt sich auch in der Praxis und in einzelnen Studien (wie der BCG Studie), dass Unternehmen besonders gerne die Nicht-Kernaktivitäten veräußern, die unterdurchschnittlich profitabel oder gar defizitär sind.

VI. Carve-out als (oft zu große) Herausforderung für traditionelle Bankfinanzierungen

Für diese Art von Unternehmensfinanzierung sind die klassische Bankfinanzierung und die klassische Akquisitionsfinanzierung von vornherein wenig geeignet: Beides stellt primär auf die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens ab, ist daher primär Cash Flow orientiert bzw. an Kriterien wie der Schuldendienstfähigkeit ausgerichtet. Historisch stabile, hohe Free Cash Flows sind gefragt, die eine klar bestimmbare Verschuldungsfähigkeit (Debt Capacity) ableiten lassen. Aus der Verschuldungsfähigkeit ließe sich wiederum der Mix aus Kaufpreisfinanzierung und Betriebsmittelfinanzierung relativ eindeutig ableiten – genau dies geht aber bei typischen Carve-outs von bisher unselbständigen Einheiten schon grundsätzlich nicht bzw. (über intensive DD) nur sehr eingeschränkt. Dazu kommt noch, und dies ist der entscheidende Punkt, dass der Käufer gerade deswegen kauft, weil er in die Strategie, die Strukturen, die operative und auch finanzielle Abläufe eingreifen und diese zu einem besseren wenden möchte. Die Geschäftsgrundlage ist daher häufig ein Bruch mit der Vergangenheit, der die Ableitbarkeit von Verschuldungsfähigkeit aus der Vergangenheit und Gegenwart unmöglich macht.

Die Finanzpartner müssen daher nolens volens primär auf das Business Modell des Investors abstellen oder können die Finanzierung nicht begleiten – letzteres ist daher eher die

Regel denn die Ausnahme. Von den Banken, die diese Art von Transaktionen überhaupt begleiten, stellen alle neben der Analyse des Aufsatzzpunktes in der Ertragskraft, die auf Basis der DD Ergebnisse abgeleitet wird, sehr stark auf die Kompetenz und den Track Record des Investors ab – auch hier sind wiederum die wenigen Investoren mit einem echten operativen Hands-on Approach und gutem Track Record klar im Vorteil. Dies ganz besonders für wenig profitable oder gar unprofitable Carve-out Unternehmen.

Selbst unter den eher selten gegebenen idealen Voraussetzungen eines „bankable“ Carve-out Unternehmens, das von einem geeigneten operativ ausgerichteten, finanzstarken Investor gekauft werden soll, sind nur sehr wenige der finanzierungsbereiten Banken bereit, am Ende des Tages die von den Investoren erwünschten Debt-Pakete verbindlich zuzusagen. Wenn überhaupt dann gibt es nur sehr konservative Finanzierungspakete, die primär die Betriebsmittelfinanzierung umfassen und nur einen geringen, (oft deutlich) unter 50% liegenden Anteil an der Kaufpreisfinanzierung ausmachen. Zudem schränken das umfassende Sicherheitenpaket und insb. hohe (LBO-typische) Covenant-Auflagen den von den Investoren benötigten operativen Freiheitsgrad ein. Dies gilt besonders für die Finanzierung von wenig profitablen oder gar unprofitablen Unternehmen, bei denen der Investor viel verändern muss und wenig vom vorgesehenen Business Plan abweichen darf. Letzteres ist aus Investorensicht nicht optimal, zumal bei dieser Art von Unternehmenskäufen in den Anfangsjahren nicht immer alles nach Plan gehen kann und der Investor hohe Freiheitsgrade benötigt, auf Unvorhergesehenes möglichst ohne Einschränkungen und jedenfalls ohne die ständige Gefahr der Kündigung der Kredite zu reagieren.

VII. Unitranche Anbieter füllen zunehmend die Marktlücke bei nicht oder wenig bankmäßig finanzierbaren Carve-outs

In diese aus Sicht der Käufer bestehende Marktlücke sind in letzter Zeit aggressivere Cash Flow Based Lender, oft im weiteren Sinne Hedge Fonds, gestoßen, die im weiteren Sinne als alternative Finanzierungspartner agieren und über Direct Lending Fonds bzw. Private Debt Fonds zumeist sog. Unitranche Finanzierungen anbieten¹³. Beispiele für Akquisitionsfinanzierungen durch Unitranche Debt im deutschen M&A Markt in 2013 sind CPL Cartonplast, Deutsche Fachpflege Holding (DFH) und Nicotra Gebhardt; die 220 Mio. EUR Unitranche Finanzierung für den Kauf der französischen IPH Gruppe durch PAI, die durch den Direct Lending Fonds der Axa Private Equity im März 2013 erfolgte, war die bis dahin größte Unitranche Finanzierung in Europa.

Unter Unitranche Finanzierungen versteht man Senior Debt Finanzierungen mit einheitlichem Zinssatz und Kreditvertrag und Sicherheitenverträgen in Verschuldungs-Größenordnungen, die normaler Weise aufgrund des Risikogehalts nur durch eine Kombination von vorrangiger Verschuldung (Senior Debt) und nachrangiger Verschuldung (Subordinated Debt, d.h.

¹² Zur theoretischen Ableitung der Debt Capacity vgl. vertiefend E. R. Arzac, Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring, Second Edition, Hoboken, NJ 2008, S. 114 ff., insb. S. 121 ff.; zur Ableitung von – an der Praxis ausgerichteten – Kriterien für die Verschuldungsfähigkeit von Unternehmen auf Basis von sog. Normalized Cash-Ebit (NCE) Multiples vgl. R. Mitendorfer, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung. Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden 2007, S. 73 ff.

¹³ Beispielhaft zu nennen sind Alcentra, Avenue Capital, Ares, Babson Capital, BlueBay, Five Arrows, Haymarket Financial, Wayzata Investment; ferner gibt es Unitranche Debt auch von etablierten PE bzw. Mezzanine Anbietern wie Axa Private Equity, Blackstone (GSO), KKR oder ICG.

Mezzanine Debt oder Second Lien bzw. High Yield Bonds) dargestellt werden können.

Trotz der vielfältigen Ausprägungsformen lassen sich als typische Ausgestaltungsmerkmale von Unitranche Debt festhalten¹⁴:

- » Stretched Senior Debt: Risikogehalt/Leverage über normalem Senior Debt Niveau.
- » One stop-shop: Einheitlicher Kreditgeber mit 100% Underwriting, einheitliche Kredit- und Sicherheitenverträge statt zweier oder mehrerer Senior Kreditgeber und zweier oder mehrerer subordinierter Kreditgeber (Second Lien Lender, Mezzanine Kreditgeber); in der Praxis wird dieser Vorteil dadurch konterkariert, dass die Unitranche Debt Anbieter keine Betriebsmittelkredite zur Verfügung stellen und dafür Banken einspringen müssen.
- » Option des „Retranching“: Über ein sog. „Agreement Among Lenders“ (AAL) kann eine Risikounterbeteiligung zwischen den sog. First-out Lenders und der Gruppe der Last-out Lenders (zu dieser zählt in der Regel der Arrangeur der Unitranche-Fazilität) erreicht werden, wobei erste über eine sog. Waterfall-Regelung bevorrechtet wird¹⁵.
- » Keine klassische Syndizierung bzw. Syndizierungsvorbehalte (mit den marktüblichen Klauseln wie Market flex), sondern volles Underwriting durch den Private Debt Funds – nur (wenn überhaupt) Risikounterbeteiligung über Retranching durch ein AAL.
- » Einheitlicher („blended“) Zinssatz, meist als Kombination von (i.d.R. hoher) Cash Zins-Komponente mit (meist geringerer) PIK Komponente.
- » (Vollständig oder weitgehend) Endfällige Tilgungsstruktur (Bullet Payment).
- » Call Protection: Zeitraum der Nicht-Kündbarkeit (Non-Call-Period), nach Ablauf der Noncall-Period gelten meist sog. Prepayment Fees (Rückzahlungsprämie oder Vorfälligkeitsgebühren, oftmals 3-5% des Kreditvolumens) zumindest für einen weiteren Übergangszeitraum¹⁶.
- » Sog. Tailored Covenants (reine incurrence based Covenants, bei Carve-outs meist maintenance based Covenants – wenn auch oft weniger eng als bei LBOs üblich – oder eine Kombination aus beiden)¹⁷.

14 Vgl. dazu z.B. G. Eagles, Keeping it simple – the Unitranche demystified, White & Case, July 2013; J. Hildebrandt/J. Yount, Unitranche Credit Facilities: Advantages, Disadvantages and Recent Developments, The Senior Lender June 2013 S. 20 (24).

15 Im Falle von sog. „Waterfall Trigger Events“ wie payment default, financial covenants breach oder Insolvenz kommt es zu einer bevorzugten Bedienung der First-out Lender bzgl. Zins- und Rückzahlungsansprüchen. Diesem Vorteil für die First-out Lender steht der Nachteil eines im Vergleich zu den last-out Lender geringeren Zinssatzes gegenüber, am für den Kreditnehmer einheitlichen Zinssatz ändert sich durch dieses, nur das Innenverhältnis der Kreditgeber betreffende AAL nichts.

16 Noncall-Klauseln bzw. Prepayment Fees, die teilweise auch als Make-Whole Payment (Pflicht d. Kreditnehmers, den Kreditgeber so zu stellen, als hätte er die Zinsmarge bis zum Ende der Make-Whole-Periode erhalten) strukturiert werdend, sind nach deutschem Recht wegen der Beeinträchtigung des gesetzlichen Kündigungsrechts nach § 489 BGB in der Regel unzulässig bzw. nichtig, weshalb in der deutschen M&A-Finanzierungspraxis oftmals durch Teilrechtwahl bzw. in Nebenabreden englisches Recht zumindest für diese Klauseln angewandt wird, wenn nicht ohnedies der gesamte Kreditvertrag englischem Recht unterliegt (vgl. dazu z.B. A. Diem, Akquisitionsfinanzierungen. Kredite für Unternehmenskäufe, 2. Auflage, München 2009, S. 216 ff.; Th. Ingenhoven, § 12 Fremdfinanzierung, in: Th. A. Jesch/A. Striegel/L. Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, München 2010, S. 263).

Den Vorteilen eines höheren Fremdkapitalvolumens (und – gerade für wachsende Unternehmen wichtig – geringeren Tilgungsanforderungen) sowie rascherer und einfacherer Entscheidungsprozesse auf Seiten des Kapitalgebers (vollständiges Underwriting versus Club Deals bei Bankenfinanzierungen) und der tendenziell höheren Transaktionsgeschwindigkeit¹⁸ steht der Hauptnachteil gegenüber, dass diese Art der Finanzierung meist sehr teuer ist: Die All-in Finanzierungskosten belaufen sich auf ca. 8% – 10% p.a. bis zu ca. 15% p.a. (und inkl. Prepayment Fees auf bis zu ca. 20% p.a.). Zudem können diese Anbieter die klassischen Funktionen einer Bank nicht übernehmen, wenn sie überhaupt eine Banklizenz aufweisen: Sie stellen aus geschäftspolitischen/fondstechnischen wie auch aus rechtlich/regulativen Gründen keine Betriebsmittellinie/keine RCF (und auch sonst keine sog. Undrawn Commitments wie Capex Facilities oder Acquisition Facilities sowie andere typische Bankdienstleistungen wie Hedging oder Clearing) zur Verfügung. Die Betriebsmittellinie wird daher meist von den Hausbanken bereitgestellt, die in der Regel über einen ausgesonderten Sicherheitenpool durch Umlaufvermögen besichert sind; entsprechend ist auch eine Vereinbarung zwischen Hausbank und Unitranche-Anbieter nötig, die insb. Verwertungsfragen regelt. (Insbesondere) wenn aufgrund der Konzernzugehörigkeit keine Hausbankbeziehung besteht, kommt auch eine Asset-Based Finanzierung über eine Borrowing Base-RCF in Betracht¹⁹.

Über die zwei aufgezeigten Nachteile von Unitranche Finanzierungen hinaus ist die Berechenbarkeit vieler dieser Anbieter schwerer einzuschätzen bzw. oft geringer als bei einer Bank; dieser Nachteil wiegt umso schwerer, als sog. (Financial) Maintenance Covenants ähnlich (wenn auch oft etwas weniger eng ausgestaltet) wie bei LBOs bei Carve-out Finanzierungen üblicher Standard²⁰ sind und daher stets potenziell ein Kündigungsgrund eintreten kann. Jeder Waiver-Prozess ist daher tendenziell schwerer und vor allem teurer umzusetzen, als dies bei einer Bankfinanzierung der Fall ist. Dies gilt umso mehr, wenn über ein AAL weitere, oftmals für den Kreditnehmer nicht ohne weiteres transparente Kreditgeber als Risiko-Unterbeteiligte eingeworben werden.

Daher sind solche Finanzierungslösungen von vornherein meist nicht auf Dauer angelegt, sondern werden als Übergangslösung abgeschlossen und überwiegend nach ein bis drei Jahren im Zuge einer Refinanzierung/Rekapitalisierung abgelöst. Noncallability Klauseln und Prepayment Fees sorgen allerdings oft dafür, dass dies nicht zu schnell bzw. zu günstig erfolgt.

17 Zum Unterschied von (bei High Yield Bonds üblichen) incurrence based (ereignisbezogener) und (bei LBOs üblichen) maintenance based (fortlaufend überwachter) Covenants siehe z.B. St. Hutter, § 18. High Yield Anleihen, in M. Habersack/P.O. Müllert/M. Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Köln 2013, S. 686 ff. sowie zuletzt L. Nijs, Mezzanine Financing. Tools, Applications and Total Performance, Chichester, West Sussex 2014, S. 315 f.

18 Unitranche Anbieter haben in der Regel kürzere Prüfungs- und Entscheidungsprozesse als Banken.

19 Wenn am Beginn keine Bank für eine Betriebsmittellinie (BML) eines Carve-out Unternehmens zur Verfügung steht, gibt es auch Alternativen wie z.B. die – teure – Lösung über Overfunding, bis eine BML durch eine Bank zu einem späteren Zeitpunkt bereitgestellt wird

20 Vgl. dazu z.B. R. Mittendorfer, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung. Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden 2007, S. 196 ff.

VIII. Zweite Alternative Asset-Based Lending: In Europa noch eine Randerscheinung, in den USA Standardprodukt in der Unternehmensfinanzierung

Zum anderen gibt es für die alternative Finanzierung von Käufen von Carve-out Unternehmen international gesehen die Anbietergruppe der Asset Based Financiers (ABF), die auch jene Carve-out Unternehmen finanzieren, die noch nicht oder nicht im erwünschten Ausmaß „bankable“ sind.

Beide Gruppen von Anbietern (Unitranche Debt Funds und ABF) gewinnen international wie am deutschen Markt zunehmend Marktanteile: Während in Deutschland alternative Finanzpartner wie Unitranche Anbieter gegenüber der internationalen Entwicklung stark aufholen, ist im deutschsprachigen Raum bzw. in ganz Europa ABL noch die klare Minderheit. Dies gilt selbst für UK, wo die ABL derzeit einen Marktanteil in der Unternehmensfinanzierung von geschätzten 4 – 5% aufweisen. Von dieser geringen Basis aus ist Asset-Based Lending (ABL) eines der am stärksten wachsenden Finanzprodukte in Westeuropa. In den USA dagegen ist ABL schon seit langer Zeit ein Kernstück der Unternehmensfinanzierung (die traditionell allerdings vom Kapitalmarkt und nicht von den Banken oder den ABF dominiert wird): So geht man davon aus, dass das ABL Marktvolumen über 200 Mrd. USD liegt und ca. jedes zweite operative Darlehen (Betriebsmittelkredit) für US-Unternehmen von einem ABF stammt.

Der Hauptgrund für die starke Verbreitung von ABL in den USA ist die Attraktivität des Produkts (mehr Volumen zu meist günstigeren Konditionen bei mehr Flexibilität) für eine Vielfalt an Unternehmen bzw. Ausgangssituationen einerseits und für die Anbieter von ABL andererseits. Dieses Produkt ist deutlich krisenresistenter, was sich insb. daran zeigt, dass die ABF selbst in der großen Krise von 2008/2009 kaum Verluste erlitten haben. So kommt eine aktuelle Untersuchung von zwölf größeren Insolvenzfällen durch Fitch zum Ergebnis, dass die ABF keinen Cent verloren haben²¹.

Dieses – nur für mit ABL nicht Vertraute – überraschende Ergebnis liegt an den Besonderheiten dieses Finanzproduktes: Im Kern geht es bei ABL um eine revolvingierende Betriebsmittellinie (Revolving Credit Facility bzw. RCF), die meist für einen Zeitraum von drei Jahren zur Verfügung gestellt wird. Diese RCF stellt nicht primär auf die Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens ab, sondern primär auf die Qualität (u. in weiterer Folge auch Quantität) der Assets (in der Regel Forderungen aus Lieferungen und Leistung und Vorräte, mitunter auch Assets aus dem Sachanlagevermögen), die als Sicherheit zur Verfügung gestellt werden, die sog. Borrowing Base. Gregory F. Udell drückte dies in seinem Standardwerk zu Assed Based Finance pointiert folgendermaßen aus: „In short, for the asset-based borrower, collateral strength substitutes for financial strength“²².

Während Banken primär auf die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredits (Probability of Default, PD) achten und bei einer zu hohen PD keinen Neukredit ausreichen (i.d.R. bei

Ratings unterhalb BB), stellen ABF primär auf den Loss given Default (LGD), also den Ausfall im Verwertungsfall ab. Solange kein LGD Problem entsteht, ist der ABF relativ entspannt – deshalb war das ABL auch in seinen Ursprüngen in den USA in den 80er und 90er Jahren des letzten Jahrhunderts zumeist ein Lending of Last Resort während es heute dort aufgrund einer vielfältigen Vorteile ein „State of the Art“ – Finanzprodukt in der Unternehmensfinanzierung ist. Folglich werden Asset Based-Betriebsmittelkredite auch i.d.R. ohne Tilgungskomponente zur Verfügung gestellt und zudem – und dies ist oft entscheidend – meist ohne Covenants (ABL ist sogar die Ursprungsform von Covenant-lite Finanzierungen). Covenants (meist nur Fixed Charge Cover Ratio, FCCR) setzten als sog. Springing Covenants erst dann ein, wenn die Gefahr eines Verlustes aus Verwertung praktisch relevant werden kann: Das heißt wenn die Ziehungsmöglichkeit im Sinne einer sog. Excess Availability (Borrowing Base minus in Anspruch genommener Kredit) unter eine gewisse Risikopuffer-Toleranzgrenze (meist 10% – 15%) rutscht.

Die Höhe der möglichen Kreditinanspruchnahme ist dabei nicht nur durch das RCF-Volumen beschränkt, wie dies bei einem normalen Betriebsmittelkredit der Fall ist, sondern zusätzlich durch die aktuelle Höhe der als Sicherheit in Betracht kommenden Assets, die vom Unternehmen laufend ermittelt und vom ABL laufend kontrolliert wird. Da als Sicherheit nur Assets verwendet werden, die auch in einem Verwertungsfall problemlos drittwertet werden können (so. Eligible Assets), und bei der Bewertung dieser Assets auf den Net Orderly Liquidation Value (NOLV) abgestellt wird, kann der ABF die Kredite relativ unabhängig von der allgemeinen Performance des Unternehmens ausreichen – er kann sich weitgehend sicher sein, dass er sein Geld selbst bei Verwertung zurückbekommt, da er aufgrund seiner – auch im Vergleich zu Banken – speziellen Bewertungsexpertise bezüglich der als Sicherheiten verwendeten Assets und der Kontrollmechanismen zu diesen Assets den höchst wahrscheinlichen Mindestliquidationserlös stets kennt.

IX. Asset-Based Lending als ideales Instrument für Carve-outs insb. bei wenig oder nicht profitablen Unternehmen

Durch seine Ausgestaltung ist ABL ein ideales Instrument für die Finanzierung von Carve-outs, insb. wenn es sich dabei um Turnarounds oder wenig profitable, Unternehmen handelt und der Investor deshalb größere Einschnitte vornimmt. (Deshalb ist es umso erstaunlicher, dass in der einschlägigen Literatur ABL meist keine Rolle spielt²³; dies gilt aber auch oft für die in der Praxis gesuchten bzw. gefundenen Lösungen für Turnaround-Fälle). Gleiches gilt für Carve-out von stark wachsenden Unternehmen, zyklischen Unternehmen und Unternehmen mit ausgeprägter Saisonalität – der atmende Kredit kann nach Bedarf (d.h. parallel zu den Working Capital Schwankungen) in Anspruch genommen

21 FitchRatings, Rating Asset-Based Lending (ABL) Facilities. Recovery Outcomes and Analysis for ABL-Inclusive Capital Structures, January 29, 2013.

22 G. F. Udell, Asset Based Finance. Proven Disciplines for Prudent Lending, New York, 2004, S. 62.

23 Vgl. dazu z.B. M. Behrens, Turnaround Finance. Eine Analyse der Kapitalzufuhr im Krisenfall des Mittelstands, Sternenfels 2008: In diesem Werk kommt das Konzept ABL überhaupt nicht vor, was sicherlich auch mit der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung noch sehr geringen Bedeutung von ABL in der Unternehmenspraxis bei Finanzierungen von Turnarounds zusammenhängen dürfte; dass diese nach wie vor äußerst gering ist, zeigt auch die aktuelle „Restrukturierungsstudie 2013“ von Roland Berger aus dem Juni 2013 (und hier insb. S. 25).

werden²⁴, der Investor ist weitestgehend frei von Covenants und das Unternehmen frei von Tilgungsbelastungen. Der Preis für diese Freiheiten ist ein nicht unbeachtlicher Reportingaufwand, da die Besicherungsbasis laufend ermittelt (Borrowing Base Certificates) und vom Finanzpartner überwacht wird, sowie – spätestens wenn ein Springing Covenant greift – ein sog. Cash Dominion, d.h. die Bündelung der Cash-Zuflüsse auf Konten eines Finanzpartners, zugunsten des ABF.

X. Auch Hybrid Structures kommen zur Finanzierung von Carve-outs in Betracht

ABL kann auf verschiedene Weise mit Cash Flow basierten Finanzierungen verbunden werden.

Zum einen kann in bestimmten Konstellationen ABL zur Refinanzierung eines (meist geringen) Teils des Kaufpreises verwendet werden²⁵. Zum anderen kann eine Kombination aus Cash Flow basierter Kaufpreisfinanzierung mit einer RCF auf Basis Borrowing Base erfolgen. International geschieht dies zunehmend in der Gestalt, dass die Cash Flow Based Financiers, die einen Teil des Kaufpreises finanzieren, als erstrangige Sicherheit (neben Geschäftsanteilen) das Anlagevermögen erhalten, die ABF als erstrangige Sicherheit das Umlaufvermögen (sog. Bifurcated Collateral Loans); als zweitrangige Sicherheit werden oft die Sicherheiten genommen, die die andere Gruppe als erstrangige Sicherheit hat (sog. „Swapping Seconds“). Wenn Hybrid Structures zur Kaufpreis- und Betriebsmittelfinanzierung hingegen in einheitlichen Kredit- und Sicherheitenverträgen kombiniert sind, werden in der internationalen Praxis zur Erhöhung der Attraktivität der RCF für die Syndizierungspartner zunehmend sog. 1st-out Revolver arrangiert²⁶, die einen Vorrang bei der Verteilung der Erlöse aus Sicherheitenverwertung für die RCF-Financiers (Super-Seniority, Super Senior RCF bzw. SSRFCF) gegenüber den anderen Kreditgebern vorsehen. Zuletzt sind international auf dieser Basis der Zusammenarbeit immer häufiger mehr oder weniger formell ausgeprägte Kooperationen zwischen Unitranche Debt Anbietern und Banken festzustellen – auch und vor allem als Alternative zu klassischen LBO-Finanzierungen/Akquisitionsfinanzierungen.

Im deutschsprachigen Raum (und ganz besonders für Finanzierungen des Mittelstands) sind insgesamt gesehen die aufgezeigten internationalen Trends bei ABL bisher nur sehr wenig ausgeprägt: ABL/Borrowing Based Finanzierungen werden nur von wenigen Großbanken (wie Commerzbank oder Deutscher Bank) angeboten und sind eher eine Mischung aus ABL und Cash Flow based Finanzierungen, setzen sie doch eine Mindestbonität (i.d.R. BB) voraus und sind sie

auch nicht klassisch Covenant-lite. Einzig das Factoring (inkl. dem zunehmend wichtiger werdenden Reverse Factoring) entspricht in Ausgestaltung und Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung den internationalen Standards eines ABL.

Daneben gibt es selbstverständlich auch die Anbieter von Sale-and-Lease-Back (SALB) oder Sale-and-Rent-Back (SARB) Lösungen für Teile des Anlagevermögens (Immobilien, maschinelle Anlagen, Maschinen, Marken, Patente, Lizenzen oder andere immaterielle Vermögenswerte), die auch zu ABF im weiteren Sinne gezählt werden. Diese spielen aber auch für die Finanzierung oder Refinanzierung bei Carve-outs – wie auch in der allgemeinen Unternehmensfinanzierung – eine deutlich untergeordnete (und international unterdurchschnittliche) Rolle in Deutschland: Bei dem empirisch wichtigsten Anwendungsbereich des SALB/SARB von Grundstücken und Gebäuden liegt dies vor allem daran, dass die Financiers die gleichen hohen Bonitätsanforderungen stellen wie Banken, wenn der SALB/SARB-Financier nicht ohnedies eine Bank ist (zudem stellt die langfristige Zurverfügungstellung der Mittel vor dem Hintergrund der Beschaffenheit der Refinanzierungsmärkte für viele Banken eine hohe Zusatzhürde dar). Darüber hinaus fehlt es bei Immobilien, vor allem aber bei vielen Anlagen und immateriellen Vermögenswerten immer wieder an der zwingend erforderlichen Drittverwendungsmöglichkeit.

Allerdings kann festgestellt werden, dass SALB/SARB-Finanzierungen von drittverwendungsfähigen (maschinellen) Anlagen bzw. Maschinen und Marken gerade bei Distressed M&A Transaktionen bzw. auch bei Carve-outs von wenig oder nicht profitablen Unternehmensteilen in den letzten Jahren zugenommen hat; einige neue Anbieter haben sich erfolgreich in diesem Nischensegment etabliert. In jedem Falle sind für die Finanzprodukte SALB und SARB umfassende Wertgutachten nötig, deren Erstellung oft mehrere Wochen in Anspruch nimmt und meist erst nach dem Kauf abgeschlossen ist – daher kommen diese Finanzierungsinstrumente meist von vorneherein nur für die Refinanzierung eines Teils des Kaufpreises (und u.U. auch für einen Teil der Betriebsmittelfinanzierung) in Betracht²⁷.

XI. Unitranche Debt bzw. ABL machen Verkäuferdarlehen meist überflüssig

Insbesondere für nicht strategische Käufer von Carve-out Unternehmen bleibt daher zu hoffen dass die in den USA schon seit längerem bestehenden Möglichkeiten der Finanzierung von Carve-out Unternehmen in Europa rasch Einzug halten – der Trend dazu ist bereits erkennbar, aus UK heraus wachsend sind insb. Unitranche Finanzierungen vermehrt erhältlich und auch der ABL-Markt wächst von UK ausgehend zunehmend nach Kontinentaleuropa bzw. auch in den deutschsprachigen Raum. Auch für die Verkäufer wäre dies wünschenswert, müssten sie doch dann deutlicher weniger oft als bisher mögliche Finanzierungslücken durch die Bereitstellung von Verkäuferdarlehen (Vendor Loans oder

24 Bei rückläufiger Geschäftsentwicklung bzw. gesunkenen Preisen für Endprodukte bzw. auch Rohstoffe kann der stark atmende Charakter einer BB-RCF allerdings auch nachteilig sein, insb. dann, wenn diese Themen gleichzeitig und unerwartet auftreten.

25 IdR. setzt dies eine Überschussliquidität voraus. Da ABF nur selten und dies nur bei Unternehmen guter bis sehr guter Bonität und dann wiederum nur im geringen Ausmaß von maximal 15% des Senior Debt (mit Laufzeiten von zwei Jahren) auch eine Cash Flow basierte Verschuldungskomponente in die Finanzierung einbauen – sog. „Airball“ oder „Stretch piece“ – spielt dies für die Kaufpreisfinanzierung von Carve-out Unternehmen praktisch kein Rolle.

26 Vgl. zu diesen z.B. M.P. Hanrahan/J. McCluskey, An Overview of 1st-out Revolvers, Milbank, Tweed Hadley & McCloy LLP, Law 360, June 13 2012.

27 Ähnliches gilt auch für High Yield Bonds, einem aufgrund der nur incur-rence based Covenant – Struktur theoretisch optimalen Take-out Finanzierungsprodukt für Carve-outs, für das aber am Beginn eines Carve-outs in der Regel die marktmäßigen und insb. regulativen Voraussetzungen wie ausreichende Finanzhistorie als selbständige Einheit fehlen.

Seller Notes) schließen – das gilt besonders für die „non-bankable“ Carve-outs²⁸. Dies ist umso wichtiger, weil nur wenige Verkäufer zu Vendor Loans bereit sind und damit eine Transaktion im Extremfall scheitern kann. Zudem weisen Verkäuferdarlehen eine Reihe von Ausgestaltungsproblemen auf²⁹, die hinderlich für den Abschluss des Unternehmensverkaufs sind und zudem das Leben nach dem Carve-out für den Käufer erschweren können.

XII. ABL ist in der Regel nur eine Übergangslösung

Selbst wenn ABL – Finanzierungen in Europa bzw. im deutschsprachigen Raum vollständig marktgängig werden sollten, so bleiben sie nur eine Ergänzung zur weiterhin dominanten Bankfinanzierung und zur Cash Flow basierten (Akquisitions-)Finanzierung: Sogar in den USA ist ABL oft nur eine Übergangslösung, nach einem Zeitraum von typischerweise 12–24 Monaten werden sie häufig durch Cash Flow basierte Finanzierungen abgelöst. Dies gilt bei Carve-out insb. dann, wenn der Investor mit seinen Wertsteigerungsansätzen Erfolg hatte und die Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens (wieder) höher ist als das Finanzierungsvolumen aus seiner reinen Asset Basis. Bei reinen ABL kommt es selten zu Kreditvolumina, die im Ergebnis (dies ist ja kein relevantes Kriterium für ABL) über ca. 2 x EBITDA liegen, bei Cash Flow basierten Finanzierungen liegt das – bewusst darauf abgestellte – Debt-Volumen oft bei (max.) 3-4 x EBITDA.

XIII. Die 3 typischen alternativen Finanzierungssäulen für den Erwerb von Carve-out Unternehmen

Wenngleich jede Transaktion einzigartig ist und auch die Finanzierungsformen in der Praxis sehr unterschiedlich sind, soll hier dennoch stark vereinfachend graphisch veranschaulicht werden, welche grundsätzlichen typischen Finanzie-

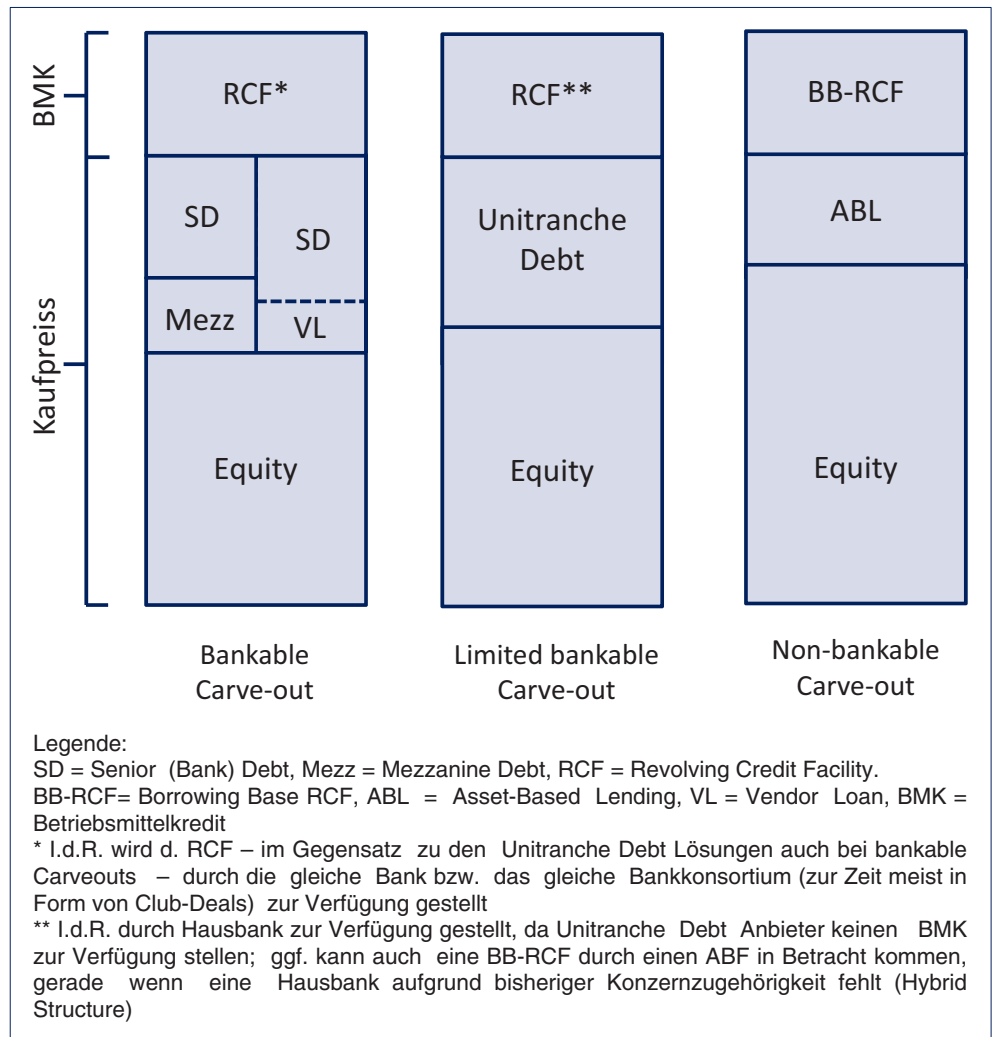


Abb. 1: Drei Finanzierungssäulen der Carve-out Finanzierung

rungsalternativen für den Kauf von Carve-out Unternehmen in Betracht kommen (siehe Abb. 1):

- » Bankable Carve-out
- » Limited bankable Carve-out
- » Non-bankable Carve-out

Wie erwähnt handelt es sich hier nur um stark vereinfachte Finanzierungsbausteine: So ist der Übergang zwischen bankable zu limited bankable und dann wiederum zu non-bankable ein fließender; zudem soll durch die Abb. 1 nur zum Ausdruck gebracht werden, dass typischer Weise bei gut bankmäßig finanzierbaren, i.e. gut akquisitionsfinanzierbaren Carve-out Unternehmen, eine Akquisitionsfinanzierung über Banken und Mezzanine-Anbieter die beste Variante ist, wobei selbstverständlich auch eine reine Unitranche Finanzierung auch in Betracht kommt (dies wäre aber typischer Weise teurer). Gleiches gilt auch für limited bankable Carve-outs, bei denen die Unitranche Finanzierung in der Regel die beste Variante darstellt, sehr wohl aber auch eine – meist dann volumensmäßig geringere – ABL Finanzierung und u.U. auch eine sehr moderate Bankfinanzierung in Betracht kämen. ABL ist üblicherweise nur bei non-bankable Carve-out Unternehmen die beste (und oft auch die einzige) Kaufpreisfinanzierungs-Variante.

Ferner werden in der Praxis die drei typischen Finanzierungsansätze auf vielfältigste Art miteinander kombiniert: So kann

28 Zu der Rolle von Verkäuferdarlehen bei Akquisitionsfinanzierungen und zu den anderen Alternativen zur Überwindung von Kaufpreisdifferenzen bzw. Kaufpreislücken (Earn-outs und Rückbeteiligungen des Verkäufers) vgl. z.B. R. Mittendorfer, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung. Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden 2007, S. 138 ff.

29 Die beim Anlassfall Überbrückung einer Kaufpreislücke ähnlich denen bei ergänzenden Kaufpreisfinanzierungen durch Mezzanine Debt sind.

auch bei „bankable“ Carve-outs eine Unitranche-Finanzierung in Verbindung mit einem BMK bereitgestellt durch Banken oder gemeinsam mit einer BB-RCF (sog. Split oder Bifurcated Collateral Unitranche/ABL Structure) statt einer reinen Bankfinanzierung zur Anwendung kommen; dies macht dann Sinn, wenn aus Sicht des Käufers die aufgezeigten Vorteile (insb. höheres Kreditvolumen) von Unitranche Debt gegenüber Senior Bank Debt (u.U. ergänzt um Mezzanine Debt) die erwähnten Nachteile (insb. hinsichtlich Finanzierungskosten und Verlässlichkeit der Partner) im Einzelfall überwiegen – Letzteres ist im derzeitigen deutschen LBO-Markt allerdings die klare Ausnahme. Zudem kommen ergänzend im Einzelfall immer wieder auch andere Finanzierungselemente als die klassischen, hier aufgezeigten in Betracht.

Im seltenen Extremfall, wenn weder ABL noch Unitranche Debt zur Verfügung stehen (oder zur Anwendung kommen sollen), kann es bei „non-bankable“ Carve-outs hinsichtlich der Kaufpreisfinanzierung zu einer reinen Kombination von Vendor Loan und Equity kommen, wenn nicht gar (so der Verkäufer zu einem Vendor Loan nicht bereit ist) der gesamte Kaufpreis (zunächst) „all-equity“ finanziert – und später u.U. refinanziert – wird.

XIV. Praktische Herausforderungen für CFOs

Abschließend sei noch kurz darauf hingewiesen, dass für den CFO eines Carve-out Unternehmens eine Reihe von praktischen Herausforderungen bei der Umsetzung der eingeworbenen Finanzierung warten, die ganz besonders bei bisher rechtlich und faktisch (funktional, marktmäßig oder gar auch noch räumlich) unselbständigen Geschäftsbereichen und noch mehr beim reinen Asset-Deal akzentuiert sind.

So gilt es nach den Vorstellungen des neuen Eigentümers und nach regulativen Vorgaben meist ein neues, professionelles integriertes internes Berichtswesen (MIS inklusive Controlling) und externes Berichtswesen aufzubauen, das auch den

Anforderungen der Finanzpartner genügt – so muss in der Regel eine integrierte monatliche GuV-, Bilanz- und Cash Flow-Darstellung bzw. -Planung möglich sein. Mitunter muss gar ein komplett neues IT-System installiert werden bzw. das bestehende IT-System sukzessive oder auf einmal abgelöst werden. Zudem ist meist der Aufbau einer Liquiditätssteuerung (ggf. auch einer Aval-Planung) erforderlich, da diese im Konzern meist aufgrund Cash-Pooling nicht erforderlich war bzw. von der Konzernmutter für den Gesamtkonzern vorgenommen wurde. Es gilt auch oft eine ganze Abteilung Finanz- und u.U. auch Rechnungswesen komplett oder weitgehend neu aufzubauen, da diese Funktionen bisher von der Konzernmutter wahrgenommen wurden (und oft auch noch für eine Übergangsphase im Rahmen eines TSA zur Verfügung gestellt werden). Schließlich ist aus Sicht des CFOs besonders auf die Implikationen aus dem Wegfall von Vorteilen aus dem Konzernverbund zu achten: Dies beginnt bei der Frage nach der möglichen Verschlechterung von Konditionen aufgrund des Wegfalls von Größen- und Verbundvorteilen (Economies of Scale und Economies of Scope), z.B. im Bereich Einkauf und Versicherungen, bis hin zu praktischen Fragen wie dem Hedging von Währungs-, Rohstoff- und Zinsrisiken, das gerade aus Risikogesichtspunkten oft von entscheidender Bedeutung ist. Im Extremfall kann diese Problematik des Wegfalls von Größenvorteilen aus dem Konzern sogar ein Deal-Breaker sein (wenn z.B. ein risikotechnisch zwingend erforderliches Rohstoff-Hedging gar nicht mehr oder nur zu prohibitiv hohen Kosten möglich ist – hier kann für eine Übergangszeit allerdings u.U. ein TSA helfen). Damit solche im Extremfall sogar existenzbedrohenden Implikationen und Risiken rechtzeitig erkannt werden, ist es unerlässlich, dass auch der künftige CFO mit hoher operativer Erfahrung und Exzellenz ausgestattet ist – kurzum, der Kauf von Carve-out Unternehmen erfordert auf Käuferseite ebenso Vollprofis wie auf Seiten der Financiers.