



CEO Files: CEO Europe präsentiert jeden Monat ausgewählte Expertenbeiträge zu unterschiedlichen Fachbereichen.

Verfasst von
Henri Dorbes
iCEO #8000, France

Finden Sie uns im Internet:

www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419

Die Übernahme-Techniken durch „LBO“ (leverage buy out)

Oder wie können alle Hebel zur Übernahme von Firmen in Bewegung gesetzt werden, wenn man nicht die dazu notwendigen Geldmittel besitzt?

Die Anzahl der Aufkäufe von Firmen hat in den letzten Jahren einen Höhepunkt erreicht und geht mit einem spektakulären Zuwachs der Aktionen vom Typ LBO, LBI, LMBO, BIMBO (d.h. leverage buy out, leverage buy in, leverage management buy out, buy-in management buy-out) einher. Hinter diesen immer häufiger gebrauchten Begriffen, deren allgemeine Abkürzung «LBO» bzw. «Kapital-Übertragung» ist, verstecken sich komplexe Finanzoperationen, die in den 70er Jahren in den angelsächsischen Ländern und in den 80er Jahren in Frankreich aufgetaucht sind. LBO ist nur eine Seite der «private equity» (Kapitalanlage) bzw. des Risikokapitalmarktes: es handelt sich um eine Art der Firmenübergabe, zu einem Zeitpunkt, wo diese ein gewisses Reifestadium erreicht hat

A/ Definition dieser Operationen

Beim **LBI** (leverage buy in) kommt der Käufer von außen in das Kapital der Gesellschaft (es handelt sich z.B. um eine Kapitalanlage-Gesellschaft), während er beim **LBO** (leverage buy out) aus der Gesellschaft selbst entstammt. Genauso ist es bei den Operationen **LMBO** (leverage management buy out) und **LMBI** (leverage management buy in), mit denen der Aufkauf einer Firma, entweder, wie im Falle einer LMBO, durch die leitenden Angestellten der Zielfirma selbst (in Frankreich kommt dies am häufigsten vor) oder, im Falle einer LMBI, durch der Zielfirma außenstehende Manager. Das Schema kann durch ein **BIMBO** (buy-in management buy-out) noch komplizierter werden, nämlich wenn das Übernahme-Team aus leitenden Angestellten der Firma selbst und gleichzeitig aus außenstehenden Managern besteht. Schließlich, wenn es das Ziel der neuen Aktionäre ist, die Firma (durch Aufkauf) mit anderen Firmen zu verheiraten, um so einen Aktivitätspol bzw. Industrie-Synergien zu schaffen, kommt es zu einem **LBU** (leverage build-up).

B/ Die Grundsätze des LBO

Hinter dieser Vielfalt an Begriffen steht eigentlich ein und derselbe Mechanismus: der Aufkauf einer Firma durch eine zu diesem Zweck geschaffene und verschuldete Holdinggesellschaft. Diese s.g. «Ad-Hoc-Gesellschaft», oft zunächst «NewCo» genannt, bevor eine definitive Firmenbezeichnung gefunden wird, besitzt die zum Aufkauf notwendigen Finanzmittel und wird zum Eigentümer der Zielfirma. Dank dieser Holding profitieren die Käufer von den folgenden vier Hebeleffekten:

Der Finanzhebel: Liegt die wirtschaftliche Rentabilität einer Zielfirma über dem Zinssatz der Geldleihe, so ist es für einen Käufer von Vorteil, diesen Kauf durch eine Verschuldung der Holdinggesellschaft zu finanzieren anstatt eigenes Kapital einzubringen. Im Laufe der Jahre nach dem Kauf, durch die Festigung der Dividenden der Newco, tilgt der freiwerdende Cash-flow der Zielfirma das Kapital und die Zinsen der Bankanleihen.

Der Steuerhebel: Dank der Einrichtung der Holdinggesellschaft, kann die neue Gruppe (NewCo und Zielfirma), wenn sie dies beantragt und die auferlegten



Bedingungen erfüllt (dazu muss sie im Besitz von mindestens 95 % sein), vom System der steuerlichen Integration profitieren. Dieser Hebel ermöglicht eine Steuerersparnis in Höhe der Körperschaftssteuer, vervielfacht um den Betrag der für den Erwerbskredit gezahlten Zinsen. Auf diese Art übernimmt der Staat durch einen Steuernachlass einen Teil der Rückzahlung der aus dem Kauf entstandenen Schulden.

Der gesetzliche Hebel: Aus juristischer Sicht hat derjenige, der mindestens 50 % des Stimmrechtes (einfache Mehrheit) besitzt, die Vollmacht. Es reicht also, 50 % der Zielfirma und 50 % der Holdinggesellschaft zu besitzen, um die Vollmacht ausüben zu können. Diese Hebelkraft kann durch den Einsatz von aufeinander folgenden Holdings – kaskadenartig – vervielfacht werden. Es kann ebenfalls ins Auge gefasst werden, doppeltes Stimmrecht nur zu Gunsten der Käufer zu schaffen...

Aufeinanderfolgende Hebel: Es kann eine Verschuldung auf mehreren Ebenen eingeführt werden. Entweder in zwischengeschalteten Holdings (dies wird immer weniger praktiziert) oder aber direkt in eigenem Namen durch die Käufer selbst, um deren Kapital einzubringen.

C/ Weitere benutzbare Hebel

Die Bestimmung des Verkaufspreises der Aktien ist oft ein wunder Punkt, durch den der Verkaufsabschluss selbst in Gefahr gebracht wird. Um nicht in eine Sackgasse zu geraten, stehen den Parteien verschiedene Mittel zu Verfügung, die für den Käufer wirkliche zusätzliche Hebel sind:

Die aufgeschobene Zahlung: Seitens des Verkäufers geht es darum, den Zahlungsaufschub von Teilsummen bzw. der Gesamtsumme zu akzeptieren. Dessen Schuldanspruch gegenüber dem Käufer bleibt jedoch real und unterliegt im Prinzip weder einer Bedingung, noch einem Ereignis (das Risiko der Nichtzahlung kann durch eine Bankkaution gedeckt werden). Die Modalitäten werden ohne weiteres Schriftstück in der Abtretungserklärung definiert und die Übergabe des Eigentums findet mit der Unterzeichnung statt.

Das Verkäuferdarlehen: Der Verkäufer akzeptiert, dass ein Teil des Verkaufspreises in ein Darlehen zu Gunsten der NewCo (vertraglich festgelegt) umgewandelt wird. Der hauptsächliche Nutzen für den Käufer liegt in der Miteinbeziehung des Verkäufers. Denn dieser hat im Falle des Nichtzustandekommens der Operation wenig Aussichten auf Zurückerstattung des Darlehens. Für den Verkäufer liegt der Vorteil darin, zum gewünschten Preis, aber unter erleichterten Umständen verkaufen zu können.

Der Preiszuschlag oder «earn out»: Im Falle, dass die Parteien keine Preiseinigung erreichen, liegt eine der Möglichkeiten, dennoch zu einem Abschluss zu kommen, in der Klausel eines «earn out». Es handelt sich darum, für eine festzulegende Dauer die nicht zu unterschreitende Grenze des Zielproduktes festzulegen, ab der, seitens des Käufers, jede zusätzliche Leistung die Zahlung eines Preiszuschlags zugestanden wird.

D/ Die unterschiedlichen LBO-Finanzierungsarten

Der Wert eines LBO liegt in der Vielfalt der Finanzierungsmöglichkeiten, sodass ein Kauf mit nur 30 bis 50 % des eigentlichen Wertes des Zielproduktes in Betracht gezogen werden kann:

Das Kapital: Letzteres verleiht den Käufern den Besitz der NewCo und damit indirekt auch des Zielproduktes.

Das Seniordarlehen: Darin liegt das eigentliche Prinzip des LBO. Man spricht hinsichtlich einer spezifisch dem Ankauf gewidmeten Bankanleihe für eine Dauer

Verfasst von
Henri Dorbes
iCEO #8000, France

Finden Sie uns im Internet:
www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419



zwischen 5 und 7 Jahren von «Seniordarlehen». Heutzutage ist es kaum noch denkbar, den Betrag des Eigenkapitals um das Doppelte zu überschreiten, da dies von den Banken als zu hoher Risikofaktor betrachtet wird.

Das Mezzanin-Darlehen: Um das „Seniordarlehen“ zu vervollständigen, wird oft für eine Dauer zwischen 8 und 10 Jahren, ein «Junior-» oder „Mezzanin-Darlehen“ vorgesehen, dessen Risiko und damit Kosten höher liegen, da deren Rückzahlung dem «Seniordarlehen» unterliegt. In den meisten Fällen handelt es sich um Wandelanleihen oder um Anleihen mit Aktienbezugsschein.

Überbrückungsdarlehen: Falls vorgesehen ist, einen Teil der Transaktion durch Mittel, die nicht vor Abschluss in Anspruch genommen werden können (z.B.: Cash-Gewinn des Zielproduktes bzw. Abtretung von Vermögenswerten) zu finanzieren, kommt es häufig vor, dass die Investoren bei der «Senior-Bank» ein Überbrückungsdarlehen beantragen.

Außergewöhnlicher Zugewinn der Dividenden: Besitzt das Zielprodukt einen umfangreichen Kassenbestand, ist der Käufer in Versuchung, sich dessen zu bedienen, um so eine Teilfinanzierung der Operation zu erreichen. Jedoch ist hier Vorsicht geboten, diesen Zugewinn auf den nicht zyklischen Betrag des Kassenbestandes, sowie auf die Kapitalrücklagen zu beschränken.

Der Verkauf von Vermögenswerten: Oft ist es möglich, den Kauf entweder über das Abtreten oder durch ein «lease-back» von einem oder mehreren Vermögenswerten des Zielproduktes zu finanzieren.

E/ Die den Managerteams angebotenen „package-solutions“

Im Rahmen einer LMB (O oder I), bieten die Fonds der Risikokapitalanlagen dem Management der Firmen, in die sie investieren, «package-solutions» an, die vor allem dem Zweck dienen, das Management zu motivieren, sich dessen Zustimmung zu versichern und es in Bezug auf den Erfolg der Operation zu mobilisieren. Es gibt zwei wichtige Bestandteile:

Anreiz zu Beginn oder auch «sweet equity»: Über diesen Mechanismus erhält das Management einen Vervielfachungseffekt zwischen den investierten Beträgen und dem Anteil des eigenen Kapitals. Dies wird über ein Kontokorrentkonto, durch Wandelanleihen oder durch Aktienkaufrecht zu Beginn möglich.

Die «envy ratio», die das Verhältnis zwischen den Kapitalkosten für das Management und den Kapitalkosten für den Fonds misst, liegt in den meisten Fällen zwischen 1,5 und 8.

Zusätzliche Beteiligung am Ende oder «ratchet»: Dieser Mechanismus funktioniert mit Hilfe des Aktienkaufrechts und wird ab dem Moment angewandt, wo das Investitionskapital ein bestimmtes Niveau an Wertzuwachs erreicht hat. Z.B. wird jeder Wertzuwachs ab einem TRI-Wert von 25 % in 30 % für das Management und 70 % für das Investitionskapital aufgeteilt.

F/ Die zu überwachenden rechtlichen Schwierigkeiten

Wie alle finanziellen Transaktionen, ist die Technik des LBO von einem rechtlich eingeschränkten Rahmen begrenzt, vor allem im Hinblick auf den Artikel 217-9 des Gesetzes vom 24. Juli 1966. Verschiedene Punkte verdienen besondere Aufmerksamkeit :

Verfasst von
Henri Dorbes
iCEO #8000, France

Finden Sie uns im Internet:

www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419



Kredite und Vorauszahlungen der Zielgruppe an die NewCo: Jede Form von Vorauszahlung, bzw. jeder der NewCo von der Zielgruppe zugestandene Kredit ist verboten. Daher ist die Einrichtung einer zentralen Verwaltung der Kassenbestände zwischen Zielgruppe und Holding mit der allergrößten Vorsicht zu behandeln.

Die von der Zielgruppe gewährten Sicherheiten:

Die Zielgruppe hat keinerlei Möglichkeiten, einen der NewCo gewährten, dem Kauf von Aktien der Zielgruppe bestimmten Kredit zu gewährleisten.

Die Fusion zwischen Zielgruppe und Holding: Eine wichtige Frage betrifft die Gültigkeit einer Fusion zwischen Zielgruppe und Holding und speziell die kurzzeitige Fusion (Dauer zwischen einigen Monaten und 2 bis 3 Jahren), was bedeutet, dass der Erwerbskredit direkt auf die Zielgruppe übertragen wird.

G/ Die Definition der idealen Zielgruppe

Der Erfolg jeder LBO beruht hauptsächlich auf drei Bedingungen:

- Der Selbstfinanzierungskapazität der Zielgruppe in Bezug auf die Rückzahlung der Schulden.
- Den Investitionen eines motivierten und engagierten Managements.
- Der Möglichkeit, den Wert der Zielgruppe intern (durch Restrukturierung, Kostensenkung, neue Produkte oder neue Märkte) und extern (durch externes Wachstum, Veräußerung von Vermögenswerten oder Sparten) zu erhöhen.

*Verfasst von
Henri Dorbes
iCEO #8000, France*

Finden Sie uns im Internet:

www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419
