

Buy-and-Build-Strategie: Erfolgsfaktoren und Best Practices für Investoren

Sibylle Münch & Dr. Maximilian Platzer, Latham & Watkins

1. Einleitung

▶ Während die Private-Equity-Branche bei Plattformtransaktionen durch die Zinswende aufgrund steigender Finanzierungskosten vor Herausforderungen steht, waren Buy-and-Build-Transaktionen davon kaum beeinträchtigt. Im Zuge von Nachfolgeplanung und Konsolidierungen gibt es für Investoren nach wie vor lukrative Chancen, Assets hinzuzukaufen. Investoren sollten stets die Möglichkeit einer Buy-and-Build-Strategie in Betracht ziehen, auch wenn sie zunächst nur eine Akquisition ohne weitere Zukäufe durchführen möchten. Der Erwerb weiterer Unternehmen im gleichen oder komplementären Segment kann wirtschaftlich sinnvoll sein und zu einer Gesamtwertsteigerung der Gruppe führen, die über die Addition der Einzelwerte deutlich hinausgeht. Wer dies im Blick hat, kann schon vorab zusätzliche Kreditlinien einziehen und so künftige Zukäufe schnell realisieren, was nicht nur den Aufwand für die Dokumentation reduziert und Transaktionssicherheit schafft, sondern gleichzeitig auch Transaktionskosten einspart. Eine Finanzierungsdokumentation so aufzusetzen, dass eine komplexe Buy-and-Build-Strategie möglich ist, erfordert eine enge Zusammenarbeit von Finanzierungs- und Corporate-Spezialisten. In diesem Beitrag werden die wesentlichen Aspekte beleuchtet, die im Vorfeld hinsichtlich der Transaktion – auch perspektivisch – bedacht werden sollten.

Akquisitionslinie einziehen

Um eine erfolgreiche Buy-and-Build-Strategie umzusetzen, ist es entscheidend, über ausreichende Finanzierungsmittel zu verfügen. Eine bewährte Methode, um diesen Bedarf zu decken, ist die Nutzung einer Akquisitionslinie. Kreditgeber machen die Nutzung einer solchen Linie allerdings von der Erfüllung diverser Kriterien abhängig, um sicherzustellen, dass die daraus getätigten Akquisitionen dem Risikoprofil des Kreditgebers entsprechen. Umso wichtiger ist es, direkt zu

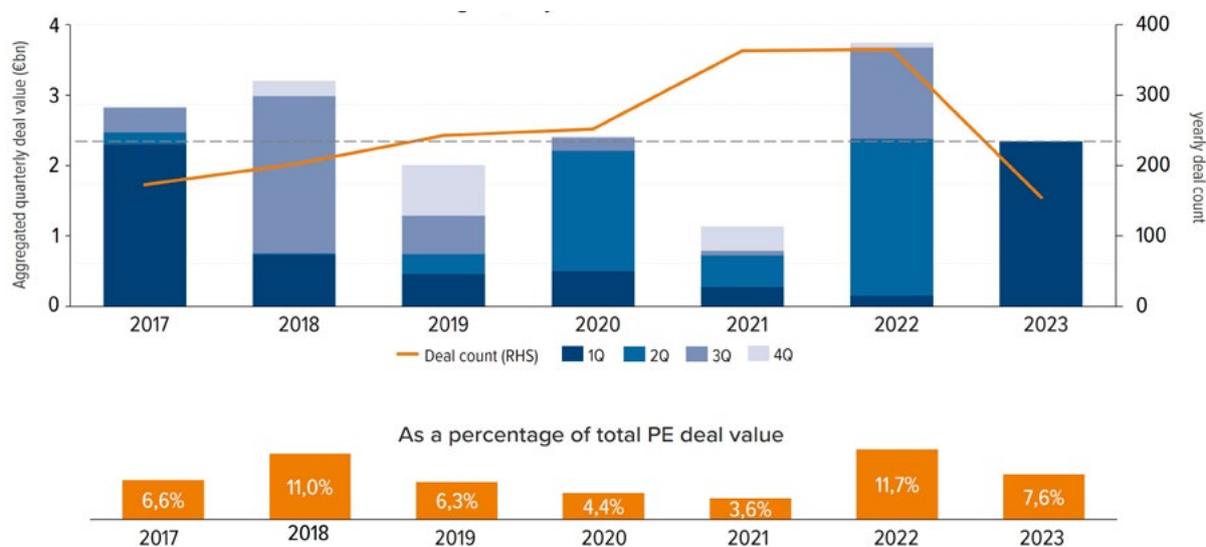
Beginn der Buy-and-Build-Strategie die Rahmenbedingungen festzulegen: In welchen geografischen Regionen darf zugekauft werden? In welchen Geschäftsfeldern und Branchen? Bis zu welcher Größenordnung? Wie darf sich der Verschuldungsgrad der Gruppe entwickeln – darf er für eine begrenzte Zeit beispielsweise überschritten werden? Darf das Ergebnis der Zielgesellschaft pro forma schon dazugerechnet werden? Dürfen eventuelle Synergien, die aus dem Kauf resultieren, schon pro forma einberechnet werden? Gelten diese Kriterien auch für den Zukauf von weiteren Anteilen an einer Tochtergesellschaft, an der bereits (die Mehrheit der) Anteile gehalten werden? Der Verwendungszweck sollte zudem ausreichend Flexibilität vorsehen:

Dies umfasst sowohl die Finanzierung der Akquisition und der Transaktionskosten als auch die Möglichkeiten zur Refinanzierung, falls der Kauf vorübergehend mit Eigenmitteln vorfinanziert wird.

Für die bereits zugesagte Akquisitionslinie fällt eine Bereitstellungsprovision in Höhe von 30% bis 35% der gültigen Zinsmarge an. Zusätzlich zum Volumen bereits zugesagter Finanzierungslinien für Akquisitionen gibt es die Möglichkeit, den Einzug weiterer Linien in der Finanzierungsdokumentation bereits vorzusehen, ohne die Zustimmung der Kreditgeber dafür nochmals einzuholen. Für Linien, die noch nicht zugesagt sind, fällt noch keine Bereitstellungsprovision an, allerdings muss vor Nutzung erst ein Kreditgeber gefunden werden, der bereit ist, der Dokumentation beizutreten und die Mittel zuzusagen. Es empfiehlt sich in diesem Zusammenhang, das Sicherheitenpaket auf eventuelle Erhöhungen vorzubereiten, um keine kostenintensive (ggf. notarielle) Sicherheitenbestätigungen bei jeder Erhöhung beziehungsweise Zurverfügungstellung neuer Linien vornehmen zu müssen.

Abb. 1 • German add-on activity

Quelle: Pitchbook, Latham & Watkins Tactical Opportunities Analysis



Rückbeteiligung

Nicht immer beabsichtigen Verkäufer ihr Unternehmen vollständig an einen Investor zu veräußern, und regelmäßig wollen Investoren die Verkäufer für ihren Einsatz auch nach dem Verkauf weiterhin incentivieren. Eine attraktive Möglichkeit, um eine fortlaufende (indirekte) Gesellschafterstellung zu ermöglichen, kann die Rückbeteiligung des Verkäufers an einer Holding-Gesellschaft der Gruppe im Rahmen eines Reinvestments sein. Steuerlich effizient kann dies über einen sogenannten „Share Rollover“ strukturiert werden. Der Verkäufer verkauft nur einen Teil seiner Anteile gegen einen Barverkaufspreis, die übrigen Anteile bringt er gegen Gewährung neuer Anteile ein. Dieses Vorgehen incentiviert den Verkäufer nicht nur aus ökonomischer Sicht, sondern kann auch eine fortlaufende emotionale Bindung an das Unternehmen schaffen. Eine solche Beteiligung Dritter kann allerdings unter der Kreditdokumentation zu einem „Kontrollwechsel“ führen, sieht doch der Kreditvertrag regelmäßig vor, dass sowohl das Zielunternehmen als auch das Akquisitionsvehikel stets (direkt oder indirekt) zu 100% unter der Holding-Gesellschaft des Akquisitionsvehikels hängen müssen. Der Eintritt eines Kontrollwechsels kann dazu führen, dass das Darlehen insgesamt zur Rückzahlung fällig wird. Es empfiehlt sich daher, die Kreditdokumentation bereits zu Beginn auf den Share Rollover (der zeitlich begrenzt ist) vorzubereiten.

Garantendeckungsgrad

Kreditgeber verlangen in der Regel, dass alle Gesellschaften, die mit den Darlehensmitteln erworben werden, die Rückzahlung des Darlehens garantieren und Sicherheiten stellen. Bei komplexen Buy-and-Build-

Strukturen, die eine hohe Zahl an Gesellschaften umfassen, ist das kaum abbildbar. Um dieser Herausforderung gerecht zu werden, wird der Garantendeckungsgrad (Guarantor Coverage) eingeführt: Gesellschaften, die Garantien und Sicherheiten stellen, müssen gemeinsam eine bestimmte Prozentzahl des EBITDA der Gruppe repräsentieren. Der genaue Deckungsgrad wird zu Beginn der Transaktion vereinbart und liegt in der Regel zwischen 70% und 85%. Da sich der Anteil bei jeder Akquisition ändern kann, legt die Kreditdokumentation fest, ob die Gruppe bei jedem Zukauf testen muss, ob und inwieweit der Garantendeckungsgrad weiterhin eingehalten wird. Mindestens jedoch ist die Prüfung einmal pro Jahr fällig, je nach Vereinbarung. Liegt das konsolidierte EBITDA der Garanten unter dem vereinbarten Prozentsatz, müssen weitere Garanten beitreten. Zwingend als Garant vorgesehen sind wesentliche Gesellschaften (Material Subsidiary), die – je nach Vereinbarung – mindestens 5% bis 10% zum Gruppen-EBITDA beitragen. Hier empfiehlt es sich gerade bei kleinteiligen Buy-and-Build-Transaktionen den Schwellenwert höher anzusetzen.

Zeitpunkt der Einhaltung der Kriterien

Im Rahmen der Erlaubnistatbestände für Akquisitionen unter dem Kreditvertrag stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die festgelegten Kriterien erfüllt sein müssen. Bei Unterzeichnung des Kaufvertrages? Bei Closing der Akquisition? Zu beiden Zeitpunkten, die in der Regel mehrere Monate auseinander liegen? Aus Sicht des Käufers muss im Hinblick auf Transaktions-

nung des Kaufvertrages oder – nach seiner Wahl – alternativ auf den Zeitpunkt des Closings abgestellt werden. In der Regel muss auch nachgewiesen werden, dass der Verschuldungsgrad auch dann eingehalten wird, wenn die Akquisition pro forma dazugerechnet wird. Das heißt, dass am Ende des Quartals, in dem der Verschuldungsgrad geprüft wird, festgestellt werden muss, ob dieser auch eingehalten würde, wenn die Akquisition bereits durchgeführt worden wäre. Auch hierbei muss vereinbart werden, wie das EBITDA der Gruppe und des Zielunternehmens zu berechnen ist und ob eventuelle Synergien, die aus dem Kauf resultieren, schon pro forma einberechnet werden dürfen. Weitere „Adjustments“ auf das EBITDA (bzw. dessen Herleitung) sind regelmäßig Gegenstand von Verhandlungen. Entsprechendes gilt für die maximale Höhe der Adjustments (in der Regel 20% bis 25% des adjustierten konsolidierten EBITDA).

Insbesondere wenn die Finanzierung aus Eigenmitteln (vor-) finanziert wird, ist zu vereinbaren, welche Kriterien erfüllt sein müssen, damit die Akquisitionslinie zur Refinanzierung der Eigenmittel in Anspruch genommen werden kann.

Bisweilen wird auch verlangt, dass Käufer eine Prognosebetrachtung anstellen, ob der Verschuldungsgrad auch nach Durchführung der Akquisition am nächsten Quartalsende, wenn dieser getestet wird, voraussichtlich eingehalten wird. Auch hier wird der Zeitpunkt der Betrachtung möglicherweise entscheidend sein: Bei Unterzeichnung kann die Finanzsituation der Gesellschaft die Akquisition noch erlauben, bis zum Closing kann sich die Situation im schlimmsten Fall derart verschlechtern, dass die erforderlichen Kriterien für die Akquisition nicht mehr erfüllt sind. An den Kaufvertrag ist das Akquisitionsvehikel allerdings nach Unterzeichnung gebunden. Umgekehrt ist durchaus denkbar, dass perspektivisch Akquisitionskriterien erst bei Closing erfüllt sein werden, die bei Unterzeichnung des Kaufvertrages noch nicht erfüllt sind. Dann macht sich ein Wahlrecht des Käufers hinsichtlich des Zeitpunkts, wann die Kriterien erfüllt sein müssen, bezahlt.

Um genügend Spielraum zu haben, empfiehlt es sich unter Umständen, einen Puffer auf die geltenden Grenzwerte für den Verschuldungsgrad im Fall von Zukäufen zu verhandeln, wenn der allgemein geltende Headroom nicht genügend Sicherheit bietet: Allerdings wird ein sogenannter Acquisition-Spike in der Regel nur für die vier auf die Akquisition folgenden Finanzquartale Anwendung finden. Danach müssen die ursprünglichen Verschuldungsgrad-Grenzwerte wieder eingehalten werden.

Effizienz durch Standardisierung

Um das Tempo der Transaktion zu erhöhen und dem Verkäufer somit eine möglichst kurze Belastung des Geschäftsbetriebs zuzumuten, empfiehlt es sich von

Anfang an, ein Augenmerk auf eine möglichst hohe Standardisierung der Kauf- und Beteiligungsdokumentation zu legen. So kann etwa mit dem Verkäufer vereinbart werden, dass der Käufer die ersten Entwürfe des Kaufvertrags und der weiteren wesentlichen Transaktionsdokumente vorbereitet (die jeweils auf für die Gruppe erarbeiteten Musterverträgen beruhen und damit kurzfristig geliefert werden können). Hierdurch gestalten sich die Verhandlungen und Abstimmungen regelmäßig deutlich einfacher, da sich die interne Abstimmung zwischen dem Käufer und seinen Beratern verkürzt und zudem bestimmte, für den Verkäufer relevante Themen antizipiert werden können. Gerade in Buy-und-Build-Szenarien wird der Käufer in der Regel von Kanzleien mit größerer Manpower vertreten, die in kurzer Zeit die auf den vereinbarten Mustern basierenden Verträge vorbereiten können. Für den Verkäufer liegt ein besonderer Reiz dieses Ansatzes in der Begrenzung seiner Kosten, insbesondere wenn die Transaktionssicherheit noch nicht bei 100% liegt.

Empfehlenswert ist es, auch bei kleineren Add-on-Akquisitionen immer eine Kartellanalyse durchzuführen. Neben der finanziellen und steuerlichen Integration der hinzuerworbenen Zielgesellschaften sollte außerdem nach dem Closing laufend eine rechtliche Integration durchgeführt werden. Auch hier lassen sich Effizienzen realisieren, etwa durch Nutzung von Standardverträgen für die gesamte Gruppe (z.B. Arbeitsverträge, Lieferverträge, Einkaufsverträge etc.) sowie durch die Implementierung eines gruppenweiten Compliance-Management-Systems mit einheitlichen Datenschutzrichtlinien. ■



Dr. Maximilian Platzer ist Partner im Corporate Department im Frankfurter Büro von LATHAM & WATKINS. Er berät regelmäßig Private Equity Investoren und Unternehmen bei deutschen und grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen und öffentlichen Übernahmen. Seine Tätigkeit umfasst sowohl die Beratung auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite sowie bei Co-Investments und Managementbeteiligungen.

Sibylle Münch ist Partnerin im Finance Department im Frankfurter Büro von LATHAM & WATKINS. Sie berät deutsche und internationale Finanzinstitute, Private Equity-Fonds und Unternehmen verschiedenster Branchen bei komplexen nationalen und grenzüberschreitenden Finanzierungen.