

HENGELER MUELLER



Vendor Financing - Schließen der Bewertungslücke (Case Study)

Dr. Achim Herfs
Dr. Daniel Wiegand

23. November 2009

HENGELER MUELLER

www.hengeler.com

Eine typische Ausgangslage:

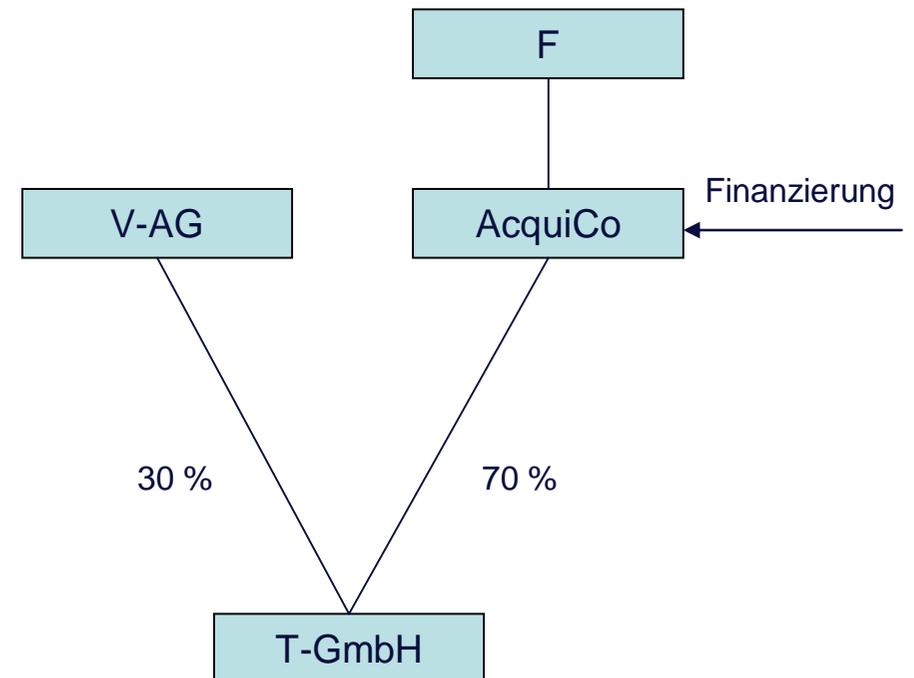
- Der börsennotierte Konzern V möchte die Tochter T-GmbH verkaufen, weil T nicht mehr in die Strategie der Fokussierung auf die Kerngeschäfte passt und wegen der Finanz- und Wirtschaftskrise Liquidität benötigt wird
- Das prognostizierte EBITDA 2009 der T-GmbH beträgt 125 Mio. EUR
- V erwartet einen Kaufpreis von mind. 1000 Mio. EUR (8 x EBITDA)
- Die von V gemeinsam mit der Investmentbank I durchgeführte Auktion hat gezeigt, dass nur der Finanzinvestor F ernsthaftes Interesse am Erwerb der T-GmbH hat
- Die maximale auf dem Markt verfügbare Finanzierung für die Akquisition beträgt 500 Mio. EUR (4 x EBITDA)
- F will maximal 350 Mio. EUR an Equity für die Transaktion bereitstellen
- V fordert I und die anwaltlichen Berater auf, kreative Lösungen zu ersinnen, wie man den Deal trotzdem machen und dabei einen Kaufpreis von 1000 Mio. EUR darstellen könne

1. Staggered Sale

Zurückbehaltung einer Beteiligung

3

- Reduziert erforderliches Finanzierungsvolumen
- Zurückbehaltung einer (unternehmerischen) Mitbeteiligung kann auch aus gesellschaftsrechtlichen Gründen sinnvoll sein (keine Änderung des Unternehmensgegenstandes bei V)
- Nachteil: Keine automatische Partizipation des Käufers am Leverage-Effekt
- Bei Verkauf von nur 70% betrüge Cash-Zufluss am Closing (auf Basis eines Werts von 1000 Mio. EUR für 100%) nur 700 Mio. EUR
- Sehr fraglich, ob Finanzierung so strukturiert werden kann

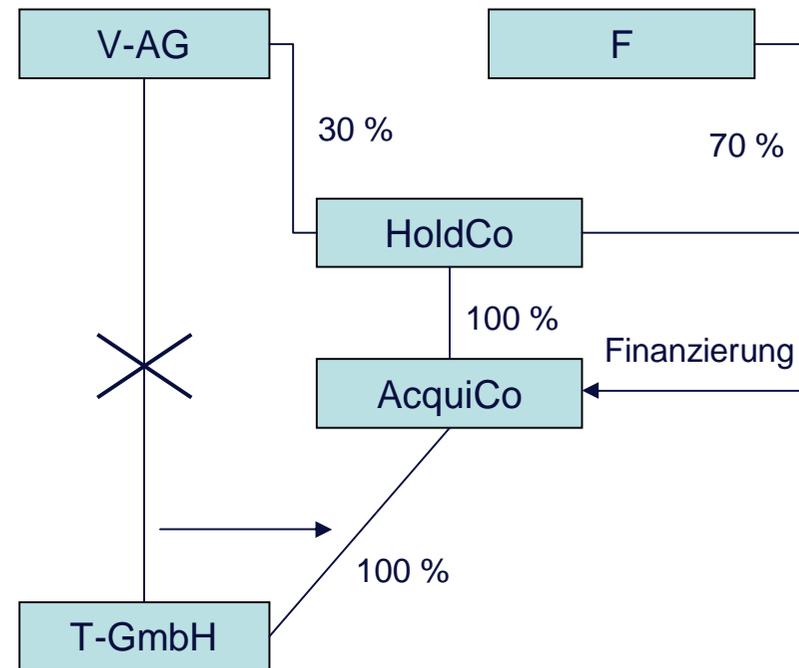


1. Staggered Sale

Rückbeteiligung am SPV

4

- Target wird zu 100% verkauft, aber Verkäufer beteiligt sich mit einem Teil des Kaufpreises an einem Akquisitionsvehikel
- Technik: Stundung eines Teils der Kaufpreisforderung, Einbringung in AcquiCo gegen Anteilsgewährung (ggf. "down the chain") = Erlöschen der Forderung durch Konfusion
- Beteiligung des Verkäufers ist Equity und damit nachrangig gegenüber Fremdfinanzierung des Käufers/Akquisitionsfinanzierung (bei mehrstufiger Struktur auch strukturelle Subordination)
- Bessere Finanzierungsmöglichkeit: Alle Assets der T-GmbH können als Sicherheit verwendet werden



1. Staggered Sale

Rückbeteiligung am SPV

5

- Rückbeteiligung am SPV führt zu automatischer Partizipation des Verkäufers am Leverage-Effekt
- Das ermöglicht sowohl höheren Cash-Zufluss beim Closing als auch "Upside Potential" durch Beteiligung an Gesellschaft mit Leverage

- Annahmen:

Kaufpreis für 100 %:	1000 Mio.
Finanzierung:	500 Mio.
Equity Käufer:	350 Mio.
Equity Verkäufer (gestundeter Kaufpreis):	150 Mio.
☉ Cash-Zahlung am Closing:	850 Mio.

1. Staggered Sale

Ausgestaltung und rechtliche Erwägungen

6

- Zwischen Verkäufer und Käufer wird eine Gesellschaftervereinbarung geschlossen. Diese regelt insbesondere
 - Corporate Governance, insb. Besetzung von Organen, Minderheitenrechte bzw. Vetorechte des Verkäufers bei wichtigen Maßnahmen
 - ∅ wenn ein Staggered Sale primär Finanzierungszwecken dient (keine unternehmerische Minderheitsbeteiligung), sind in der Regel nur minimale Minderheitenrechte des Verkäufers durchsetzbar
 - Dividendenzahlungen
 - Regelungen bzgl. Verkauf der zurückbehaltenen Beteiligung des Verkäufers:
 - ∅ "harte" Put-/Call-Optionen oder "weiche" Andienungsrechte (Problem: Bewertung des Anteils)
 - ∅ Vorkaufsrechte - Ausgestaltung unterschiedlich: Andienungspflicht ("Right of First of Offer") vs. hartes Vorkaufsrecht ("Right to Match")
 - ∅ Mitverkaufspflichten (Drag Along) und Mitverkaufsrechte (Tag Along)
 - ∅ Häufiges Problem: Wenn Put-Option nicht durchsetzbar, hat Verkäufer keine sichere Exit-Möglichkeit für seinen Anteil

1. Staggered Sale

Ausgestaltung und rechtliche Erwägungen

7

- Da der Verkäufer mittelbarer Gesellschafter des Target bleibt, bleiben gesellschaftsrechtliche Bestimmungen auf Rechtsbeziehungen mit dem Target (Transitional Services, weiterlaufende Leistungsbeziehungen) anwendbar
 - Kapitalschutz (§§ 30 ff. GmbHG) bei upstream Darlehen
 - Nachrangigkeit von Darlehen (§ 39 InsO) und Anfechtbarkeit von Darlehensrückzahlungen (§ 135 InsO)
- Kartellrechtliche Erwägungen:
 - Rückbeteiligung des Verkäufers von über 25 % kann ein (separater) anmeldepflichtiger Zusammenschlusstatbestand sein
 - Beteiligung des Verkäufers kann dann erst nach Kartellfreigabe erfolgen

Fallbeispiel (Forts.)

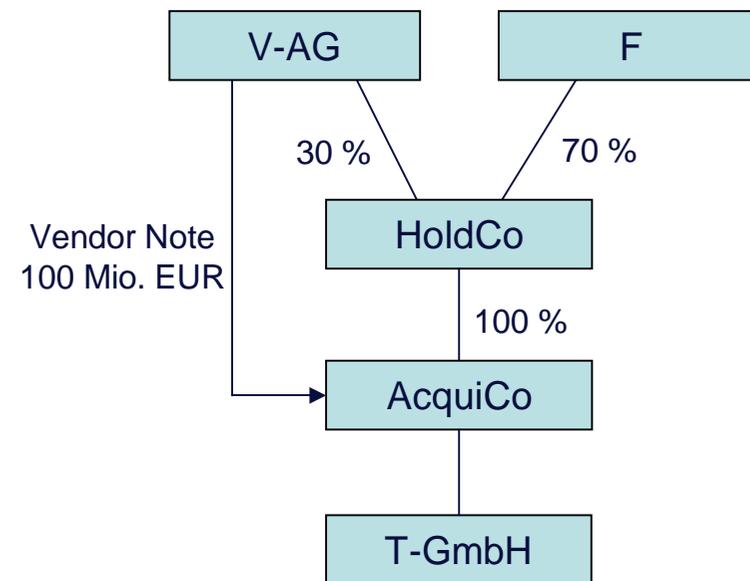
8

- V und F haben sich auf eine Rückbeteiligung der V-AG in Höhe von 30% geeinigt
- Damit reduziert sich der Zufluss an V beim Closing auf EUR 850 Mio.
- Während der langen Verhandlungen über das Shareholder Agreement zeigen sich negative Entwicklungen im Geschäft der T
- Die finanzierenden Banken (die auch über die neue Struktur nicht glücklich sind) reduzieren darauf die Finanzierung auf 400 Mio. EUR
- F ist nicht bereit, seinen Equity-Anteil von 350 Mio. EUR zu erhöhen und verlangt von V, die das Geschäft der T ja nun am besten kenne, einen "Finanzierungsbeitrag"
- Die Banken fordern, dass keinerlei Zahlungen (Zinsen oder Tilgung) an V erfolgen dürfen, bevor die Akquisitionsfinanzierung vollständig zurückgeführt ist

2. Vendor Note Überblick

9

- Stundung eines Teils des Kaufpreises durch den Verkäufer
- Der Verkäufer übernimmt einen Teil des Finanzierungsrisikos: Aufgrund "Inside Knowledge" kann der Verkäufer das oft besser beurteilen als eine finanzierende Bank
- Zinsen auf Vendor Note sind entweder jährlich zu zahlen oder laufen bis zum Ende der Laufzeit auf und erhöhen den Betrag der Vendor Note mit Zinseszinsseffekt ("PIK Note")
- Werthaltige Besicherung (z.B. durch Verpfändung aller oder eines Teils der verkauften Anteile und/oder Vermögensgegenstände des Targets) idR nur möglich, wenn keine parallele Bankenfinanzierung



2. Vendor Note

Ausgestaltung und rechtliche Erwägungen

10

- Vendor Note ist in der Regel nachrangig zu sonstiger Akquisitionsfinanzierung, jedoch vorrangig gegenüber Equity und Gesellschafterdarlehen des Käufers ausgestaltet
 - ∅ strukturelle Subordination ist üblich
 - ∅ bei gleichzeitiger Rückbeteiligung von über 10% sind Verkäuferdarlehen automatisch nachrangig gegenüber Bankenfinanzierung
- Fälligkeit typischerweise zu festem Termin (x Jahre nach Closing)
 - ∅ Vorzeitige Fälligkeit ("*early repayment*") bei Eintritt bestimmter Ereignisse, insbesondere bei Exit/Change of Control, Ausschüttungen an die Käufer, Refinanzierung
- Abtretung der Vendor Note i.d.R. ausgeschlossen (kann aber aus Sicht des Verkäufers ausdrücklich erforderlich sein, um Vendor Note zwecks Erhöhung des Liquiditätszuflusses zu vermarkten)
- Beschränkungen des Käufers und des Targets durch Covenants
 - können an Covenants aus Akquisitionsfinanzierung anknüpfen
 - bei isoliertem Vendor Loan oft problematisch wegen "Einmischung" des Verkäufers in operatives Geschäft
 - Zusammenspiel mit Regelungen im Shareholder Agreement

- V lässt sich schließlich auf die Vendor Note ein, was den Cash Zufluss bei Closing auf EUR 750 Mio. reduziert (aber durch die Aussicht auf eine großzügige Verzinsung der Vendor Note i.H.v. 10% p.a. versüßt wird)
- Kurz vor Unterzeichnung der Verträge passiert dann aber Folgendes:
 - Die für Anfang 2010 erwartete Markteinführung eines wesentlichen neuen Produkts der T verzögert sich, weil technische Probleme aufgetaucht sind
 - V und I sind der Meinung, dass dadurch das im Business Plan der T für 2010 - 2012 prognostizierte EBITDA der T insgesamt nicht beeinträchtigt wird, es werde allenfalls zu Verschiebungen zwischen den einzelnen Jahren oder verschiedenen Produkten der T kommen
 - F und die finanzierenden Banken sehen das anders und wollen zumindest den beim Closing an V zu zahlenden Betrag um weitere 100 Mio. EUR reduzieren. Wenn die Einschätzung von V und I sich Ende 2012 tatsächlich als richtig herausstellt, könne es ja beim alten Preis bleiben. V müsse jedoch das Risiko tragen, dass es anders komme

3. Earn-out Regelungen

Überblick

12

- Zahlung eines Teils des Kaufpreises wird vom Erreichen bestimmter Ziele durch das Target abhängig gemacht
 - Erreichen bestimmter finanzieller Ziele in den ersten 1-3 Jahren nach Signing/Closing (EBITDA, Umsatz, etc.)
 - Erteilung eines Patents/einer Produktzulassung (selten)
- Der Verkäufer kann häufig besser einschätzen, wie wahrscheinlich das Erreichen der Ziele ist (Earn-out ist daher insbesondere bei mittelständischen Unternehmen / selbst im Unternehmen tätigen Verkäufern akzeptabel)
- Zusätzlich zum Risiko, ob die geschäftlichen Ziele erreicht werden, trägt der Verkäufer das allgemeine Ausfallrisiko (das auch bei einer Vendor Note besteht)
- Ausgestaltung der wirtschaftlichen Konditionen stark einzelfallabhängig:
 - Betrachtung eines Gesamtzeitraums (z.B. 3 Jahre) oder einzelner Jahre?
 - "Black or White" (Earn-out nur zahlbar bei 100% Zielerreichung) vs. "Sliding Scale"
 - Verzinsung des "gestundeten" Kaufpreises?

3. Earn-out

Rechtliche Ausgestaltung

13

- Nach Closing kein Einfluss des Verkäufers auf die Unternehmensführung des Targets und damit auf die Zielerreichung
- Covenants zur ordnungsgemäßen Führung des Geschäfts ("in accordance with past practice") durch den Käufer
- Earn-out Parameter sind grundsätzlich sehr anfällig für Manipulationen durch Käufer
- Sorgfältige Vertragsgestaltung wichtig, um Umgehungsstrategien zu erfassen:
 - "Normalisierung" des EBITDA, um Verfälschungen durch Käufer zu verhindern (Herausrechnung von Integrationskosten aller Art, Anpassung an Marktpreise bei Transaktionen, die nicht "at arm's length" durchgeführt wurden)
 - Berechnungsgrundlagen (EBITDA-Definition und Anpassungen) müssen genau definiert sein, um späteren Streit zwischen den Parteien zu vermeiden
 - Dispute Resolution Mechanismus (Neutral Auditor) zur Bestimmung der für den Earn-out maßgeblichen Parameter erforderlich

3. Earn-out

Rechtliche Ausgestaltung

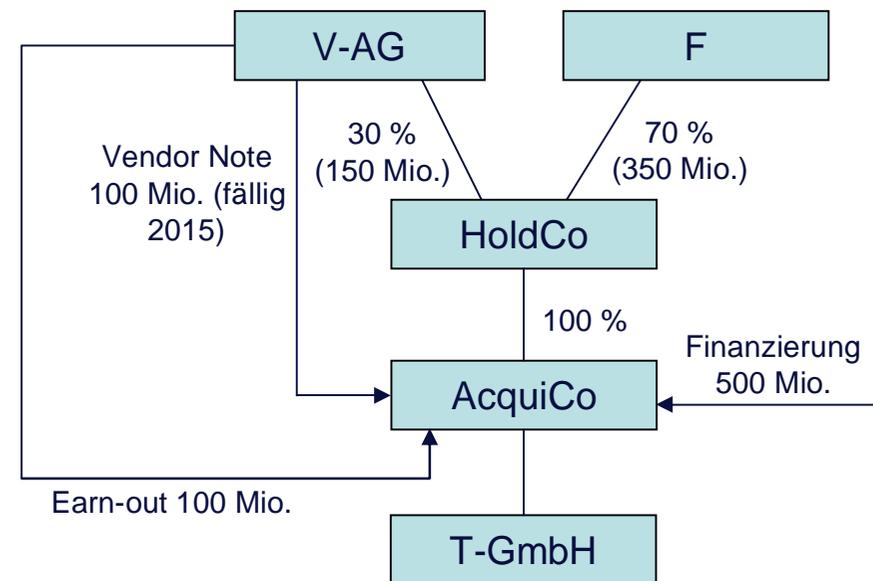
14

- Integration in Käuferunternehmen (z.B. Folgeakquisitionen, gesellschaftsrechtliche und operative Neustrukturierungen) kollidiert regelmäßig mit aus Sicht des Verkäufers gebotenen Covenants zur Sicherung der "Stand alone"-EBITDA-Betrachtung
- Earn-outs über längere Zeiträume sind daher besonders problematisch (anders ggf. wenn ohnehin parallele Rückbeteiligung)

Fallbeispiel - Ergebnis

15

- V erhält am Closing: 650 Mio. EUR
- Von V kommunizierter Kaufpreis: 1000 Mio. EUR
- V bleibt in erheblichem Umfang am unternehmerischen Risiko der T beteiligt (insg. 350 Mio. EUR)
- Wenn alles gut geht (Erreichen des Earn-out und Weiterverkauf T für 1500 Mio. EUR in 2014), hat V ein gutes Geschäft gemacht:
 - Zahlung Earn-out in 2013: 100 Mio.
 - Rückzahlung Vendor Note (PIK) bei Exit: 161 Mio.
 - Anteil an Exit-Erlös für das Equity (30% von 1000 Mio.): 300 Mio.
 - Summe: 561 Mio.



Anhang: Weitere Gestaltungsmöglichkeiten

Upside Sharing

16

1. Upside Sharing

- Verkäufer erhält Anteil an Erlösen aus dem Investment:
 - ∅ Nach vollständigem oder weitgehendem Exit des Käufers (Secondary Sale, IPO) wird Erfolg des Investment betrachtet
- Voraussetzung für Upside Sharing/Beteiligung des Verkäufers: Erreichen bestimmter *Returns* durch den Käufer (z.B. 25 % IRR, 2,5 x Money)
- Berechnungsgrundlage: "all cash-in" vs. "all cash-out" Betrachtung
- Problematisch ist dabei die Behandlung / richtige Berücksichtigung von
 - Add-on Acquisitions / Rekapitalisierungen
 - Syndizierungen
- Unterfall "Anti-embarrassment"-Vereinbarung: Anspruch des Verkäufers auf Anteil am Erlös nur bei Erreichen hoher Erfolgsziele binnen kurzer Frist, um den Verkäufer vor einem offensichtlich "schlechten Geschäft" zu schützen
- Neue Gestaltung: "Downside Sharing" bei Verfehlen bestimmter Ertragsziele (Alternative zum Earn-out)

Anhang: Weitere Gestaltungsmöglichkeiten Upside Sharing

17

- Die Dokumentation muss sorgfältig formuliert werden, um eventuelle Umgehungs-
gestaltungen zu erfassen bzw. zu verhindern
 - Genaue Definition "cash in" und "cash out" (z.B. Behandlung von Transaktionskosten,
Management Fees, etc.)
 - Genaue Festlegung für die Berechnung der Parameter (z. B. IRR)
 - Mechanismus für Abrechnung nach Exit (Behandlung von Post Closing
Kaufpreisanpassungen, Escrows etc. zu regeln)
 - Informationsrechte des Käufers
- Dispute Resolution Mechanismus (Neutral Auditor) empfehlenswert
- Zeitliche und betragsmäßige Grenzen für Partizipation des Verkäufers aus Käufersicht
empfehlenswert

2. "Anpassung" des EBITDA über langfristige Vertragsbeziehungen

- Abschluss langfristiger Verträge zwischen Target/Käufer und dem verbleibenden Unternehmen des Verkäufers mit Finanzierungseffekten
 - Leistungen des Verkäufers an das Target zu für den Verkäufer günstigen Konditionen, z.B. langfristiger Liefervertrag mit Mindestabnahmeverpflichtung des Targets und hoher Marge
 - Ø reduziert zukünftiges EBITDA des Targets und damit Finanzierungsvolumen
 - Gleicher Effekt bei Leistungen des Targets an Verkäufer zu für Verkäufer günstigen Konditionen, z.B. langfristiger Liefervertrag zu günstigen Preisen
- Umgekehrter Fall (Erhöhung des zukünftigen EBITDA des Targets durch für den Verkäufer eher ungünstige langfristige Verträge) kommt ebenfalls vor:
 - Sicherer und/oder höherer Cash Flow (zB durch Mindestabnahmeverpflichtung des Verkäufers für 10 Jahre) erleichtert Finanzierung

Anhang: Weitere Gestaltungsmöglichkeiten Langfristige Vertragsbeziehungen

19

- Leistungsbeziehungen müssen für die Geschäftstätigkeit der Parteien sinnvoll sein
- Langfristiger Bestand des Vertrages und Konditionen müssen gesichert sein
 - Change of Control Klauseln gefährden diese Sicherheit, sind aber aus Sicht des Verkäufers ggf. unerlässlich (falls Target in Hände eines Wettbewerbers gerät)
 - Käufer wird Erträge aus Geschäft des Targets mit Verkäufer ggf. mit Abschlag bewerten
 - Aus Sicht des Leistungserbringers sind auch Gewährleistungspflichten und Haftungsregelungen problematisch, da sie die Marge gefährden können
- Gestaltung sollte von den im Verkäuferkonzern zuvor bestehenden Transfer Pricing-Regelungen nicht wesentlich abweichen
- Beachtung steuerrechtlicher Vorgaben