

Unternehmensfinanzierung vor dem Hintergrund von M&A Transaktionen

„Hybride“ Finanzierungen

Dr. Thomas C. Sittel
München, 30. November 2011

- Einführung „hybride“ Finanzierungen

- Hybridkapital im Rahmen von M&A-Transaktionen
- Aktueller Marktüberblick
- Zusammenfassung

Einführung

Was sind „hybride“ Finanzierungen?

Definition

- Hybrid = „etwas Gebündeltes, Gekreuztes oder Gemischtes“
- „Mezzanine“ (=Zwischengeschoss), meist synonym verwandt
- Begriffe in der Fachliteratur bislang nicht eindeutig definiert
- Mischform mit Eigen- und Fremdkapital-Eigenschaften:
 - Nachrangigkeit ggü. Fremdkapital und Gewinnbeteiligung
 - Vorrangigkeit ggü. Eigenkapital und Rückzahlbarkeit
- Im Einzelfall sehr individuelle Ausgestaltung (z.B. Laufzeit, Verzinsung)

Finanzierungsalternativen von Unternehmen

Hybridkapital ist Teil der Außenfinanzierung von Unternehmen.

Finanzierungsarten



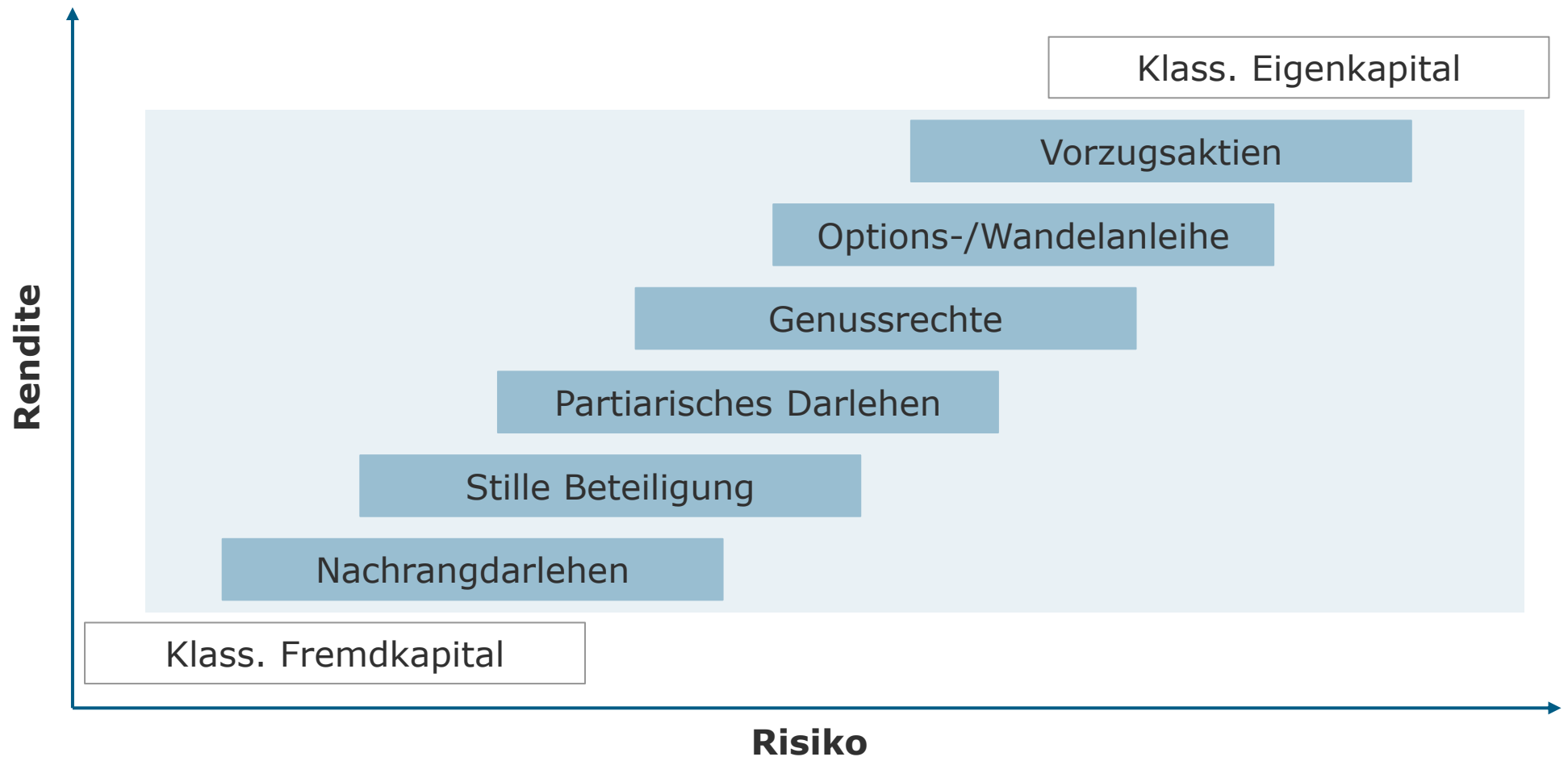
Wesentliche Merkmale im Vergleich

Ein Vergleich von Hybridkapital mit klassischem Eigen- und Fremdkapital verdeutlicht dessen „Zwitterstellung“.

Parameter	Eigenkapital	Hybridkapital	Fremdkapital
Stellung	(Mit-) Eigentümer	unterschiedlich	Gläubiger
Mitbestimmung	direkt	möglich	keine
Besicherung	keine	keine/nachrangig	vorrangig
Laufzeit	unbefristet	i.d.R. 5 - 8 Jahre	i.d.R. 1 - 5 Jahre
Tilgung	keine	flexibel, endfällig	regelmäßig
Steueransatz	Gewinn	Aufwand	Aufwand
Erwartete Rendite	~ 10 - 25 %	~ 8 - 25 %	~ 5 - 10 %

Wesentliche hybride Finanzierungsinstrumente im Überblick

Die Rendite-Risiko-Struktur hybrider Finanzierungsinstrumente ist abhängig von der konkreten Ausgestaltung als sog. „Debt“ oder „Equity“ Mezzanine.



Hybride Finanzierungsinstrumente (1/2)

Die meisten Instrumente sind zwar gesetzlich geregelt, dennoch ist der vertragliche Ausgestaltungsspielraum sehr groß.

Instrument	Kurzbeschreibung (vereinfacht)
Nachrangdarlehen	<ul style="list-style-type: none">• Auch „junior“ oder „subordinated debt“• Nachrangige Besicherung/Rangrücktrittsvereinbarung• Meist fixe Verzinsung + gewinnabhängige Komponente (Equity-Kicker)
Stille Beteiligung	<ul style="list-style-type: none">• Unternehmensbeteiligung als reine „Innengesellschaft“• „Typisch“: Neben fixer Verzinsung gewinnabhängige Vergütung• „Atypisch“: Mitunternehmerrisiko und -initiative erforderlich
Partiarisches Darlehen	<ul style="list-style-type: none">• Darlehen mit erfolgsabhängiger Vergütung (prozentualer Gewinnanteil)• Keine Verlustbeteiligungen; Equity-Kicker möglich• Kein Gesellschaftsverhältnis; meist kaum Informations-/Kontrollrechte

Hybride Finanzierungsinstrumente (2/2)

Die bilanzielle und steuerliche Behandlung der Instrumente hängt daher nicht von der Bezeichnung sondern der konkreten Vertragsgestaltung ab.

Instrument	Kurzbeschreibung (vereinfacht)
Genussrechte	<ul style="list-style-type: none">• Rein schuldrechtliche Kapitalüberlassung• Meist gewinnabhängige Vergütung, aber keine Gesellschafterstellung• Genussscheine = Urkunden, welche Genussrechte verbriefen
Options-/Wandelanleihe	<ul style="list-style-type: none">• Inhaberschuldverschreibung mit Zusatzanreiz• Optionsanleihe: Anspruch auf Verzinsung, Tilgung und Bezugsrecht• Wandelanleihe: Wandlung Rückzahlungsbetrag in Unternehmensanteile
Vorzugsaktien	<ul style="list-style-type: none">• Eigenkapitalnah• Gewährung bestimmter Vorrechte ggü. Stammaktien• Dividendenvorzüge, Liquidationsvorzüge, Stimmrechtsvorzüge

Vor- und Nachteile aus Sicht des Kapitalnehmers

Durch Hybridkapital können bestehende Finanzierungslücken komplett ohne oder nur mit nachrangigen Sicherheiten geschlossen werden.

+ Vorteile

- Schließung Finanzierungslücken/ Stärkung wirtschaftliches EK
- Keine bzw. nur nachrangige Belastung der Sicherheiten
- Erhöhung der „Internal Rate of Return“ (IRR) bei Transaktionen
- Insgesamt sehr flexible Gestaltung (z. B. Zinsen, Tilgung)
- Steuerliche Abzugsfähigkeit der Verzinsung
- Keine Kapitalverwässerung; Erhalt unternehmerische Freiheit

- Nachteile

- Höhere Verzinsung im Vergleich zu klassischem Fremdkapital
- Ggf. Liquiditätsbelastung im Fall des Exits
- Erhöhte Transparenzernfordernisse ggü. Kapitalgebern

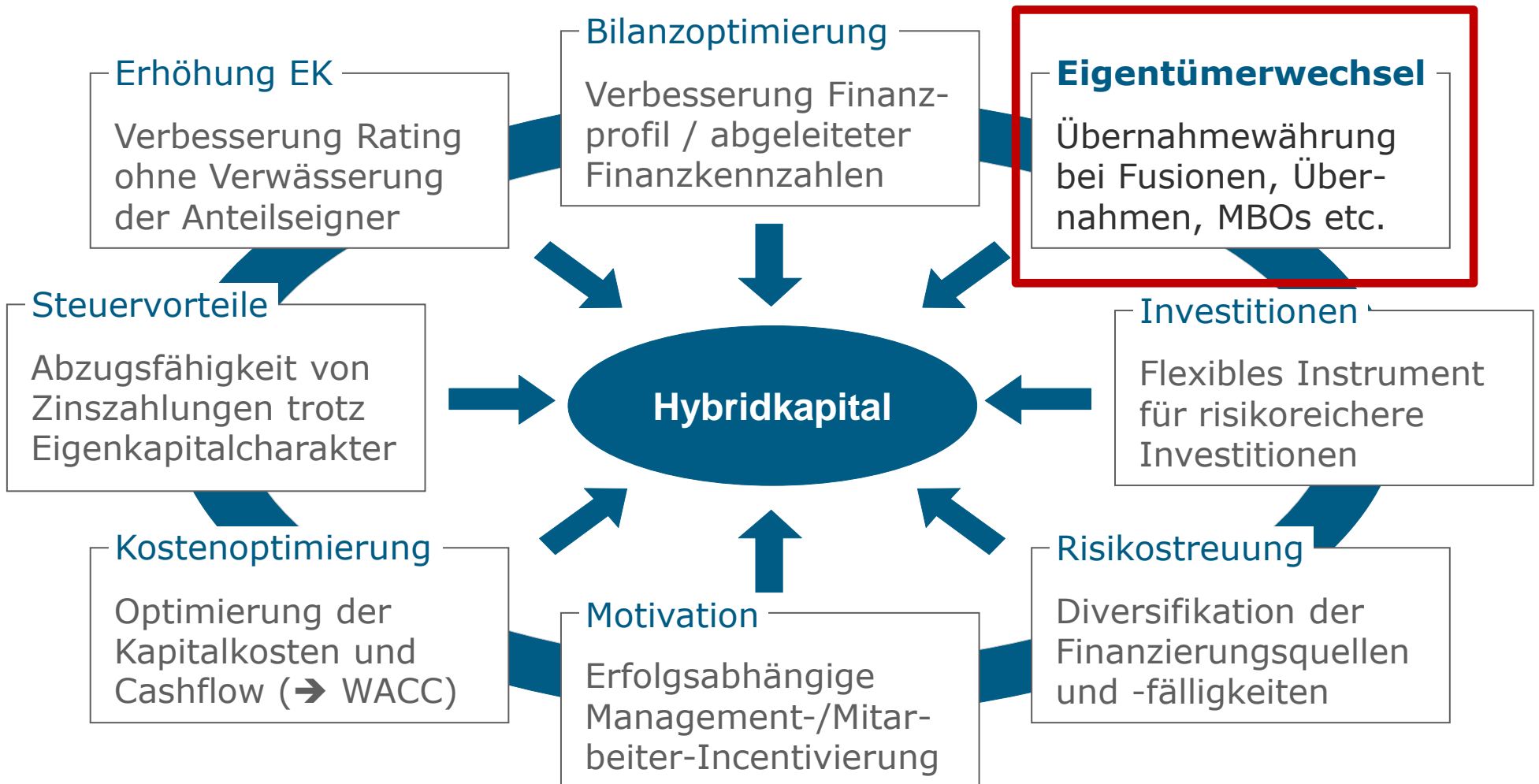
Vertragliche Nebenpflichten

Aufgrund der Nachrangigkeit werden meist strenge, vom Mezzanine-Nehmer vielfach unterschätzte Spielregeln vereinbart.

Informationspflichten	Umfangreiche und regelmäßige Berichts- und Informationspflichten über den Geschäftsverlauf und die finanzielle Lage
Debt Covenants	Einhaltung bestimmter EK-Quoten, Mindest-Profitabilität, Zinszahlungen, Berichtspflichten etc.
Default-Klauseln	Kündbarkeit (ggf. unmittelbar und ohne Angabe von Gründen), höhere Verzinsung, höhere Gewinnanteile
Mitbestimmungsrechte	Stärkere Einflussnahme auf Management, Aufleben von (faktischen) Stimmrechten oder operativer Kontrolle
Umwandlungsrechte	Umwandlungsrechte in Eigenkapital

Wesentliche Ziele beim Einsatz hybriden Kapitals

Mit Hybridkapital werden in der Praxis ganz heterogene Ziele verfolgt – unter anderem die Finanzierung von M&A-Transaktionen.



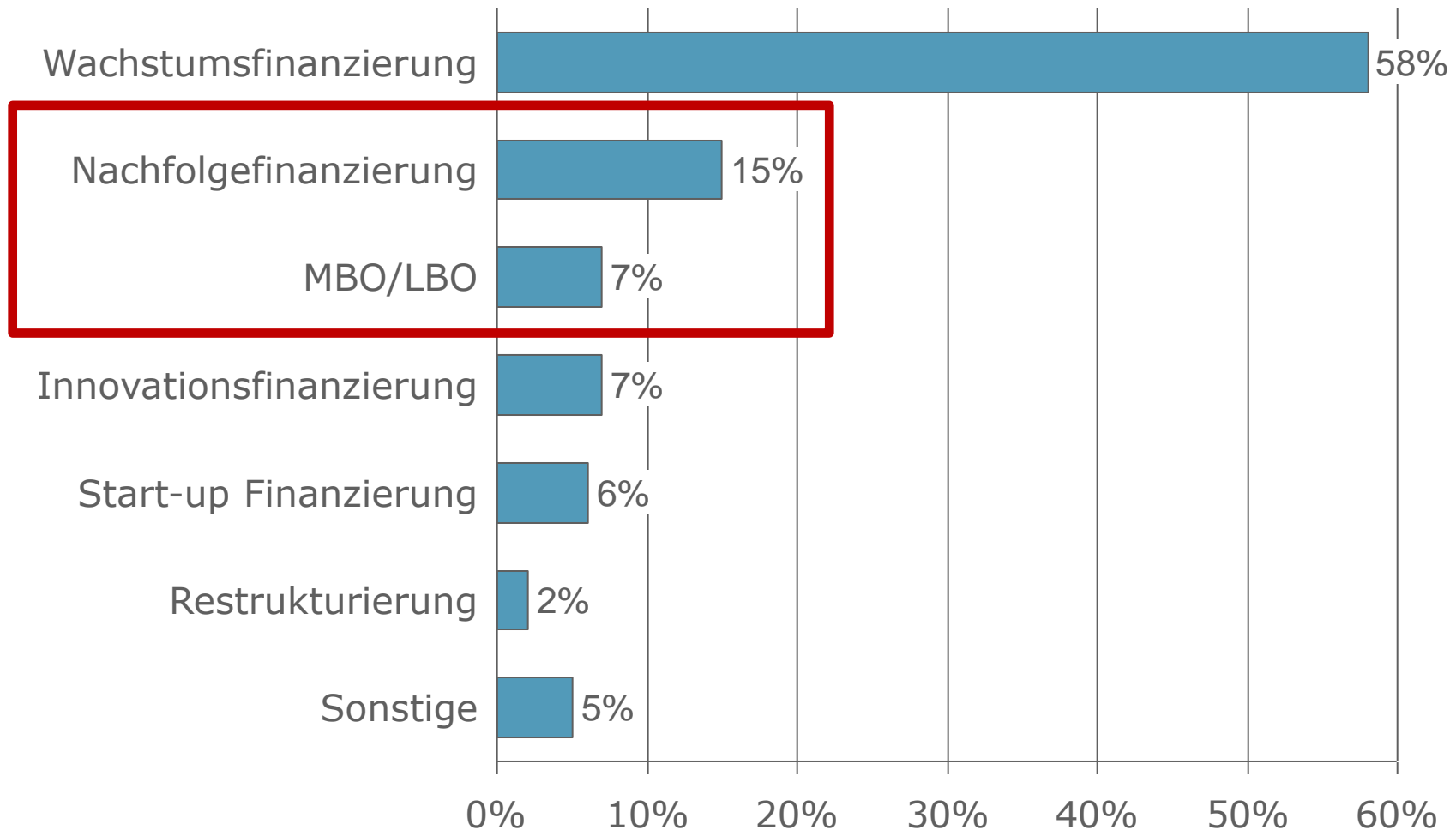
-
- Einführung „hybride“ Finanzierungen

- **Hybridkapital im Rahmen von M&A-Transaktionen**

- Aktueller Marktüberblick
- Zusammenfassung


Heterogene Finanzierungsanlässe

Nur jede fünfte Hybridfinanzierung erfolgt im Rahmen von Unternehmenstransaktionen. Meist dient sie der Wachstumsfinanzierung.



Hybridkapital im Rahmen von M&A-Transaktionen

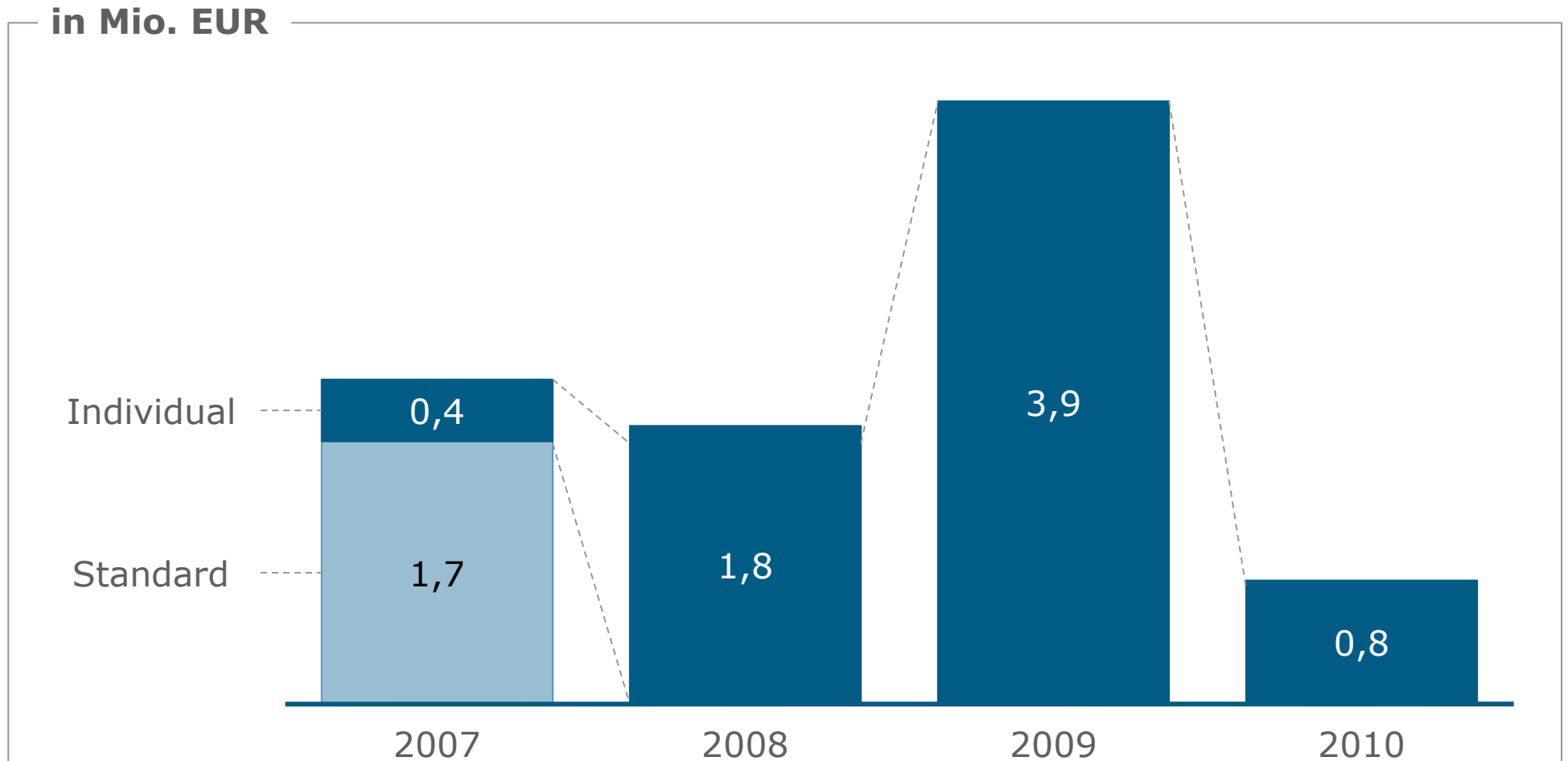
Generell korreliert die Nutzung hybriden Kapitals im Rahmen von M&A-Transaktionen stark mit der Transaktionsgröße.

	Strategischer Investor	Finanzinvestor
Large Cap	Stark abhängig von der Finanzausstattung 	Bei „Leveraged Buy-Outs“ (LBOs) üblich 
Mid Cap	Meist klassische Finanzierung 	Spezialisierte Mezzanine-Fonds 
Small Cap	Keine Relevanz 	Wenig Relevanz, kaum Angebot 

-
- Einführung „hybride“ Finanzierungen
 - Hybridkapital im Rahmen von M&A-Transaktionen
 - Aktueller Marktüberblick
 - Zusammenfassung

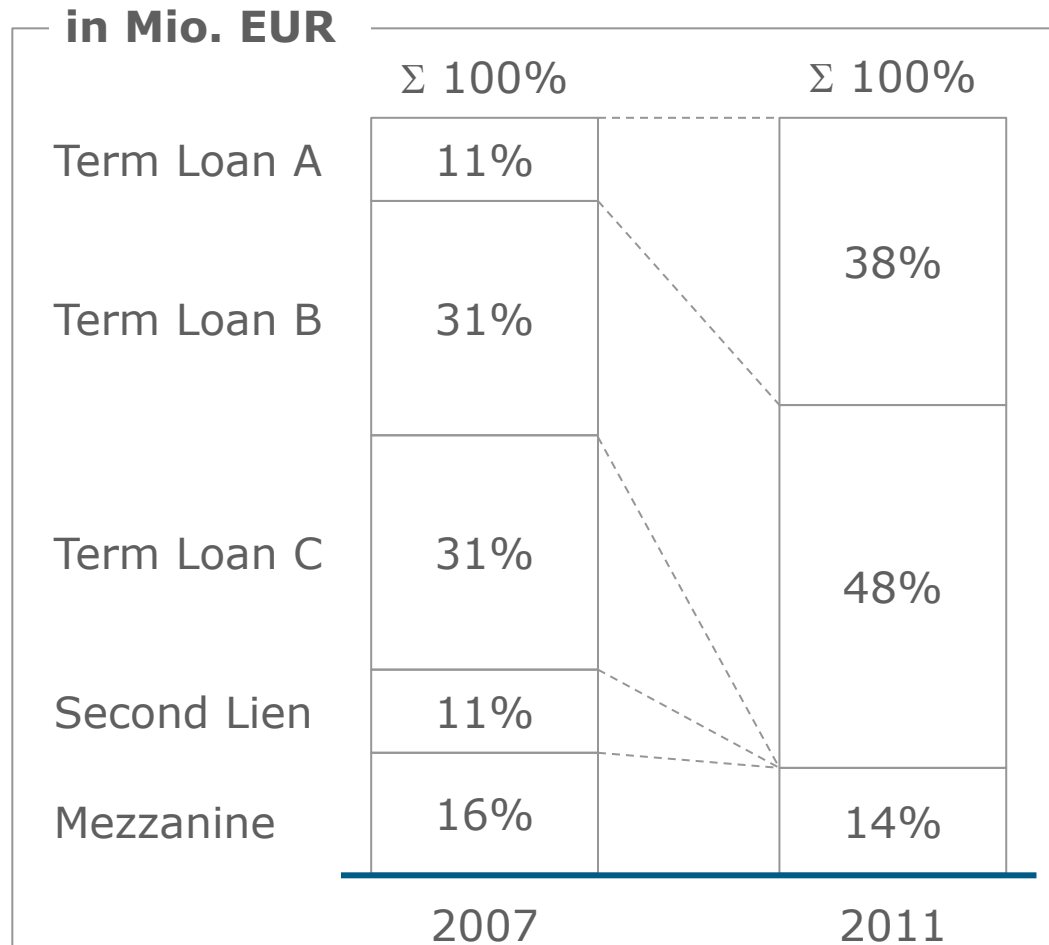
Marktentwicklung in Deutschland

Das deutsche Marktvolumen für Mezzanine ist in 2010 dramatisch eingebrochen. „Programm-Mezzanine“ wurden seit 2008 nicht mehr aufgelegt.



Exemplarische LBO-Finanzierung

Es verwundert daher nicht, dass sich die Finanzierungsstruktur von LBO-Transaktionen seit der Finanzkrise erheblich verändert hat.



- Term Loan C und Second Lien derzeit kaum noch verfügbar
- Auch Platzierung der Mezzanine Tranche erschwert
- Marktübliche „Spreads“ erheblich angestiegen
- Laufzeiten fast aller Tranchen deutlich reduziert
- „Arrangement Fees“ fast verdoppelt

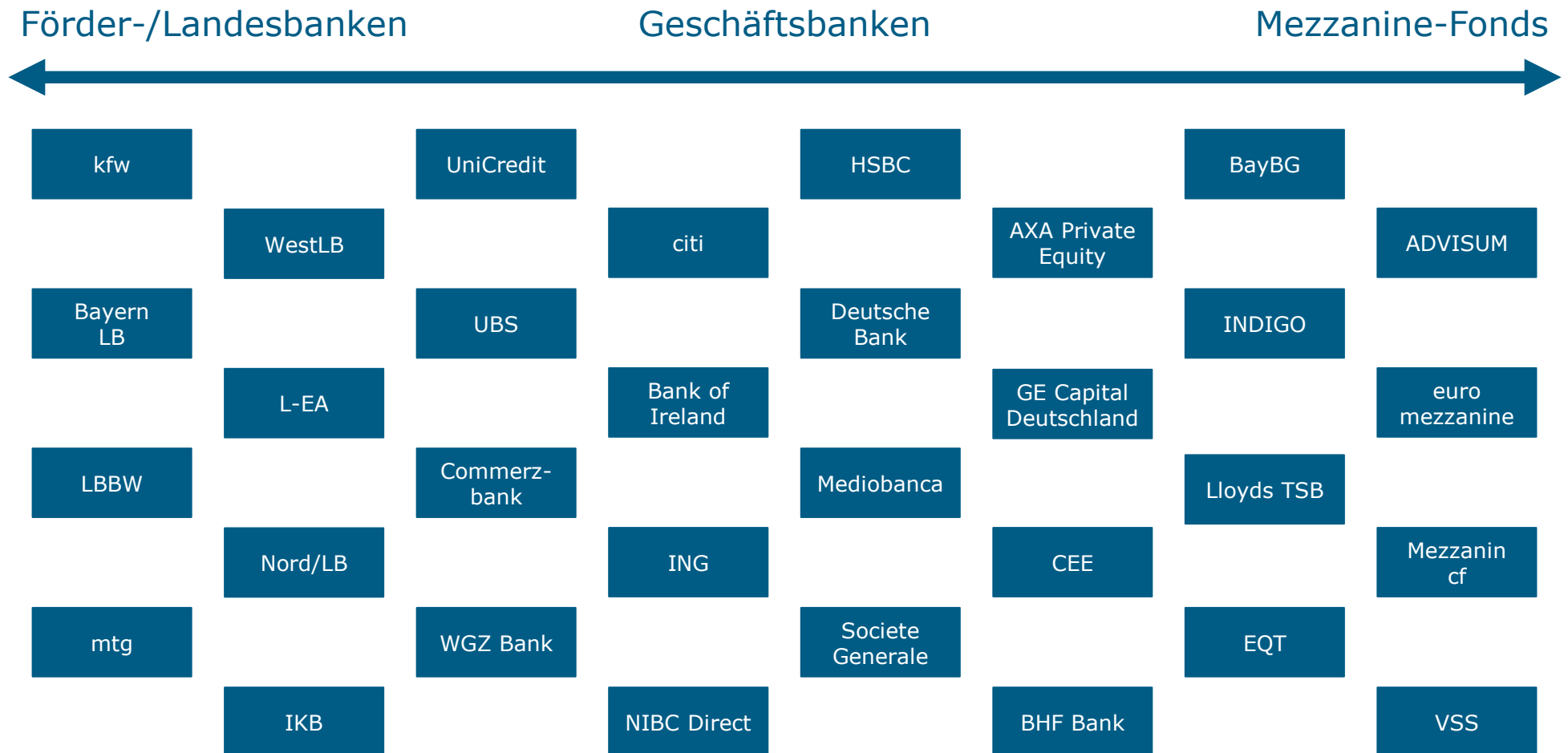
Übersicht aktueller LBO-Transaktionen

Seit Sommer 2011 ist das Finanzierungsumfeld bei LBO-Transaktionen wieder deutlich schwieriger geworden. Dies gilt insbesondere für Hybridkapital.

Target	Datum	Finanzierungsaktivitäten	Status
com hem	07/11	<ul style="list-style-type: none"> • €287 Mio. Senior Unsecured Notes • €386 Mio. Senior Secured Bond 	Pricing
Jack Wolfskin	07/11	<ul style="list-style-type: none"> • €55 Mio. Second Lien • €350 Mio. Term Loan B • €80 Mio. 6-Jahre Revolver 	Nur zum Teil platziert
SPIE	07/11	<ul style="list-style-type: none"> • €375 Mio. High Yield Bond 	„Hung Bridge“
Polkom-tel S.A.	06/11	<ul style="list-style-type: none"> • €700 Mio. Senior Secured Notes • €352 Mio. Senior Unsecured Notes • €900 Mio. PIK 	Nur zum Teil platziert
Securitas	06/11	<ul style="list-style-type: none"> • €950 Mio. Bridge für Senior Secured Bond • €394 Mio. Senior Secured Bond Bridge in Secured Mezzanine Tranche umgewandelt 	Nur zum Teil platziert

Ausgewählte Anbieter von Mezzanine-Kapital

Wenngleich immer noch über 75 Anbietern formell am Markt präsent sind, wird Mezzanine-Kapital derzeit sehr restriktiv vergeben.



Finanzierungsprozess

Auch der Finanzierungsprozess hat sich nach der Finanzkrise verlängert. Es ist i.d.R. mit einer Zeitspanne von mindestens 2 - 3 Monaten zu rechnen.



Exkurs: „Loan-to-own“

Der Debt Equity Swap hat in den vergangenen Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen. Die Insolvenzrechtsreform erweitert das Anwendungsspektrum.

„Loan-to-own“

- Investoren kaufen am Markt sog. „Distressed Debt“
- Ziel ist der spätere Tausch der Kredite in Eigenkapital

Umsetzung

- Schritt 1: Vereinfachte Kapitalherabsetzung
- Schritt 2: Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage

Stadium

- Einsatz meist in Krisensituationen
- Insolvenzrechtsreform: Ermöglichung des Debt Equity Swaps

Beispiele

Countrywide

HP Pelzer
Gruppe

Monier
Group

Pfleiderer

CONERGY

kieker

MPC Capital

-
- Einführung „hybride“ Finanzierungen
 - Hybridkapital im Rahmen von M&A-Transaktionen
 - Aktueller Marktüberblick
 - Zusammenfassung

Zusammenfassung

Im Zuge der Finanzmarktkrise hat sich die Bedeutung von Hybridkapital im Rahmen von M&A Transaktionen „normalisiert“.

Hybridkapital ist prinzipiell ein äußerst flexibles Instrument zur Schließung von Finanzierungslücken und Besicherungseingüssen.

Im Rahmen von M&A-Transaktionen findet es vor allem bei sog. „Leveraged Buy-Outs“ (LBOs) von Large und Mid Caps Anwendung.

Allerdings ist seine Bedeutung – nicht nur bei M&A-Transaktionen – seit der Finanzkrise erheblich zurückgegangen.

Aktuelle Finanzierungen zeigen, dass die Platzierung von Hybridkapital deutlich schwieriger und teurer geworden ist.

Haftungsausschluss

This presentation includes information obtained or derived from a variety of publicly available sources. goetzpartners has not sought to establish the reliability of these sources or verified such information. goetzpartners does not give any representation or warranty of any kind (whether expressed or implied) as to the accuracy or completeness of this presentation. The presentation is for general guidance only and does not constitute investment or any other advice.

goetzpartners accepts no duty of care to any person for the preparation of this presentation, nor will recipients of the presentation be treated as clients of goetzpartners by virtue of their receiving the presentation. goetzpartners shall not be liable to any user of this presentation or to any other person or entity for any inaccuracy of this information or any errors or omissions in its content, regardless of the cause of such inaccuracy, error or omission. Furthermore, in no event shall goetzpartners be liable for consequential, incidental or punitive damages to any person or entity for any matter relating to this information.



Büro München

Dr. Thomas C. Sittel
Director
CORPORATE FINANCE

T + 49 – 89 – 29 07 25 – 143
sittel@goetzpartners.com

Prinzregentenstr. 56
80538 München

Weitere Büros

Königsallee 60 B
40212 Düsseldorf
T +49 - 211 - 60042 - 579

Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt, Deutschland
T + 49 – 69 – 2 47 50 48 – 0

32 Brook Street
London W1K 5DL, UK
T + 44 – 20 – 7647 7702

Calle Marqués de Urquijo n 30°, piso 1°
28008 Madrid, Spanien
T + 34 – 91 – 745 13 13

Prechistensky per. 14/1
119034 Moskau, Russland
T + 49 – 89 – 29 07 25 – 257

19, Avenue George V
75008 Paris, Frankreich
T + 33 – 1 – 70 72 55 13

Melantrichova 17
110 00 Prague 1, Tschechien
T + 420 – 221 632 451

Unit 1610, No.336 Middle Xizang Road
200001 Shanghai, P.R.China
T + 49 – 89 – 29 07 25 – 0

Schwerzistrasse 6
8807 Freienbach/Zürich, Schweiz
T + 41 – 55 – 410 22 94

www.goetzpartners.com