



PEak News@BDO

**Brace for Impact -
LBO-Finanzierungen zeitig absichern**

November 2024



Dass Fremdfinanzierungen für Private Equity-Häuser seit dem Rekordjahr 2021 bei LBO-Deals deutlich anspruchsvoller geworden sind, ist keine Überraschung. Der Risikoappetit von Banken und Debt-Fonds hat sich merklich abgekühlt angesichts der Turbulenzen im Kapitalmarktumfeld bei deutlich gestiegenen Zinsen, auch wenn sie jüngst leicht nachgeben. Überraschend könnte für viele aber sein, dass die Talsohle noch weit entfernt ist. Für PE gilt es, sich frühzeitig zu wappnen.

Finanzierungsbedingungen entspannen sich wieder – Nur ein Zwischenplateau?

Die LBO-Finanzierungsbedingungen haben seit dem außerordentlich lockeren Niveau 2021 signifikant angezogen, auch wenn zumindest die Zinskosten nach den jüngsten Leitzinssenkungen wieder leicht nachgeben. Die gestiegenen Zinssätze der EZB gingen einher mit der materiellen Ausweitung der Kreditrisikoprämien. Aus gutem Grund: Zunehmende Covenant-Brüche von PE-Portfolio-Unternehmen bis hin zu Kreditausfällen sorgten 2023/24 für eine sprunghaft steigende Auslastung der Workout-Abteilungen der Banken. Medien berichten vom Rückzug einiger Banken und Debt Fonds wie z. B. BayernLB, Apo-Bank, NIBC und Robeco aus dem Leveraged Finance-Geschäft in Deutschland. Weitere verschärften die Anforderungen an Covenants, Sicherheiten und Reporting, getrieben auch von restriktiveren regulatorischen Vorgaben.

Auf Seiten einer Vielzahl der zu finanzierenden Unternehmen halten die widrigen Marktbedingungen an. Herausforderungen bei Zuliefererpreisen und Energiekosten, Lieferketten und Personalengpässe schlugen nicht selten bis ins Eigenkapital durch und führten zu anspringenden Insolvenzzahlen. Die Liquidität institutioneller Investoren für PE erodierte und PE fokussierte sich zunehmend auf stabilere Marktsektoren und gut etablierte Unternehmen.

Soweit erscheint das fast wie eine normale konjunkturzyklische Entwicklung. Vordergründig stabilisieren sich Daten wie Inflation und Energiekosten im laufenden Jahr. Die Kreditrisikoprämien geben etwas nach, die Credit Terms sind aktuell ca. 50-75 Basispunkte niedriger als Ende 2023. Die Notenbanken haben jüngst die von den Kapitalmärkten lange erwartete Zinswende eingeleitet. Aber ist das Größte wirklich vorbei? Zweifel sind angebracht. Wer erwartet, jetzt die Talsohle hinter sich zu haben, könnte hart landen. Für vorausschauende PE-Häuser gilt: *Hope for the best, prepare for the worst*. Insbesondere die Fremdfinanzierungsseite sollte frühzeitig fundiert abgesichert werden.

Schuldentragfähigkeit frühzeitig fundiert absichern

Wir beobachten am Markt, dass sich Private Equity Häuser frühzeitig mit Hilfe externer und unabhängiger Analysen auf die Diskussion mit Banken oder Debt Funds vorbereiten. Ziel ist es, innerhalb eines überschaubaren Zeitfensters die erfolgreiche Refinanzierung eines Portfolio-Unternehmens sicherzustellen und insbesondere den Einschuss von zusätzlichem Eigenkapital nach Möglichkeit zu vermeiden. Unsere Mandanten versuchen, mit Hilfe eines strukturierten Prozesses eine Wettbewerbssituation unter den Finanzierern herzustellen, um so die für das Portfoliounternehmen und den Fonds beste Lösung zu erzielen.

Insbesondere für Portfoliounternehmen mit komplexer Historie (Add-ons, Teilverkäufe, materielle Umstrukturierungen) reichen die im Rahmen des üblichen Reportings bereitgestellten Informationen sehr häufig nicht aus. Die Finanzierer erwarten detailliertere Analysen und Unterstützung bei ihrer Meinungsbildung zum Geschäftsmodell und den wirtschaftlichen Aussichten. Entscheidend ist, früh die Verschuldungstragfähigkeit weitestmöglich abzusichern, damit Private Equity-Häuser den Rücken frei haben für ihr eigentliches Kerngeschäft, nämlich Entwicklungsmaßnahmen zur Wertsteigerung wie z. B. Add-ons bis zum Exit. Besonders bei „älteren“ Beteiligungen sind Rekapitalisierungen dafür ein probates Instrument.

Transparenz über den Zustand des Portfolio-Unternehmens

Mittel zum Zweck ist eine Sonderform der Due Diligence – wir nennen es „Independent Business Review“ (IBR). Hiermit wird durch einen unabhängigen, externen und erfahrenen Dienstleister eine belastbare Grundlage für Verhandlungen zwischen Kreditnehmern und potenziellen Kreditgebern geschaffen. Um Kreditgebern eine Einordnung innerhalb ihres Kreditbuchs zu ermöglichen, wird hierbei vor allem das Geschäftsmodell des Portfolio-Unternehmens klar dargestellt. Auch ESG-Aspekte werden einbezogen, um Einschränkungen bei den Finanzierungsmöglichkeiten zu verhindern.

Ziel der Analyse ist aber vor allem, die nachhaltige Ertragskraft des Portfolio-Unternehmens herauszuarbeiten. Analog einer Due Diligence werden adjustierte EBITDA- und EBIT-Größen in der aktuellen Unternehmensstruktur abgeleitet. Einmalige, nicht wiederkehrende und nicht operative Erträge/Aufwendungen sind hierfür bekanntlich zu bereinigen. Damit ist die Basis erarbeitet, auf die im Anschluss für die Plausibilisierung der Planung zur Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit aufgesetzt werden kann. Zudem werden in Verbindung mit Aussagen zu finanziellen Verpflichtungen und Working Capital-Veränderungen des Unternehmens Debt und Cash Flow Ratios ermittelt. Eine Bilanzanalyse unter Berücksichtigung nicht bilanzierter Vermögensgegenstände oder stiller Lasten, ggf. ergänzt um die Sicherheitenlage (für ein Asset based Financing) runden die Ist-Aufnahme ab.

Für Kreditgeber und PE-Häuser entsteht daraus eine transparente und belastbare Ist-Grundlage für die Beurteilung eventueller Finanzierungsbedarfe oder Optimierungspotenziale im Hinblick auf die Finanzierungsstruktur.

Realistische Sicht auf künftige Entwicklung und Verschuldungskapazität

Zentraler Bestandteil ist eine Analyse und Plausibilisierung der Business-Planung ebenfalls Bestandteil der Berichterstattung. Die Treiber der Unternehmensentwicklung werden hier transparent abgebildet und in mehreren Szenarien variiert. Dies erlaubt die Einschätzung der Risiken und insbesondere des Puffers, der bis zum Eintritt eines Covenant Breach zur Verfügung steht. Falls eine neue Finanzierungsstruktur aufgesetzt werden soll, hilft diese Betrachtung auch bei der abgesicherten Ermittlung der Debt Capacity

Win-Win Situation

Aus der Sicht des PE-Gesellschafters liefert eine solche Analyse zunächst einen Stresstest für die eigenen Einschätzungen und Sichtweisen bezüglich des Portfolio-Unternehmens. Ein qualifizierter Dienstleister ist hier ein wertvoller Sparringpartner für den Investmentmanager und trägt dazu bei, künftige Reporting-Strukturen zu optimieren. Für Refinanzierungsprozesse kann mit Hilfe des Berichts deutlich leichter eine Wettbewerbssituation hergestellt werden. Insbesondere wenn sich herausstellt, dass ein reines Cash based Lending nicht zum Ziel führt, bietet eine unabhängige Einschätzung und eine entsprechend klare, transparente Berichterstattung eine gute Grundlage für die Entwicklung komplexerer, gemischter Finanzierungsstrukturen.

Aus der Sicht der Banken und Debt Fonds erspart der proaktiv beauftragte externe IBR in gewissem Umfang eigene, aufwändige Analysen. Dies erhöht besonders für nicht in die ursprüngliche Finanzierung eingebundene Finanziers die Bereitschaft, sich mit der Anfrage einer Refinanzierung im Weiteren auseinanderzusetzen. Damit kann sich die Wettbewerbssituation aus Sicht des PE-Hauses deutlich verbessern. Darüber hinaus wird das Vertrauen in die Belastbarkeit der Angaben durch die externe, unabhängige Expertenmeinung und dessen Haftung gestärkt. Insgesamt führt die Verwendung des von dem unabhängigen Dritten erstellten Berichts daher zu einer erhöhten Erfolgsaussicht für das Zustandekommen einer Finanzierung und bildet somit ein wesentliches Element in der Vorbereitung jeder Finanzierungsrunde.

In Grenzfällen kann eine fundierte Refinanzierungsstruktur, die durch einen solchen externen Bericht erzielt wurde, sogar helfen, ein wesentlich aufwändigeres S6-Sanierungsgutachten zu vermeiden.

Eine unabhängige externe Analyse und Berichterstattung bietet Private Equity Häusern die Chance, auch bei schwierigen Marktbedingungen die Finanzierung langfristig sicherzustellen. Damit haben sie den Rücken frei für Entwicklungsmaßnahmen zur Wertsteigerung ihrer Portfolio-Unternehmen und können eine harte Landung vermeiden, selbst wenn sich Marktbedingungen und Kapitalmärkte wieder deutlich verschlechtern sollten.

Autoren:



Dr. Steffen Eube

Partner Deal Advisory
Tel.: +49 69 95941-528
steffen.eube@bdo.de



Steffen Ziegenhagen

Wirtschaftsprüfer,
Partner Deal Advisory
Tel.: +49 40 30293-572
steffen.ziegenhagen@bdo.de

BDO Independent Business Review für Private Equity

Stakeholder-
krise

Strategiekrise

Produkt- u.
Absatzkrise

Ertragskrise

Liquiditätskrise

Insolvenz

Häufige Inhalte eines Independent Business Review:

- ▶ Unabhängige Einschätzung Geschäftsmodells u. Marktaussichten
- ▶ Beurteilung der Unternehmensplanung
- ▶ Identifizierung wichtigster Prämissen
- ▶ Sensitivitäten und Risiken
- ▶ Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit

- ▶ Darstellung der finanzwirtschaftlichen Situation und eine kritische Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage
- ▶ Schwerpunkte werden in Absprache mit dem Kreditinstitut gesetzt, um zielgerichtete Informationen bereitzustellen

BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Fuhrentwiete 12
20355 Hamburg
www.bdo.de

Ihre Private Equity-Ansprechpartner:

Dr. Michael Brauer
Tel.: +49 211 1371-186
michael.brauer@bdo.de

Dietmar Flügel
Tel.: +49 211 1371-162
dietmar.fluegel@bdo.de

Thorsten Schumacher
BDO Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
Tel.: +49 211 1371-323
thorsten.schumacher@bdolegal.de

Dr. Jan Faßhauer
Tel.: +49 69 95941-463
jan.fasshauer@bdo.de

Michael Maxeiner
Tel.: +49 211 1371-185
michael.maxeiner@bdo.de

Volkmar Berner
Tel.: +49 89 76906-458
volkmar.berner@bdo.de

Frank Scholl
Tel.: +49 40 30293-533
frank.scholl@bdo.de

Felix Fries
Tel.: +49 699 5941-195
felix.fries@bdo.de

Die Informationen in dieser Publikation haben wir mit der gebotenen Sorgfalt zusammengestellt. Sie sind allerdings allgemeiner Natur und können im Laufe der Zeit naturgemäß ihre Aktualität verlieren. Demgemäß ersetzen die Informationen in unseren Publikationen keine individuelle fachliche Beratung unter Berücksichtigung der konkreten Umstände des Einzelfalls. BDO übernimmt demgemäß auch keine Verantwortung für Entscheidungen, die auf Basis der Informationen in unseren Publikationen getroffen werden, für die Aktualität der Informationen im Zeitpunkt der Kenntnisnahme oder für Fehler und/oder Auslassungen.

BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts, ist Mitglied von BDO International Limited, einer britischen Gesellschaft mit beschränkter Nachschusspflicht, und gehört zum internationalen BDO Netzwerk voneinander unabhängiger Mitgliedsfirmen.

BDO Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, ist rechtlich selbständiger Kooperationspartner der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts, ist Mitglied von BDO International Limited, einer britischen Gesellschaft mit beschränkter Nachschusspflicht, und gehört zum internationalen BDO Netzwerk voneinander unabhängiger Mitgliedsfirmen.

BDO ist der Markenname für das BDO Netzwerk und für jede der BDO Mitgliedsfirmen. © BDO

BDO