

JANUAR 2010

Die Bestimmung der Schuldendienstfähigkeit eines Zielunternehmens bei der M&A-Transaktion.

Research Note 08

Corporate Finance

Mergers & Acquisitions

Akquisitionsfinanzierung

7 Seiten

Internet: ISSN 2190-8451

Autor:
Andreas Weiß
Matthias Fischer

Contact
mlfischer.com Center for Financial Research
Georg-Simon-Ohm Hochschule Nürnberg
Internet: www.mlfischer.com
Email: info@mlfischer.com

Über den Erfolg einer M&A-Transaktion, entscheidet mitunter nichts so sehr, wie die Tragfähigkeit der aufgesetzten Finanzierungsstruktur. Gerade die überliquiden Märkte der vergangenen Jahre haben zu Akquisitionsfinanzierungen geführt, die Unternehmen häufig überforderten und in Rezessionszeiten die finanziellen Schwierigkeiten beschleunigen. Die Studie zeigt mit Fallbeispielen die Bestimmung der Schuldendienstfähigkeit eines Unternehmens - fundamental und über den Markt.

BESTIMMUNG DER SCHULDENDIENSTFÄHIGKEIT DES ZIELUNTERNEHMENS BEI DER M&A-TRANSAKTION

Von entscheidender Bedeutung für den Erfolg einer Unternehmenstransaktion ist die richtige Gewichtung der zur Bezahlung des Kaufpreises verwendeten Finanzierungsinstrumente. Die Relation von Eigen-, Fremd- und Mezzanine-Kapital innerhalb der Finanzierungsstruktur muss stimmen. Es ist unablässig, die Akquisitionsfinanzierung derart zu strukturieren, dass die Rückführung der zinstragenden Verbindlichkeiten durch die Zielgesellschaft gewährleistet ist und nicht zur Existenzgefährdung für Unternehmen und Transaktion wird.

Im Zuge einer Unternehmensbewertung wird für die Zielgesellschaft mittels theoretisch fundierter Verfahren (Discounted Cashflow Verfahren) ein *fairer Wert* ermittelt. Der *Preis* eines Unternehmens kann von diesem Wert jedoch deutlich abweichen, denn er ist das Ergebnis von Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer. Ob der verhandelte Preis für das Unternehmen angemessen ist oder nicht, zeigt sich in der finanziellen Machbarkeit der Transaktion. Der Kaufpreis ist letztlich eine Funktion seiner Finanzierbarkeit, determiniert durch das Verhältnis von Gesamtkaufpreis zum bei der Finanzierung bereitzustellenden Cashflow des Targets. Beim LBO wird der Großteil des Kaufpreises über Fremdkapital finanziert. Entscheidend ist daher bis zu welcher Verschuldungsgrenze das Unternehmen in der Lage ist, mit seinen Free Cashflows den Schuldendienst zu begleichen.

Der maximale Fremdmittelanteil (Debt Capacity) wird primär fundamentalanalytisch (Cashflow-Projektion) bestimmt, ist jedoch ergänzend unter Beachtung der auf dem Syndizierungs- markt geltenden Multiples (Leverage Ratios) festzulegen.¹

Bestimmung des Cashflows zur Schuldentilgung - Bank Case

Die Bestimmung und Planung der zur Schuldentilgung vorhandenen Cashflows sind im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung Aufgaben, die von Investoren und akquisitionsfinanzierenden Banken durchzuführen sind. Ziel ist die Konzeption eines Finanzierungsmodells, in dessen Mittelpunkt der für die Bedienung des Kapitaldienstes maximal zur Verfügung stehende Cashflow steht. In diesen als Bank- oder Financing Case bezeichneten Modellen werden die über Bilanz- und GuV-bezogene Annahmen ermittelten Cashflows mit den Informationen aus dem Business Plan sowie den Ergebnissen der Due Diligence² (vor allem Financial- und Market Due Diligence) ergänzt (sensible check) und prognostiziert.

Die Ermittlung der bedienbaren Fremdkapitalstruktur ist kein Prozess, der nach festgelegten Regeln sofort und universell zu einem entsprechenden Ergebnis führt. Vielmehr muss durch „Versuch und Irrtum“ eine Fremdkapitalstruktur gefunden werden, welche durch das Unternehmen getragen werden kann. Die genaue Berechnung des Cashflows zur Schuldentilgung ist jeweils abhängig von den Fremd- und Mezzanine-Kapitalinstrumenten, die zum Einsatz kommen sollen.

Für die folgende, idealtypisch dargestellte Cashflow-Berechnung, wird der Einsatz von gängigen Fremdkapitalinstrumenten angenommen.

Bestimmung des Cashflows zur Schuldentilgung

	Detailplanungsperiode		
	t1	t2...	tn
EBIT (Earnings Before Interest and Tax)			
- Zinsaufwand Senior Debt			
Senior-A-Tranche (Cash Interest)			
Senior-B-Tranche (PIK)			
Senior-C-Tranche (PIK)			
Second Lien Loan (PIK)			
- Zinsaufwand Betriebsmittelkredit (Cash Interest)			
- Zinsaufwand Mezzanine-Kapital			
Nachrangdarlehen (Cash Interest)			
Nachrangdarlehen (PIK)			
Verkäuferdarlehen (PIK)			
+ Zinsertrag			
= EBT (Earnings Before Tax)			
- EE-Steuern			
= Jahresüberschuss			
+ AfA (Abschreibung)			
+ Summe PIK-Zinsen			
(Senior-B,-C-Tranche; Second Liens; Mezzanine)			
+/- Δ Capex (Veränderung Anlagevermögen)			
+/- Δ Working Capital (Veränderung Umlaufvermögen)			
= Cashflow zur Schuldentilgung			
- Tilgung Senior Debt			
Senior-A-Tranche (amortisierend)			
Senior-B-Tranche (endfällig)			
Senior-C-Tranche (endfällig)			
Second Lien Loan (endfällig)			
- Tilgung (Mezzanine)			
Nachrangdarlehen (endfällig)			
Verkäuferdarlehen (endfällig)			
= Überschuss-Cashflow			

Ausgehend vom operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) wird der Cashflow berechnet, der nach Zinszahlungen und Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen für die Til-

In die Cashflow-Projektion fließen auch die Ergebnisse der Due Diligence ein

Die Schuldendienstfähigkeit wird über eine Cashflow-Analyse und über Finanzierungsmultiples bestimmt

gung der Darlehen am Ende einer Periode zur Verfügung steht. PIK-Zinsen stellen während der Laufzeit der entsprechend ausgestatteten Darlehen keine Cash-wirksamen Auszahlungen dar. Sie vermindern durch ihre Aufwandswirkung jedoch den steuerpflichtigen Gewinn, werden bei der Ermittlung des Cashflows aber in ihrer Summe wieder zum Jahresüberschuss addiert.

Weitere Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen sind unbedingt in der Cashflow-Projektion einzuplanen

Nachhaltige Finanzierungsmodelle müssen weitere Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen während der Laufzeit einplanen, um die strategischen Erfolgspotenziale des Unternehmens in Zukunft zu sichern. Generell ist ein gutes LBO-Unternehmen zwar durch einen geringen, den Cashflow-schmälernden Investitionsbedarf geprägt.³ Aber auch konservative Unternehmen kommen in Existenznot, wenn die Investitionsquote zu Gunsten einer möglichst hohen Fremdfinanzierung zu niedrig angesetzt wird.

Bei typischen LBO-Finanzierungen ist einzig die Senior-A-Tranche unterjährig zu tilgen, womit es bei den restlichen Tranchen bis zur endfälligen Rückführung der Darlehen zu keiner Liquiditätsbelastung kommt, inklusive Second Liens und Mezzaninen. Der Überschuss-Cashflow (Excess Cashflow) dient zum Aufbau des Kassenbestands, um am Ende der Laufzeit oder bei Veräußerung des Unternehmens die endfälligen Fazilitäten zurückzuführen.⁴ Teilweise kann der Überschuss-Cashflow auch zur vorzeitigen Tilgung der endfälligen Darlehen verwendet werden. Hierbei ist allerdings darauf zu achten, dass speziell Mezzanine-Kapital häufig mit so genannten *Non-Call-Provisions* für die ersten ein bis drei Jahre versehen ist. In dieser Zeit darf nicht getilgt werden. Darüber hinaus gelten in den folgenden Jahren *Prepayment Penalties*, die eine vorzeitige Rückführung um in der Regel 100 Basispunkte verteuern.⁵

Die Cashflow-Projektion darf nicht starr erfolgen, sondern muss unterschiedlichen Szenarioanalysen unterzogen werden

Entscheidender Erfolgsfaktor bei der Modellierung eines LBO-Finanzkonzepts ist die Glaubwürdigkeit und Zweckhaftigkeit der Annahmen, auf denen das Modell basiert. Es ist nicht nur entscheidend, die Stabilität und Wachstumsraten der Cashflows darlegen und begründen zu können, sondern über Sensitivitäts- und Szenarioanalysen müssen die Auswirkungen von Veränderungen im Finanzierungsmodell dargestellt werden.⁶ Erst wenn sichergestellt ist, dass die Bedienung der sich aus dem Finanzierungskonzept ergebenden Verpflichtungen (Zins + Tilgung) auch unter negativen Zukunftsszenarien gewährleistet ist, sollte ein Finanzierungsangebot abgegeben werden.⁷ Die Finanzkrise 2008/2009 hat viele M&A-Finanzierungskonzepte offen gelegt, die Negativszenarien in ungenügender Weise eingepreist haben, z.B. Porsche/Volkswagen oder Schaeffler/Continental.

Berücksichtigung praxisorientierter Finanzierungs-Multiples

Damit Banken ihre Akquisitionskredite syndizieren und am Markt platzieren können, müssen bestimmte Leverage-Ratios eingehalten werden

Die Leverage-Multiples sind durch unterschiedliche Faktoren determiniert und geben Aufschluss über den Risikoappetit der Investoren

Bei der Bestimmung der finanziellen Stärke des Zielunternehmens sind EBIT und EBITDA nicht immer aussagekräftig

Zusätzlich zur rein fundamentalanalytischen Ausarbeitung der Finanzierungsstruktur ist es speziell bei Mid- und Large-Cap-LBOs notwendig, bestimmte Finanzierungs-Multiples einzuhalten. Akquisitionsfinanzierende Banken behalten oft nur einen geringen Teil der ausgereichten Kredite in den eigenen Büchern. Bis auf die Senior-A-Tranche werden sämtliche Fazilitäten syndiziert und an institutionelle Investoren weitergereicht. Auf dem Syndizierungsmarkt stehen den Akteuren nicht die Informationen (Due Diligence, Management-Planungen etc.) zur Verfügung, wie sie die finanzierenden Banken besitzen. Interessenten sind demnach nicht in der Lage fundamentalanalytisch eine tragfähige Finanzierungsstruktur nachzubilden. Auf dem Syndizierungsmarkt ziehen die Investoren zur Beurteilung von LBOs deshalb Leverage-Ratios wie *Senior Debt/EBIT(DA)* oder *Total Debt/EBIT(DA)* heran.⁸ Die mittels Leverage-Ratios ermittelten Deckungsgrade geben Anhaltspunkte über die Tragfähigkeit der Akquisitionsfinanzierung.⁹

Im Bereich Leveraged Finance haben sich Faustregeln und als tragfähig erwiesene Relationen von Verschuldungsgrad zu operativen Performancegrößen herausgebildet. Die vom Syndizierungsmarkt akzeptierten Leverage-Multiples hängen auch von den jeweiligen Marktbedingungen ab und unterliegen Schwankungen im Zeitverlauf. Syndizierungsmärkte reagieren sehr sensibel. Das Kreditvergabe- und Risikoverhalten der Banken, die Zinsentwicklung oder negative Konjunktorentwicklungen begrenzen das Maximum an Leverage pro Transaktion. Besonders in der aktuellen Kapitalmarktsituation kommt es nach Jahren ansteigender Leverage-Multiples, aufgrund der Kreditverknappung und -teuerung sowie den sich eintrübenden Konjunkturaussichten, zu einem drastischen Abfall der Debt/EBIT(DA)-Ratios.

In Ausnahmesituationen wie der Subprime-Krise kommt es auch zu extremen Werten bei den Multiples. Aber generell gelten bei guten LBO-Kandidaten folgende Leverage-Multiples als solide und vom Syndizierungsmarkt akzeptiert:¹⁰

- Senior Debt/EBIT(A) ≤ 3,5- bis 4-Fach
- Total Debt/EBIT(A) ≤ 5- bis 5,5-Fach
- Mezzanine/EBIT ≤ 1- bis 1,5-Fach
- EBITDA/Interest ≥ 2,0-Fach

Problematisch ist in der Akquisitionspraxis immer wieder die Eignung von EBIT und EBITDA als Referenzgrößen für die Schuldentilgungskraft des Unternehmens. Das EBITDA entspricht nicht dem Cashflow des Unternehmens zur Bedienung des Schuldendienstes.¹¹ Da das EBITDA/EBIT eine Größe vor Investitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen (Capex/Working Capital) darstellt, liegt es deutlich über dem Free Cashflow der Zielgesellschaft und führt in der Konsequenz häufig zu einem überhöhten Fremdfinanzierungsanteil. Eine detaillierte Cashflow-Planung ist für die Akteure auf dem Syndizierungsmarkt aufgrund fehlender Daten oft nicht möglich. Die Syndizierungsinteressenten nehmen daher als Näherungsgröße für den Free Cashflow den Normalized Cash-EBIT (NCE):

- Normalized Cash-EBIT = $\frac{\text{EBITDA}}{\text{(normalisierte) Investitionsausgaben}}$

M.L. Fischer Research: Acquisition Finance

Der Normalized Cash-EBIT stellt eine Näherungsgröße für den Free Cashflow dar

Die normalisierten Investitionsausgaben beschreiben ein durchschnittliches Investitionsvolumen über die Laufzeit der LBO-Finanzierung (7 Jahre) und sollten idealtypisch als Durchschnitt der Investitionen der drei Jahre vor dem LBO zuzüglich des laufenden Jahres und der drei Jahre nach dem LBO ermittelt werden. Unter Verwendung der Referenzgröße NCE zur Berechnung der Leverage-Multiples sollten bei Mid- und Large-Cap-LBOs folgende Relationen eingehalten werden:¹²

- Senior Debt/Cash-EBIT \leq 5,5-Fach
- Total Debt/Cash-EBIT \leq 6-Fach

Die Überliquidität im Markt, der starke Konkurrenzkampf der Banken, sowie historisch niedrige Zinsen führten 2006 und 2007 zu aggressiven Finanzierungsstrukturen, die von idealtypischen Leverage-Multiples weit entfernt waren. Ein von der Ratingagentur Fitch aufgestellter Vergleich typischer LBO-Strukturen für die Jahre 2004 und 2007 zeigt den Anstieg der Leverage-Multiples. Die Multiples stiegen insbesondere aufgrund der endfälligen Senior-B- und -C-Tranchen sowie den aufkommenden Second Lien Loans.

Typische Buy-Out-Finanzierungsstruktur: 2004 vs. 2007¹³

	Finanzierungsstruktur 2004		Finanzierungsstruktur 2007	
	Betrag € Mio.	EBITDA- Multiple	Betrag € Mio.	EBITDA- Multiple
<i>Senior Debt:</i>	800,00	4,00	1.100,00	5,50
A-Tranche	350,00	1,75	150,00	0,75
B-Tranche	225,00	1,13	475,00	2,38
C-Tranche	225,00	1,13	475,00	2,38
Second Lien Loan	50,00	0,25	200,00	1,00
Senior Debt (inkl. Second Lien Loan)	850,00	4,25	1.300,00	6,50
Mezzanine (Cash- + PIK-Debt)	200,00	1,00	180,00	0,90
Total Debt	1.050,00	5,25	1.480,00	7,40
Equity	545,00	2,73	420,00	2,10
Enterprise Value	1.595,00	7,98	1.900,00	9,50
EBITDA	200,00		200,00	

Die Finanz- und Wirtschaftskrise führte zu einem signifikanten Rückgang der Leverage-Multiples

Aufgrund der Marktkorrektur im Rahmen der Subprime-Krise sanken die Leverage-Multiples in 2008 auf ein wesentlich niedrigeres Niveau als in 2007. Innerhalb des dritten Quartals 2008 belief sich das Total Debt/EBITDA-Verhältnis auf dem europäischen Buy-out-Markt auf durchschnittlich 5,25x gegenüber 6,12x in 2007. Ein noch extremerer Abfall war bei den Senior Debt-Multiples zu verzeichnen. Das Senior Debt/EBITDA-Verhältnis reduzierte sich von 5,31x auf 4,12x in den ersten neuen Monaten in 2008.¹⁴ Die deutlich gefallen Multiples zeigen die enormen Übertreibungen der Jahre 2004 bis 2007 und sind ein Indikator für das gestiegene Risikobewusstsein sowie die Kapitalverknappung auf den Syndizierungsmärkten.

Der deutliche Rückgang der akzeptierten Leverage-Multiples führt zu einer Reduzierung der gebotenen Kaufpreise. Die niedrigeren Kaufpreiserwartungen führen dann zu einer reduzierten Bereitschaft Unternehmen zu verkaufen. Gleichzeitig sind die Banken risikobewusster und reduzieren den relativen Anteil des Bankkredits an der Gesamtakquisitionsfinanzierung. Der in der Folge höherer Eigenfinanzierungsanteil der Investoren führt zu höheren Kapitalkosten und schmälert die Attraktivität der Übernahme, was wiederum zu niedrigeren Kaufpreiserwartungen führt. Insbesondere die Buyout-Transaktionen sind durch das beschriebene Szenario während der Jahre 2008/2009 massiv zurückgegangen. Eine Normalisierung der Liquiditätssituation

sowie der Bilanzstrukturen der Banken einerseits und der Börsenbewertungen andererseits wird die Leverage-Multiples für Akquisitionsfinanzierungen wieder auf ein Normalniveau heben.

Literatur

¹ Vgl. Mayer, A. (2001): Akquisitionsfinanzierung aus Sicht der finanzierenden Bank, in: Lange, G.F. (Hrsg.) (2001): Mergers & Acquisitions in der Praxis, Frankfurt am Main, S. 139 ff.

² Unter Due Diligence versteht man die detaillierte und systematische Analyse von Daten eines Unternehmens und seiner Umwelt, um ein umfassendes Verständnis von der Gesellschaft zu erlangen.

³ Vgl. Krebs, A. (1998): Das MBO-Konzept im Überblick: Grundstrukturen, Erfolgsfaktoren und Stolpersteine, in: Krebs, A./Studer, T. (Hrsg.) (1998): Management Buyout, Zürich, S. 31

⁴ Vgl. Eayrs, W./Ernst, D./Prexl, S. (2007): Corporate Finance Training, Stuttgart, S. 468

⁵ Vgl. Standard & Poor's (2009): A Guide To The European Loan Market, S. 15, Zugriff am 26.02.2009

⁶ Vgl. Ehrler, M./Menz, M. (2007): Akquisitionsfinanzierung und Leveraged Buyouts, in: Menz, M./ Ebersbach, L./Menges, J. (Hrsg.) (2007): Mergers & Acquisitions -Von der Strategie zur Integration, Bern, S. 137

⁷ Vgl. Tobler, S. (1998): Financial Engineering: Die Suche nach innovativen MBO-Finanzierungsstrukturen, in: Krebs, A./Studer, T. (Hrsg.) (1998): Management Buyout, Zürich, S. 55

⁸ Vgl. Mayer, A. (2001): Akquisitionsfinanzierung aus Sicht der finanzierenden Bank, in: Lange, G.F./Ernst & Young (Hrsg.) (2001): Mergers & Acquisitions in der Praxis, Frankfurt am Main, S. 139

⁹ Vgl. Tobler, S. (1998): Financial Engineering: Die Suche nach innovativen MBO-Finanzierungsstrukturen, in: Krebs, A./Studer, T. (Hrsg.) (1998): Management Buyout, Zürich, S. 55

¹⁰ Vgl. Eayrs, W./Ernst, D./Prexl, S. (2007): Corporate Finance Training, Stuttgart, S. 453; Mittendorfer, R. (2000): Finanzierungsmodelle von Buy-outs, in: Stadler, W. (Hrsg.) (2000): Private Equity und Venture Capital, Wien/Köln, S. 158; Ehrler, M./Menz, M. (2007): Akquisitionsfinanzierung und Leveraged Buyouts, in: Menz, M./ Ebersbach, L./Menges, J. (Hrsg.) (2007): Mergers & Acquisitions -Von der Strategie zur Integration, Bern, S. 137

¹¹ Vgl. Mittendorfer, R. (2005): Normalized Cash EBIT (NCE): Ein neuer Maßstab für die Akquisitionsfinanzierung?, M&A Review, 07/2005, S. 318

¹² Vgl. Eayrs, W./Ernst, D./Prexl, S. (2007): Corporate Finance Training, Stuttgart, S. 465-457

¹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Fitch Ratings (2008): Biding Time - European Leveraged Credit and the Credit Crisis, Leveraged Finance Special Report, 21.04.2008, S. 9

¹⁴ Vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (2009): EVCA Barometer, Issue 67, Februar 2009, S. 13; Zugriff am 3.03.2009

Contact

M.L. FISCHER RESEARCH

Prof. Dr. Matthias Fischer
Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg
Fakultät Betriebswirtschaft
Bahnhofstr. 87
90402 Nürnberg
Tel. +49 911 5880-2710
Fax. + 49 911 5880-6720
info@mlfischer.com
www.mlfischer.com

Important Disclosures

© Matthias Fischer. All rights reserved.

MLFISCHER.COM RESEARCH NOTES

© Copyright 2010 mlfischer.com, Matthias Fischer, Nürnberg. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „mlfischer.com“ gebeten.

Die vorstehenden Ausführungen stellen weder eine Anlage-, Rechts- noch Steuerberatung dar. Sämtliche Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht zwingend der Meinung von mlfischer.com entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Aussagen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von mlfischer.com veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Publikationen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zum Zwecke der Information und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Informationen & Meinungen in dieser Studie wird keine Gewähr übernommen. Soweit wir in den Meinungsäußerungen dieser Studie Prognosen oder Erwartungen äußern oder unsere Aussagen die Zukunft betreffen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können sich daher deutlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen differenzieren. Neben weiteren, hier nicht erwähnten Gründen, können sich eventuelle Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage, der Wettbewerbssituation und der Rechtslage, vor allem in Kerngeschäftsfeldern und -märkten der Unternehmen, ergeben. Auch die Entwicklung der Finanzmärkte und Wechselkurse sowie nationale und internationale Normen- und Gesetzesänderungen können einen Einfluss haben. MLFischer.com, Matthias Fischer übernehmen keine Gewähr für Fehler und Aktualität in der Studie. Die Meinungen dieser Studie sind keine Investitionsberatung und ersetzen keine persönliche und individuelle Finanzanalyse und Beratung.

The opinions expressed in this material do not constitute investment advice or individual financial analysis and you should consult your investment or corporate finance advisor before you make any financing or investment decision. The value and income of any of the securities or investments and the price of shares and the income derived from them, which are mentioned in this material, may fall as well as rise. Investors may not receive the original amount invested in return. Statements concerning taxation are based on our understanding of the taxation law in force at the time of publication. The levels and bases of taxation may change. You should obtain professional advice on taxation where appropriate before proceeding with any investment. Investors should also be aware that past performance is not necessarily a guide to future performance. No liability is accepted for the information in this material. This material does not constitute a solicitation in any jurisdiction in which such a solicitation is unlawful or to any person to whom it is unlawful. Moreover, this information neither constitutes an offer to enter into an investment agreement with the recipient of this document nor an invitation to respond to the document by making an offer to enter into an investment agreement. This material has been communicated in Germany. Opinions expressed in this material are current opinions as of the date appearing in this material only. MLFischer.com, Matthias Fischer do not guarantee that the information in this material is correct and up to date. The information in this material can be changed anytime. No part of this material may, without prior written consent of mlfischer.com, Matthias Fischer, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an authorised person of the recipient. In case of citation please use "mlfischer.com" as the source.

Internet: ISSN 2190-8451