

Roland Mittendorfer

Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung

Roland Mittendorfer

# Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung

Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter  
Unternehmensübernahmen



Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dieses Buch entstand unter Mitwirkung von Dipl.-Phys. Thomas Fotteler.

1. Auflage Januar 2007

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2007

Lektorat: Sascha Niemann

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.

[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Nina Faber de.sign, Wiesbaden

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Wilhelm & Adam, Heusenstamm

GEDRUCKT AUF SÄUREFREIEM UND CHLORFREI GEBLEICHTEM PAPIER

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-0198-9

# Vorwort

Dieses Handbuch will dem Leser ein Grundverständnis für alle wesentlichen Aspekte der Akquisitionsfinanzierung vermitteln. Wegen der Bedeutung der Finanzierung für den Erfolg oder Misserfolg einer Akquisition kommt diesem Grundverständnis eine überaus hohe praktische Bedeutung zu, die vielfach bei konkreten Transaktionen unterschätzt wird. Umso erstaunlicher ist es, dass bislang kaum praxisorientierte Arbeiten zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen existieren. Zumeist wird dieses Thema in der Literatur nicht von den arrangierenden Bankern bearbeitet. Die wenigen Arbeiten der Praktiker der Akquisitionsfinanzierung sind eher kurz gehalten und geben nur einen groben Überblick.

Insofern wird hier erstmalig versucht, durch eine umfassende, sehr praxis-relevante Arbeit eine Lücke in der M&A-Literatur zu schließen. Dabei wird allerdings keineswegs der Anspruch erhoben, endgültige Antworten auf alle Fragen der Akquisitionsfinanzierung zu geben, da es – wie Vince O’Brien richtigerweise schreibt<sup>1</sup> – „no little black book of rules“ gibt und nicht geben kann. Die Akquisitionsfinanzierung ist wie der gesamte Themenbereich M&A „more an art than a science“.

Dennoch können die Prinzipien und ein Basisverständnis für die Strukturierung einer Akquisitionsfinanzierung und ihre Implikationen in der Kreditvertragspraxis vermittelt werden. Dies ist das Ziel dieser Arbeit, die sich an den an der Praxis interessierten Theoretiker wie an den an den Hintergründen von Theorie und Praxis interessierten Praktiker wendet. Dieses Werk sollte daher für Unternehmenseigentümer und Manager (insbesondere CEOs und CFOs) ebenso relevant sein wie für M&A-Consultants, Corporate-Finance-Berater, Banker, mit M&A-Vorgängen befassten Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer, an M&A-Finanzierungen interessierte Wissenschaftler sowie aktuelle und potenzielle Käufer von Unternehmen, d.h. für jede Art von Finanz- und strategischen Investoren.

Die Arbeit stützt sich zum Teil auf Vorarbeiten des Autors, die er allein oder gemeinsam mit Dipl.-Phys. Thomas Fotteler durchgeführt hat. Letzteres bezieht sich vor allem auf eine gemeinsame Publikation (Lektion 9) im Rahmen eines schriftlichen M&A-Managementlehrgangs, den der EUROFORUM Verlag im ersten Halbjahr 2006 bereits zum fünften Mal durchführte. Diese Lektion wurde in der vorliegenden Monografie als Ausgangsbasis genommen, allerdings umfänglich und inhaltlich sehr deutlich erweitert und überarbeitet. Auch an diesem neuen Buch hat Thomas Fotteler, Leiter des Private-Equity Arrangement Team der Investkredit Bank AG Niederlassung Frankfurt a. M., an einigen Stellen mitgewirkt – für

---

<sup>1</sup> Vince O’Brien (1995): Buy-outs, Euromoney Books, S. 29.

beides sei ihm an dieser Stelle herzlich gedankt. Mein Dank richtet sich auch an Dajana Morak und Jacqueline Stengel, zwei unserer Assistentinnen, die mich bei der Erstellung einzelner Grafiken unterstützten. Für wichtige Verbesserungsvorschläge und das Korrekturlesen von Teilen oder dem gesamten im Juli 2006 abgeschlossenen Manuskript dankt der Autor RA Markus Strelow von Mayer, Brown, Rowe & Maw, Gerd Bieding von Close Brothers sowie meinen Kollegen Thomas Fotteler, Martin Conrad und Thiemo Bischoff.

Schließlich und allen voran danke ich meiner Frau Maria del Rocio und meinen Kindern Alexander Santiago und Emilio für die großartige Unterstützung und soweit schon möglich das Verständnis für die erheblichen Einschränkungen der gemeinsamen Freizeit in den letzten Monaten. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

Bad Homburg/Frankfurt a.M., im Dezember 2006

Roland Mittendorfer

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	5
1. Einleitung.....	11
1.1 Definition der Akquisitionsfinanzierung, thematische Eingrenzung und Zielsetzung.....	11
1.2 Die Bedeutung der Akquisitionsfinanzierung .....	17
1.3 Die Attraktivität der Akquisitionsfinanzierung für Banken und institutionelle Investoren .....	21
1.4 Die Akquisitionsfinanzierung in der bisherigen Literatur .....	27
2. Anlässe und Funktionsweise von Leveraged Buy-outs, Management-Buy-outs und Corporate Buy-outs.....	29
2.1 Anlässe.....	29
2.2 Funktionsweise von Leverage Buy-outs .....	30
2.2.1 Leverageeffekt.....	30
2.2.2 Ergebnis- bzw. freie Cashflow-Verbesserungen .....	31
2.2.3 Kaufpreis-Multiple-Verbesserungen.....	33
2.3 Management-Buy-outs.....	36
2.4 Funktionsweise von Corporate Buy-outs .....	37
2.5 Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Akquisitionsfinanzierungen bei LBOs und CBOs und Schlussfolgerungen .....	44
3. Markt und Bedeutung von LBOs und CBOs.....	47
3.1 Der LBO-Markt in Europa und im deutschsprachigen Raum .....	47
3.2 Volkswirtschaftliche Bedeutung von LBOs und Private-Equity .....	56
3.3 Die betriebswirtschaftlichen Effekte von LBOs.....	61
3.4 Volks- und betriebswirtschaftliche Effekte von Corporate Buy-outs .....	64
4. Erfolgsfaktoren einer LBO-Finanzierung .....	67
4.1 Erfolgskriterium: attraktiver Markt.....	68
4.2 Erfolgskriterium: LBO-fähiges Unternehmen.....	68
4.3 Erfolgskriterium: Wertsteigerungs- und Exit-Potenzial.....	69
4.4 Erfolgskriterium: erfahrenes, kompetentes und motiviertes Management.....	69
4.5 Erfolgskriterium: Track Record des Finanzinvestors.....	70
4.6 Erfolgskriterium: angemessener Kaufpreis.....	70

4.7	Erfolgskriterium: optimale Übernahmestruktur .....	71
4.8	Erfolgskriterium: tragfähige Finanzierungsstruktur .....	73
4.9	Erfolgskriterien bei Corporate Buy-outs .....	84
5.	Grundstruktur einer Akquisitionsfinanzierung .....	85
5.1	Ausgangssituation .....	85
5.2	Anforderungen an eine optimale Akquisitionsstruktur .....	88
5.3	Besonderheiten bei grenzüberschreitenden Akquisitionsfinanzierungen.....	94
5.4	Bereitstellung einer Betriebsmittelkreditlinie .....	97
5.5	Cashflow basierte versus Asset basierte Betrachtungsweise?.....	98
6.	Sonderformen und Sondersituationen von Akquisitionsfinanzierungen .....	103
6.1	Owner Buy-outs als Sonderform der Akquisitionsfinanzierung .....	103
6.2	Besonderheiten bei Public-to-Privates.....	106
6.3	Stapled Finance als Sonderform der Akquisitionsfinanzierung .....	108
6.4	Sonderform OpCo/ProCo LBOs.....	111
6.5	Akquisitionsfinanzierungen und Rekapitalisierungen bzw. Refinanzierungen.....	115
6.6	Akquisitionsfinanzierungen in Krisensituationen.....	120
7.	Produkte und Strukturierung der Akquisitionsfinanzierung .....	129
7.1	Bestimmung der Schuldendienstfähigkeit .....	135
7.2	(Wirtschaftliches) Eigenkapital .....	137
7.3	Verkäuferdarlehen (Vendor Loan), Earn-out und Rückbeteiligungen.....	138
7.3.1	Verkäuferdarlehen.....	138
7.3.2	Earn outs .....	139
7.3.3	Rückbeteiligungen des Verkäufers .....	139
7.4	Vorrangiges Fremdkapital (Senior Debt).....	140
7.5	Second Lien Loans/Notes .....	143
7.6	Mezzanine Finanzierungen.....	147
7.7	High Yield Bonds .....	154
7.8	(HoldCo) PIK Notes .....	159
7.9	Brückenfinanzierungen (Bridge Finance).....	161
7.10	Zusammenfassende Darstellung der Instrumente der LBO-Finanzierungen .....	163
7.11	Instrumente der Liquiditätsschöpfung	
	im Zuge von Akquisitionsfinanzierungen.....	166
7.11.1	Asset Stripping.....	166
7.11.2	Sale-Leaseback .....	168
7.11.3	Factoring und Forderungsverbriefung (Asset-backed Securities).....	170
7.11.4	Whole Business Securitisation.....	174

8. Ablauf der Akquisitionsfinanzierung .....	177
8.1 Verhandlung und Letter of Intent .....	178
8.2 Due Diligence und Entscheidung .....	179
8.3 Vertragsabschluss und Kaufpreiszahlung .....	180
8.4 Exit .....	180
9. (Externes) Rating und seine Bedeutung für die Akquisitionsfinanzierung .....	181
9.1 Bedeutung des externen Rating .....	181
9.1.1 Der Käufer ist bereits extern geratet (oder wird sich raten lassen) .....	181
9.1.2 Externes Rating bei Stand-alone-Akquisitionsfinanzierungen (LBOs) .....	182
9.2 Funktionsweise des Ratings .....	183
9.2.1 Rating von vorrangigen Krediten (Senior Loans) .....	183
9.2.2 Rating von nachrangigem Kapital .....	190
9.3 Beispiel: Holding-Finanzierung mit High Yield Bond (HYB) .....	191
10. Kreditvertragsdokumentation und das „Leben mit dem Kredit“ .....	193
10.1 Einleitung .....	193
10.2 Grundstruktur der Kreditdokumentation .....	195
10.2.1 Festlegung des Verwendungszwecks der aufgenommen Kredite .....	195
10.2.2 Tilgungen .....	196
10.2.3 Verhaltensverpflichtungen, Auflagen (Covenants bzw. Undertakings) .....	196
10.2.4 Zusicherungen und Garantien (Representations und Warranties) .....	203
10.2.5 Übliche Sicherheiten .....	204
10.2.6 Kündigungsgründe .....	204
10.3 Strukturierung, Syndizierung und Sicherheiten in der Kreditvertragsdokumentation .....	205
10.3.1 Ausstrahlungswirkung der Syndizierung auf die Strukturierung .....	205
10.3.2 Rechtliche Umsetzung der Syndizierung .....	207
10.3.3 Sicherheitendokumentation und Syndizierung .....	208
11. Ausblick .....	209
Anhang 1: Exemplarisches Term Sheet .....	213
Anhang 2: Beispiel einer Akquisitionsfinanzierung (inklusive Add-On ) .....	217
Abkürzungsverzeichnis .....	223
Literaturverzeichnis .....	229
Stichwortverzeichnis .....	237

# 1. Einleitung

## 1.1 Definition der Akquisitionsfinanzierung, thematische Eingrenzung und Zielsetzung

Ganz allgemein kann der Kaufpreis für eine Akquisition eines Unternehmens über drei verschiedene Quellen finanziert werden:

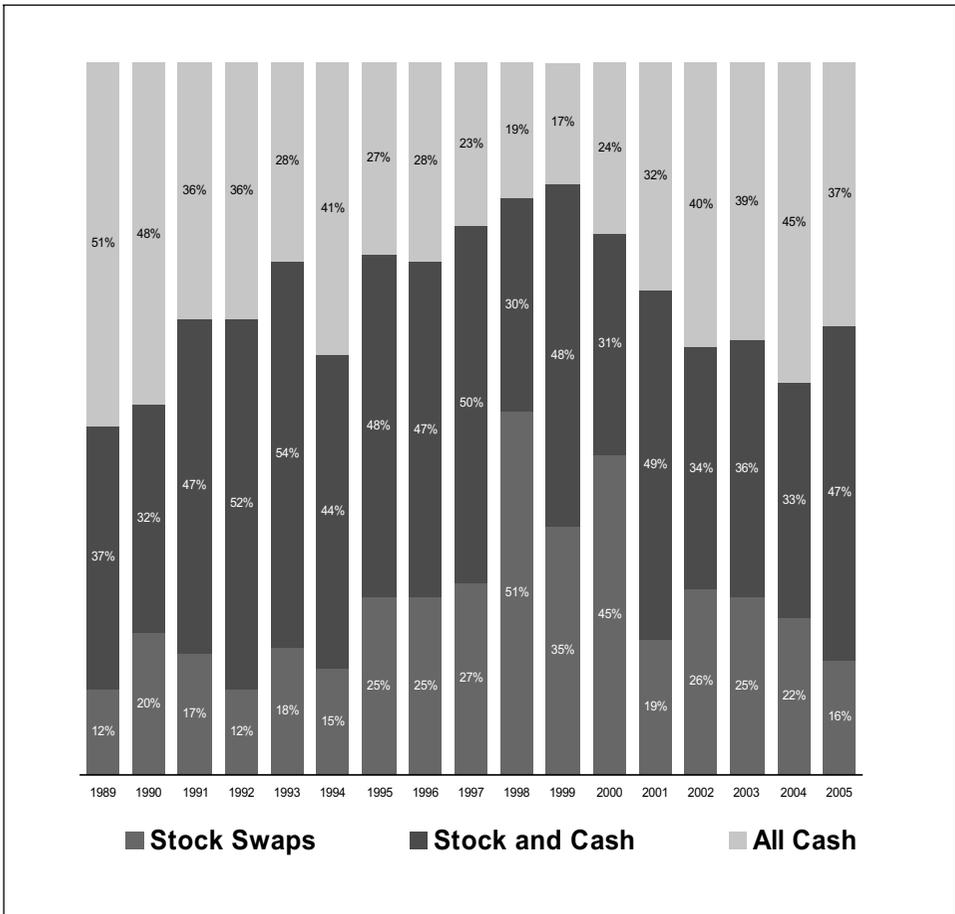
- Aus freier Liquidität des erwerbenden Unternehmens
- Durch neues Eigen- und/oder Fremdkapital der erwerbenden Gesellschaft
- Über eine Akquisitionsgesellschaft die durch Zugriff auf die freien Cashflows der Zielgesellschaft das zum Unternehmenskauf aufgenommene Fremdkapital bedient

Selbstverständlich sind verschiedenste Kombinationen dieser drei Grundmodelle denkbar und in der Praxis auch immer wieder anzutreffen.

Betrachtet man die Verteilung der Kaufpreisfinanzierungsformen nach ihrer Geldmittel- bzw. Cash-Intensität, so zeigt sich z.B. für die USA bezüglich der dortigen M&A-Transaktionen ein Bild wie in Abbildung 1 dargestellt.

Drei Viertel bis vier Fünftel der Volumina sind keine reinen „Papiertransaktionen“, bei denen lediglich Gesellschaftsanteile (Stock Swaps) getauscht werden, vielmehr spielen liquide Mittel (Cash) für die Kaufpreisdarstellung eine entscheidende Rolle. In Europa dürfte dieser Anteil aufgrund der deutlich geringeren Bedeutung der Börsennotierung von Unternehmen noch höher sein; Gleiches gilt in den USA wie in Europa, wenn man nicht auf das Volumen, sondern auf die Anzahl der Transaktionen abstellt und zudem die hohe Dunkelziffer nicht erfasster Transaktionen im Mittelstand bedenkt.

Nur für die Fälle der (auch) mit Cash finanzierten Übernahmen von Unternehmen stellt sich das Thema der Finanzierung von eben diesen (und damit auch das der Akquisitionsfinanzierung), während bei reinem Tausch von Gesellschaftsanteilen letztlich nur Unternehmensbewertungsfragen eine Rolle spielen. Trotz der quantitativ geringeren Bedeutung und einer geringeren Erfolgswahrscheinlichkeit der realisierten Akquisitionen der „Papiertransaktionen“ finden diese in den Lehrbüchern und weiten Teilen der Literatur einen größeren und qualitativ besseren Niederschlag als die in der Praxis - mit Ausnahme der Zeit der Aktienmarktblase um die Jahrtausendwende - viel wichtigere Akquisitionsfinanzierung. Zudem ist der Tausch von Gesellschaftsanteilen genau genommen *zugleich ein Kauf und Verkauf* – nämlich von Anteilen am eigenen Unternehmen – und damit diese Finanzierungsart von vornehmer ein keine reine Akquisitionsfinanzierung.



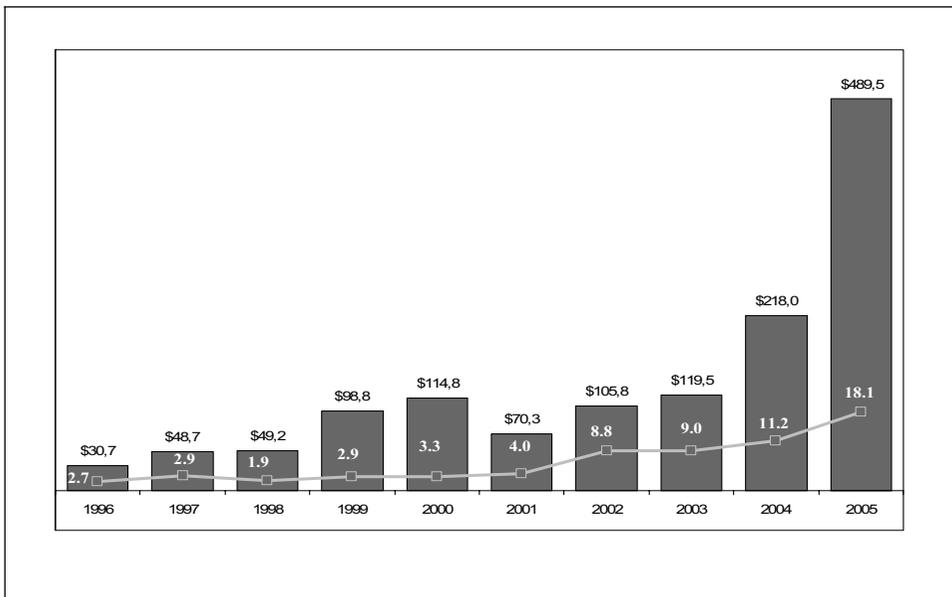
Quelle: Thomson Financial Securities Data Company Inc. bzw. Oglesby/Popowitz/Bowen (2006)

Abbildung 1: Grundformen der Kaufpreisfinanzierung in den USA

Der Begriff der Akquisitionsfinanzierung wird überwiegend für die Fremdfinanzierung einer Akquisition verwendet. Diese kommt nur bei der zweiten und der dritten aufgezeigten Grundvariante in Betracht, häufig in Kombination mit mehr oder weniger Eigenkapital. In der Praxis wird der Begriff häufig für besonders hoch fremdfinanzierte Akquisitionen auf Stand-alone- - über eine eigene Kauf- bzw. Erwerbengesellschaft, eine so genannte New Company oder NewCo - und Non-Recourse-Basis, d.h. ohne haftungsmäßigen Rückgriff auf den Eigentümer, angewandt. In diesem Fall sind auch die Begriffe Leveraged Acquisition Finance bzw. Leveraged Buy-out (LBO) gebräuchlich. Es handelt sich dabei im Allgemeinen um die dritte aufgezeigte Grundvariante eines Unternehmenskaufs, bei der das Akquisitionsdarlehen aus den freien Cashflows des erworbenen Unternehmens bedient wird.

Die in der Theorie übliche statische und rein bilanztechnische Definition eines LBOs, die auf einen Anteil des Fremdkapitals von mehr als 50 Prozent an der gesamten Kaufpreissumme (inklusive Transaktionskosten) abstellt, ist allerdings aus Sicht des Autors und der Praxis unzureichend. In der Praxis überwiegt eine Betrachtungsweise, die insbesondere auf den dynamischen Verschuldungsgrad abstellt<sup>2</sup>: Demnach liegt typischerweise ein *LBO* nur dann vor, wenn das *Verhältnis Nettoverschuldung zu EBITDA* (bzw. der *Leverage*) größer ist als 3,0–3,5 und der *Zinsdeckungsgrad* bzw. *Interest Coverage Ratio* (definiert als *Verhältnis EBITDA zu Zinsaufwand*) geringer ist als 3,5–4,0.<sup>3</sup>

Ohne diese Einschränkung würden auch Käufe von Unternehmen als LBOs firmieren, die aufgrund des günstigen Kaufpreises erlauben, eine mehr als fünfzigprozentige Fremdkapitalquote in ein bis drei Jahren weitestgehend abzubauen und so schon bald nach der Akquisition eine konservative Kapitalstruktur aufweisen.



Quelle: Oglesby/Popowitz/Bowen (2006)

**Abbildung 2:** Weltweites LBO-Volumen in Mrd. US-Dollar und prozentualen Anteil an allen M&A-Transaktionen

Bei dieser Grundart von Akquisitionsfinanzierungen, den LBOs, auf die wir uns hier im Wesentlichen konzentrieren wollen, treten als Eigenkapitalsponsoren in der Regel Finanz-

<sup>2</sup> Siehe dazu auch Mittendorfer (2000), S. 141.

<sup>3</sup> Von Leveraged Loans spricht man dann, wenn entweder der Kreditnehmer eine Bonität im spekulativen Bereich (BB+ oder schlechter) aufweist oder das Verhältnis Nettoverschuldung/EBITDA > 3,0 oder aber die Zinsmarge > 150 Basispunkte (mitunter auch 125 Basispunkte), also 1,5 Prozent (bzw. 1,25 Prozent) p.a. ist.

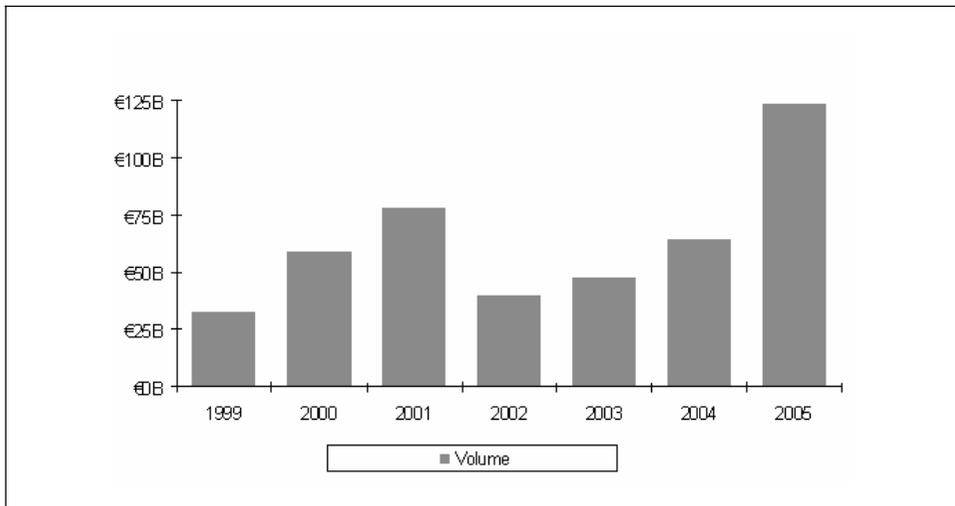
investoren auf, die diese Beteiligung in einem Zeitraum von typischerweise drei bis fünf Jahren gewinnbringend wieder veräußern wollen. Ferner beteiligt sich regelmäßig auch das Management am Eigenkapital.

In den letzten zehn Jahren hat sich die weltweite Bedeutung der Private-Equity LBOs dramatisch gesteigert. So versechzehnfachte sich zwischen 1996 und 2005 das Volumen von 31 Mrd. US-Dollar auf rund 490 Mrd. US-Dollar, wie Abbildung 2 verdeutlicht.

Es kommt daher nicht von ungefähr, wenn der *Economist* die *Private-Equity-Häuser* in einer Titelstory als die „*New Kings of Capitalism*“ bezeichnet. Das durchschnittliche jährliche Wachstum der weltweiten LBO-Volumina belief sich auf ca. 36 Prozent. Der Anteil der mit Private-Equity gesponserten LBOs am weltweiten M&A-Geschäft stieg in diesem Zeitraum von knapp 3 auf 18 Prozent (Gesamtvolumen 2005: ca. 3 Billionen US-Dollar).

Von einer Randerscheinung ist das LBO-Geschäft folglich in den Mittelpunkt des M&A-Geschäfts gerückt. Beinahe ein Fünftel des weltweiten M&A-Volumens ist zurzeit auf Käufe durch Finanzinvestoren zurückzuführen. Viele sehr bekannte Unternehmen befinden oder befanden sich mehrheitlich im Eigentum von Finanzinvestoren: Burger King, Hertz, Tommy Hilfiger, Gardena, ATU, Premiere, Rodenstock, Maredo – die Liste ließe sich fast beliebig fortsetzen.

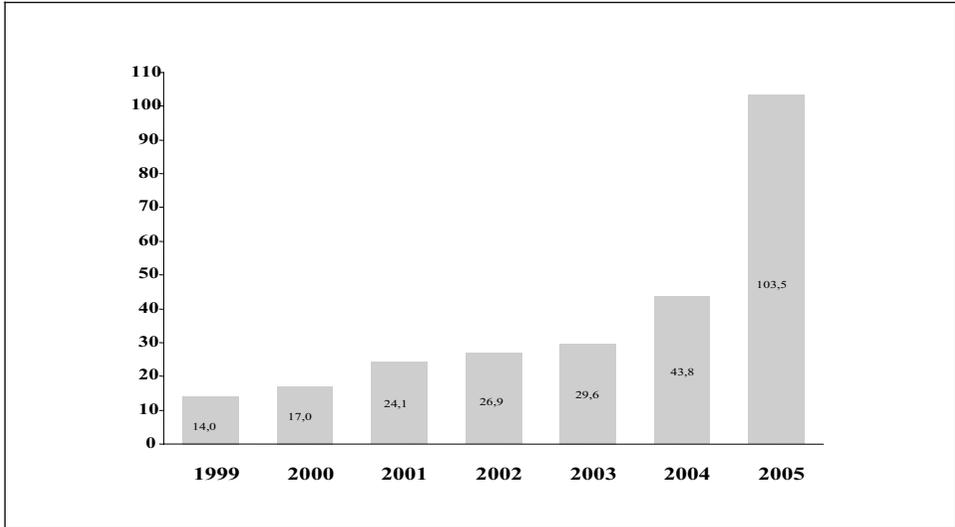
Der europäische LBO-Markt übertraf 2005 auf Basis der Unternehmenswerte mit rund 125 Mrd. Euro das Mutterland der LBOs, die USA, nachdem er zuvor zwei Jahrzehnte lang eher ein Schattendasein geführt hatte (siehe Abbildung 3). Bereits in 2004 konnten erstmals mehr LBO-Transaktionen in Europa als in den USA abgeschlossen werden. Ihr Anteil am gesamten M&A-Markt hat sich dabei in den letzten Jahren von ca. 5 auf derzeit ca. 15 Prozent verdreifacht.



Quelle: S&P LCD

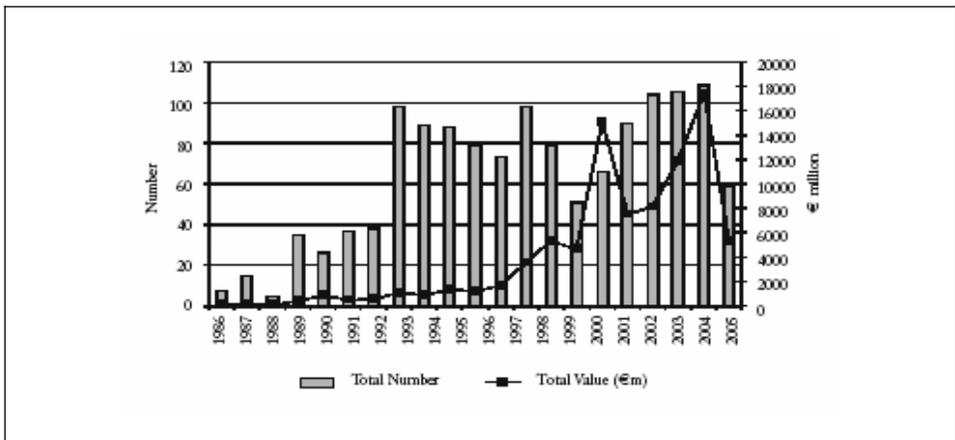
Abbildung 3: Europäisches LBO-Volumen in Mrd. Euro

Seit 1999 hat sich das LBO-Volumen in Europa fast verfünffacht, von 2004 auf 2005 mehr oder weniger verdoppelt. In Europa hat sich diese Zunahme selbstverständlich parallel in der Entwicklung der LBO-Kreditvolumina der letzten Jahre niedergeschlagen. Von Ende 1999 bis Ende 2005 hat sich das LBO-Kreditvolumen ca. verachtfacht, von 2004 auf 2005 mehr als verdoppelt.



Quelle: S&P LCD

Abbildung 4: LBO-Kreditvolumen in Europa in Mrd. Euro



Quelle: CMBOR/Barclays Private-Equity/Deloitte bzw. Ashurst/Private-Equity Intelligence (2006a), S. 16

Abbildung 5: Deutsches LBO-Volumen in Mrd. Euro

Auch in Deutschland steigt der Anteil der LBOs am gesamten M&A-Markt. Nachdem er nach Schätzungen von UBS 2001 noch bei rund 7 Prozent und in 2002 bei rund 11 Prozent lag, beläuft er sich nach aktuellen Schätzungen von KPMG 2005<sup>4</sup> auf ca. 25 Prozent.

Während bei Buy-outs bis zu einem Unternehmenswert von 15 Mio. Euro das Management meist ohne Finanzinvestor auskommt und daher im eigentlichen Sinne des Wortes Management-Buy-outs bzw. Management-Buy-ins vorliegen, ist es bei LBOs über dieser Schwelle für den Unternehmenswert fast immer ein Finanzinvestor, von dem die Initiative ausgeht und der die Mehrheit der Anteile erwirbt. Man spricht dann auch vom so genannten Institutional bzw. Investor-driven Buy-out oder IBO. Wir werden uns in der Folge auf diesen Fall beschränken, da bei den „reinen“ MBOs ohne Finanzinvestorbeteiligung zumeist keine Akquisitionsfinanzierung nach den internationalen Standards erfolgt und zum Teil andere Aspekte eine zentrale Rolle spielen.

Neben dieser Grundart der Akquisitionsfinanzierung gibt es einen atypischen Anwendungsfall von LBOs, bei dem regelmäßig strategische Investoren auftreten: Es handelt sich um so genannte Owner Buy-outs, bei denen ein Eigentümer über einen hohen Fremdmittelanteil an der Finanzierung die anderen Eigentümer „herauskauft“, d.h., dass er alle Eigenkapitalanteile respektive so viele Anteile, dass er die Mehrheit am Unternehmen erlangt, erwirbt. Auch hier werden die Fremdmittel des Unternehmens ausschließlich über die freien Cashflows des „gekauften“ Unternehmens bedient.

Die folgenden Ausführungen haben trotz der oben erläuterten thematischen Einschränkung *auch für die in der Praxis häufiger vorkommenden strategischen Käufe* insbesondere durch Unternehmen und Industrieholdings *auf Non-Recourse-Basis* – ohne haftungsmäßige Rückgriffsmöglichkeit auf den Käufer – mit hohem Fremdmittelanteil eine *sehr große Relevanz*. Verändert zudem die Akquisition und ihre Finanzierung die Gesamtgruppenbonität aus konsolidierter Sicht wesentlich in Richtung Non-Investment-Grade-Bereich müssen auch bei formaler Non-Recourse-Finanzierung *auf konsolidierter Basis* ähnliche Gestaltungsüberlegungen für die Gesamtfinanzierungsstruktur angestellt werden wie für hoch geleveragte Non-Recourse-Finanzierungen bei LBOs, MBOs oder Owner Buy-outs. Dies gilt für die meisten ausschließlich oder mehrheitlich über Fremdkapital finanzierten Übernahmen von Unternehmen durch mittelständische Käufer.

Ähnliche Überlegungen gelten für den Fall, dass ein *LBO-Unternehmen eine so genannte Add-on-Akquisition* vornimmt. Dabei kauft das LBO-Unternehmen A das Unternehmen B unter maximaler Heranziehung des Leverageeffektes bzw. unter Auslotung der Grenzen der Verschuldungsfähigkeit. Hierbei sollte stets der freie Cashflow der gesamten Gruppe (also von kaufenden und gekauften Unternehmen) unter Berücksichtigung der Synergien und der Integrationskosten als Ausgangspunkt für die Strukturierungsüberlegungen herangezogen werden.

---

<sup>4</sup> Vgl. Ecker/Schenck zu Schweinsberg/Fresl (2006) als Autoren der KPMG's Leveraged Finance Study 2005.

Der für die Akquisitionsfinanzierung entscheidende Maßstab des freien Cashflows<sup>5</sup> lässt sich vereinfacht und unter Ausklammerung von außerordentlichen Effekten folgendermaßen definieren:

	<b>EBITDA</b>
+/-	Rückstellungszunahmen / -abnahmen
-	Steuern
+/-	Desinvestitionen des/ Investitionen in das Anlagevermögen
+/-	Abnahme / Zunahme des Working Capitals <sup>6</sup>
<hr/>	
=	<b>freier Cashflow</b>

*Quelle: Eigene Darstellung*

*Tabelle 1: Vereinfachte Bestimmung des freien Cashflow*

## 1.2 Die Bedeutung der Akquisitionsfinanzierung

Bei M&A-Transaktionen können aus Sicht des Käufers vier wesentliche Risiken identifiziert werden:

- Irrtum über den objektiven Wert des Zielunternehmens
- Irrtum über den subjektiven Wert des Unternehmens
- Irrtum über den angemessenen Kaufpreis
- Irrtum über die angemessene Akquisitionsstruktur

Während die ersten drei Gefahrenbereiche eindeutig im Mittelpunkt des Interesses und der M&A-Prozesse (inklusive der Due Diligence) stehen, widmen Theorie und Praxis der Finanzierung des Kaufpreises zumeist weniger Aufmerksamkeit. Häufig wird der Finanzierungsaspekt erst relativ spät im Prozess näher betrachtet, auch wenn sich dieser gelegentlich als „deal breaker“ herausstellt. Die relativ untergeordnete Bedeutung der Finanzierungsstruktur im Kaufprozess, die bei strategischen Käufern weit verbreitet ist, steht in krassem Gegensatz zur Bedeutung der Akquisitionsstruktur als Erfolgsfaktor für M&A-Transaktionen. Bereits vor

<sup>5</sup> Der freie Cashflow ist jener Cashflow, den ein schuldenfreies Unternehmen nach Abzug der notwendigen Ausgaben für (profitable) Investitionen und Betriebsmittel (Working Capital) erwirtschaftet. Es handelt sich also um den Cashflow, der für den Schuldendienst (Zinsen + Tilgungen) eines Unternehmens zur Verfügung stehen würde.

<sup>6</sup> Die Betriebsmittel bzw. das Working Capital werden vereinfacht folgendermaßen ermittelt: Forderungen aus Lieferungen und Leistungen + Vorräte + Halb- und Fertigerzeugnisse – Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen.

zwölf Jahren drückte Wujtowicz<sup>7</sup> in einem Beitrag über Strukturierung von Akquisitionsfinanzierungen diese nach wie vor gültige empirische Tatsache folgendermaßen aus: „Instead of receiving primary attention, financing is often left as a final detail in structuring an acquisition. *Yet many business failures are attributable to inappropriate capitalization rather than operational problems.*“

Spätestens seit den spektakulären Unternehmenszusammenbrüchen im Technology-Media-Telecom-Sektor in der Post-Bubble-Zeit ab dem Frühjahr 2000, die häufig auf völlig ungeeignete Finanzierungsstrukturen zurückzuführen waren, sollte die große Bedeutung geeigneter Akquisitionsstrukturen für erfolgreiche M&A-Prozesse bzw. Unternehmensentwicklungen deutlich geworden sein. Auch viele Probleme oder Insolvenzen mittelständischer oder großer Unternehmen aus traditionelleren Sektoren gehen nicht zuletzt auf eine verfehlte, aggressive und zu stark auf Fremdmittelfinanzierung aufgebaute Einkaufspolitik zurück.

Beispiele für fehlgeschlagene Einkaufspolitiken sind gerade bei Familienunternehmen nicht schwer zu finden, zumal diese anders als Konzerne oder Finanzinvestoren akquirieren: So nennt Raffel den Industriebödenhersteller Rinol und die Klöckner-Moeller-Gruppe, die Elektro-Komponenten für die Industrie- und Gebäudeautomation anbietet, als Beispiele.<sup>8</sup> Die börsennotierte Rinol schlitterte Anfang 2006 in die Insolvenz; die Moeller-Gruppe wurde von der Eigentümerfamilie zu einem Bruchteil des ursprünglichen Unternehmenswertes an den Finanzinvestor Advent verkauft – Advent restrukturierte gemeinsam mit dem Management die Unternehmensgruppe in Rekordtempo und veräußerte sie zwischenzeitlich mit einer hohen Rendite im Rahmen eines Secondary Buy-outs an den Finanzinvestor Doughty Hanson.

Trotz einer Unzahl von Beispielen für eine verfehlte Einkaufspolitik gibt es Familienunternehmen, die durch eine gelungene Einkaufspolitik ihre Marktstellung deutlich verbessern konnten. Raffel erwähnt in demselben Artikel u.a. die Beispiele Würth (über 50 Akquisitionen), Vaillant, das mit Hepworth einen realtiv großen Wettbewerber übernahm und erfolgreich integrierte, sowie Knorr-Bremse, das seine Branche auch durch internationale Unternehmensakquisitionen konsolidierte. Ein besonders bekanntes und aktuelles Beispiel für durch Beteiligungskapital eines Finanzinvestors unterstützte erfolgreiche Akquisitionsstrategien zur Branchenkonsolidierung ist die Ersatzteile- und Werkstättenkette ATU.

Während der objektive Wert eines Unternehmens – unterstützt durch den Due-Diligence-Prozess – noch einigermaßen klar und relativ objektiv mit den gängigen Methoden der Unternehmensbewertung (z.B. die DCF-Methode)<sup>9</sup> festzustellen ist, hängt die Kaufbereitschaft letztlich von dem subjektiven Wert ab, den der Interessent dem Zielunternehmen beimisst. Über dem objektiven Wert liegende subjektive Werte sind zum einen in der so genannten Control Premium begründet, also in der Wertsteigerung durch bessere Unternehmensführung

---

<sup>7</sup> Wujtowicz (1994), S. 81.

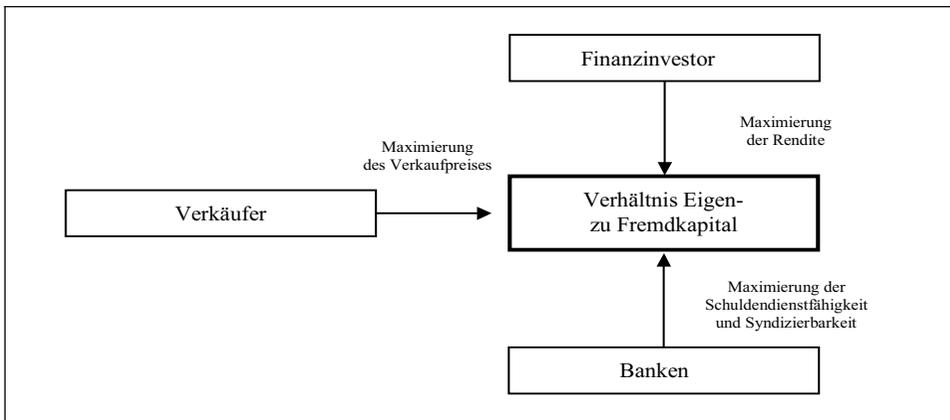
<sup>8</sup> Vgl. Raffel (2006).

<sup>9</sup> Einen guten Überblick bieten z.B. Coenberg/Schultze (2006), Copland/Koller/Murrin (2005) sowie umfassend Damodaran (2001a) und (2001b), Part Five; allerdings sind gerade die Bewertungen von Unternehmen im Zuge eines LBOs, die in dieser Arbeit im Mittelpunkt stehen, methodisch besonders schwierig und erfordern daher eine erhöhte methodologische Genauigkeit. Vgl. dazu Bruner (2004), S. 400 bzw. Chapter 13, sowie umfassend Arzac (2005).

des neuen Eigentümers, zum anderen in etwaigen Synergien. Schließlich kommen für einen höheren subjektiven Wert diverse andere geschäftspolitische Ziele (Marktführerschaft, Schutz vor feindlichen Übernahmen durch Größe und Marktkapitalisierung, usw.) in Betracht, auch wenn diese mitunter von eher zweifelhaftem Wert sein mögen.

Unterschiede zwischen Unternehmenswert und Kaufpreis ergeben sich in der Regel aus der konkreten Angebots- und Nachfragesituation im Rahmen der Verhandlungen, möglichen Fehlern oder irrigten Annahmen bei der Anwendung von Bewertungsverfahren und mehr oder weniger „außerökonomischen“ Motiven des Käufers („Ego“, Eigeninteressen seines Managements, Prestigeüberlegungen usw.). Der nicht selten unprofessionellen Heranziehung von Bewertungs-Multiples<sup>10</sup> kommt dabei eine große Bedeutung für die Überzahlungsproblematik zu. Die US-Investmentbank Grace Matthews formulierte im Sommer 2003 diese Gefahr besonders treffend: „Transaction multiples are the most dangerous tool in the dealmaker’s toolkit.“<sup>11</sup> Aufgrund der Tücken ihrer Anwendung gehen die Autoren der Studie noch einen Schritt weiter: „All this leads to one of investment banking’s great unspoken truths: purchase price multiples, without an accurate understanding of how they are calculated or a thorough analysis of how a transaction is structured, say nothing about the value of the deal.“

Der Kaufpreis und dessen Finanzierungsstrukturen ergeben sich aus den unterschiedlichen Interessen der Hauptbeteiligten am Kaufprozess. In Abbildung 6 vereinfacht dargestellt:



Quelle: Eigene Darstellung

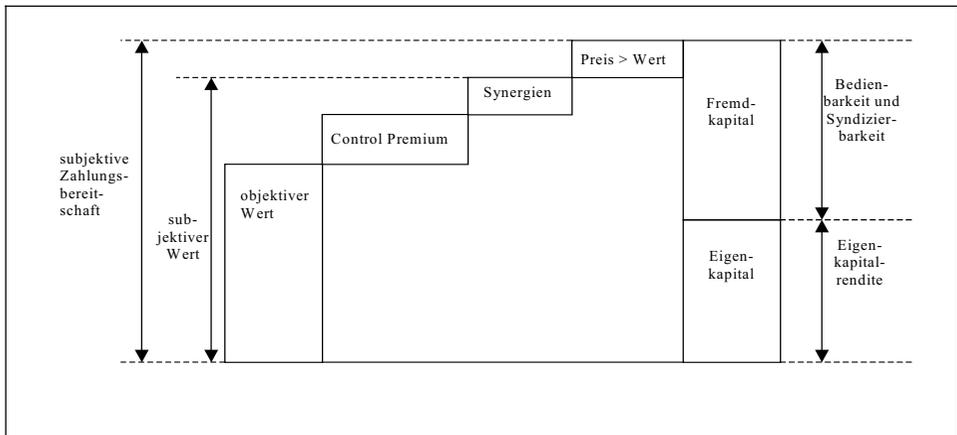
**Abbildung 6:** Schematische Grundstruktur der Interessen der LBO-Beteiligten

<sup>10</sup> So weisen u.a. Coenberg/Schultze (2006), S. 479 f., darauf hin, dass die in der Praxis oft angewandeten Enterprise-Value- und Equity-Value-Multiplikatormethoden (z.B. EBIT-Multiple, EBITDA-Multiple, Umsatzmultiple, Price-Earnings-Multiple usw.) – unabhängig davon, ob sie als Transaction oder Tradable Multiple eingesetzt werden – methodisch unzureichend sind und nur im Falle unzureichender Informationslage für die Anwendung der methodisch besseren Zukunftserfolgsmethoden (wie DCF), sonst aber nur als Plausibilitätscheck für die Ergebnisse aus der Anwendung dieser Zukunfterfolgsmethoden eingesetzt werden sollten. Zu den Anwendungsvoraussetzungen für Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung vgl. zuletzt umfassend Krolle/Schmitt/Schwetzer (2005).

<sup>11</sup> Grace Matthews (2003), S. 1.

In der Praxis versucht der Käufer meist, die maximal darstellbare Fremdmittelfinanzierung zu erzielen, kann doch bei entsprechender Rentabilität des Zielunternehmens (Gesamtkapitalrentabilität höher als Fremdkapitalzinsen nach Steuern) mithilfe des Leverageeffektes die Eigenkapitalrentabilität maximiert werden. Ob die maximale Bedienungsgrenze für Akquisitionsfinanzierungen der optimale Verschuldungsgrad ist, lässt sich nur im Einzelfall feststellen. Wie in der allgemeinen Diskussion um den optimalen Verschuldungsgrad ist hierbei zwischen dem Nutzen der Eigenkapitalmaximierung und den Kosten einer erhöhten Insolvenzgefahr und eines strategisch verringerten Handlungsspielraums durch geringere finanzielle Flexibilität abzuwägen. Der zuletzt genannte Aspekt ist infolge der üblichen engmaschigen Verhaltensauflagen in der Akquisitionsfinanzierung besonders wichtig. Der maximal zu zahlende Kaufpreis ergibt sich aus der Summe der Schuldendienstfähigkeit und dem, mit den Renditevorstellungen des Finanzinvestors abdiskontierten, Gegenwartswert des Eigenkapitals zum Exit-Zeitpunkt.<sup>12</sup>

Abbildung 7 veranschaulicht idealtypisch die den Kaufpreis und die Finanzierungsstruktur bestimmenden Elemente und damit auch die diesbezüglich möglichen Fehlerquellen.



Quelle: Eigene Darstellung

**Abbildung 7:** Schematische Grundelemente der Kaufpreisbestimmung und der Finanzierungsstruktur

In der Praxis sind diese potenziellen Fehlerquellen bei der Kaufpreis- und Finanzierungsstruktur häufig parallel anzutreffen. Überzahlung und zu hohe Verschuldung treten oft simultan auf, nicht zuletzt wegen zu optimistischer Annahmen bezüglich der zukünftigen freien Cashflows. Gehäuft treten diese Fehler bei strategischen Käufern auf, die auf eine Due Diligence völlig oder weitgehend verzichten. Zudem werden Synergien, die zunächst einmal nur Wertsteigerungspotenziale sind, überschätzt, die Integrationskosten und Integrationsprobleme (bis hin zu Cultural Clashes) dagegen unterschätzt.

<sup>12</sup> Vgl. dazu näher z.B. Arzac (2005), S. 227 ff.

Deshalb sollten die Käufer unseres Erachtens die Risiken im operativen Bereich und die Gefahr der Überzahlung nicht durch übermäßige finanzielle Risiken potenzieren. Die maximal darstellbare Fremdfinanzierung ist daher zumeist nicht die optimale Verschuldung, zumal sie oft erst nach der Akquisition erkennbare Handlungs- und Wertsteigerungsoptionen sehr stark begrenzt. Sind die Anfangsrisiken des Kaufs und der Integration überwunden, kann immer noch über Rekapitalisierungen der Verschuldungsgrad erhöht und einem geringeren operativen Risiko zwecks Eigenkapitalmaximierung ein höheres finanzielles Risiko entgegengesetzt werden.

### 1.3 Die Attraktivität der Akquisitionsfinanzierung für Banken und institutionelle Investoren

Im Allgemeinen bewegt man sich in der Akquisitionsfinanzierung im Bereich des Subinvestment-Grade, d.h. bei Risiken von BB+ und schlechter und damit im Bereich von spekulativen Risiken. Von daher erscheint es verwunderlich, dass auch konservative Banken in der Akquisitionsfinanzierung ein besonders attraktives Geschäftsfeld sehen. Gleiches gilt für die verschiedenen institutionellen Anleger wie Versicherungen, Pensions- und Investmentfonds, die – meist indirekt – in die Risikoklasse Akquisitionsfinanzierungen investieren und über enorme Mengen an Kapital verfügen. So verwalten die Investmentfonds weltweit über 1 Billion US-Dollar. Die indirekten Investments erfolgen zumeist über Collateralised Debt bzw. Loan Obligations (CDO, CLO), seltener über Credit Funds oder Hedgefonds und ähnliche Einrichtungen.

Dieser vermeintliche Widerspruch zwischen hohem Risikogehalt und hoher Attraktivität der Assetklasse kann selbstverständlich nur durch attraktive Renditen erklärt werden. Diese gewinnen gerade in Zeiten langanhaltender Niedrigzinsen an Bedeutung. Doch das Risiko von Kreditausfällen ist vor allem für bevorrechtete Kreditgeber wie Banken und institutionellen Investoren de facto geringer, als es auf den ersten Blick erscheint. In Summe ergibt sich für Banken bei der professionell durchgeführten Akquisitionsfinanzierung ein Ertrags-Risiko-Mix, der gegenüber anderen Geschäftsbereichen wie der klassischen Unternehmensfinanzierung für den Mittelstand sehr attraktiv ist.

In der mittelständischen Unternehmensfinanzierung hat man es häufig – vom Risikogehalt gesehen – mit ähnlichen Risiken wie bei LBO zu tun, Zinsmargen, Gebühren und Sicherheiten sind aber in der Akquisitionsfinanzierung ungleich attraktiver bzw. höher.

Im Einzelnen erklären folgende Argumente die besondere Attraktivität der Akquisitionsfinanzierung für bevorrechtete Kreditgeber:

1. Aufgrund der Untersuchungen des Zielunternehmens im Rahmen von Due Diligence-Untersuchungen besteht eine im Vergleich zur allgemeinen Unternehmensfinanzierung deutlich geringere Informationsasymmetrie zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber. Einen derart detaillierten Einblick in ein Unternehmen, wie er durch Due Diligence ermöglicht wird, ist selbst langjährigen Hausbanken in der allgemeinen Unternehmensfinanzierung regelmäßig verwehrt.

2. (Finanz-)Investoren konzentrieren sich mit Vorliebe auf besonders gute Unternehmen in stabilen Märkten, bei denen eine hohe Vorhersehbarkeit des (im Schnitt hohen) freien Cashflows gegeben sein sollte. Die relativ schlechte Bonität der Unternehmen, bei denen eine Akquisitionsfinanzierung durchgeführt wird, ist folglich nicht vor, sondern erst nach der Transaktion gegeben und resultiert meist überwiegend nur aus der hohen Verschuldung zur Finanzierung des Kaufpreises. Sie ist ein Resultat der Stärke und keineswegs das Ergebnis einer inhärenten Schwäche des Unternehmens. Daher sind Buy-out-Unternehmen zumeist gut in der Lage, die hohe Schuldenlast zu schultern, während inhärent schwache Unternehmen derselben Ratingstufe dies häufig nicht oder nicht ohne weiteres schaffen. Aus diesen Voraussetzungen resultieren besonders gute Bedingungen dafür, die Vorteile einer hohen Verschuldung (Eigenkapitalrenditemaximierung durch den Leverageeffekt) zur Geltung zu bringen, ohne dass die typischen Nachteile einer hohen Verschuldung (insbesondere das höhere Insolvenzrisiko und die geringere finanzielle Flexibilität) besonders ins Gewicht fielen.
3. Die Kaufgesellschaften sind mit einer ordentlichen Eigenmittelquote von zumeist über 30 Prozent ausgestattet, die einen relativ verlässlichen und aussagekräftigen Risikopuffer darstellt. Gleiches kann von den meist niedrigeren und rein buchmäßigen Eigenkapitalquoten nicht bzw. nur eingeschränkt behauptet werden. Dem steht auch der häufig sehr hohe Goodwill-Anteil in den Aktiva der Erwerbgesellschaften nicht entgegen, da dieser im Zeitpunkt des Kaufs Ergebnis einer aktuellen Marktbewertung des Unternehmens durch professionelle und (insbesondere über die Due Diligence) gut informierte Käufer ist.
4. Bei Finanzinvestoren handelt es sich meist um routinierte und professionelle Käufer, häufig mit einem guten Track Record, die über hohe finanzielle Mittel in Gestalt der von ihnen verwalteten Fonds verfügen. Ferner haben Finanzinvestoren einen Ruf zu verteidigen und im Sinne einer Opportunitätskostenrechnung zu berücksichtigen, dass sie auch künftig attraktive Kaufpreisfinanzierungen mit guten Konditionen und hohen Verschuldungsgraden aufstellen möchten. Daher sind sie auch bei Engagements, die nicht ihren Vorstellungen entsprechen und nicht die erwünschte Rendite erwarten lassen, häufig besonders engagiert.
5. Akquisitionsfinanzierern stehen umfangreiche Sicherheitenpakete zur Verfügung, die im Allgemeinen alle wesentlichen Vermögensgegenstände der betroffenen (Ziel-)Unternehmensgruppe umfassen. Besonders erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die Verpfändung der Gesellschaftanteile am gekauften Unternehmen, da die Verwertung auf Basis eines Going Concern (Fortbestand des Unternehmens) zumeist zu den besten Ergebnissen für Banken führt. Die relativ engen Auflagen und im Besonderen die Financial Covenants<sup>13</sup> gewährleisten, dass die Kreditgeber die Chance erhalten, ein überlebensfähiges Unternehmen zu verwerten. Von diesen Überlegungen gehen im Übrigen auch S&P und Moody's aus, wenn sie Akquisitionsfinanzierungskredite bonitätsmäßig einschätzen.

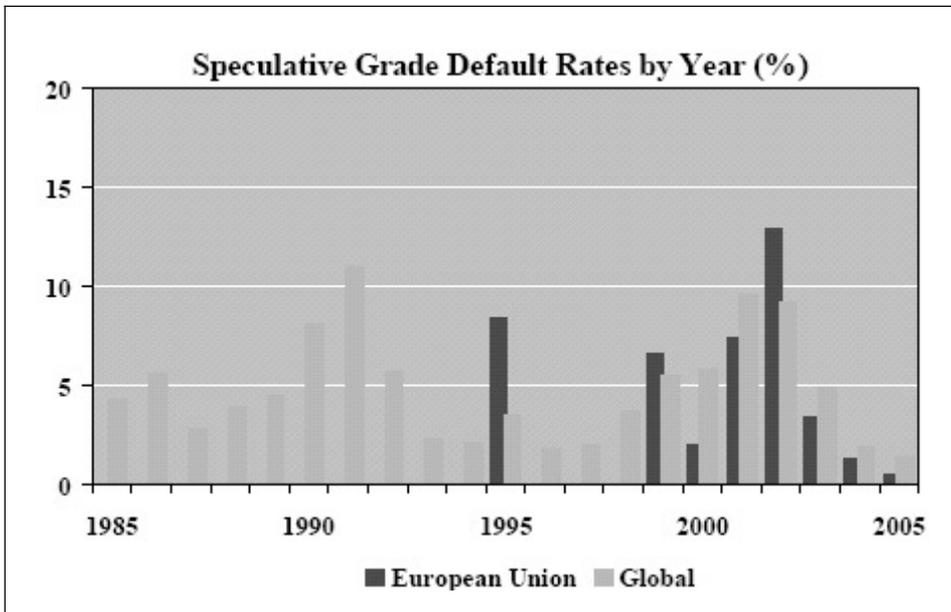
---

<sup>13</sup> Vgl. dazu genauer Abschnitt 10., insbesondere Kapitel 10.2.

6. Aufgrund der detaillierten Kredit- und Sicherheitenverträge sind die Spielregeln für den Krisenfall genau definiert, was das Zusammenwirken von Kreditgeber und Unternehmen im Vergleich zur klassischen Unternehmensfinanzierung deutlich erleichtert. So sind insbesondere die Interessen der Kreditgeber durch das regelmäßig vorliegende Bankensyndikat vorteilhaft gebündelt. So kann wertvolle Zeit und Energie für konstruktive Lösungsansätze gewonnen werden.
7. Bei mittelgroßen oder großen LBOs besteht ein mehr oder weniger liquider Sekundärmarkt für Akquisitionsfinanzierungen, der es Banken erlaubt, u.U. zu relativ günstigen Konditionen durch eine Übertragung von notleidenden oder auch nur underperformenden Krediten sich – falls dies Teil der jeweiligen Bankenkultur ist – eines Kredits oder eines Problemfalls zu entledigen. Dabei hilft der mittlerweile sehr professionelle und etablierte NPL-Markt, der sich für Problemkredite in Europa entwickelt hat und primär von London aus gesteuert wird.

Die angeführten Argumente gelten ceteris paribus für Mezzaninefinanzierungen. Nach Statistiken von S&P werden ca. 90 Prozent der Mezzaninefinanzierungen in Europa für LBOs zur Verfügung gestellt.

Aus den genannten Gründen ist es nicht überraschend, dass die Zahlungstörungen und Ausfälle überschaubar sind. Auf dies deutet auch Abbildung 8 hin.



Quelle: S&P bzw. Legge/Watters/Pedersen (2006)

**Abbildung 8:** Events of Defaults im Subinvestment-Grade-Bereich in Prozent

Laut S&P erreichte der globale Anteil an Zahlungsstörungen bei Bankdarlehen und High Yield Bonds im Subinvestment-Grade-Bereich<sup>14</sup> im März 2006 auf LTM-Basis<sup>15</sup> mit nur 1,3 Prozent den niedrigsten Wert seit acht Jahren. Während in den USA dieser Anteil bei steigender Tendenz bei 1,9 Prozent lag, wurden in Europa keine Zahlungsstörungen verzeichnet und in den Emerging Markets nur 0,2 Prozent. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Überliquidität im Kapitalangebot ist weder der anhaltende Anstieg der Verschuldung, noch der Rückgang bei Zinsmargen und Dokumentationsstandards überraschend. Zudem sind auch bei Zahlungsstörungen die Ausfallraten relativ gering. So ergab eine Studie in Großbritannien, dass Banken bei den untersuchten 42 MBOs nur 38 Prozent der aushaftenden Kredite verloren.<sup>16</sup>

S&P erwartet allerdings einen Anstieg des Anteils an Zahlungsstörungen im Subinvestment-Grade-Bereich von den derzeit global 1,3 auf 3 Prozent Ende 2006 und 4,3 Prozent Ende 2007 und damit fast wieder auf das historische Durchschnittsniveau von 4,65 Prozent (für den Zeitraum von 1981 bis 2005). Die in den letzten zwei Jahren festzustellende Zunahme aggressiverer Finanzierungen dürfte die derzeit guten Statistiken folglich wieder relativieren.

Das in jüngster Zeit festzustellende Anziehen der Zahlungsstörungen in den USA (insbesondere in den Sektoren Automobil, Transport und Telekom mit so prominenten Beispielen wie Delta, Northwest, Delphi, Collins & Aikman und Dana) sind dafür Vorbote. Auch die Insolvenz des französischen Automobilzulieferers GAL (der sich in einem Chapter 11 vergleichbaren Verfahren, dem „Procedure de Sauvegarde“, befindet) – laut S&P dem ersten Event of Default bei gerateten Bankdarlehen und High Yield Debt seit 15 Monaten in Europa – ist ein warnender Fingerzeig. Weitere deutliche Anzeichen sind die von S&P für 2005 festgestellte starke Zunahme von immer frühzeitiger einsetzenden Covenant-Verletzungen und Zahlungsstörungen bei Mezzaninedarlehen von LBOs sowie der merkbare Anstieg von Problemkrediten Ende 2005/Anfang 2006 in Europa.

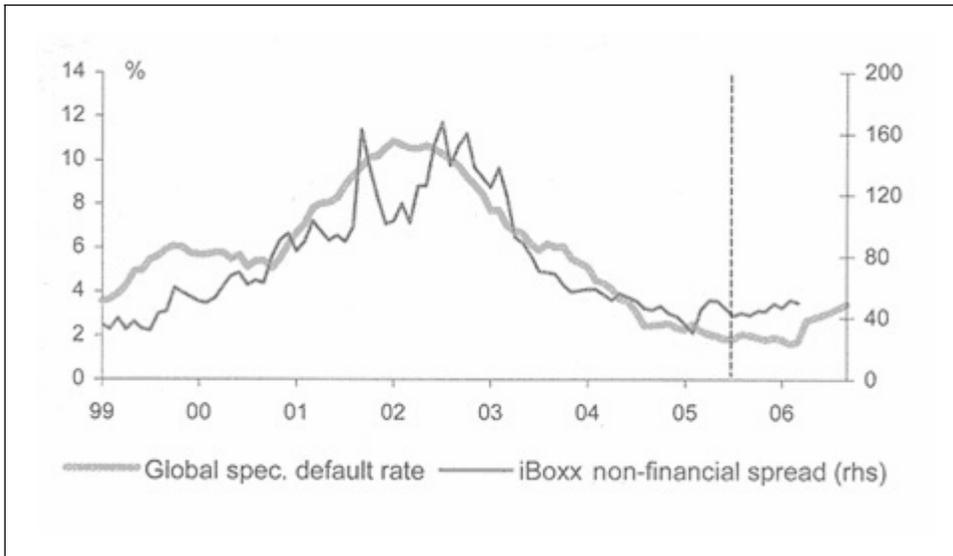
Folglich dürften sich die Zinsmargen parallel zu steigenden Ausfallraten wieder erhöhen: Laut Untersuchungen von BNP Paribas besteht eine starke Korrelation (85 Prozent) zwischen der globalen Ausfallrate und den iBoxx non-financial credit spreads, wie aus Abbildung 9 zu erkennen ist:

---

<sup>14</sup> Dieser wird in Europa von den LBO-Finanzierungen dominiert.

<sup>15</sup> LTM steht für Last Twelve Months.

<sup>16</sup> Vgl. dazu Citron/Wright/Ball/Ripington (2003).



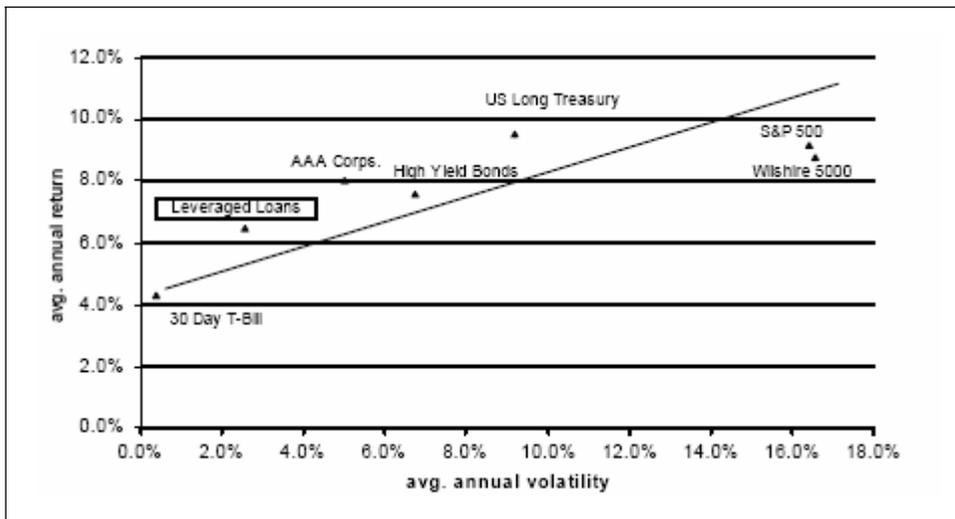
Quelle: Tawadey/Engineer/Lorenzen/Shah/Hardy (2006), S. 35

**Abbildung 9:** iBoxx non-financials spreads & global specific default rate

Aus all den angeführten Argumenten wird – trotz der zunehmenden Gefahren – klar, warum viele Banken in der Akquisitionsfinanzierung nach wie vor einen der attraktivsten Bereiche des Kreditgeschäfts sehen. Stellvertretend für zahlreiche Banken und Banker sei der Vorstandsvorsitzende der Landesbank Rheinland-Pfalz Dr. Friedhelm Plogmann zitiert: Die Akquisitionsfinanzierung sei für die LRP zum lukrativsten Bereich des Kreditgeschäfts geworden. Während im kreditlastigen Firmenkundengeschäft die Eigenkapitalrendite für die Landesbank bei 8–10 Prozent liege, und die in der Immobilienfinanzierung bei 15 Prozent, liege die Rendite bei Akquisitionsfinanzierungen bei 22 Prozent und damit bei dem zweieinhalbfachen des klassischen Firmenkundengeschäfts.<sup>17</sup> In der hohen Rendite spiegeln sich einerseits der hohe Anteil an Gebühren, andererseits die auch risikobereinigt relativ hohen Zinsmargen wider.

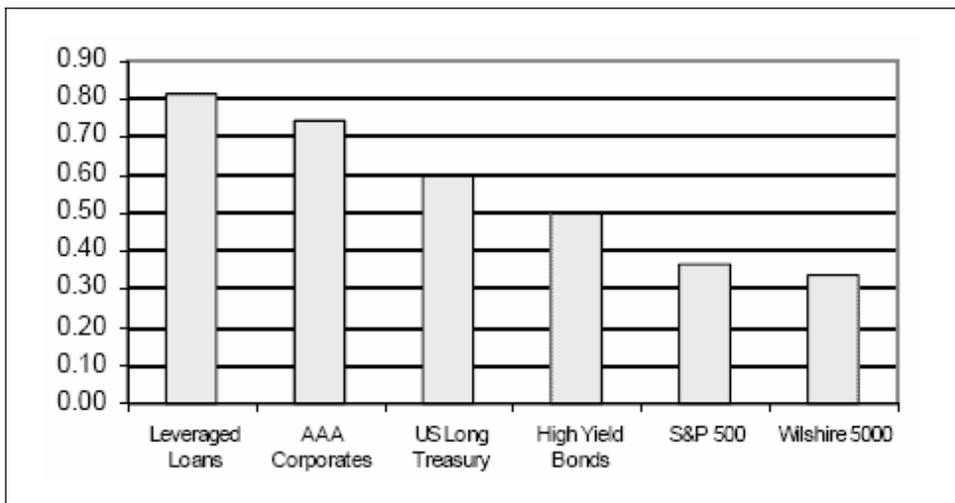
Eine Studie der Investmentbank CSFB verdeutlicht die hohe Attraktivität der Akquisitionsfinanzierung ebenfalls: Auf der Basis der Sharpe Ratio (d.h. eines Maßstabs, der eine Ertrags Einheit auf Basis einer Riskoeinheit misst) wiesen die Leveraged Loans im Zeitraum von 1992 bis 2002 die vergleichsweise höchsten Werte auf (siehe hierzu die Abbildungen 10 und 11).

<sup>17</sup> Interview im Handelsblatt vom 19. Dezember 2005, S. 21.



Quelle: CSFB bzw. NewAmsterdam Capital, *European Leveraged Loans*,  
[www.nacfinance.com/Euro\\_Leveraged\\_Loans\\_Introduction.pdf](http://www.nacfinance.com/Euro_Leveraged_Loans_Introduction.pdf)

**Abbildung 10:** Risk/Return-Zusammenhang 1992 bis 2002



Quelle: CSFB bzw. NewAmsterdam Capital, *European Leveraged Loans*,  
[www.nacfinance.com/Euro\\_Leveraged\\_Loans\\_Introduction.pdf](http://www.nacfinance.com/Euro_Leveraged_Loans_Introduction.pdf)

**Abbildung 11:** Sharpe Ratio 1992 bis 2002