

Presse

**Fachartikel:**

“Akquisitionsfinanzierung nach der Einführung des Euro”, von Melville D.Mummert, M&A Review



SPOTLIGHT

SPOTLIGHT

## Akquisitionsfinanzierung nach der Einführung des Euro

*Melville D. Mummert  
ABN AMRO Corporate Finance  
(Deutschland) GmbH, Frankfurt am Main*

Die Europäische Währungsunion (EWU) ist ein historisches Ereignis, das den Markt für Unternehmenskäufe und -verkäufe wesentlich beeinflussen wird. Beispielsweise werden ab 1. Januar 1999

- die ersten Unternehmen ihre Ergebnisse in Euro veröffentlichen und somit Investoren den direkten Vergleich ihrer aktuellen Finanzlage ermöglichen.
- sämtliche Staatsanleihen der Mitgliedstaaten in Euro denominiert.
- Zinssätze als Berechnungsbasis für Finanzierungen von FIBOR (Frankfurt) oder MIBOR (Mailand) auf den von der Europäischen Zentralbank bestimmten Eurozins umgestellt.

Die Chancen und Risiken von Akquisitionen in den zunächst elf Ländern, die sich für die Teilnahme an der EWU entschieden haben, ändern sich entsprechend.

### **Veränderte Rahmenbedingungen**

Grenzüberschreitende Akquisitionsmöglichkeiten werden in Zukunft vergleichbarer. Käufer können die Finanzlage einzelner Unternehmen durch die einheitliche Währung gegenüberstellen. Obwohl die unterschiedliche Bilanzierungs- und Steuerpolitik der Euro-Länder nicht sofort vereinheitlicht wird, wird die nationale Währung bei Akquisitionen und bei der Finanzierung von Transaktionen keine Rolle mehr spielen. Weiterhin wird die Notwendigkeit, Betriebe in nationalen Märkten zu etablieren – z. B. um Marktzugang zu schaf-

fen – weniger relevant als Kriterien wie Kundenstamm, Qualität des Managements, Technologie oder Produkte. Unternehmen werden zunehmend international konkurrieren müssen, da auch die Preise (und Margen) in den Euro-Ländern transparenter werden.

Die Vereinheitlichung der Zinsen ist eine weitere Konsequenz der EWU. In den letzten Jahren war die Konvergenz von Zinsen für Staatsanleihen auf das deutsche Niveau zu beobachten. Die Bedingungen von Maastricht führen zu einer erhöhten Disziplin aller Länder in der Haushaltspolitik mit dem Ergebnis, daß die durchschnittlichen Zinsen in den EWU-Ländern sinken. Niedrigere Zinsen wiederum bedeuten niedrigere Finanzierungskosten für Akquisitionen – eine Entwicklung, die insbesondere Käufe durch Finanzinvestoren beflügeln wird.

Die Einführung des Euro wird auch Finanzierungen über die Kapitalmärkte neue Impulse geben. Der Anleihemarkt, der den Zugang zu Eurobonds als Finanzierungsmittel bisher nur auf "BlueChip"-Unternehmen mit bester Bonität beschränkte, wird in Zukunft eine breite Basis für Corporate-Bond-Emissionen schaffen. Reduzierte Staatsanleihen der Euro-Länder aufgrund der Haushaltsrestriktionen von Maastricht und zunehmende Privatisierungen werden das Angebot an Staatsanleihen reduzieren. Gleichzeitig wird die Nachfrage von institutionellen Anlegern (Rentenfonds, Versicherungen, Vermögensverwalter) nach Alternativen steigen – der Markt für Corporate Bonds wird dadurch gestärkt. Auch im Hinblick auf die sinkenden Zinsen für Staatsanleihen (siehe oben) wird die Nachfrage nach einem breiten Spektrum von Corporate Bonds unterschiedli-

cher Verzinsung (d. h. unterschiedlicher Bonität) zunehmen. Solche Anleiheemissionen können u. a. auch für Akquisitionen genutzt werden. Nichtbörsennotierte Unternehmen werden damit zum ersten Mal mit der Veröffentlichung ihrer Bonität (sog. Ratings) und der Verpflichtung zur Offenlegung der Finanzlage des Unternehmens sowie zu einer laufenden Berichterstattung konfrontiert.

### **Neue Finanzierungsinstrumente für Akquisitionen: Mezzanine**

Bisher wurden Akquisitionen primär durch Eigenmittel der Käufer sowie durch Bankdarlehen (erst- und zweitrangig) finanziert. Fremdmittelgeber waren typischerweise die Hausbanken der Käufer oder einheimische Banken im Land des Kaufobjektes.

In den letzten Jahren haben sich neue Finanzierungsinstrumente in Kontinentaleuropa etabliert, die früher nur in den USA und Großbritannien geläufig waren. Diese Instrumente – sogenanntes Mezzanine – kombinieren die Eigenschaften von Eigenkapital und Darlehen und stellen somit eine Stufe zwischen den beiden klassischen Finanzierungsinstrumenten dar. "Mezzanine" kommt aus dem angelsächsischen Sprachgebrauch als Begriff für "eine Zwischenetage in einem Gebäude" und stammt von dem italienischen "mezzano" oder "Mitte".

Mezzanine sind Fremdkapital-Instrumente mit Eigenkapital-Charakter und somit eine Synthese beider Kapitalarten. Beispiele der Mezzanine-Finanzierung sind in Abb. 1 dargestellt.

Fremdkapitalähnlich ist die Verzinsung des Mezzanine-Instruments und die Forderung zur Tilgung nach Ablauf einer Frist. Mezzanine-Instrumente sind in der Regel nachrangige Darlehen, die im Konkursfall Priorität vor den Ansprüchen der Eigenkapitalgeber haben.

Eigenkapitalähnlich sind die Bedingungen, zu denen ein Mezzanine-Instrument in Geschäftsanteile umgewandelt werden kann, z. B. durch Optionen auf Anteile (sog. Options

SPOTLIGHT

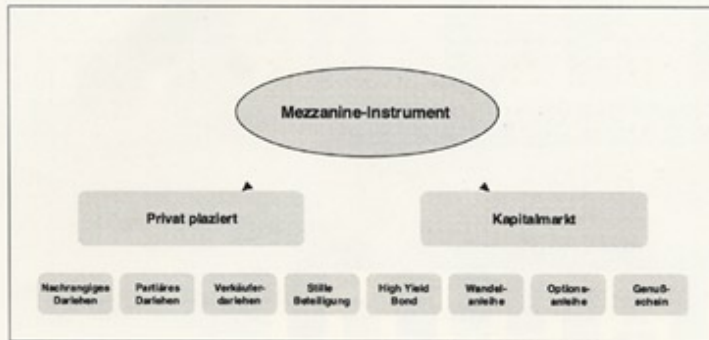


Abb. 1: Beispiele für Mezzanine-Finanzierungen

Kapitalmärkte werden auch Unternehmen mit niedriger Bonität Zugang zu den Anleihemärkten erhalten und Anleihen in Zusammenhang mit Akquisitionen öffentlich platzieren können. Privat plazierte werden weiterhin Mezzanine-Instrumente und syndizierte Euro-Darlehen.

2) **Banken**

Auch Banken werden von der EWU beeinflusst.

Aufgrund reduzierter Margen bei traditionellen besicherten Darlehen werden Banken zunehmend Produkte wie Akquisitionsfinanzierung oder Projektfinanzierung anbieten, um eine höhere Rendite (bei entsprechendem Risiko) zu erzielen. Der zunehmende Fokus der Banken auf Shareholder Value führt nicht nur zu grenzüberschreitenden Fusionen der Finanzinstitute, sondern auch zur Suche nach neuen Dienstleistungen und Produkten. Plazierungen im Kapitalmarkt (Aktien- und Anleihemarkt) werden daher gefördert und vermittelt durch die Emissionsabteilungen der Banken. Kreditanalyse und Bonitätsprüfungen werden zunehmend wichtigere Kompetenzen, die von den Banken ausgebaut werden müssen. Banken werden gelegentlich auch mit ihrem Eigenkapital Akquisitionen mitfinanzieren.

3) **Kapitalbeteiligungsgesellschaften**

Allein in den letzten zwei Jahren sind in Europa Fonds für Akquisitionen in Höhe von mehr als 40 Mrd. DM aus Eigenmitteln und Mezzanine-Kapital aufgelegt worden. Bei einer konservativen Finanzierungsstruktur von 2:1 (Fremdmittel zu Eigenmittel) bedeutet dies, daß Kapitalbeteiligungsgesellschaften bis zu 120 Mrd. DM für Akquisitionen finanzieren könnten. Somit werden Finanzinvestoren in zunehmendem Maße eine Konkurrenz zu industriellen Käufern darstellen. Beide werden von der Vergleichbarkeit und Transparenz der Unternehmen nach Einführung der EWU

oder Warrants). Diese sogenannten "Equity Kickers" erlauben eine unternehmerischere Struktur der Fremdfinanzierung als bei Bankdarlehen.

Mezzanine-Instrumente stellen eine Ergänzung zu Eigenkapital (nicht-verzinstes Haftkapital) und Bankdarlehen (verzinstes, besicherte Schulden) für die Akquisitionsfinanzierung dar. Die wichtigsten Vorteile von Mezzanine-Instrumenten sind u. a. folgende:

- Längere Laufzeit, die den Cash-flow des erworbenen Unternehmens entlastet
- Niedrigere Zinsbelastung als bei Bankdarlehen
- Flexible Tilgung, die selten aus operativem Cash-flow erfolgt, sondern in der Regel im Rahmen eines zu definierenden Exits (vor Ablauf der Tilgungsdauer)

Dagegen stehen jedoch folgende Nachteile:

- Die eigenmittelähnlichen Bedingungen führen zu höheren Kapitalkosten für die Eigenkapitalgeber
- Finanzierungsvolumina sind begrenzt, meist bis zu 100 Mio. DM
- Darlehenähnliche finanzielle Auflagen sind möglich

Bei der Erarbeitung einer Finanzierungsstruktur für Akquisitionen stellen Mezzanine-Instrumente somit eine interessante Ergänzung zu den "klassischen" Finanzierungsarten

"Eigenkapital" und "Fremdkapital" dar. Die genaue Struktur einer Finanzierung beruht weiterhin auf Cash-flow-Prognosen des erworbenen Unternehmens sowie auf dem operativen und finanziellen Risikoprofil des Erwerbers.

Den Einfluß neuer Finanzierungsinstrumente wie Mezzanine und High Yield Debt (hochverzinsliche Anleihen) auf Preise, die für Akquisitionen gezahlt wurden, zeigt Abb. 2. Hier sind lediglich Akquisitionen von Finanzinvestoren berücksichtigt, die typischerweise solche Instrumente häufiger einsetzen als industrielle Käufer.

**Einfluß auf Teilnehmer bei Akquisitionen**

Die Einführung des Euro wird neue Chancen und Risiken für die Teilnehmer bei Akquisitionen bedeuten.

1) **Unternehmen**

Die Durchführung grenzüberschreitender Transaktionen wird vereinfacht durch die einheitliche Währung aller Gesellschaften eines internationalen Unternehmens sowie durch die Vergleichbarkeit mit anderen Akquisitionsobjekten. Die Finanzierung der Transaktion sowie die Rückzahlung oder Tilgung des Fremdmittelanteils kann darüber hinaus zentral gesteuert werden, da die Cash-flows aller Gesellschaften in Euro denominated werden.

Durch die erhöhte Liquidität (d.h. erhöhte Nachfrage und Angebot) der

INTERNATIONAL COLUMN

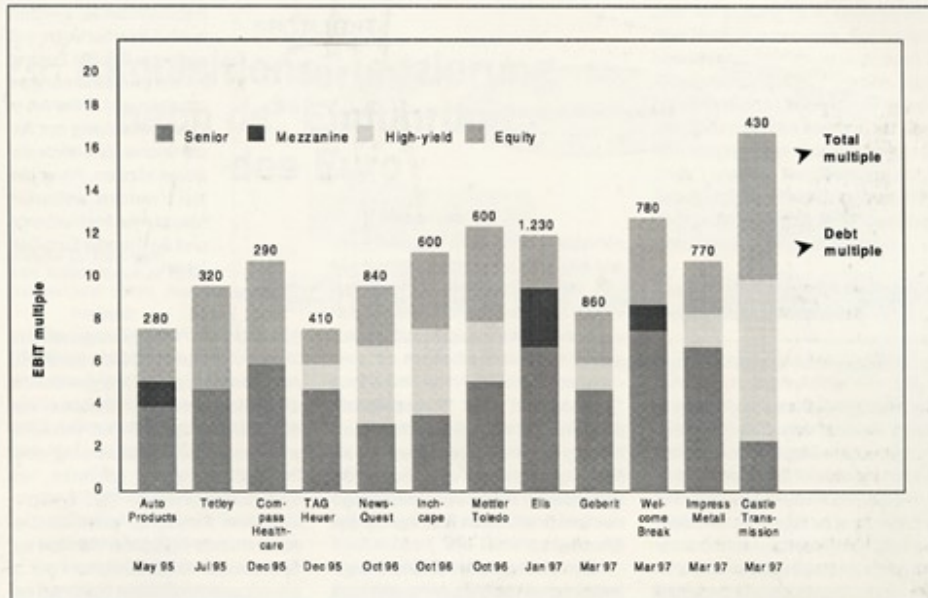


Abb. 2: Finanzierungsstrukturen von Akquisitionen mit Beteiligung von Finanzinvestoren (Zahlen in Mio. US-\$)  
 Quelle: European Debt Finance

profitieren. Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden zunehmend in führende paneuropäische Unternehmen statt in nationale Marktteilnehmer investieren. Die neuesten Finanzierungsinstrumente werden besonders von Finanzinvestoren eingesetzt, da sie bei Akquisitionen meistens bereit sind, ein höheres finan-

zielles Risiko einzugehen als industrielle Käufer.

**Fazit**

Die Einführung des Euro wird die Finanzierungsmöglichkeiten bei Unternehmensakquisitionen wesentlich beeinflussen. Unternehmen werden vergleichbarer, das niedrigere Zinsni-

veau wird die Finanzierungskosten senken, neue Finanzierungsformen wie Mezzanine und High Yield Bonds werden in der Akquisitionsfinanzierung an Bedeutung gewinnen. Der M&A-Markt wird dadurch wachsen und alle Marktteilnehmer können von den Chancen der neuen Gegebenheiten profitieren.