

10.06.2008

Finanzzeitung

## Neue Modelle beim Firmenkauf

### **In Zeiten knappen Geldes vergeben die Verkäufer immer häufiger selbst Kredite an die neuen Eigner**

ROBERT LANDGRAF | FRANKFURT Verkäufer von Unternehmen springen immer häufiger in die Bresche und bieten selbst Kredite bei Übernahmen an. Damit sollen Kreditverhandlungen erleichtert werden, die sich in der Finanzkrise schwieriger gestalten. "Vor zwölf Monaten war das noch kein Thema", sagt Richard Markus, Managing Director bei der US-Bank Jeffries International. Doch heute könnten die sogenannten Vendor-Darlehen, die Verkäufer direkt den Erwerbern gewähren, vor allem dabei helfen, unterschiedliche Vorstellungen beim Kaufpreis zu überbrücken und die Kreditvergabe durch die Banken zu erleichtern.

Insgesamt läuft es im Übernahmegeschäft im Mittelstand trotz Finanzkrise rund. Stephan Beil, Managing Director der Deutschen Bank, sieht bei Übernahmen unter 150 Mill. Euro sogar mehr Transaktionen als im gesamten ersten Halbjahr 2007. Aus gutem Grund: "Die derzeitigen Auftragseingänge sichern Umsatz und Ergebnis der Unternehmen für dieses Jahr ab. Aber keiner weiß, wie es 2009 weitergehen wird. Das ist ein Blick in die Kristallkugel", sagt Martina Ecker, Managing Director bei Jeffries. Da falle die Entscheidung für einen Unternehmensverkauf leichter.

Zwar haben sich Banken angesichts der Finanzkrise aus dem Geschäft mit fremdfinanzierten Übernahmen zurückgezogen, wie Beil festgestellt hat. Doch kommt für jeden Konkurrenten ein neuer hinzu, und die Landesbanken suchen nach neuen Geschäftsmodellen. Branchenkreise berichten von verstärkten Aktivitäten der Landesbanken. Gerade die WestLB falle mit aggressiven Konditionen auf. Außerdem habe die Privatbank Sal. Oppenheim 2007 ein Team aufgestellt, das bei Krediten stark unterwegs sei. Und ausländische Neueinsteiger in Deutschland wie die italienische Mediobanca vergäben seit kurzem ebenfalls reichlich Kredite.

Der Wettbewerb sei deshalb in Deutschland härter als etwa in England, Frankreich und den USA, stellt Markus fest. Trotzdem würden die Kreditnehmer heute genau durchleuchtet, die Transaktionssicherheit habe abgenommen, und es gebe viele Clubdeals, bei denen sich mehrere Banken die Kredite und Risiken teilten. Gleichzeitig steigt der Eigenkapitalbedarf. Nach den Worten von Oliver Kehren, Executive Director bei Morgan Stanley, ist die Eigenkapitalquote der Beteiligungsfirmen bei ihren Deals von durchschnittlich 34 auf 42 Prozent im ersten Quartal des laufenden Jahres gestiegen.

Trotz der Finanzkrise bleibe der deutsche Mittelstand relativ hoch bewertet, stellt Banker Markus fest. **Insgesamt sind die Preise im Vergleich zum erzielten Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen rund ein Fünftel gesunken, liegen aber immer noch im Durchschnitt bei etwa dem Fünffachen, beobachtet Philippe Roesch, Managing Director beim Private-Equity-Haus Auda (Deutschland).**

Ein Vendor-Kredit kann die Bedenken der Banken bei der Kreditvergabe abmildern. Das Volumen beträgt nach der Erfahrung von Jefferies oftmals rund fünf bis zehn Prozent des Unternehmenswertes. Der Kredit ist nachrangig und wird im Fall einer Pleite zuletzt bedient. Er besitzt Eigenkapitalcharakter. Die Verzinsung ähnelt der bei einem Gesellschafterdarlehen und liegt derzeit bei rund acht bis zehn Prozent. Nur bei einer Rekapitalisierung, die etwa über eine hohe

Dividendenausschüttung an die Finanzinvestoren erfolgen kann, muss der Kredit in der Regel vorher abgebaut werden. Branchenkreisen zufolge wurde beim Verkauf des Folienherstellers Hornschuch an Barclay Private Equity ein Vendor-Kredit eingesetzt.

Es gibt nach den Worten von Bankerin Ecker aber auch andere Modelle, die in jüngster Zeit in Mode gekommen sind. Zum Beispiel müssen bei Earn-Out-Modellen Ertragshürden übersprungen werden, damit der Verkäufer daran teilhat. Und bei einer Rückbeteiligung bleibt der Verkäufer am Unternehmen beteiligt. Er setzt angesichts guter Geschäftsperspektiven auf Wertsteigerungen. So hat sich der Finanzinvestor Advent beim Verkauf von Casa Reha an HG Capital rückbeteiligt. "In Beteiligungszenarien mit Earn-Out und Rückbeteiligung ist der Verkäufer bereit, einen Teil des vermeintlich hohen Preises als Risiko zu tragen", sagt sie. Gleichzeitig nehme er an künftigen Gewinnen teil.

Landgraf, Robert

SE (Seite):23

DE (Thema):Kredit-Firmenkredit; Kredit; Geld und Kredit; Mergers & Acquisitions M & A;

CN (Land):Bundesrepublik Deutschland C4EUGE;

NN (Person):Markus, Richard; Ecker, Martina;

## **Kreditmodelle**

Earn Out: Vertragsbestimmungen, die dem Unternehmensverkäufer zusätzliche Provisionen zusichern, wenn bestimmte Kriterien beim Umsatz und Ertrag erfüllt sind. Das Problem des Modells ist, dass der Verkäufer in der Regel auf das Erreichen der Ziele keinen Einfluss mehr hat.

Rückbeteiligungen: Sie bieten sich an, wenn sich Käufer und Verkäufer nicht über den Kaufpreis einigen können. Das Darlehen ist ein starker Vertrauensbeweis in die Leistungsfähigkeit des Unternehmens durch den Verkäufer. Das Problem ist die fehlende Vergleichbarkeit bei den Zielen.