



## **Risiken der Akquisitionsfinanzierung**

### **Seminararbeit Beispiel**

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung .....	1
2. Die Verpflichtungserklärung.....	1
3. Konditionalität.....	3
4. Zusicherungen und Gewährleistungen .....	3
5. Perfektion der Grundpfandrechte .....	4
6. Fazit.....	5
Literaturverzeichnis.....	6

## **1. Einleitung**

Akquisitionsfinanzierung oder die Finanzierung von Kapital zum Zweck des Erwerbs eines Zielunternehmens ist ein wachsendes Spezialgebiet unter den Finanzierungsinstrumenten (vgl. Mittendorfer, 2007: 17f). Obwohl dies ein häufig verwendetes Schlagwort ist, kann es insofern eine Fehlbezeichnung sein, als dass verschiedene Praktiker die Anbieter unterschiedlicher Ebenen der Kapitalstruktur eines Unternehmens bei jeder Akquisition vertreten. Dennoch kann die Strukturierung einer erfolgreichen Akquisitionsfinanzierung entmutigend und anspruchsvoll sein (vgl. Schmidlin, 2018: 212).

Obwohl riskant und oft kompliziert, können die Vorteile einer Akquisition erheblich sein. Die Finanzierung der Akquisition kann lange vor einer Transaktion im Vordergrund stehen. Viele Unternehmen entscheiden sich jedoch dafür, diesen Schritt bis zur Aushandlung der Absichtserklärung zurückzustellen. Es gibt keine Vorlagen für die ideale Kapitalstruktur und das Beratungsangebot in Bezug auf Finanzierungsalternativen, -struktur und -anbieter kann überwältigend sein.

Akquisitionsfinanzierungen werden von vielen verschiedenen Arten von Kreditgebern und Investoren angeboten. Der bedachte Finanzier findet das richtige Gleichgewicht zwischen der Maximierung der Eigenkapitalrendite und der Aufrechterhaltung der kurz- und mittelfristigen Flexibilität, falls ein unvorhergesehener Bedarf entsteht.

Angesichts der zunehmenden Bedeutung alternativer Kapitalquellen, die Käufern zur Verfügung stehen, bietet diese Arbeit einen Überblick über einige der häufigsten Risiken bei der Akquisitionsfinanzierung.

## **2. Die Verpflichtungserklärung**

Die Verpflichtungserklärung für die Finanzierung enthält die wesentlichen Bedingungen der Verpflichtungen der Kreditgeber zur Finanzierung der Kredite und die Bedingungen, die diesen Verpflichtungen vorausgehen (vgl. Laudenklos, 2016: 785). Das Erhalten einer geeigneten Erklärung von einem oder mehreren Kreditgebern ist für die Akquisitionsfinanzierung von besonderer Bedeutung und kann der entscheidende Faktor dafür sein, ob ein Verkäufer einen Akquisitionsvertrag mit einem bestimmten Käufer unterzeichnet, wenn sich der Käufer nicht anderweitig als in der Lage erweisen kann, die Akquisition durch seine eigenen Mittel zu finanzieren. Wie bei allen zugesagten Finanzierungen möchte der Kreditnehmer von seinen Kreditgebern eine durchsetzbare Verpflichtung, die die Kreditgeber verpflichtet, die Kredite unter bestimmten Bedingungen, die einvernehmlich vereinbart wurden, zu verlängern. Bei der Akquisitionsfinanzierung, bei der der Kreditnehmer den Erlös aus den Darlehen ganz oder

teilweise zur Zahlung des Kaufpreises für das Zielunternehmen verwendet, ist der Verkäufer auch darüber besorgt, ob der Käufer starke Finanzierungsverpflichtungen seiner Kreditgeber hat (vgl. Etzel, 2018: 1414). Wenn die Kreditgeber des Käufers die Kredite nicht finanzieren, kann dies zu einer fehlgeschlagenen Akquisition führen.

In einer typischen Zeitspanne einer Akquisition, insbesondere einer, an der öffentliche Unternehmen beteiligt sind, schließen Käufer und Verkäufer die endgültige Vereinbarung für die Akquisition innerhalb der Wochen, wenn nicht Monate vor der Akquisition ab. Nach der Ausführung bemühen sich Käufer und Verkäufer um behördliche Genehmigungen und andere Einwilligungen Dritter, die möglicherweise zum Abschluss der Akquisition erforderlich sind, führen bei Bedarf ein Übernahmeangebot aus, führen die verbleibende Due Diligence durch, schließen die Finanzierungsdokumentation ab und ergreifen andere erforderliche Maßnahmen.

Die Unterzeichnung eines Übernahmevertrags führt häufig dazu, dass der Verkäufer andere potenzielle Kaufangebote für einen bestimmten Zeitraum nicht verfolgt, während die Parteien daran arbeiten, die Vereinbarungen zu vervollständigen. Beispielsweise enthalten Akquisitionsvereinbarungen routinemäßig Vereinbarungen, die es dem Verkäufer verbieten, andere Angebote einzuholen oder auf andere Weise zu fördern, und von den Parteien verlangen, zügig auf den Abschluss hinzuarbeiten. Darüber hinaus geben viele Übernahmeverträge dem Käufer entweder kein Recht, den Vertrag zu kündigen, wenn seine Finanzierung ausfällt (als „Ausfinanzierungsbestimmung“ bezeichnet), oder verlangen vom Käufer eine erhebliche Vertragsstrafe, wenn die Transaktion fehlschlägt, auch infolge eines Finanzierungsausfalls (vgl. Rebmann, 2015: 13f). Dementsprechend möchte der Käufer bei der Unterzeichnung des Übernahmevertrags und als Gegenleistung für die Bemühungen und Kosten des Käufers, die Akquisition abzuschließen, dass die Kreditgeber starke vertragliche Verpflichtungen zur Finanzierung der zum Abschluss der Akquisition erforderlichen Kredite haben.

Wer die Verpflichtungspapiere erstellt, ist eine Frage, bei der Sponsoren häufig günstiger behandelt werden als andere Kreditnehmer. Während die Kreditgeber in den meisten Fällen damit rechnen, Verpflichtungsunterlagen zu erstellen, bereiten die größeren Sponsoren jetzt regelmäßig ihre eigenen Formulare für Verpflichtungspapiere vor und fordern die Kreditgeber auf, diese zu verwenden. Aus Sicht der Sponsoren kann die Kontrolle der Entwürfe zu standardisierten Verpflichtungserklärungen über Geschäfte hinweg und zu einem effizienteren und schnelleren Prozess zur Fertigstellung von Verpflichtungserklärungen führen. Um die besten Konditionen zu erzielen, verhandeln die Sponsoren häufig gleichzeitig mit einer Reihe

potenzieller Kreditgeber und vergeben dann die Hauptrolle bei einer Akquisitionsfinanzierung an den Kreditgeber, der bereit ist, die günstigsten Konditionen zu akzeptieren.

### **3. Konditionalität**

Das Bedürfnis des Käufers nach Sicherheit der Mittel zur Zahlung des Kaufpreises legt einen starken Fokus auf die Bedingungen, die erfüllt sein müssen, bevor die Kreditgeber vertraglich zur Finanzierung der Kredite verpflichtet sind (vgl. Koch, 2013: 30). Infolgedessen hat ein Käufer eine starke Präferenz dafür, die Anzahl der in einem Verpflichtungsschreiben genannten Bedingungen zu begrenzen und sicherzustellen, dass das Verpflichtungsschreiben die enthaltenen Bedingungen explizit enthält, um die Finanzierungssicherheit zu erhöhen. Käufer und Verkäufer möchten ein Szenario vermeiden, in dem die Bedingungen erfüllt sind, die der Verpflichtung des Käufers zum Abschluss des Erwerbs vorausgehen, die Verpflichtung des Kreditgebers zur Finanzierung der Kredite jedoch nicht. Insbesondere in dem Szenario, in dem keine Finanzierungsklausel im Erwerbsvertrag enthalten ist, kann der Käufer den Erwerb möglicherweise nicht abschließen und muss dies mutmaßlich tun, wenn die Erwerbsfinanzierung durchfällt, weil der Käufer die Bedingungen im Verpflichtungsschreiben nicht erfüllen kann, und zahlt infolgedessen dem Verkäufer beträchtliche vertragliche Auflösungsgebühren. Bestimmte Bedingungen, die nachstehend erörtert werden, unterliegen häufig intensiven Verhandlungen über die Akquisitionsfinanzierung.

### **4. Zusicherungen und Gewährleistungen**

Darlehensverträge erfordern in der Regel, dass die enthaltenen Zusicherungen und Gewährleistungen als Bedingung für die Finanzierung korrekt sind. Kreditgeber, die die Akquisition finanzieren, möchten auch, dass die Darstellungen in Bezug auf das Ziel in der Akquisitionsvereinbarung korrekt sind. Dies ist sinnvoll, da das Ziel nach Abschluss der Akquisition wahrscheinlich für die Kredite (entweder als Kreditnehmer oder als Bürge) und damit für einen Teil des Kredits, gegen den die Kreditgeber finanzieren, verpflichtet ist.

„SunGard-Bedingungen“<sup>1</sup> sind heute in Verpflichtungserklärungen für Akquisitionsfinanzierungen üblich. Diese Klauseln sind für mehrere Bestimmungen in einem

---

<sup>1</sup> „SunGard“ ersetzt die üblichen Bedingungen für die Erstfinanzierung am Abschlusstichtag, nach denen alle Zusicherungen und Gewährleistungen für alle Darlehensparteien wahr und korrekt sein müssen und alle Sicherheitsinteressen an Sicherheiten am Abschlusstichtag perfektioniert werden müssen. Der Zweck dieser Bedingung besteht darin, die Anzahl und den Umfang der Bedingungen für die Finanzierung der Kredite zu verringern, damit der Verkäufer mehr Sicherheit hat, dass die Finanzierung verfügbar ist und die Akquisition abgeschlossen wird. Diese Gewissheit ist wichtig, wenn mehr als ein Käufer ein Angebot zum Erwerb eines Zielunternehmens abgibt und der Verkäufer wahrscheinlich ein Angebot bevorzugt, das mit größerer Wahrscheinlichkeit zustande kommt.

typischen Verpflichtungsschreiben relevant. In Bezug auf Zusicherungen und Gewährleistungen sehen diese Klauseln vor, dass zum Stichtag des Darlehens als Bedingung für die Finanzierungsverpflichtungen der Kreditgeber nur bestimmte Zusicherungen korrekt sein müssen. Die Darstellungen, die als Bedingung für die Finanzierungsverpflichtung der Kreditgeber in einer typischen SunGard-Klausel korrekt sein müssen, umfassen Folgendes (vgl. Gidley, 2002: 17ff):

- Die einzigen Zusicherungen und Gewährleistungen in Bezug auf das Ziel sind diejenigen, die, wenn sie nicht wahr sind, für die Kreditgeber wesentlich wären und für die der Käufer gemäß dem Erwerbsvertrag das Recht hat, den Abschluss des Erwerbs abzulehnen. Dieser Standard bietet zwar Sicherheit bei der Finanzierung, vermeidet jedoch ein Szenario, in dem der Darlehensvertrag in Bezug auf das Ziel andere Darstellungen aufweist als der Akquisitionsvertrag.
- Nur bestimmte Angaben in Bezug auf den Kreditnehmer, die im Darlehensvertrag aufgeführt sind, müssen korrekt sein. Dies können diejenigen sein, die sich auf das Bestehen eines Unternehmens, die Befugnis zum Abschluss der Finanzierung, die Durchsetzbarkeit der Darlehensunterlagen, Margenbestimmungen, keine Konflikte mit Gesetzen oder anderen Verträgen, Zahlungsfähigkeit, Status der Grundpfandrechte (siehe unten zu diesem Thema) und bestimmte Gesetze zur Terrorismusbekämpfung und Geldwäsche beziehen. Eine Finanzierungsbedingung könnte in einigen Deals auch als bestimmte Darstellung enthalten sein. Was als spezifizierte Darstellungen enthalten ist, ändert sich mit den sich ändernden wirtschaftlichen Bedingungen und der relativen Verhandlungsstärke von Unternehmen und Sponsoren. Da sich die Finanzmärkte verbessert haben und die Hebelwirkung der Sponsoren gestiegen ist, ist die typische Liste der angegebenen Vertretungen geschrumpft und könnte sich weiter abschwächen, was den Sponsoren zugutekommt.

Dies sind die einzigen Darstellungen, die als Bedingungen für die Erstfinanzierung der Darlehen gelten. Auch wenn die anderen Angaben im Darlehensvertrag zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung nicht wahrheitsgemäß gemacht werden konnten, sind die Darlehensgeber dennoch vertraglich zur Finanzierung der Darlehen verpflichtet.

## **5. Perfektion der Grundpfandrechte**

Wie bei allen gesicherten Finanzierungen benötigen Kreditgeber bei einer Akquisitionsfinanzierung den Nachweis, dass ihre Grundpfandrechte an den Vermögenswerten des Kreditnehmers perfektioniert und durchsetzbar sind, vorzugsweise als Voraussetzung für

die Erstfinanzierung im Rahmen des Kreditvertrags (vgl. Jünemann, 2018: 330). Die Gewährleistung der Perfektionierung der Grundpfandrechte ist jedoch häufig hochtechnisch und kann je nach Art und Standort des Vermögens des Kreditnehmers und den spezifischen gesetzlichen Anforderungen an die Perfektionierung ein zeitaufwändiger Prozess sein. Der technische Charakter der Pfandrecht-Perfektion erhöht das Risiko (für den Kreditnehmer und den Verkäufer), dass die Kreditgeber die Finanzierung der Kredite verzögern oder zurückhalten, da nicht genügend Schritte unternommen wurden, um die Pfandrechte abzuschließen, und bei einem Erwerb sind Finanzierungszeitpunkt und -sicherheit von höchster Bedeutung.

Typische SunGard-Bestimmungen begrenzen dieses Risiko, indem sie die Lieferung nur zur Finanzierung von Finanzierungserklärungen nach dem einheitlichen Handelsgesetzbuch verlangen, die ein durch Einreichung perfektioniertes Sicherheitsinteresse an persönlichem Eigentum vervollkommen, und Original-Aktienzertifikate für verpfändete Aktien verwenden. Die Perfektionierung eines Sicherheitsinteresses an anderen Anlageklassen ist nach der Finanzierung durch eine Vertragsbedingung erforderlich, in der genau festgelegt ist, welche Perfektionsschritte erforderlich sind. Die Arten von Sicherheiten, die nach dem Abschluss perfektioniert werden, können Immobilien-, Einlagen- und Wertpapierkonten, geistiges Eigentum, ausländische Vermögenswerte und andere Sicherheiten umfassen, die kompliziertere Anstrengungen erfordern.

Da sich die Finanzmärkte weiter verbessern, werden die Sponsoren die Kreditgeber wahrscheinlich weiterhin dazu drängen, den Zeitrahmen für die Fertigstellung der Sicherheiten nach Abschluss zu verlängern, dem Verwaltungsagenten mehr Flexibilität zu geben, um diesen Zeitrahmen ohne Zustimmung des Kreditgebers zu verlängern, und die Bemühungen der Kreditgeber zur Erhöhung des Zeitrahmens bei Abschluss erforderliche Sicherheiten einschränken.

## **6. Fazit**

Keine Akquisitionsfinanzierung ist identisch, und es gibt keine universellen Anforderungen, um die ideale Finanzierung zu erreichen. Die Sicherung der besten Finanzierungsquellen für eine Akquisition kann entmutigend und anspruchsvoll sein, aber es kann sich auch lohnen, wenn sie gut geplant ist. Aufgrund der Sensibilität, die mit der Einbeziehung mehrerer Ebenen der Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung in eine Transaktion verbunden ist, ist es für potenzielle Käufer eines Unternehmens wichtig, die geplanten Finanzierungsquellen für eine Akquisition frühzeitig zu bestimmen.

## **Literaturverzeichnis**

Etzel, V., & Schmidt, M. (2018). Strukturierte Finanzierung, Anleihen und Covenants. In Handbuch Unternehmensrestrukturierung (S. 1401-1433). Springer Gabler, Wiesbaden.

Jünemann, M. (2018). Die Finanzierung des Unternehmenskaufs. In Unternehmenskauf in der Steuerpraxis (S. 327-353). Springer Gabler, Wiesbaden.

Gidley, J. M., & Balto, D. A. (2002). Leveling the Playing Field in Antitrust Merger Litigation: The Sungard Decision. *The M & A Lawyer*, 5(7), 16-21.

Koch, C. (2013). Optionsbasierte Unternehmensbewertung: Realloptionen im Rahmen von Akquisitionen. Springer-Verlag, Wiesbaden.

Laudenklos, F. (2016). Vertragliche Aspekte der strukturierten Immobilienfinanzierung. In Immobilienwirtschaftslehre-Recht (S. 797-819). Springer Gabler, Wiesbaden.

Mittendorfer, R. (2007). Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung: Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen. Springer-Verlag, Wiesbaden.

Rebmann, K. (2015). Die Bedeutung der Unternehmenskultur bei Merger & Acquisition. Bachelor+ Master Publication, Berlin.

Schmidlin, A. (2018). Akquisitionsfinanzierung. In Corporate Treasury Management (S. 200-225). Springer Gabler, Wiesbaden.