

Leveraged Buyouts durch Private Equity Gesellschaften im deutschen Mittelstand

Eine Untersuchung zu den Auswirkungen der
makroökonomischen Entwicklungen auf den
Leveraged Finance Markt

Masterarbeit
zur Erlangung des akademischen Grades

Master of Arts in Business (MA)

Fachhochschule Vorarlberg

Masterstudiengang Betriebswirtschaft, Vertiefung Accounting, Controlling & Finance

Betreut von
Dr. Markus Federau

Vorgelegt von
Tobias Matheis

Dornbirn, 07.07.2023

Kurzreferat

Leveraged Buyouts durch Private Equity Gesellschaften im deutschen Mittelstand – Eine Untersuchung zu den Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen auf den Leveraged Finance Markt

Die makroökonomischen Entwicklungen, insbesondere ausgelöst durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Krieg, stellen die Wirtschaftsakteure vor große Herausforderungen. Die Unsicherheiten im aktuellen Marktumfeld wirken sich auch auf Leveraged Buyout Transaktionen von Private Equity Investoren im deutschen Mittelstand und deren Finanzierungen aus.

Ziel der Masterarbeit war es, die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die Akquisitionsfinanzierung durch Banken zu untersuchen und daraus Handlungsempfehlungen für Private Equity Investoren und Banken abzuleiten. Nach der Schaffung der theoretischen Grundlagen wurde für die empirische Untersuchung ein Mixed-Methods-Ansatz verfolgt, der die Durchführung von fünf Expert*inneninterviews und eine anschließende Online-Umfrage mit insgesamt 121 Teilnehmer*innen zur Verifizierung der qualitativen Ergebnisse und zur statistischen Überprüfung der gebildeten Hypothesen umfasste. Die Ergebnisse zeigen diverse Auswirkungen für den Finanzierungsprozess, die Strukturierung sowie die Syndizierung von Akquisitionsfinanzierungen, die aber je nach Branche, Geschäftsmodell und Transaktionsgröße unterschiedlich stark ausgeprägt sind.

Schlagwörter: Akquisitionsfinanzierung, Bank, Private Equity, Leveraged Buyout, Deutscher Mittelstand, Corona-Pandemie, Ukraine/Russland-Krieg

Abstract

Leveraged buyouts by private equity firms in the German SME sector – A research into the impact of macroeconomic developments on the leveraged finance market

Macroeconomic developments, especially triggered by the corona pandemic and the Ukraine/Russia war, pose major challenges for economic players. The uncertainties in the current market environment also affect leveraged buyout transactions by private equity investors in the German SME sector and their financing.

The aim of the master's thesis was to examine the effects of these developments on acquisition financing by banks and to derive recommendations for action for private equity investors and banks. After establishing the theoretical basis, a mixed-methods approach was used for the empirical study, which included conducting five expert interviews and a subsequent online survey with a total of 121 participants to verify the qualitative results and statistically test the hypotheses formed. The results show various implications for the financing process, structuring and syndication of acquisition financing, which, however, vary depending on the sector, business model and transaction size.

Keywords: acquisition finance, bank, private equity, leveraged buyout, German SME sector, corona pandemic, Ukraine/Russia war

Inhaltsverzeichnis

Darstellungsverzeichnis	6
Abkürzungsverzeichnis	8
1 Einleitung	9
1.1 Ausgangslage	9
1.2 Ziel der Arbeit	11
1.3 Aufbau der Arbeit	11
2 Theoretische Grundlagen	13
2.1 Definitionen	13
2.1.1 Leveraged Buyout	13
2.1.2 Private Equity	14
2.1.3 Leveraged Finance & Acquisition Finance	15
2.1.4 Mittelständische Unternehmen	17
2.2 Finanzierungsprozess einer LBO-Transaktion	18
2.2.1 Prozessbeteiligte	18
2.2.2 Ablauf einer LBO-Finanzierung	19
2.3 Strukturierung von LBO-Finanzierungen	22
2.3.1 Finanzierungsinstrumente	23
2.3.2 Transaktionsstruktur	26
2.3.3 Finanzierungsstruktur	28
2.3.4 Vertragliche Struktur	31
2.4 Syndizierung von LBO-Finanzierungen	33
2.5 Erfolgsfaktoren von LBO-Finanzierungen	34
2.6 Makroökonomische Entwicklungen und deren Auswirkungen	36
3 Studien	39
3.1 Frühere Studien	39
3.2 Aktuelle Studien	41
4 Forschungsmethodik der Untersuchung	43
4.1 Forschungsfragen	43
4.2 Mixed-Methods-Ansatz	43
5 Qualitative Forschung	45

5.1	Vorgehensweise und Zielsetzung	45
5.1.1	Methode	45
5.1.2	Stichprobe	45
5.1.3	Interviewleitfaden	46
5.1.4	Durchführung der qualitativen Untersuchung	46
5.1.5	Aufbereitung und Auswertung der Daten	47
5.2	Darstellung und Diskussion der qualitativen Analyse	49
5.2.1	Finanzierungsprozess	50
5.2.2	Strukturierung	56
5.2.3	Syndizierung	62
5.2.4	Bildung der Hypothesen	65
6	Quantitative Forschung	68
6.1	Vorgehensweise und Zielsetzung	68
6.1.1	Methode	68
6.1.2	Stichprobe	68
6.1.3	Fragebogen	68
6.1.4	Durchführung der quantitativen Untersuchung	70
6.1.5	Aufbereitung und Auswertung der Daten	71
6.2	Darstellung und Diskussion der quantitativen Analyse	72
6.2.1	Einordnung der Teilnehmer*innen	72
6.2.2	Finanzierungsprozess	75
6.2.3	Strukturierung	83
6.2.4	Syndizierung	90
7	Fazit	96
8	Kritische Reflexion und Ausblick	100
8.1	Kritische Reflexion	100
8.2	Ausblick	101
	Literaturverzeichnis	102
	Anhang	111
	Eidesstattliche Erklärung	203

Darstellungsverzeichnis

Darstellung 1: Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld.....	10
Darstellung 2: Prozessschritte einer LBO-Finanzierung.....	20
Darstellung 3: Überblick über die Finanzierungsinstrumente	23
Darstellung 4: Typische Gesellschafterstruktur einer LBO-Transaktion.....	27
Darstellung 5: Überblick über einige frühere Studien	40
Darstellung 6: Überblick über einige aktuelle Studien	42
Darstellung 7: Vorgehensweise dieser Masterarbeit zur Beantwortung der Forschungsfrage	44
Darstellung 8: Überblick über die interviewten Expert*innen.....	45
Darstellung 9: Phasen der thematischen Analyse nach Braun und Clarke	48
Darstellung 10: Frage "Wo sind Sie aktuell beschäftigt?".....	73
Darstellung 11: Frage „Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt?	75
Darstellung 12: Ergebnis Kendall-Tau - Erfahrung der Bank und restriktivere Kreditvergabe	77
Darstellung 13: Frage „Wie haben sich die Verfügbarkeiten von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt?“	77
Darstellung 14: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test – Geschäftsmodell (* signifikant, ** sehr signifikant)	79
Darstellung 15: Frage „Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen?.....	81
Darstellung 16: Frage "Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert?	82
Darstellung 17: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test - Wichtigkeit von Aspekten der Strukturierung (Banken vs. Kunden; *** höchst signifikant).....	84
Darstellung 18: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test - Wichtigkeit von Aspekten der Strukturierung (Markt vs. Marktfolge).....	85
Darstellung 19: Frage "Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden?	86
Darstellung 20: Frage "Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Strukturen / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet?	88

Darstellung 21: Frage "Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert? (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?)	91
Darstellung 22: Frage "Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings verändert?	93
Darstellung 23: Frage "Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen?	94
Darstellung 24: Frage "Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus?"	198
Darstellung 25: Frage "Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings verändert?" Ohne Berücksichtigung der Antworten von Teilnehmer*innen aus Banken.	198

Abkürzungsverzeichnis

AkquiCo.....	Akquisitionsgesellschaft
Asymp. Sig.	Asymptotische Signifikanz
EURIBOR.....	Euro Interbank Offered Rate
DD	Due Diligence
EK.....	Eigenkapital
EZB	Europäische Zentralbank
FK.....	Fremdkapital
HoldCo	Holdinggesellschaft
KfW.....	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buyout
LMA	Loan Market Association
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
M&A.....	Mergers & Acquisitions
MBO	Management Buy-Out
MBI	Management Buy-In
MFK.....	Marktfolge
MLA	Mandated Lead Arranger
N.....	Größe der Stichprobe
PE	Private Equity
SME.....	Small and medium-sized enterprises

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Für den deutschen Mittelstand hat sich das Problem der Unternehmensnachfolge in den letzten Jahren aufgrund des demografischen Wandels und der geringen Gründungsneigung verschärft. Der Altersdurchschnitt der Firmeninhaber*innen steigt stetig an, bei gleichzeitigem Rückgang der Anzahl von Existenzgründer*innen. Das Nachfolge-Monitoring der Kreditanstalt für Wiederaufbau (kurz „KfW“) zeigt die beachtlichen Zahlen: Laut aktuellen Daten beabsichtigen im laufenden Jahr 2023 etwa 190.000 Eigentümer*innen mittelständischer Unternehmen ihr Unternehmen in die Hände einer Nachfolgerin oder eines Nachfolgers zu übergeben. Bis zum Jahr 2026 soll diese Zahl auf 560.000 steigen, was etwa 15% der insgesamt 3,8 Mio. mittelständischen Unternehmen in Deutschland entspricht.¹

Neben dem Verkauf u.a. an Familienmitglieder, das Management oder Strategen hat die Bedeutung von Verkäufen an Private Equity (kurz „PE“) Investoren in den letzten Jahren zugenommen.² Dieser Trend hängt gleichzeitig damit zusammen, dass (Teil-)Verkäufe an PE-Investoren auch in anderen Situationen sinnvoll sein können. Mit Kapital und Knowhow können PE-Gesellschaften die Unternehmen u.a. bei der Erschließung neuer Geschäftsfelder, bei der Expansion in neue Länder, beim Aufbau oder der Verbesserung operativer Strukturen und in wirtschaftlich schwierigen Situationen unterstützen.³ Die Entwicklung spiegelt sich in der Anzahl und dem Volumen der Transaktionen im deutschen Mittelstand wider. Im Jahr 2021 wurden insgesamt 62 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 6,6 Mrd. Euro erfasst, was jeweils einen neuen Rekordwert darstellt. 2022 war allerdings ein gewisser Rückgang zu verzeichnen: Hier wurden 43 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 4,1 Mrd. Euro registriert.⁴ Es ist jedoch davon auszugehen, dass viele Transaktionen, insbesondere im Small Cap- und Mid Cap-Bereich, aufgrund fehlender Meldepflichten nicht publiziert werden und somit die tatsächlichen Zahlen noch deutlich höher liegen dürften.⁵

Die Intention der PE-Investoren bei der Investitionsentscheidung liegt in der Wertsteigerung des Unternehmens, die im Wesentlichen durch den Leverage-Effekt, durch die Verbesserung der wirtschaftlichen Performance und/oder durch Kaufpreis-Multiple-Steigerungen möglich ist.⁶ Um den Leverage-Effekt zu nutzen, wird der Kaufpreis für Akquisitionen in der Regel anteilig mit Fremdkapital (kurz „FK“) finanziert, der sogenannten Akquisitionsfinanzierung.

¹ Vgl. Schwartz 2023.

² Vgl. Deutsche Beteiligungs AG 2023a; 2023b.

³ Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2009.

⁴ Vgl. Deutsche Beteiligungs AG 2023a; 2023b.

⁵ Vgl. Bundeskartellamt 2023.

⁶ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 30.

Dabei müssen strukturelle Maßnahmen getroffen werden, um den Interessen der einzelnen Parteien zu entsprechen. Hierzu zählen bspw. die Haftungsbeschränkung der Investoren, die Nutzung des Free Cashflows zur (teilweisen) Rückzahlung der Akquisitionskredite sowie die Ermöglichung eines umfangreichen Sicherheitenpakets für die Kreditgeber.⁷

Das aktuelle Marktumfeld ist jedoch von verschiedenen makroökonomischen Entwicklungen geprägt und stellt Unternehmen, Investoren und Finanzierungsparteien derzeit vor große Herausforderungen. Ein Großteil dieser Entwicklungen ist auf die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Krieg zurückzuführen. Nachfolgende Darstellung 1 gibt einen Überblick über einige der aktuellen Herausforderungen für die Wirtschaftsakteure.⁸



Darstellung 1: Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld⁹

Die Kombination der Herausforderungen führt bei den Unternehmen u.a. zu enormen Kostenbelastungen, Finanzierungsbedarfen und strukturellen Veränderungen. Das herausfordernde Marktumfeld führt zu erhöhten Unsicherheiten und Risiken für die Wirtschaftsakteure, die sich auch im Leveraged Finance Markt widerspiegeln. Viele Finanzierungsparteien agieren derzeit sehr zurückhaltend im LBO-Markt oder ziehen sich sogar ganz aus diesem Marktsegment

⁷ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 85 ff.

⁸ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz 2023; Bundesministerium für Wirtschaft und Energie 2019; Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz 2023; European Central Bank 2023; GfK 2023; ifo Institut 2023b; Statista Research Department 2023a; 2023b; Statistisches Bundesamt 2023a; 2023b; 2023c; 2023d; 2023e; Wolf u.a. 2021; Wölfl u.a. 2022.

⁹ Eigene Darstellung

zurück.¹⁰ Auch die allgemeine Kreditvergabe an Unternehmen ist laut einer Studie des ifo-Instituts eingeschränkt.¹¹ Gleichzeitig besteht jedoch die beschriebene Problematik der Unternehmensnachfolge im deutschen Mittelstand. Ebenso müssen PE-Investoren das verwaltete Vermögen weiter investieren, um wiederum entsprechende Renditen für ihre Investoren zu erwirtschaften. Da der LBO-Markt in den letzten Jahren insgesamt ein attraktives Marktumfeld für Finanzierungsparteien darstellte, stellt sich die Frage, wie die einzelnen Parteien einen gemeinsamen Weg in die Zukunft finden können.¹² Als eine Folge der eingeschränkten Verfügbarkeit von Akquisitionskrediten und des vorsichtigeren Agierens der Finanzierungsparteien ist zu beobachten, dass sich das Umfeld und die Finanzierungsstrukturen der durchgeführten LBO-Finanzierungen derzeit zugunsten der Finanzierungsparteien entwickeln.¹³

1.2 Ziel der Arbeit

Ziel der vorliegenden Masterarbeit ist es, die Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen, insbesondere hervorgerufen durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Krieg, auf den LBO-Markt zu untersuchen. Der konkrete Fokus liegt dabei auf den Auswirkungen auf die Akquisitionsfinanzierung durch Banken im Bereich Private Equity gesponsorter LBO-Transaktionen im deutschen Small Cap- und Mid Cap-Segment. Im Ergebnis soll die folgende Forschungsfrage beantwortet werden:

Welche Auswirkungen haben die makroökonomischen Entwicklungen auf den deutschen Leveraged Finance Markt und welche Handlungsempfehlungen können daraus für Finanzierungsparteien und Private Equity Investoren abgeleitet werden?

1.3 Aufbau der Arbeit

Um das Forschungsziel zu erreichen, gliedert sich die Masterarbeit in insgesamt acht Hauptkapitel. Nach der Einleitung widmet sich das Kapitel 2 den theoretischen Grundlagen. Dabei werden zunächst die wesentlichen Begriffe dieser Arbeit definiert. Anschließend wird die literaturseitige Basis für die identifizierten Forschungsbereiche Finanzierungsprozess, Strukturierung und Syndizierung gelegt. Des Weiteren wird ein Überblick über die aktuellen makroökonomischen Entwicklungen und deren Auswirkungen gegeben. Im dritten Kapitel werden Studien vorgestellt, die in direktem Zusammenhang mit der Arbeit stehen und wesentliche Forschungsaspekte liefern. Kapitel 4 leitet mit der Darstellung der Forschungsfragen inklusive Teilfragen sowie der Erläuterung der verwendeten Forschungsmethodik des Mixed-Methods-Ansatzes den empirischen Teil dieser Arbeit ein. Daran aufbauend widmet sich Kapitel 5 mit

¹⁰ Vgl. Harder 2022b, S. 36; 2022c, S. 26 ff.

¹¹ Vgl. ifo Institut 2023a.

¹² Vgl. Mittendorfer 2007, S. 21 ff.

¹³ Vgl. Harder 2022c.

der qualitativen Forschung. Hier wird zunächst die Vorgehensweise und Zielsetzung erläutert, um anschließend auf die Darstellung und Diskussion der Ergebnisse einzugehen. Kapitel 6 ist analog zu Kapitel 5 aufgebaut und stellt die quantitative Untersuchung mit der Vorgehensweise und Zielsetzung sowie der Darstellung und Diskussion der Ergebnisse dar. Im Fazit (Kapitel 7) wird nochmals Bezug auf die Forschungsfrage genommen und die Implikationen des aktuellen Marktumfeldes für die einzelnen Forschungsbereiche dargestellt sowie Handlungsempfehlungen abgeleitet. Eine kritische Reflexion der Ergebnisse und ein Ausblick in die Zukunft schließen diese Masterarbeit ab.

2 Theoretische Grundlagen

2.1 Definitionen

Im Folgenden werden die zentralen Begriffe dieser Arbeit definiert, um eine klare Vorstellung von den Themen zu vermitteln. Die Definitionen dienen vor allem dazu, eine gemeinsame Basis für die weitere Analyse und Diskussion zu schaffen. Es wird darauf hingewiesen, dass die Definition der „makroökonomischen Entwicklungen“ sowie deren Auswirkungen in einem separaten Kapitel 2.6 dieser Masterarbeit dargestellt werden.

2.1.1 Leveraged Buyout

Für den angelsächsischen Sammelbegriff Mergers & Acquisitions (kurz „M&A“) gibt es in der Literatur keine einheitliche Definition. Der Sammelbegriff ist jedoch insofern interessant, als dass nach Picot und Picot unter diesem weiten Begriffspaar eine Vielzahl von Erscheinungsformen subsumiert werden können, darunter Unternehmenskäufe, -verkäufe sowie Fusionen.¹⁴ Als spezifischer Teilbereich kann nach Jansen wiederum der Begriff Leveraged Buyout (kurz „LBO“) angesehen werden.¹⁵ Hinsichtlich der Definition eines LBO besteht in der Literatur weitgehend Einigkeit, wobei vor allem auf den maßgeblichen Fremdfinanzierungsanteil einer Unternehmensübernahme abgestellt wird, wie die folgenden Definition zeigen.

So ist nach Pignataro ein LBO *„an acquisition of a company using a significant amount of debt to meet the cost of the acquisition“*.¹⁶ Pignataro beschreibt weiter das Merkmal, dass die aufgenommene Kaufpreisfinanzierung über die Jahre aus dem laufenden Cashflow des Unternehmens zurückgezahlt wird.¹⁷

Auch Kaplan und Strömberg verweisen auf eine fremdfinanzierte Übernahme als ausschlaggebendes Merkmal: *„In a leveraged buyout a company is acquired by a specialized investment firm using a relatively small portion of equity and a relatively large portion of outside debt financing.“*¹⁸ Bei den angesprochenen Investmentgesellschaften beziehen sich die Autoren auf PE-Investoren.¹⁹ Auch Copeland und Weston nehmen das Merkmal der fremdfinanzierten Übernahme durch einen externen Investor in ihre Definition eines LBO auf.²⁰

Ernst und Häcker sowie Jansen betonen den Leverage-Effekt als treibende Kraft für den Einsatz einer teilweisen Fremdfinanzierung des Kaufpreises. Durch die Aufnahme von FK kann

¹⁴ Vgl. Picot; Picot 2012, S. 25 f.

¹⁵ Vgl. Jansen 2016, S. 130.

¹⁶ Pignataro 2014, S. 3.

¹⁷ Vgl. Pignataro 2014, S. 3.

¹⁸ Kaplan; Strömberg 2009.

¹⁹ Vgl. Kaplan; Strömberg 2009.

²⁰ Vgl. Copeland; Weston 1988, S. 661.

die EK-Rendite überproportional gesteigert werden, solange die Gesamtkapitalrendite über dem FK-Zins liegt.²¹

Die bisherigen Definitionen von LBOs betonen den Einsatz eines hohen oder überwiegenden FK-Anteils bei Unternehmensübernahmen. Mittendorfer kritisiert diese Definitionen aus praktischer Sicht aufgrund der rein statischen Betrachtungsweise und führt den dynamischen Verschuldungsgrad sowie den Zinsdeckungsgrad als Kriterium ein. Danach liegt ein LBO seiner Meinung nach vor, wenn der Leverage über 3,0-3,5x und der Zinsdeckungsgrad unter 3,5x-4,0x liegt.²²

Neben der Finanzierungsperspektive lassen sich LBOs auch hinsichtlich der Käufergruppen unterscheiden. Neben den bereits erwähnten Käufen durch Finanzinvestoren finden sich in der Praxis auch Sonderformen wie u.a. der Management Buy-Out (kurz „MBO“) oder Management Buy-In (kurz „MBI“). Beim MBO erwirbt das bestehende Management-Team das Unternehmen, während beim MBI ein externes Management-Team als Käufer auftritt. Da die beteiligten Mitglieder*innen des Managements häufig nicht über ausreichende Eigenmittel verfügen, finden solche Sonderformen regelmäßig in Kombination mit einer Beteiligung von PE-Investoren statt.²³

Ausgehend von den verschiedenen Perspektiven wird im weiteren Verlauf dieser Masterarbeit ein LBO als ein teilweise fremdfinanzierter Unternehmenskauf durch eine PE-Gesellschaft verstanden, bei dem die anteilige Kaufpreisfinanzierung aus dem Free Cashflow des Unternehmens zurückgeführt wird.

2.1.2 Private Equity

Der Begriff Private Equity, oder deutsch privates Beteiligungskapital, wird in der Literatur zwar nicht einheitlich definiert, weist aber in verschiedenen Definitionen im Wesentlichen die gleichen Merkmale auf. Nach dem Bundesfinanzministerium handelt es sich bei Beteiligungskapital um eine „Anlageklasse, die Produkte wie Venture Capital, LBO [...] und Mezzanine umfasst.“²⁴ Etwas differenzierter sind die Definitionen von Berk und DeMarzo, Ernst und Häcker sowie Rosenbaum und Pearl, die Private Equity und Venture Capital strikt nach dem Investitionszeitpunkt in Bezug auf die Lebenszyklusphase des Unternehmens unterscheiden. Während Venture Capital-Investoren in der Regel in Start-ups oder zumindest in Unternehmen in

²¹ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 13; Jansen 2016, S. 143 ff. Für detaillierte Erläuterungen zum Leverage-Effekt wird auf; Perridon; Steiner; Rathgeber 2014, S. 520 ff. verwiesen.

²² Vgl. Mittendorfer 2007, S. 13.

²³ Vgl. Picot; Picot 2012, S. 10.

²⁴ Bundesfinanzministerium 2023.

einer frühen Lebensphase investieren und eher als Risikokapital zu verstehen sind, investieren PE-Investoren in Unternehmen, die schon länger am Markt aktiv sind.²⁵

Die Wertschöpfungskette von Private Equity gliedert sich in verschiedene Prozessschritte. Im ersten Schritt werden Investoren akquiriert, die dem PE-Fonds Kapital zur Verfügung stellen. Häufig sind dies institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds, aber auch vermögende Privatkunden.²⁶ Danach folgen Investitionen in bestehende Unternehmen, wobei Berk und DeMarzo in ihrer Definition auf die Privatisierung börsennotierter Unternehmen abstellen, während das Bundeswirtschaftsministerium und der Bundesverband Beteiligungskapital den Fokus auf nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen richten.²⁷ Nach Rosenbaum und Pearl lassen sich die PE-Investoren hierbei nach Größe, Branchenfokus und Strategie unterscheiden, wobei viele auch als Generalisten am Markt agieren und mehr Wert auf die Diversifikation des Portfolios legen.²⁸

Während der Investitionsphase, die in der Regel bei 7 bis 10 Jahren liegt, unterstützen die Investoren die Portfoliounternehmen, wie bereits beschrieben, z.B. bei der Erschließung neuer Geschäftsfelder oder der Verbesserung der operativen Strukturen, um eine Wertsteigerung des Unternehmens zu erzielen. Zusammen mit der Aufnahme von FK zur Nutzung des Leverage-Effektes und im besten Fall einer marktseitigen Steigerung der Kaufpreis-Multiples soll beim Verkauf, dem sogenannten Exit, der höchstmögliche Verkaufspreis und damit die höchstmögliche Rendite für die Investoren erzielt werden.²⁹

Unter PE-Investoren werden in dieser Masterarbeit Investoren verstanden, die ihr Kapital in deutsche mittelständische Unternehmen investieren, die bereits länger am Markt aktiv sind. Venture Capital und Mezzanine Kapital sind nicht Gegenstand dieser Arbeit.

2.1.3 Leveraged Finance & Acquisition Finance

Die Begriffe Leveraged Finance und Acquisition Finance sind in der Literatur eng miteinander verknüpft und werden daher auch häufig synonym verwendet. Im Detail gibt es jedoch Nuancen, in denen sich die beiden Begriffe unterscheiden, wie die folgenden Definitionen zeigen.

Thomas Reuters versteht unter dem Begriff Leveraged Finance die Finanzierung von Projekten, die eine über das übliche Maß hinausgehende Verschuldung aufweisen. Der Einsatz erfolgt für bestimmte Projekte, wie z.B. den Kauf eines Unternehmens. Die Kreditgeber sind

²⁵ Vgl. Berk; DeMarzo 2017, S. 865; Ernst; Häcker 2011, S. 65 ff.; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 163 f.

²⁶ Vgl. Bundesverband Beteiligungskapital 2023; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 163 f.

²⁷ Vgl. Berk; DeMarzo 2017, S. 865; Bundesfinanzministerium 2023; Bundesverband Beteiligungskapital 2023.

²⁸ Vgl. Rosenbaum; Pearl 2009, S. 163 f.

²⁹ Vgl. Bundesverband Beteiligungskapital 2023; Ernst; Häcker 2011, S. 176; Pignataro 2014, S. 3.

bereit, dafür höhere Risiken einzugehen und können gleichzeitig höhere Kreditmargen durchsetzen.³⁰

Nach Hunter bezieht sich der Begriff Leveraged Finance auf die Verwendung von Fremdfinanzierungsmitteln für Investitionen wie den Erwerb von Vermögenswerten oder die Übernahme eines Unternehmens. Der Autor unterscheidet zwischen High Yield Bonds und Leveraged Loans als Quellen von FK. Leveraged Loans werden häufig von einem Konsortium von Kreditgebern vergeben. Bei der Einstufung eines Kredits als Leveraged Loan spielen sowohl das Rating als auch das Pricing eine Rolle. Hunter erwähnt explizit den Begriff Acquisition Finance, wenn der Leveraged Loan für den Erwerb eines Unternehmens eingesetzt wird.³¹

Die Europäische Zentralbank (kurz „EZB“) wiederum verwendet den Leverage sowie die Investoreneigenschaft als Klassifizierungskriterien für Leveraged Loans. Ein Kredit gilt demnach als Leveraged Loan, wenn eines der folgenden Kriterien zutrifft: „1. *all types of loan or credit exposure, where the borrower's post-financing level of leverage exceeds a Total Debt to EBITDA ratio of 4.0 times*; 2. *all types of loan or credit exposure where the borrower is owned by one ore more financial sponsors*.“³² Die EZB gewährt jedoch auch Ausnahmen, wie z.B. einen Mindestkreditbetrag von 5,0 Mio. Euro.³³

Ernst und Häcker befassen sich mit der Definition des Begriffs Acquisition Financing bzw. mit dem deutschen Begriff Akquisitionsfinanzierung im Zusammenhang mit einer LBO-Transaktion. Der Fokus liegt dabei auf der Finanzierung eines Unternehmenskaufs. Als Sonderform der Akquisitionsfinanzierung nennen sie den LBO, bei dem ein hoher Anteil an FK eingesetzt wird. Ähnlich wie Hunter diskutieren die Autoren zwei Finanzierungsmethoden, nämlich High Yield Bonds oder Kreditfinanzierungen. Sie heben insbesondere den häufigen Einsatz von Bankfinanzierungen hervor, die in der Regel Bankenkonsortien und die Nutzung von Konsortialkrediten beinhalten.³⁴

Mittendorfer integriert die zu definierenden Begriffe und stellt den Begriff Leveraged Acquisition Finance vor. Dieser beschreibt eine Finanzierungsform, bei der das Akquisitionsdarlehen aus dem Free Cashflow des Zielunternehmens bedient wird und es sich somit um eine Cashflow-basierte Finanzierung handelt. Zudem bezieht sich der Autor, wie bereits von den anderen Autor*innen erwähnt, auf die Akquisitionsfinanzierung als den Prozess der FK-Beschaffung für Unternehmenskäufe.³⁵

³⁰ Vgl. Thomas Reuters 2023.

³¹ Vgl. Hunter 2016.

³² European Central Bank 2017, S. 4.

³³ Vgl. European Central Bank 2017, S. 4 f.

³⁴ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 169 f.

³⁵ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 12.

In dieser Masterarbeit werden die Begriffe Leveraged Finance, Acquisition Finance, Akquisitionsfinanzierung sowie LBO-Finanzierung synonym verwendet. Darunter wird jeweils die Finanzierung eines Unternehmenskaufs durch einen PE-Investor verstanden, die aus dem erwirtschafteten Free Cashflow des Unternehmens zurückgeführt wird. Der Fokus der Masterarbeit liegt hierbei, wie bereits erwähnt, auf Bankenfinanzierungen.

2.1.4 Mittelständische Unternehmen

Der Begriff Mittelstand ist in der Literatur nicht eindeutig definiert und kann je nach Kontext und Quelle unterschiedlich interpretiert werden. Dennoch lassen sich einige gemeinsame Merkmale identifizieren, die für den Mittelstand charakteristisch sind. Die folgenden Definitionen beziehen sich einerseits auf quantitative Kriterien, die auf der Definition des Begriffs der kleinen und mittleren Unternehmen (kurz „KMU“) basieren. Andererseits werden teilweise auch qualitative Merkmale zur Bestimmung herangezogen.

Seitens des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn werden Unternehmen mit bis zu 499 Beschäftigten und einem Jahresumsatz von bis zu 50 Millionen Euro unter die Definition KMU gefasst.³⁶ Darüber hinaus wird eine gesonderte Definition für den „Mittelstand“ ausgewiesen. So werden die qualitativen Kriterien „Eigentümer“ und „Geschäftsführung“ auf die Mittelstandsdefinition angewendet: *„In einem mittelständischen Unternehmen [1] halten bis zu zwei natürliche Personen oder ihre Familienangehörigen (direkt oder indirekt) mindestens 50% der Anteile eines Unternehmens, [2] diese natürlichen Personen gehören der Geschäftsführung an.“*³⁷

Die Europäische Kommission definiert KMU wie folgt: *„Die Größenklasse der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) setzt sich aus Unternehmen zusammen, die weniger als 250 Personen beschäftigen und die entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR erzielen oder deren Jahresbilanzsumme sich auf höchstens 43 Mio. EUR beläuft.“*³⁸

Auch die KfW-Bankengruppe geht in deren Definition u.a. auf eine Umsatzgrenze ein: *„private Unternehmen sämtlicher Wirtschaftszweige, deren jährlicher Umsatz die Grenze von 500 Mio. EUR nicht übersteigt“.*³⁹ Bei Anwendung dieser Definition sind laut KfW 99,95% aller deutscher Unternehmen dem deutschen Mittelstand zuzurechnen.⁴⁰

In Bezug auf den LBO-Markt können die Transaktionen im Mittelstand ebenso den Segmenten Small Cap, Mid Cap und Large Cap zugeordnet werden, wie dies Mittendorfer anhand der

³⁶ Vgl. Institut für Mittelstandsforschung Bonn 2023a.

³⁷ Institut für Mittelstandsforschung Bonn 2023b.

³⁸ Europäische Kommission 2003, S. 39.

³⁹ KfW Bankengruppe 2022, S. 32.

⁴⁰ Vgl. KfW Bankengruppe 2022, S. 29.

Unternehmenswerte vornimmt. Dabei unterscheidet er zwischen dem „*Largecap-Markt mit Unternehmenswerten über 250 Mio. Euro*“, dem „*Midcap-Markt mit Unternehmenswerten zwischen 15 und 250 Mio. Euro*“ sowie dem „*Smallcap-Markt mit Unternehmenswerten unter 15 Mio. Euro*“.⁴¹ Auch Roland Berger bezieht sich bei der Klassifizierung von Small Cap, Mid Cap und Large Cap explizit auf M&A-Transaktionen und verwenden zur Abgrenzung das Transaktionsvolumen. Nach deren Definition sind Small Caps Transaktionen bis 100 Mio. Euro, lower Mid Caps von 100 bis 249 Mio. Euro, upper Mid Caps von 250 bis 999 Mio. Euro sowie Large Caps ab 1.000 Mio. Euro.⁴²

Im Rahmen dieser Masterarbeit erscheint es sinnvoll, sich an einer Definition zu orientieren, die sich auf LBO-Transaktionen bezieht. Da die Untersuchung auf die Auswirkungen im deutschen Small Cap- und Mid Cap-Segment abzielt, wird auf die Definition nach Mittendorfer und Roland Berger zurückgegriffen. Mittelständische Unternehmen werde im weiteren Verlauf als Unternehmen mit einem Unternehmenswert von bis zu 250 Mio. Euro verstanden.

2.2 Finanzierungsprozess einer LBO-Transaktion

In diesem Unterkapitel wird der Finanzierungsprozess einer LBO-Transaktion beschrieben. Zunächst wird ein Überblick über die Prozessbeteiligten gegeben, um anschließend die einzelnen Prozessschritte einer LBO-Finanzierung darzustellen.

2.2.1 Prozessbeteiligte

Am Prozess einer LBO-Transaktion sind mehrere Parteien beteiligt, die zum Teil unterschiedliche Interessen verfolgen. Letztlich wollen aber alle Beteiligten das gleiche Ziel erreichen, nämlich den erfolgreichen Abschluss der Transaktion. Im Folgenden werden die involvierten Parteien, ihre Aufgaben und Interessen beleuchtet.

Ausgangspunkt einer LBO-Transaktion ist der Verkaufswunsch der bisherigen Eigentümerin oder des bisherigen Eigentümers. Das primäre Ziel der *Verkäuferin* oder des *Verkäufers* ist die Maximierung des Kaufpreises sowie die Darstellung eines reibungslosen Prozesses. Gleichzeitig können für diese Partei aber auch andere Ziele von Bedeutung sein, die für den endgültigen Zuschlag an eine Käuferin oder einen Käufer ausschlaggebend sein können. So kann die Verkäufer*innenseite eine direkte Rückbeteiligung an der Transaktion, die Bereitstellung eines Vendor Loans, eine Position im Management-Team und/oder eine Beiratsfunktion im Unternehmen anstreben. Darüber hinaus können auch die Strategie der interessierten Partei oder der Erhalt von Arbeitsplätzen relevant sein. Dem *Management-Team* kommt ebenfalls eine wichtige Rolle zu, da dieses das Unternehmen repräsentiert und führt. Daher kann das

⁴¹ Mittendorfer 2007, S. 50.

⁴² Vgl. Roland Berger 2023, S. 8.

Management im Rahmen der Transaktion auch eine Beteiligung am Unternehmen anstreben, die einem erfolgreichen Management-Team in der Regel auch angeboten wird, um dieses finanziell zu motivieren, das Unternehmen erfolgreich in die Zukunft zu führen und den Unternehmenswert zu steigern.⁴³

Der *PE-Investor* ist auf der Suche nach attraktiven Investments. Dieser ist daher bestrebt, einen möglichst niedrigen Kaufpreis zu zahlen und gleichzeitig eine möglichst hohe und kreditnehmerfreundliche Akquisitionsfinanzierung aufzunehmen, um die Eigenkapitalrendite zu erhöhen. Dabei sollte das Zielunternehmen über ein ausreichendes Entwicklungspotenzial verfügen, um den Unternehmenswert während der Haltedauer zu steigern und beim Exit wiederum einen entsprechend hohen Verkaufserlös zu erzielen.⁴⁴ Sofern der PE-Investor nicht über eigene Finanzierungsspezialist*innen verfügt, wird von diesem ein *Debt Advisor* beauftragt. Dieser unterstützt den Investor bei der Beschaffung der Finanzierung für die Transaktion. Sein Ziel ist es, die optimale Finanzierungsstruktur mit attraktiven Konditionen und Bedingungen zu finden.⁴⁵

Banken sind daran interessiert, Kredite an solide Kreditnehmer mit einer ausgewogenen Finanzierungsstruktur zu vergeben. Damit sollen mögliche Ausfälle im Kreditportfolio vermieden werden. Zudem sollen möglichst werthaltige Sicherheiten zur Absicherung dienen. Gleichzeitig sollen durch den Abschluss von Akquisitionsfinanzierungen einmalige Gebühren und laufende Erträge während der Kreditbeziehung generiert werden. Weiteres Ertragspotenzial kann durch die Generierung von Cross-Selling-Geschäften geschaffen werden. Am Kreditgeschäft sind innerhalb einer Banken im Wesentlichen zwei Bereiche beteiligt, die nach den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (kurz „MaRisk“) strikt zu trennen sind: Markt und Marktfolge.⁴⁶

Weitere *interne und externe Berater*innen* unterstützen die Beteiligten im Rahmen des Prozesses mit Koordinationsaufgaben sowie in wirtschaftlichen, rechtlichen oder steuerlichen Angelegenheiten. Hierzu zählen u.a. M&A-Beratungsunternehmen, Anwaltskanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Due Diligence Provider und Steuerberatungsgesellschaften.⁴⁷

2.2.2 Ablauf einer LBO-Finanzierung

Im Folgenden wird der idealtypische Ablauf eines Finanzierungsprozesses im Rahmen einer LBO-Transaktion beschrieben. Die einzelnen Prozessschritte können sich dabei in der Praxis

⁴³ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 175 ff.; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 167; von Braunschweig 2010; Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 163.

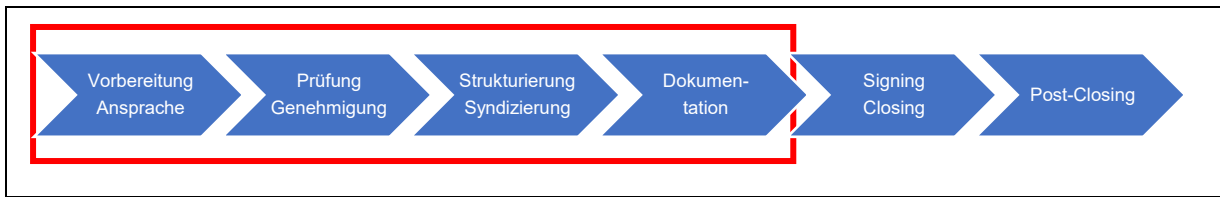
⁴⁴ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 176; Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 166.

⁴⁵ Vgl. Kerstien 2006; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 164 f.

⁴⁶ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2021, S. 58 ff.; Ernst; Häcker 2011, S. 177; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 165 f.; Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 165.

⁴⁷ Vgl. Lucks; Meckl 2015, S. 43 ff.

teilweise überschneiden und laufen parallel zum eigentlichen M&A-Prozess ab.⁴⁸ Darstellung 2 zeigt den Prozessablauf, wobei der Fokus dieser Masterarbeit auf den Schritten 1 bis 4 liegt.



Darstellung 2: Prozessschritte einer LBO-Finanzierung⁴⁹

Vorbereitung / Ansprache

Für einen erfolgreichen Finanzierungsprozess ist die Vorbereitungs- und Planungsphase seitens des Verkäufers bzw. der Verkäuferin, des Debt Advisors und des Investors von großer Bedeutung.⁵⁰ Aufgrund der Komplexität von M&A-Transaktionen werden in der Regel sowohl auf Verkäufer*innen- als auch auf Käufer*innenseite verschiedene externe Berater*innen mit Expertise in Bereichen wie Due Diligence (kurz „DD“), Unternehmensbewertung sowie rechtlichen und steuerlichen Themen hinzugezogen.⁵¹ Diese erstellen Unterlagenpakete für potenzielle Erwerber*innen und Finanzierungsparteien mit umfassenden und objektiven Analysen zum Zielunternehmen. Dazu gehören u.a. ein Information Memorandum, DD-Berichte und eine Finanzplanung für die Finanzierungsparteien, auch Bank Case oder Financing Case genannt.⁵²

In dieser Phase werden auch erste Überlegungen zur Finanzierung der Akquisition angestellt und die entsprechenden Schritte geplant.⁵³ Hinsichtlich des Zeitpunkts der Kontaktaufnahme mit den Finanzierungsparteien haben sich in der Praxis unterschiedliche Strategien entwickelt. Im ersten Fall erfolgt die Ansprache der Finanzierungsparteien direkt durch den/die Bieter*in oder dem beauftragten Debt Advisor während des M&A-Prozesses. Daneben ist in der Praxis auch die Variante eines Lender-Education-Prozesses anzutreffen. Hierbei wird bereits die Verkaufspartei bzw. deren Berater*innen mit der Suche nach potenziellen Kreditgebern aktiv. Ziel ist es, die Kreditgeber bereits vor dem eigentlichen M&A-Prozess vom Unternehmen und der Transaktion zu überzeugen und damit die Geschwindigkeit des M&A-Prozesses zu erhöhen.⁵⁴ Im Rahmen dieser Vorgehensweise besteht auch die Möglichkeit, von den potenziellen

⁴⁸ Vgl. Hill 2011, S. 193; Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 178. Für nähere Informationen zum M&A-Prozess wird auf; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 251 ff.; Ernst; Häcker 2011, S. 21 ff.; Meyding; Meckbach 2019, S. 87 ff. verwiesen.

⁴⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 178.

⁵⁰ Vgl. Hill 2011, S. 193.

⁵¹ Vgl. Kapitel 2.2.1

⁵² Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 32 ff., 236 ff.; Meyding; Meckbach 2019, S. 92.

⁵³ Vgl. Hill 2011, S. 193.

⁵⁴ Vgl. Spanier 2017, S. 350.

Kreditgebern bereits indikative Finanzierungsbedingungen und -konditionen, teilweise verbunden mit einer Finanzierungszusage, zu erhalten. Diese können anschließend an die potenziellen Käufer*innen weitergegeben werden. In diesem Zusammenhang wird auch von Stapled Finance gesprochen.⁵⁵

Prüfung / Genehmigung

Auf Basis der ersten Unterlagen nimmt die Finanzierungspartei eine Grobprüfung des Projektes vor und vergleicht diese mit den internen Kreditrichtlinien und -strategien ab. Bei einer ersten positiven Beurteilung wird das Interesse beim Investor bzw. dem Debt Advisor hinterlegt. In diesem Zusammenhang kann von Seiten des Investors auch der Wunsch geäußert werden, dass die Finanzierungspartei einen Support Letter abgibt, um gegenüber dem Verkäufer oder der Verkäuferin ein positives Signal setzen zu können.⁵⁶ In dieser Phase wird in der Regel auch ein Management-Meeting initiiert, damit sich die Finanzierungsparteien ein persönliches Bild von den handelnden Personen im Unternehmen machen können.⁵⁷

Parallel dazu durchläuft die Finanzierungspartei den detaillierten internen Prüfungs- und Genehmigungsprozess, der eine Kreditwürdigkeits- und Kreditfähigkeitsprüfung beinhaltet. Dabei werden die eingereichten Unterlagen wie z.B. Jahresabschlüsse, Financing Case, Due Diligence Berichte detailliert analysiert und plausibilisiert.⁵⁸ Die DD-Berichte umfassen in der Regel die Bereiche Financial, Commercial, Legal und Tax. Teilweise werden mittlerweile auch die Bereiche ESG, Technology sowie Human Resources abgedeckt.⁵⁹ Insgesamt ermöglichen die DD-Reports somit einen umfassenden Blick auf das Zielunternehmen. In Kapitel 2.5 wird im Rahmen der Erfolgsfaktoren einer LBO-Finanzierung auf wesentliche Aspekte des Prüfungsprozesses eingegangen.

Strukturierung / Syndizierung

Parallel dazu erfolgt die Strukturierung der Finanzierung. In diesem Zusammenhang verhandeln der Investor und die Finanzierungspartei ein Term Sheet, das im Wesentlichen die wirtschaftlichen Aspekte der Finanzierung, d.h. die Finanzierungsstruktur sowie die Finanzierungsbedingungen und -bedingungen abbildet. Die Parameter des abschließend verhandelten Term Sheets fließen in den Genehmigungsprozess ein. Nach erfolgter Genehmigung auf Basis des Term Sheets kann die Finanzierungspartei eine Kreditzusage gegenüber dem Investor abgeben. Diese steht in der Regel noch unter dem Vorbehalt einer zufriedenstellenden

⁵⁵ Vgl. Povel; Singh 2010; Aslan; Kumar 2017. Die Autoren untersuchen dabei u.a. die Auswirkungen von Stapled Finance auf Verkäufer, Bieter und Banken.

⁵⁶ Vgl. Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 178; Hill 2011, S. 194.

⁵⁷ Vgl. Schmidlin 2017, S. 215.

⁵⁸ Vgl. Perridon; Steiner; Rathgeber 2014, S. 416 f.

⁵⁹ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 237.

Einigung über die Dokumentation.⁶⁰ Auf die Aspekte der Strukturierung einer LBO-Finanzierung wird in Kapitel 2.3 näher eingegangen.

Je nach Größe und Art der Transaktion findet in dieser Phase in der Regel der Syndizierungsprozess statt. Dabei wirbt der Mandated Lead Arranger (kurz „MLA“) weitere Finanzierungsparteien für die Finanzierung ein, um das Kreditvolumen auf mehrere Parteien zu verteilen.⁶¹ Dieser Prozess wird in Kapitel 2.4 näher erläutert.

Dokumentation

Nachdem eine oder mehrere Finanzierungsparteien vom Investor den Zuschlag für die Finanzierung erhalten haben, beginnt die Erstellung und Verhandlung der Dokumentation, in der Regel unter Einbeziehung externer Anwaltskanzleien. Diese umfassen in der Regel den Kreditvertrag, die Intercreditor-Vereinbarung sowie die Sicherheitenverträge. Das finale Term Sheet stellt dabei die Grundlage für die Erstellung der Dokumentation dar.⁶² Die im Rahmen dieser Masterarbeit notwendigen Aspekte werden in Kapitel 2.3 dargestellt.

Signing / Closing

Nach Fertigstellung der Dokumentation erfolgt die Unterzeichnung durch die Parteien. Im Anschluss sind noch diverse Auszahlungsvoraussetzungen, bspw. die Vorlage des notariell beurkundeten Kaufvertrages, durch das Unternehmen bzw. den Investor zu erfüllen. Nach Erfüllung aller Voraussetzungen kann das Closing, d.h. die Auszahlung des Finanzierungsvolumens sowie die Zahlung des Kaufpreises erfolgen.⁶³

Post-Closing

Während der Kreditlaufzeit erfolgt eine laufende Überwachung des Kreditengagements, u.a. im Rahmen der laufenden Beurteilung der wirtschaftlichen Verhältnisse sowie der Überprüfung der Einhaltung vertraglich vereinbarter Financial Covenants.⁶⁴

2.3 Strukturierung von LBO-Finanzierungen

Die Strukturierung einer LBO-Finanzierung stellt für alle Beteiligten eine komplexe Herausforderung dar, da eine Vielzahl von wirtschaftlichen, rechtlichen und steuerlichen Aspekten zu berücksichtigen sind.⁶⁵ Im Folgenden werden zunächst die im deutschen LBO-Markt üblichen Finanzierungsinstrumente dargestellt, um einen Überblick über den Gesamtmarkt zu erhalten. Anschließend wird eine typische Transaktionsstruktur im Rahmen eines LBO aufgezeigt.

⁶⁰ Vgl. Wolf; Hill; Pfau 2011, S. 178; Hill 2011, S. 194 f.; Schmidlin 2017, S. 215 f.

⁶¹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 13 f.

⁶² Vgl. Wolf; Hill; Pfau 2011, S. 178; Hill 2011, S. 195; Diem; Jahn 2019, S. 12 f.

⁶³ Vgl. Hill 2011, S. 195; Wolf; Hill; Pfau 2011, S. 178; Diem; Jahn 2019, S. 43 ff.

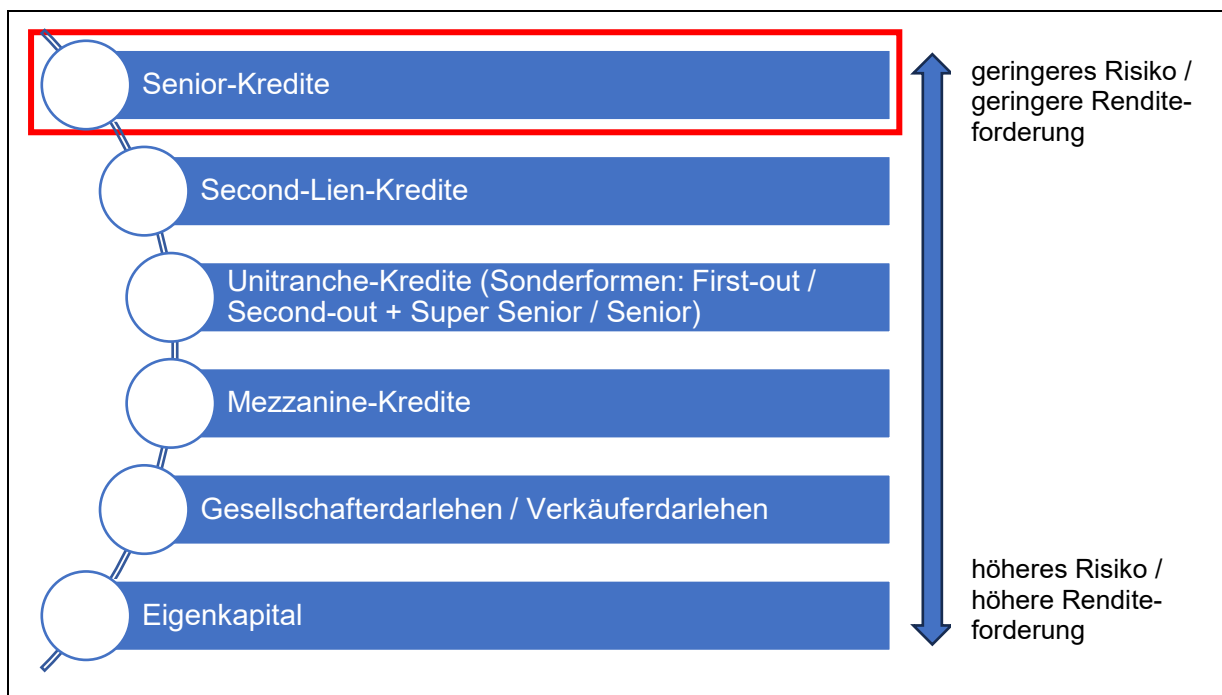
⁶⁴ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 242.

⁶⁵ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 7 ff.

Darauf aufbauend werden wesentliche Aspekte der Finanzierungsstruktur sowie der Vertragsgestaltung erläutert.

2.3.1 Finanzierungsinstrumente

Für die Finanzierung von LBO-Transaktionen stehen verschiedene Finanzierungsquellen und -instrumente zur Verfügung, die sich insbesondere in ihrer Rangfolge im Verwertungsfall unterscheiden. Bei deutschen LBO-Transaktionen im Small Cap- und Mid Cap-Segment kommen fast ausschließlich Banken und Debt Funds als Fremdfinanzierungsquellen in Frage. Die Marktanteile der Banken im deutschen Mid Cap LBO-Markt liegen dabei bei ca. 38% (2021) bzw. ca. 45% (2022), die der Debt Funds bei ca. 62% (2021) bzw. ca. 55% (2022).⁶⁶ Die Verteilung der Marktanteile zeigt, dass sich neben den klassischen besicherten Bankkrediten in den letzten Jahren auch Unitranche-Finanzierungen von Debt Funds im deutschen LBO-Markt etabliert haben. Die folgende Darstellung 3 gibt einen Überblick über die Finanzierungsinstrumente, die in diesem Kapitel zur Einordnung näher betrachtet werden. Der Fokus dieser Masterarbeit liegt auf Senior-Krediten, wobei auch die Höhe des wirtschaftlichen Eigenkapitals (kurz „EK“) für die Vergabe von Senior-Krediten relevant ist.



Darstellung 3: Überblick über die Finanzierungsinstrumente⁶⁷

⁶⁶ Vgl. Houlihan Lokey 2023b.

⁶⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Diem; Jahn 2019, S. 21 ff.; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 178 ff.

Senior-Kredite

Die vorrangig besicherten Kredite, auch als Senior-Kredite bezeichnet, werden in der Regel von Banken in mehreren Tranchen mit u.a. unterschiedlichen Tilgungsstrukturen, Laufzeiten und Zinssätzen ausgegeben. Die Akquisitionskredite Senior Term Loan A und Senior Term Loan B dienen der anteiligen Finanzierung des Kaufpreises. Bei dem Senior Term Loan A handelt es sich um eine Tilgungstranche, während der Senior Term Loan B die endfällige Tranche darstellt. Die Tilgungstranche, die in der Regel in halbjährlichen Tilgungsraten zurückgezahlt wird, hat eine etwas kürzere Laufzeit als die endfällige Tranche. Aufgrund der Tilgungs- und Laufzeitmodalitäten ist die Tranche unter Risikogesichtspunkten etwas günstiger bepreist als die Tranche B. Die Aufteilung des Kreditvolumens auf die Tranchen A und B hängt u.a. von der Risikoeinstellung der Finanzierungspartei und dem Cashflow-Profil des Unternehmens ab.⁶⁸

Neben den Akquisitionskrediten können dem Unternehmen weitere Finanzierungsbausteine zur Verfügung gestellt werden. Dies können bspw. Betriebsmittelkreditlinien zur Deckung des Working Capital-Bedarfs, Investitionskreditlinien für zukünftige Investitionsmaßnahmen oder weitere Akquisitionskreditlinien für Add-On-Akquisitionen sein. In der Praxis werden Investitions- und Akquisitionskreditlinien teilweise als nicht zugesagte (uncommitted) Linien vertraglich verankert. Unter bestimmten Voraussetzungen kann der Kreditnehmer die Linien dann während der Laufzeit beantragen.⁶⁹

Second-Lien-, Mezzanine, Unitranche-Kredite

Sowohl Second-Lien-Kredite als auch Mezzanine-Kapitel werden in erster Linie zur Optimierung des Verschuldungsgrades eingesetzt. Second-Lien-Kredite, die in der Praxis eher selten zum Einsatz kommen, stehen im Verwertungsfall gleichrangig neben Senior-Krediten, nehmen aber hinsichtlich der Besicherung eine nachrangige Position ein. Mezzanine-Kredite hingegen stellt eine Zwischenform zwischen Eigen- und FK dar und ist im Verwertungsfall vorrangig zum Eigenkapital, aber nachrangig zum FK zu bedienen. Die vertraglichen Komponenten der Mezzanine-Kredite können individuell ausgestaltet werden und kann somit entweder mehr EK- oder mehr FK-Charakter haben.⁷⁰ Debt Funds kombinieren die Eigenschaften von Senior-Krediten und Mezzanine-Krediten, indem sie nur eine endfällige Tranche mit einem höheren Verschuldungsgrad akzeptieren. Es handelt sich hierbei um eine sogenannte Unitranche-Finanzierung. In der Regel behalten die Debt Funds das gesamte Finanzierungsvolumen in den eigenen Büchern, d.h. es findet keine Syndizierung oder Bildung eines Konsortiums statt. Debt Funds sind daher insgesamt bereit, höhere Risiken einzugehen, was sich allerdings in höheren Margen im Vergleich zu Senior-Krediten von Banken niederschlägt.

⁶⁸ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 21 f.; Ernst; Häcker 2011, S. 209 ff.; Hill 2011, S. 196 f.

⁶⁹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 22.

⁷⁰ Vgl. Mulic 2021, S. 612; Flor; Heemann 2019, S. 597 ff.; Diem; Jahn 2019, S. 22 f.

Unitranche-Provider haben jedoch das Problem, dass sie dem Unternehmen keine operativen Kreditlinien zur Verfügung stellen können. Daher muss das Unternehmen parallel mit anderen Kreditgebern zusammenarbeiten.⁷¹ Durch die Zusammenarbeit hat sich in der Praxis das Konzept einer First-out/Second-out-Struktur entwickelt.⁷²

Gesellschafterdarlehen / Verkäuferdarlehen

Eine wesentliche Komponente in LBO-Transaktionen ist das EK des Investors. Dieses wird aus steuerlichen Gründen regelmäßig anteilig in Form von Gesellschafterdarlehen und hartem EK eingebracht.⁷³ Bei der Einbringung in Form von Gesellschafterdarlehen ist es aus Sicht der FK-Geber wichtig, dass diese mit einer Rangrücktritts- und Belassungserklärung versehen werden, sodass diese Forderungen im Rang hinter die Forderungen der FK-Geber zurücktreten und erst nach Rückzahlung der Forderungen der FK-Geber rückführbar sind. Erst durch diese Erklärung können die Gesellschafterdarlehen dem wirtschaftlichen EK zugeordnet werden.⁷⁴

Die Rangrücktritts- und Belassungserklärung kommt auch bei Vorliegen eines Verkäuferdarlehens, auch Vendor Loan genannt, zur Anwendung. In diesem Fall ist der/die Verkäufer*in bereit, einen Teil des Kaufpreises zu stunden und damit als weitere Finanzierungspartei in der Transaktion aufzutreten. Vor allem aus Sicht des Investors bietet dies einen zusätzlichen Komfort, da der/die Verkäufer*in bereit ist, ein Risiko auf sich zu nehmen und gleichzeitig weniger FK benötigt wird. Dieses Instrument wird vor allem in schwierigen Marktphasen gerne genutzt.⁷⁵

Eigenkapital

Das harte EK steht in der Rangfolge an letzter Stelle und weist somit das höchste Risiko auf, was mit einer entsprechend hohen Renditeforderung einhergeht. Neben dem EK-Einsatz der PE-Investoren besteht auch die Möglichkeit, dass sich der/die Verkäufer*in über eine Rückbeteiligung an der Transaktion beteiligt, indem er/sie mit einem Teil seines/ihrer Verkaufserlöses direkt Anteile an der Erwerbengesellschaft erwirbt. Auch eine Beteiligung des Managements ist in diesem Zusammenhang möglich.⁷⁶

Der Vollständigkeit halber wird darauf hingewiesen, dass für größere Transaktionen im Large Cap-Segment und für kapitalmarktorientierte Unternehmen auch Kapitalmarktinstrumente wie High Yield Bonds zur Verfügung stehen.⁷⁷

⁷¹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 23; Flor; Heemann 2019, S. 607 f.; Spanier 2017, S. 352.

⁷² Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 23; Spanier 2017, S. 352.

⁷³ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 88 f.; Spanier 2017, S. 346.

⁷⁴ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 222 f.

⁷⁵ Vgl. Hill 2011, S. 198; von Braunschweig 2010.

⁷⁶ Vgl. Rosenbaum; Pearl 2009, S. 178; von Braunschweig 2010.

⁷⁷ Vgl. Enders 2018, S. 228 ff.; Ernst; Häcker 2011, S. 223.

2.3.2 Transaktionsstruktur

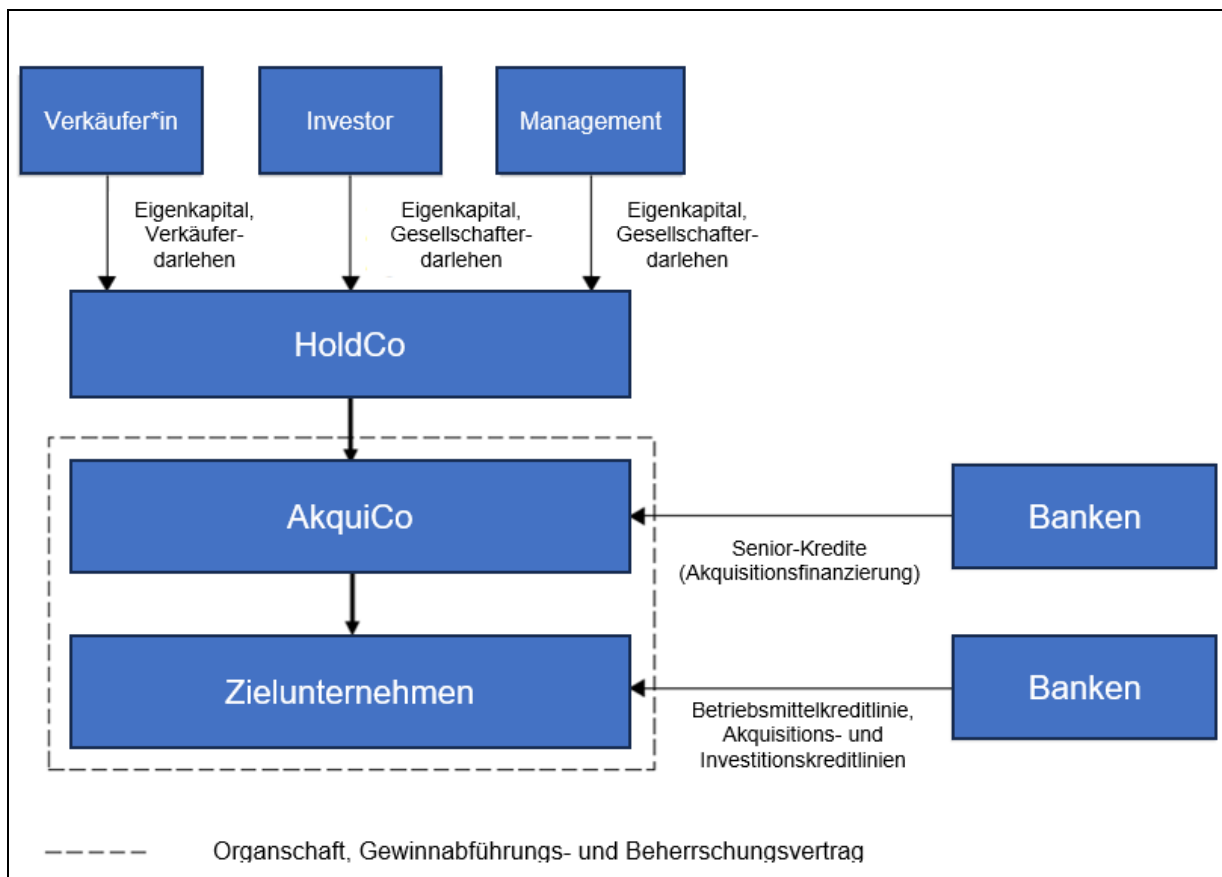
Ausgangspunkt der Transaktionsüberlegungen ist die Wahl der Übernahmestruktur. Hierbei müssen sich Käufer*in und Verkäufer*in auf einen der beiden Wege, Share Deal oder Asset Deal, einigen. Beim Share Deal erwirbt der/die Käufer*in die Anteile am operativen Unternehmen, während beim Asset Deal einzelne Wirtschaftsgüter des materiellen und/oder immateriellen Vermögens übertragen werden. Die Entscheidung hängt dabei u.a. von steuerlichen und transaktionsspezifischen Kriterien ab.⁷⁸ In der Praxis werden bei LBOs durch PE-Investoren überwiegend Share Deals abgeschlossen, da die Verkäufer*innen in der Regel am Verkauf des gesamten Unternehmens interessiert sind.⁷⁹

Im Rahmen der gesellschaftsrechtlichen Gestaltung von LBO-Transaktionen müssen die gegensätzlichen Interessen der Beteiligten berücksichtigt werden, um eine zufriedenstellende Struktur zu schaffen. Für den/die Käufer*in, also u.a. den PE-Sponsor, und die weiteren Gesellschafter*innen ist die Haftungsbeschränkung auf den Einsatz der zu Beginn der Transaktion eingebrachten Eigenmittel wesentlich. Eine darüberhinausgehende Haftung in Richtung des PE-Fonds besteht somit nicht, weshalb in der Praxis auch von Non-Recourse-Finanzierungen gesprochen wird. Ebenso sind aus Sicht des PE-Investors steuerliche Thematiken zu berücksichtigen. Gleichzeitig muss für die Kreditgeber eine Struktur geschaffen werden, die den Zugriff auf die Cashflows zur Bedienung der Tilgungs- und Zinszahlungen sowie die Bestellung eines umfangreichen Sicherheitenpakets sicherstellt.⁸⁰

⁷⁸ Vgl. Gröger; Jänisch 2011, S. 158 ff.; Enders 2018, S. 230 f.

⁷⁹ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 88.

⁸⁰ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 88 ff.



Darstellung 4: Typische Gesellschafterstruktur einer LBO-Transaktion⁸¹

Um allen Interessen gerecht zu werden, hat sich in der Praxis eine drei- oder vierstufige Gesellschafterstruktur einschließlich weiterer rechtlicher Rahmenbedingungen etabliert. Eine solche Struktur ist in Darstellung 4 abgebildet. Der Investor gründet oder erwirbt zunächst zwei Gesellschaften, eine Holdinggesellschaft (kurz „HoldCo“) und eine Akquisitionsgesellschaft (kurz „AkquiCo“). Anschließend wird die HoldCo von den Gesellschaftern, d.h. dem PE-Investor sowie ggfs. dem/der Verkäufer*in in Form einer Rückbeteiligung, dem Management und weiteren Beteiligungsgesellschaften, mit - ausgestattet. Dieses kann jeweils sowohl in Form von (nachrangigen) Gesellschafter- bzw. Verkäuferdarlehen als auch in Form von hartem EK eingebracht werden. Anschließend wird die AkquiCo mit Kapital ausgestattet. Dies geschieht zum einen dadurch, dass die HoldCo die Eigenmittel an die AkquiCo weitergibt. Zum anderen wird die Akquisitionsfinanzierung auf Ebene der AkquiCo ausgezahlt. Mit dem Kapital kann die AkquiCo im Anschluss die Anteile an der Zielgesellschaft (Target) erwerben. Auf Ebene der operativen Gesellschaft können weitere Finanzierungsbausteine wie eine Betriebsmittelkreditlinie oder Akquisitions- und Investitionskreditlinien gewährt werden.⁸²

⁸¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Mittendorfer 2007, S. 86 ff.; Spanier 2017, S. 341 f.

⁸² Vgl. Mittendorfer 2007, S. 86 ff.

Die HoldCo und AkquiCo werden üblicherweise in der Rechtsform einer GmbH oder GmbH & Co. KG strukturiert, um eine Haftungsbeschränkung in Richtung der Gesellschafter*innen sowie eine steuerliche Optimierung zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang fungiert die AkquiCo letztlich sowohl als Käufer*in des Targets als auch als Darlehensnehmer der Akquisitionsfinanzierung. Aus steuerlichen Gründen wird meist eine steuerliche Organschaft oder Verschmelzung zwischen der AkquiCo und dem Target durchgeführt. Dadurch können die Zinsen der Akquisitionsfinanzierung sowie die Zinsen der Gesellschafterdarlehen zumindest teilweise steuerlich geltend gemacht werden. Sofern es nicht zu einer Verschmelzung der beiden Gesellschaften kommt, müssen auf Ebene der nicht operativ tätigen AkquiCo geeignete Maßnahmen zur Sicherstellung der Zins- und Tilgungszahlungen getroffen werden. Hierzu kann bspw. der Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen dienen.⁸³

2.3.3 Finanzierungsstruktur

Neben der Transaktionsstruktur muss eine wirtschaftliche Finanzierungsstruktur für die Transaktion geschaffen werden. Die damit verbundenen Aspekte und Überlegungen werden in diesem Unterkapitel beschrieben.

Initialer Leverage / EK-Einsatz / Finanzierungsbausteine

Für die Strukturierung der Finanzierung dient der Financing Case mit der Bilanz-, GuV- und Cashflow-Planung über die Finanzierungslaufzeit als wesentliche Grundlage. Darüber hinaus ist eine Übersicht über die geplante Mittelverwendung mit der Höhe des Kaufpreises, den Transaktionskosten und dem weiteren Finanzierungsbedarf für die Überlegungen relevant.⁸⁴

Auf Basis dieser Informationen werden die Finanzierungsbausteine ausgewählt. In der Praxis wird in Bezug auf die Höhe des FKs in der Regel auf den anfänglichen Leverage als Maß für die Tragfähigkeit abgestellt. Unter Berücksichtigung des Leverages in Verbindung mit dem prozentualen Anteil des wirtschaftlichen EKs am Transaktionsvolumen wird die Höhe der Senior-Kredite festgelegt. Anschließend wird bei den Akquisitionskrediten die Aufteilung in die tilgende und endfällige Tranche verhandelt. Die Aufteilung sowie die Tilgungsraten sollten im Einklang mit dem Cashflow-Profil des Financing Cases stehen. Zusätzlich können weitere Finanzierungsinstrumente wie z.B. eine Betriebsmittelkreditlinie in die Finanzierungsstruktur integriert werden. Abschließend bietet eine tabellarische Darstellung der Mittelherkunft und -verwendung einen schnellen Überblick über die Transaktionsparameter.⁸⁵

⁸³ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 88 ff.; Spanier 2017, S. 342.

⁸⁴ Vgl. Enders 2018, S. 214 f.; Spanier 2017, S. 344.

⁸⁵ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 21 ff.; Mittendorfer 2007, S. 73 ff.

In diesem Zusammenhang werden für die einzelnen Bausteine u.a. die Kreditnehmer, die Verwendungszwecke, die Laufzeiten, die Zinssätze sowie Bereitstellungsprovisionen definiert und festgelegt. Typisch für LBO-Finanzierungen ist die Vereinbarung eines variablen Zinssatzes. Dabei setzt sich der Zinssatz aus der variablen Zinsbasis EURIBOR, je nach gewünschter Zinsperiode z.B. 3 oder 6 Monate, zuzüglich einer Kreditmarge zusammen. Für die Kreditmarge wird zu Beginn eine Startmarge vereinbart sowie eine Margentabelle fixiert, die während der Laufzeit zur Anwendung kommt und zu Margenanpassungen in Abhängigkeit des zu den Testzeitpunkten nachzuweisenden Verschuldungsgrades führt.⁸⁶

Financial Covenants

Mit der Vereinbarung von Financial Covenants, auch Finanzkennzahlen genannt, werden aus Sicht der Kreditgeber zwei wesentliche Ziele verfolgt. Financial Covenants dienen als Frühwarnsystem und zur Überwachung der finanziellen Leistungsfähigkeit des Kreditnehmers. Wird eine der vereinbarten Kennzahlen vom Kreditnehmer nicht eingehalten, deutet dies auf eine wirtschaftliche Verschlechterung des Unternehmens hin und räumt dem Kreditgeber vertraglich weitergehende Rechte, wie bspw. das Recht zur Kreditkündigung, ein. Gleichzeitig dient die Kennzahl im Rahmen von Kreditverträgen zur Einschätzung des Kreditrisikos, weshalb auch Margenanpassungen während der Kreditlaufzeit, wie eben beschrieben, an die Höhe der Kennzahl gekoppelt sind.⁸⁷

Grundsätzlich stehen den Parteien verschiedene Finanzkennzahlen zur Auswahl, die die Bilanz-, GuV- und Cashflow-Ebene durch Kennzahlen oder Einzelwerte abdecken können. Die bei LBO-Finanzierungen am häufigsten verwendete Finanzkennzahl ist der Nettoverschuldungsgrad, welche in der Regel auch die relevante Größe für die bereits erwähnte Margenanpassung darstellt.⁸⁸ Daneben finden sich am Markt für LBO-Finanzierungen z.B. auch der Schuldendienstdeckungsgrad, der Zinsdeckungsgrad sowie Investitionsbeschränkungen.⁸⁹

Während in den 2000er Jahren die vertragliche Verankerung von 3 bis 4 Financial Covenants durchaus üblich war, haben in den letzten Jahren Covenants-loose- bzw. Covenant-lite-Strukturen zugenommen. D.h. die Banken sind bereit, deutlich lockerere Bedingungen wie bspw. die Verankerung lediglich einer Finanzkennzahl oder sogar den Verzicht auf Financial Covenants zu akzeptieren. Dies ist vor allem auf die Niedrigzinsphase, die lockere Geldpolitik der EZB, die hohe Liquidität am Markt und die damit verbundene Wettbewerbsintensität im LBO-Markt zurückzuführen.⁹⁰

⁸⁶ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 42 ff.; 2019, S. 62 ff.

⁸⁷ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 109; Spanier 2017, S. 364 f.

⁸⁸ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 109 ff.

⁸⁹ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 199 ff.; Diem; Jahn 2019, S. 109 ff.

⁹⁰ Vgl. Achleitner u.a. 2012, S. 661 ff.; Diem; Jahn 2019, S. 110, 113; European Central Bank 2017, S. 2.

Die Festlegung der vertraglich vereinbarten und einzuhaltenden Grenzwerte basiert auf der Finanzplanung des Kunden, genauer gesagt auf dem Bank Case. Auf dieser Basis werden die Grenzwerte unter Berücksichtigung eines marktüblichen Headrooms festgelegt, um gewisse Abweichungen zwischen der Planung und der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung zuzulassen.⁹¹

Darüber hinaus ist es dem Unternehmen in der Regel gestattet, bei der Berechnung des EBITDA Anpassungen für aus Sicht des Managements einmalige und nicht wiederkehrende Aufwendungen und Erträge vorzunehmen, die in der jeweiligen Periode angefallen sind. Diese sollen das nachhaltige EBITDA darstellen. Adjustierungsmöglichkeiten bestehen auch bei einer Add-On-Akquisition. Hier können Synergien und Kosteneinsparungen bis zu einem gewissen Grad vorab im EBITDA berücksichtigt werden. Alle genannten Adjustierungen fließen, soweit zulässig, in das EBITDA für die laufenden Überprüfungen der Finanzkennzahlen ein.⁹²

Wird der Grenzwert zu einem Testzeitpunkt während der Kreditlaufzeit nicht eingehalten, hat der Investor die Möglichkeit, den Kennzahlenbruch zu heilen, bevor der beschriebene Kündigungsgrund für die Banken eintritt. Durch die Einbringung von Eigenmitteln durch den Investor, das sogenannte Equity Cure, kann dieser Betrag bei der Berechnung der Kennzahl berücksichtigt und der Bruch somit geheilt werden. Diese Möglichkeit besteht jedoch nur in begrenztem Umfang während der Laufzeit.⁹³

Sicherheiten

Trotz der cashflowbasierten Finanzierungsform, die für LBO-Finanzierungen charakteristisch ist, wird die Besicherung nicht vernachlässigt. Dabei ermöglicht die bereits beschriebene typische Transaktionsstruktur die Schaffung eines umfangreichen Sicherheitenpakets für die Kreditgeber. Die Besicherung umfasst in der Regel sowohl die Sphäre der AkquiCo als auch die Sphäre des Zielunternehmens sowie ggfs. weiterer operativer Gruppengesellschaften. Aufgrund der typischen Haftungsbeschränkung des Investors werden von diesem direkt keine Sicherheiten gestellt.⁹⁴

Da die AkquiCo in der Regel nicht operativ tätig ist, umfassen die Sicherheiten hier Anteilsverpfändungen, die Abtretung etwaiger Gesellschafterdarlehen und die Sicherungsabtretungen hinsichtlich etwaiger Ansprüche aus dem Kaufvertrag sowie aus den DD-Berichten. Die Anteilsverpfändungen sind insofern von wesentlicher Bedeutung, als im Verwertungsfall eine gesonderte Verwertung der Gesellschaften erfolgen kann. Mit Blick auf die operativ tätige Zielgesellschaft sind auch dinglichen Sicherheiten wie Grundschulden, die Sicherungsübertragung von Anlage- und Umlaufvermögen, Globalzession von Forderungsbeständen,

⁹¹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 113.

⁹² Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 318, 359; 2019, S. 110.

⁹³ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 345 ff.

⁹⁴ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 225 f.; Spanier 2017, S. 345; Mittendorfer 2007, S. 89 ff.

Kontenverpfändungen sowie die Verpfändung von Marken- und IP-Rechten von Bedeutung. Diese werden jeweils nur abgeschlossen, soweit sie wirtschaftlich und rechtlich sinnvoll sind.⁹⁵

Darüber hinaus kommt im Rahmen von LBO-Finanzierungen ein Garantenkonzept zur Anwendung, welches zum Tragen kommt, wenn weitere Tochtergesellschaften der Akquisitions- oder Zielgesellschaft vorhanden sind. Hierbei verpflichtet sich der Kreditgeber sicherzustellen, dass Konzerngesellschaften dem Kreditvertrag als Kreditnehmer und/oder Garantgeber beitreten, sodass die Parteien einen Großteil des EBITDA, des Vermögens und/oder des Umsatzes der Gruppe abdecken. Der Mechanismus sieht vor, dass die beitretenden Kreditnehmer bzw. Garantgeber neben der Abgabe der Garantie auch das Sicherheitenpaket zugunsten der Kreditgeber bestellen müssen. Dies gilt im Übrigen auch für Konzerngesellschaften, die als wesentliche Gruppengesellschaft mit einem wesentlichen EBITDA-, Vermögens- oder Umsatzbeitrag zur Gruppe beitragen, selbst wenn die Garantendeckung grundsätzlich erfüllt wäre.⁹⁶

2.3.4 Vertragliche Struktur

Zur Dokumentation der wirtschaftlichen und rechtlichen Regelungen von Akquisitionsfinanzierungen haben sich in der Praxis Vertragsmuster etabliert, die sich am LMA-Standard orientieren. Die Loan Market Association (kurz „LMA“) ist ein Zusammenschluss u.a. von Geschäfts- und Investmentbanken sowie Anwaltskanzleien mit dem Ziel, eine einheitliche Vertragsdokumentation und -praxis zu schaffen.⁹⁷ Bei reinen Bankenfinanzierungen umfasst die Dokumentation im Wesentlichen den Kreditvertrag, die Intercreditor-Vereinbarung sowie die Sicherheitenverträge. Die Intercreditor-Vereinbarung regelt die Rangfolge der Forderungen der einzelnen Kreditgeber im Verwertungsfall, wie z.B. Forderungen von Banken, Konzerngesellschaften oder Gesellschaftern.⁹⁸

Neben der bereits in Kapitel 2.3.3 beschriebenen Finanzierungsstruktur fließen weitere wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Kriterien in die Dokumentation ein. Die im Rahmen dieser Masterarbeit als relevant identifizierten weiteren Punkte werden im Folgenden beschrieben.

Beteiligte Parteien

Der Kreditvertrag wird zwischen mehreren Parteien abgeschlossen. Der MLA übernimmt die führende Rolle bei der Strukturierung und Syndizierung der Akquisitionsfinanzierung auf Bankenseite. Er verhandelt federführend mit dem Investor die Finanzierungsbedingungen und -

⁹⁵ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 225 f.; Spanier 2017, S. 345; Mittendorfer 2007, S. 204.

⁹⁶ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 311 f., 389 ff.

⁹⁷ Vgl. Loan Market Association 2023; Spanier 2017, S. 363.

⁹⁸ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 12 f.; Spanier 2017, S. 363.

konditionen sowie die anschließende Dokumentation.⁹⁹ In der Regel beteiligt sich der MLA auch als Kreditgeber an der Finanzierung. Weitere Kreditgeber werden vom MLA im Rahmen der Syndizierung zur Finanzierung eingeladen und können sich an der Akquisitionsfinanzierung beteiligen.¹⁰⁰ Diese werden daher auch als Teilnehmerbanken bezeichnet. Während der Laufzeit des Kreditvertrages übernimmt der Agent die laufenden Aufgaben, wie z.B. die Überwachung von Einreichungsfristen, die Weiterleitung von Informationen oder die Berechnung und Verteilung der Zinsen im Konsortium.¹⁰¹ Der Sicherheiten-Treuhänder wird vom Konsortium mit der treuhänderischen Verwaltung der Sicherheiten beauftragt. Auf Kundenebene sind sowohl die Kreditnehmer als auch die Garantiegeber Parteien des Konsortialkreditvertrages.¹⁰²

Gebühren

Für die Strukturierung und Syndizierung erhebt der MLA eine Arrangierungsgebühr, die als Prozentsatz des Kreditvolumens berechnet wird. Von dieser Gebühr gibt der MLA in der Regel eine Teilnehmergebühr an die beteiligten Konsortialbanken weiter. Darüber hinaus erhalten der Agent und der Sicherheiten-Treuhänder eine jährliche Vergütung für ihre Tätigkeiten während der Kreditlaufzeit.¹⁰³

Informations- und Berichtspflichten

Zur Überwachung des Kreditengagements sind während der Laufzeit entsprechende Informations- und Berichtspflichten einzuhalten. So ist der Kreditnehmer verpflichtet regelmäßig Quartals- bzw. Monatsreportings, Jahresabschlüsse und jährliche Budgets einzureichen. Darüber hinaus ist die Einhaltung der Financial Covenants inklusive Berechnungslogik sowie die Einhaltung der Garantendeckung über das, in der Regel halbjährlich oder vierteljährlich einzureichende, Compliance Certificate nachzuweisen. Auf Basis der Compliance Certificates werden auch etwaige Margenanpassungen geprüft und vorgenommen.¹⁰⁴

Allgemeine Verpflichtungen

Die Dokumentation nach dem LMA-Standard sieht auch verschiedene allgemeine Verpflichtungen des Kreditnehmers vor, die zum Teil auch für die vorliegende Untersuchung relevant sind. So werden dem Kreditnehmer in der Regel bestimmte Baskets, also betragsmäßige Freiräume, eingeräumt, innerhalb derer er agieren kann. Diese betreffen z.B. die Aufnahme weiterer Finanzverbindlichkeiten außerhalb des Kreditvertrages, die teilweise Bestellung von Sicherheiten für solche Finanzverbindlichkeiten, die Erlaubnis zum Abschluss eines

⁹⁹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 4.

¹⁰⁰ Vgl. Kapitel 2.4

¹⁰¹ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 15.

¹⁰² Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 3.

¹⁰³ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 176 ff.

¹⁰⁴ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 304 ff.

Factoringvertrages oder die Erlaubnis zur teilweisen Veräußerung von Vermögensgegenständen. Darüber hinaus ist aufgrund der variablen Verzinsung für einen Teilbetrag des Kreditvolumens der Abschluss eines Zinssicherungsgeschäftes vorgesehen. Damit sollen mögliche Schwankungen des Basiszinssatzes während der Laufzeit anteilig abgesichert werden.¹⁰⁵ Ebenso sind Gewinnausschüttungen aus dem Haftungskreis der Banken in Richtung Gesellschafter*innen während der Laufzeit nur in begrenztem Umfang zulässig.¹⁰⁶

2.4 Syndizierung von LBO-Finanzierungen

Bei LBO-Finanzierung ist die Bildung eines Kreditkonsortiums gängige Praxis. Die damit einhergehende Syndizierung unter Federführung des MLA verfolgt das Ziel, die in der Regel hohen Kreditvolumina einer LBO-Transaktion auf mehrere Finanzierungsparteien zu verteilen. Dabei spielen sowohl institutsspezifische als auch regulatorische Risikoüberlegungen eine Rolle. Mit internen Kreditrisikostراتيجien versuchen Banken, ihr internes Kreditportfolio zu diversifizieren, indem sie u.a. Limite auf Kreditnehmer- oder Branchenebene einsetzen. Ebenfalls aus Diversifikationsgründen macht die Bankenregulierung den Banken Vorgaben für einzelne Kreditengagements. So dürfen Banken die Großkreditgrenze für einzelne Kreditgeber nicht überschreiten, was vierteljährlich gegenüber der Deutschen Bundesbank nachzuweisen ist.¹⁰⁷

Für den Syndizierungsprozess gibt es verschiedene Varianten, das Best-Efforts-Prinzip, das Underwriting sowie den Club Deal. Beim Best-Efforts-Prinzip übernimmt der MLA gegenüber dem Investor keine Garantie für die Platzierung des Kreditvolumens. Er verpflichtet sich lediglich, dieses Ziel mit größtmöglichen Anstrengungen zu erreichen. Da dies für den Investor ein hohes Risiko darstellt, kommt diese Form in der Praxis kaum vor. Bei der vollständigen oder teilweisen Übernahme eines Underwritings wird hingegen das vollständige Kreditvolumen zunächst von einer Bank (Underwriter) zugesagt und erst im Nachgang von dieser an weitere Konsortialbanken ausplatziert. Der Underwriter übernimmt damit das Ausplatzierungsrisiko. Die dritte Möglichkeit ist die Bildung eines Banken-Clubs. Hierbei agiert jede Bank für sich und gibt gegenüber dem Investor eine Kreditzusage über den eigenen Anteil ab. Anschließend führt der Investor die einzelnen Banken zu einem Konsortium zusammen. In diesem Zusammenhang wird auch von einem Club-Deal gesprochen.¹⁰⁸ In unsicheren Marktphasen zeigen Banken eine geringere Bereitschaft, höhere Risiken durch die Übernahme von Underwritings

¹⁰⁵ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 347 ff.

¹⁰⁶ Vgl. Diem; Jahn 2017, S. 30.

¹⁰⁷ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 161; Deutsche Bundesbank 2023c.

¹⁰⁸ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 8; Spanier 2017, S. 357 f.

einzugehen. Dies war auch ein Grund dafür, dass während der Finanz- und Wirtschaftskrise ein deutlicher Trend zu Club Deals zu beobachten war.¹⁰⁹

Für Entscheidungen innerhalb eines Kreditkonsortiums können vertraglich unterschiedliche Abstimmungsregeln verankert werden. So ist es üblich, dass wirtschaftlich wesentliche Entscheidungen, wie z.B. Kreditstundungen, Kreditlinienerhöhungen oder Margenänderungen, einstimmig getroffen werden müssen. In anderen Fällen reicht aber bereits die Zustimmung der qualifizierten Mehrheit, in der Regel 66,33% der Banken bezogen auf die Konsortialanteile, aus. Im Vergleich zu einem bilateralen Kredit geben die einzelnen Konsortialbanken damit ihre eigene Entscheidungsbefugnis an die Gesamtheit der Konsortialbanken ab.¹¹⁰

2.5 Erfolgsfaktoren von LBO-Finanzierungen

Aus den langjährigen Erfahrungen des LBO-Marktes haben sich verschiedene Kriterien herauskristallisiert, die als Erfolgsfaktoren einer LBO-Transaktion für Investoren und damit auch für Akquisitionsfinanzierungen für Banken gelten können. Die im Folgenden dargestellten Aspekte und Bereiche sollten zur Begrenzung des operativen und finanziellen Risikos beachtet werden und werden daher in der Literatur immer wieder genannt.¹¹¹ Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Erfüllung aller Faktoren in ihrer Kombination zwar eine optimale Ausgangssituation darstellen würde, in der Praxis jedoch nur selten in ihrer Gesamtheit anzutreffen sein werden. Außerdem können sie nicht garantieren, dass eine LBO-Transaktion oder Akquisitionsfinanzierung erfolgreich sein wird, wenn die Faktoren erfüllt sind, und umgekehrt, wenn sie nicht erfüllt sind. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie Erfolg für die einzelnen Parteien definiert wird. Für die Banken ist sicherlich die vollständige Rückführung der ausgereichten Kreditvolumina inklusive der Vereinnahmung der einmaligen Gebühren sowie der laufenden Zinserträge als Erfolg zu werten.

Die ersten Erfolgsfaktoren sind dem Unternehmen und seinem direkten Umfeld zuzuordnen. Hier ist es wichtig, das Markt- und Branchenumfeld zu betrachten, in dem sich das Unternehmen bewegt. Idealerweise sollte hier auf eine solide historische Entwicklung zurückgegriffen werden können, die gleichzeitig eine Prognose für das notwendige zukünftige Marktwachstum zulässt. Vorteilhaft ist hier auch ein stabiler, relativ konjunkturunabhängiger Markt, der bei einem konjunkturellen Abschwung nur geringe Marktschwankungen aufweist. Auch die Betrachtung des Wettbewerbsumfeldes ist ein wichtiger Faktor bei der Prüfung. Das Unternehmen sollte sich durch ein Alleinstellungsmerkmal seines Produkt- bzw. Dienstleistungsportfolios von der Konkurrenz abheben und bestenfalls eine Marktführerschaft innehaben. Hohe

¹⁰⁹ Vgl. Hill 2011, S. 197; Wolf; Hill; Pfaue 2011, S. 165.

¹¹⁰ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 199.

¹¹¹ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 188 ff.; Mittendorfer 2007, S. 67 ff.; Mulic 2021, S. 615 ff.; Pignataro 2014, S. 3 ff.; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 168 ff.; Spanier 2017, S. 343 ff.

Markteintrittsbarrieren, z.B. aufgrund von Technologie-, Kunden- oder Kapitalvorteilen, bieten dem Unternehmen einen gewissen Schutz vor weiteren potenziellen Wettbewerbern. Auch ein moderner Anlagenbestand ohne Investitionsstau kann von Bedeutung sein, um übermäßige Cash-Abflüsse für notwendige Capex-Maßnahmen während der Laufzeit zu vermeiden. Insgesamt sollte das Unternehmen perspektivisch in der Lage sein, einen hohen Free Cashflow zu erwirtschaften und liquide Mittel aufzubauen, um die notwendigen Tilgungs- und Zinszahlungen für die hohen Kreditvolumina jederzeit bedienen zu können.¹¹² In diesem Zusammenhang ist auch eine intensive Auseinandersetzung mit den Commercial und Financial DD-Berichten unerlässlich, da hier die genannten Themen mit einem objektiven Blick von externen Dienstleistern analysiert werden.¹¹³

Im Bereich des Unternehmens ist auch die Bewertung der Managementqualität hervorzuheben. Hier sind die Kompetenz, Erfahrung und Reputation wichtige Kriterien, um das Unternehmen auch mit der neuen Eigentümerstruktur, den ambitionierten Zielen sowie der hohen Verschuldung erfolgreich in die Zukunft zu führen. Im Rahmen von Finanzierungsprozessen ist es daher auch üblich, das Management persönlich kennenzulernen, um sich ein eigenes Bild von den Fähigkeiten machen zu können. Einem erfahrenen und erfolgreichen Management-Team wird im Rahmen der Transaktion häufig eine Beteiligung am Unternehmen angeboten, um auch finanzielle Anreize für die weitere Entwicklung zu setzen.¹¹⁴

Für die Banken ist auch die Beurteilung des PE-Investors relevant. Hier fließen u.a. der Track Record bisheriger Transaktionen sowie die Investitionsstrategie in die Bewertung ein. Bestenfalls können die Banken auch herausfinden, wie der Investor in der Vergangenheit in kritischen Situationen agiert hat. Auch eine Einschätzung der handelnden Personen des Investors erscheint durchaus wichtig, da eine gute und konstruktive Zusammenarbeit mit den Stakeholdern während des Investitionshorizonts unabdingbar ist.¹¹⁵

Neben den Bereichen Unternehmen, Management und Investor hängen viele Erfolgsfaktoren mit der Transaktion selbst sowie der damit verbundenen Strukturierung zusammen. Der Kaufpreis, der sich in einem fairen Rahmen bewegen sollte, ist hier als Erfolgsfaktor zu nennen. Zur Validierung sollte seitens der Banken eine eigene Plausibilisierung des Unternehmenswertes durchgeführt werden. Hierzu können gängige Unternehmensbewertungsverfahren wie das Discounted-Cashflow-Verfahren oder das Multiple-Verfahren auf Basis der Finanzplanung zum Einsatz kommen.¹¹⁶ PE-Investoren nähern sich bei der Kaufpreisfindung häufig

¹¹² Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 188; Mittendorfer 2007, S. 68; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 169 ff.; Pignataro 2014, S. 3.

¹¹³ Vgl. Enders 2018, S. 209 ff.

¹¹⁴ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 189; Mittendorfer 2007, S. 69; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 171; Spanier 2017, S. 343.

¹¹⁵ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 190; Mittendorfer 2007, S. 65 f., 70; Spanier 2017, S. 346.

¹¹⁶ Für nähere Informationen zu den beiden Unternehmensbewertungsverfahren wird auf Berk; De-Marzo 2017, S. 322 ff.; Schacht; Fackler 2009a, S. 205 ff.; 2009b, S. 255 ff. verwiesen.

über die Multiple-Methode an.¹¹⁷ Die Höhe des Kaufpreises ist dahingehend ein wichtiges Kriterium, da der Investor mit seinem Investment eine entsprechende Rendite erzielen möchte. Daher müssen einerseits ausreichende Wertsteigerungspotenziale für das Unternehmen und andererseits ausreichende und attraktive Exit-Möglichkeiten für den Investor vorhanden sein. Unter der Annahme einer begrenzten Verschuldungskapazität birgt ein zu hoher Kaufpreis die Gefahr, dass der Investor aufgrund des hohen EK-Einsatzes während der Laufzeit höhere Risiken eingeht, um den Unternehmenswert und damit seine Rendite steigern zu können.¹¹⁸ Eine aus Sicht der Finanzierungsparteien zufriedenstellende Transaktionsstruktur ist darüber hinaus Grundvoraussetzung für die Finanzierung. Der Zugriff auf die Cashflows sowie die Möglichkeit einer umfassenden Besicherung müssen entsprechend gewährleistet werden.¹¹⁹

Ein weiterer zentraler Erfolgsfaktor ist die Notwendigkeit einer tragfähigen Finanzierungsstruktur. Zur Beurteilung der Tragfähigkeit wird in der Praxis vorrangig auf den anfänglichen Leverage abgestellt. Grundlage der Strukturierungsüberlegungen ist der Bank Case des Kunden. Als wichtiger Aspekt ist dabei ein risikoadäquates Verhältnis von Eigen- und FK zu nennen. Eine hohe EK-Quote schafft Vertrauen, da LBO-Transaktionen in der Regel mit einem hohen Goodwill verbunden sind. Es sollte darauf geachtet werden, dass ein ausreichender Teil des Goodwills durch EK gedeckt ist. Darüber hinaus bietet eine hohe EK-Quote einen entsprechenden Risikopuffer und damit Stabilität für das Unternehmen. Ebenso wichtig ist, auf eine angemessene Aufteilung zwischen endfälliger und tilgender Tranche zu achten. In diesem Zusammenhang muss das Unternehmen in der Lage sein, die laufenden Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten, weshalb die Tilgungsstruktur im Einklang mit dem Cashflow-Profil des Unternehmens sein sollte. Ziel sollte eine zufriedenstellende Entschuldung während der Laufzeit sein.¹²⁰

2.6 Makroökonomische Entwicklungen und deren Auswirkungen

Bis heute hat der deutsche LBO-Markt bereits einige turbulente Phasen erlebt. Zu nennen ist hier das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000. Trotz der daraus resultierenden Unsicherheiten an den Finanz- und Kapitalmärkten setzte schnell eine Erholung ein. Es folgte eine Phase günstiger Marktbedingungen, die in den folgenden Jahren die dynamische Entwicklung des LBO-Marktes im europäischen Raum begünstigte.¹²¹ Nach einigen Jahren einer ruhigen Marktphase folgte die Wirtschafts- und Finanzkrise von 2007 bis 2010, die u.a. zu einer umfassenden Bankenkrise und einem massiven Konjunkturreinbruch führte.¹²² Nachdem die

¹¹⁷ Vgl. Johnen; Schacht 2009, S. 289 ff.; Mittendorfer 2007, S. 70.

¹¹⁸ Vgl. Ernst; Häcker 2011, S. 189 ff.; Mittendorfer 2007, S. 69 ff.; Pignataro 2014, S. 4.

¹¹⁹ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 71.

¹²⁰ Vgl. Diem; Jahn 2019, S. 21 f.; Ernst; Häcker 2011, S. 192 ff.; Mittendorfer 2007, S. 73 ff.; Mulic 2021, S. 615 ff.; Rosenbaum; Pearl 2009, S. 169; Spanier 2017, S. 344.

¹²¹ Vgl. Bock 2019, S. 489; European Central Bank 2007, S. 12.

¹²² Vgl. Deutsche Bundesbank 2010.

Anzahl und das Volumen der von PE-Investoren gesponsorten LBO-Transaktionen in der Krisenphase deutlich zurückgegangen waren, zeigte sich der LBO-Markt danach wieder sehr freundlich und setzte die zuvor begonnene dynamische Entwicklung fort. Begünstigt u.a. durch das Niedrigzinsumfeld sowie die zunehmende Nachfolgeproblematik im deutschen Mittelstand konnten in den Folgejahren neue Rekordzahlen im deutschen LBO-Markt erreicht werden.¹²³

Gebremst wurde die Dynamik ab 2020 durch die Corona-Pandemie sowie anschließend 2022 durch den Beginn des Ukraine/Russland-Kriegs.¹²⁴ Diese Ereignisse hatten erhebliche Auswirkungen auf die makroökonomischen Entwicklungen, die sich auch auf den deutschen Mittelstand und damit auf den deutschen LBO-Markt auswirkten. Die wesentlichen Aspekte sowie deren Auswirkungen werden nachfolgend beschrieben.

Im Jahr 2020 zeigte sich in Deutschland aufgrund der Auswirkungen der Corona-Pandemie ein erheblicher wirtschaftlicher Einbruch, der sich in einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 3,7% gegenüber dem Vorjahr äußerte. Dies war die stärkste Rezession seit der Wirtschafts- und Finanzkrise. Trotz der Herausforderungen durch den Ausbruch des Ukraine/Russland-Konflikts Anfang 2022 konnte sich die deutsche Wirtschaft etwas erholen. Im Jahr 2021 verzeichnete sie ein Wachstum von 2,6%, gefolgt von einem Anstieg um 1,8% im Jahr 2022. Das Jahr 2023 begann jedoch eher verhalten, was sich in einem negativen Wachstum im ersten Quartal zeigte.¹²⁵

Im Einklang mit der wirtschaftlichen Entwicklung spiegelt auch der ifo-Geschäftsklimaindex, ein maßgeblicher Indikator für die konjunkturelle Lage in Deutschland, eine ähnliche Tendenz wider. Im Jahr 2020 trübte sich die Stimmung der deutschen Unternehmen deutlich ein. Im Jahr 2021 verbesserten sich die Aussichten insgesamt wieder, wurden aber durch den Konflikt in der Ukraine erneut stark belastet. Gegen Ende 2022 war eine etwas optimistischere Stimmung zu beobachten, die sich jedoch seit Mai 2023 wieder deutlich eingetrübt hat.¹²⁶

Sowohl die Corona-Pandemie als auch der Ukraine/Russland-Konflikt haben zu erheblichen Problemen in den Lieferketten geführt, von denen die Unternehmen je nach Branche unterschiedlich stark betroffen waren. Während die durch die Pandemie ausgelösten Probleme vor allem durch weltweite Lockdowns und kurzzeitigen Betriebsschließungen hervorgerufen wurden, waren sowohl die Ukraine als auch Russland wichtige Energie- und Rohstofflieferanten, sodass der Konflikt zusätzliche Probleme bei der Beschaffung verursachte. Die Unternehmen reagierten mit einer teilweise veränderten Beschaffungspolitik und dem Aufbau von

¹²³ Vgl. Deutsche Beteiligungs AG 2023a; 2023b; European Central Bank 2023; Schwartz 2023.

¹²⁴ Vgl. Deutsche Beteiligungs AG 2023a; 2023b.

¹²⁵ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz 2023; Statistisches Bundesamt 2023a.

¹²⁶ Vgl. ifo Institut 2023b.

Lagerbeständen, was den Working-Capital-Bedarf erhöhte. Gleichzeitig führten die dadurch verursachten Steigerungen der Beschaffungspreise zu Kostenbelastungen.¹²⁷

Zusätzlich zu den bereits bestehenden Herausforderungen hat der Konflikt zwischen der Ukraine und Russland zu einer Energiekrise geführt. Die Energiekosten sind deutlich gestiegen, was wiederum zu höheren Produktionskosten für die Unternehmen geführt hat. Dies ist u.a. auf den in der Vergangenheit hohen Anteil russischer Gasimporte zurückzuführen, die in den Jahren vor dem Krieg über 50% der deutschen Gasimporte ausmachten.¹²⁸

Eine unmittelbare Folge der Kostenentwicklungen ist der starke Anstieg der Inflation in Deutschland bzw. Europa. Nach einem daraus resultierenden Höchststand der Inflation in Deutschland von 8,8% im November 2022 liegt die Inflationsrate im Mai 2023 bei 6,1%. Zur Eindämmung der Inflation sah sich die Europäische Zentralbank gezwungen, von ihrer langjährigen Niedrigzinspolitik abzuweichen und die Zinsen anzuheben. Inzwischen hat die EZB den Leitzins mehrfach angehoben, sodass dieser mittlerweile bei 4% liegt. Die Zinsentwicklung wirkt sich auf die Finanzierungsbedingungen der deutschen Unternehmen aus und führt wiederum zu zusätzlichen Kostenbelastungen.¹²⁹

Neben den Unternehmen haben auch die Verbraucher*innen mit der hohen Inflation zu kämpfen. Das Konsumklima hat sich durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie und des Ukraine/Russland-Konflikts deutlich eingetrübt und befindet sich auf einem niedrigen Niveau, wie der Konsumklimaindex des Marktforschungsinstituts GfK zeigt. Diese negative Stimmung führt zu einem Rückgang der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, was sich wiederum negativ auf die Unternehmen und deren Umsatzerlöse auswirkt.¹³⁰ Auch politische Unsicherheiten und Sanktionen gegen einzelne Länder wie Russland führen je nach Branche und Unternehmen zu Umsatzeinbußen, da Handelsbeziehungen erschwert werden und potenzielle Absatzmärkte wegfallen. Dies zeigt sich bspw. am massiven Einbruch der deutschen Exporte nach Russland im Jahr 2022.¹³¹

Neben den Herausforderungen, die insbesondere durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Konflikt hervorgerufen wurden, sind auch allgemeine Entwicklungen zu berücksichtigen. Dazu zählen bspw. der fortschreitende Trend zur Digitalisierung, der Fachkräftemangel und die zunehmende Bedeutung von Nachhaltigkeitsthemen. Diese bieten teilweise Chancen, sind aber insbesondere im Hinblick auf den Fachkräftemangel auch mit kostenintensiven Maßnahmen verbunden.¹³²

¹²⁷ Vgl. Wolf u.a. 2021; Wölfl u.a. 2022.

¹²⁸ Vgl. Statista Research Department 2023b; Statistisches Bundesamt 2023b; 2023e.

¹²⁹ Vgl. European Central Bank 2023; Statistisches Bundesamt 2023c.

¹³⁰ Vgl. GfK 2023.

¹³¹ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz 2023; Statistisches Bundesamt 2023d.

¹³² Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie 2019; Statista Research Department 2023a; PWC 2023.

3 Studien

3.1 Frühere Studien

Im Zuge der Recherchen konnten zusätzlich zur Fachliteratur verschiedene frühere Studien identifiziert werden, die im Zusammenhang mit dem Themenfeld stehen und Aspekte für die vorliegende Forschung liefern. Im ersten Schritt wird eine ähnliche Studie zu den Auswirkungen der Subprime-Krise aus dem Jahr 2008 etwas ausführlicher beschrieben. Aufgrund des begrenzten Umfangs dieser Masterarbeit werden im zweiten Schritt weitere Arbeiten in tabellarischer Form mit einer kurzen Nennung der wichtigsten Erkenntnisse dargestellt.

Die Studie von Bannier und Müsch zu den „*Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps*“ kommt der vorliegenden Masterarbeit inhaltlich am nächsten.¹³³ Die Autoren führten eine Umfrage der Zielgruppen Banken und Finanzinvestoren durch, um u.a. Auswirkungen auf die Kreditvergabe, die Finanzierungsstrukturen sowie die Syndizierung durch die Subprime-Krise zu identifizieren. Auf Basis einer Stichprobe von 36 Teilnehmer*innen (22 von Finanzinvestoren, 14 von Banken) konnten eine restriktivere Kreditvergabe sowie engere Finanzierungsstrukturen mit u.a. geringeren Leverage-Multiples, strengeren Covenants-Grenzen sowie höheren Zinsmargen sowie insgesamt schwierigere Syndizierungsprozesse identifiziert werden.¹³⁴ Im Vergleich zur vorliegenden Masterarbeit haben Bannier und Müsch separate Fragebögen für PE-Investoren und Banken erstellt. Daher wurden auch keine unterschiedlichen Perspektiven untersucht sowie keine statistischen Hypothesenüberprüfungen vorgenommen. Weitere Studien, die für diese Masterarbeit als relevant erachtet werden, sind nachfolgend aufgelistet.

Autor*innen	Kategorie	Erkenntnisse
Ivashina und Kovner ¹³⁵	Investor-Bank-Beziehung	Wiederholte Transaktionen führen zu besseren Finanzierungsstrukturen für Investoren (u.a. niedrigere Kreditmargen und höhere anfängliche Leverages).
Achleitner u.a. ¹³⁶	Reputation Investor	Renommierte PE-Investoren erhalten im deutschen Markt von den Banken höhere anfängliche Leverages. Als Grund werden u.a. geringere Agency-Kosten genannt.
Bull ¹³⁷	Rückbeteiligung Management	Eine Rückbeteiligung des Managements im Rahmen eines LBO verbessert die finanzielle Performance des

¹³³ Bannier; Müsch 2008.

¹³⁴ Vgl. Bannier; Müsch 2008.

¹³⁵ Vgl. Ivashina; Kovner 2011.

¹³⁶ Vgl. Achleitner u.a. 2018.

¹³⁷ Vgl. Bull 1989.

		Unternehmens nach der Transaktion. Als Grund wird u.a. der Fokus auf die Cashflow-Maximierung genannt.
Achleitner u.a. ¹³⁸	Financial Covenants	Die Auswahl der Financial Covenants bei Finanzierungen PE-gesponsorter LBO-Transaktionen scheint relativ standardisiert zu sein. Im Untersuchungszeitraum (2000-2008) waren 3 bis 4 Financial Covenants die Regel. Diese sind der Leverage, Zinsdeckungsgrad, Schuldendienstdeckungsgrad und Capex-Klauseln.
Achleitner u.a. ¹³⁹	Financial Covenants	Die Headrooms bei den Financial Covenants sind während der Finanzmarktkrise deutlich restriktiver geworden. Weiterhin sind aber die bereits in der vorigen Studie genannten Financial Covenants wichtig.
Axelson u.a. ¹⁴⁰	Kreditbedingungen	Die Bedingungen auf dem Fremdkapitalmarkt in Bezug auf den Preis und die Verfügbarkeit von LBO-Finanzierungen haben einen erheblichen Einfluss auf die Höhe des anfänglichen Leverages. Wenn die Bedingungen günstig sind, werden LBOs stärker fremdfinanziert. Klassische Kapitalstrukturtheorien scheinen keine Bedeutung auf dem LBO-Markt zu haben.
Engel; Braun; Achleitner ¹⁴¹	Leverage	Die Untersuchung zeigt, dass ein höherer Leverage einen positiven Einfluss auf die Eigenkapitalrendite des Investors hat, gleichzeitig aber ein zu hoher Leverage das Ausfallrisiko erhöht. Günstige Fremdfinanzierungskonditionen werden von den Investoren erfolgreich genutzt.
Center for Entrepreneurial and Financial Studies; CapitalDynamics ¹⁴²	Wertschöpfung (operative Verbesserungen / Management)	Die Studie untersuchte die Werttreiber der Wertschöpfungskette während der Haltedauer der PE-Investoren. Der Großteil ist auf operative Verbesserungen (51%) und den Leverage-Effekt (31%) zurückzuführen. Multiple-Verbesserungen machen 18% aus. Dies unterstreicht die Wichtigkeit eines guten Managements.

Darstellung 5: Überblick über einige frühere Studien¹⁴³

¹³⁸ Vgl. Achleitner u.a. 2012.

¹³⁹ Vgl. Achleitner; Bock; Tappeiner 2012.

¹⁴⁰ Vgl. Axelson u.a. 2013.

¹⁴¹ Vgl. Engel; Braun; Achleitner 2012.

¹⁴² Vgl. Center for Entrepreneurial and Financial Studies; CapitalDynamics 2014.

¹⁴³ Eigene Darstellung

3.2 Aktuelle Studien

Im Rahmen der Recherche konnten lediglich Artikel aus Fachzeitschriften und sonstige Studien identifiziert werden, die im Zusammenhang mit der vorliegenden Masterarbeit stehen. Aufgrund der Aktualität der Krisen handelt es sich noch um ein relativ junges Forschungsgebiet, weshalb in qualitativ hochwertigen Journals keine Forschungsarbeiten zu diesem Themenfeld gefunden werden konnten. Um ein Bild des aktuellen Status quo zu erhalten, werden einige Studien aufgezeigt. Auch hier wird aufgrund des begrenzten Umfangs der Masterarbeit die tabellarische Form mit kurzen, prägnanten Aussagen gewählt.

Autor*innen	Erkenntnisse
Houlihan Lokey ¹⁴⁴	Die Anzahl der LBO-Transaktionen im deutschen MidCap-Segment hat im Jahr 2022 einen neuen Höchststand erreicht. Der Schwerpunkt der Transaktionen lag in den Segmenten Software, Technology und Healthcare. Insgesamt zeigt sich jedoch, dass die hohen Zinsen und konjunkturelle Unsicherheiten den Markt belasten. Banken und Debt Funds agieren selektiver.
Houlihan Lokey ¹⁴⁵	Q1/2023 war ein traditionell schwaches erstes Quartal für den deutschen LBO-Markt. Steigende Zinsen und Rohstoffkosten belasten die Unternehmen und somit auch das Transaktionsgeschehen weiterhin stark. Erstmals seit längerer Zeit wurden mehr Deals im Segment Industrie & Produktion als in den Segmenten Software / Healthcare abgeschlossen. Dies könnte mit niedrigen Kaufpreis-Multiples und geringeren Leverage-Niveaus zusammenhängen. Möglicherweise richten die Kreditgeber ihren Risikoappetit derzeit neu aus.
Roland Berger ¹⁴⁶	PE-Investoren blicken eher zurückhaltend in das Jahr 2023. Wesentlicher Treiber für die Transaktionsdynamik wird u.a. die Verfügbarkeit von Fremdfinanzierungen sein, die im Small Cap- und Mid Cap-Segment noch einfacher zu erhalten sind. Attraktivste Zielbranchen sind Pharma & Gesundheitswesen sowie Technologie & Software.
Deutsche Bundesbank ¹⁴⁷	Die Kreditrichtlinien deutscher Banken haben sich verschärft, was auf veränderte Risikoeinschätzungen u.a. aufgrund von Wirtschafts- und Konjunkturaussichten sowie einzelner Branchen zurückzuführen ist.

¹⁴⁴ Vgl. Houlihan Lokey 2023b.

¹⁴⁵ Vgl. Houlihan Lokey 2023a.

¹⁴⁶ Vgl. Roland Berger 2023.

¹⁴⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank 2023a.

Harder ¹⁴⁸	Die steigenden Insolvenzen treffen auch Portfoliounternehmen von PE-Investoren. Durch das schwierige Marktumfeld agieren Banken und Debt Funds zunehmend zurückhaltender. Es scheint eine Tendenz zu kreditgeberfreundlicheren Strukturen zu geben.
Harder ¹⁴⁹	Einige Bankinstitute ziehen sich vollständig oder teilweise aus dem LBO-Markt zurück. Auch Debt Funds werden zurückhaltender. Insgesamt zeigen sich kreditgeberfreundlichere Tendenzen, die sich bspw. im EK-Einsatz und den Financial Covenants widerspiegelt.
Metzger ¹⁵⁰	Insgesamt zeigt sich die Stimmung im Bereich deutscher PEs im Q1/2023 im Aufwind. Allerdings werden das Zinsniveau und die Konditionen von Akquisitionsfinanzierungen als sehr schwierig eingeschätzt. Bei der Verfügbarkeit solcher Finanzierungen zeigen sich aber leichte Erholungstendenzen.
Bain & Company ¹⁵¹	Der Bankensektor reagierte ab dem 2. Halbjahr 2022 sehr zurückhaltend bei der Finanzierung von weltweiten LBO-Transaktionen. Die Attraktivität zum Abschluss kleinerer Transaktionen mit geringeren FK-Volumina hat zugenommen.

Darstellung 6: Überblick über einige aktuelle Studien¹⁵²

Insgesamt ist vor allem die Qualität der Studien als begrenzt einzustufen. Bislang gibt es keine wissenschaftlichen Arbeiten, die sich mit den Auswirkungen der aktuellen makroökonomischen Entwicklungen auf LBO-Finanzierungen durch Banken im deutschen Markt beschäftigen und die unterschiedliche Perspektiven und Prioritäten von PE-Investoren und Banken untersuchen. Auch wurden bislang keine Handlungsempfehlungen für die Parteien aufgrund der Marktgegebenheiten abgeleitet. Dies stellt eine entsprechende Forschungslücke dar, die im Rahmen dieser Masterarbeit geschlossen werden soll.

¹⁴⁸ Vgl. Harder 2022b.

¹⁴⁹ Vgl. Harder 2022c.

¹⁵⁰ Vgl. Metzger 2023.

¹⁵¹ Vgl. Bain & Company 2023.

¹⁵² Eigene Darstellung

4 Forschungsmethodik der Untersuchung

4.1 Forschungsfragen

Im einleitenden Kapitel wurde bereits auf das vorrangige Ziel dieser Masterarbeit hingewiesen. Als Ergebnis der Untersuchung soll folgende Forschungsfrage beantwortet werden:

Welche Auswirkungen haben die makroökonomischen Entwicklungen auf den deutschen Leveraged Finance Markt und welche Handlungsempfehlungen können daraus für Finanzierungsparteien und Private Equity Investoren abgeleitet werden?

Vor dem Hintergrund der theoretischen Vorüberlegungen in den Kapiteln 2 und 3 konnten drei Forschungsbereiche identifiziert werden: Finanzierungsprozess, Strukturierung und Syndizierung. Die Forschungsfrage wird daher in folgende Teilfragen gegliedert, die die genannten Forschungsbereiche abdecken sollen:

Wie verändert sich der Finanzierungsprozess der Banken und welche Kriterien sind für Banken und PE-Investoren relevant?

Welche Konsequenzen ergeben sich für die Strukturierung und welche Aspekte sind für Banken und PE-Investoren von Bedeutung?

Welche Veränderungen ergeben sich für die Syndizierung von LBO-Finanzierungen?

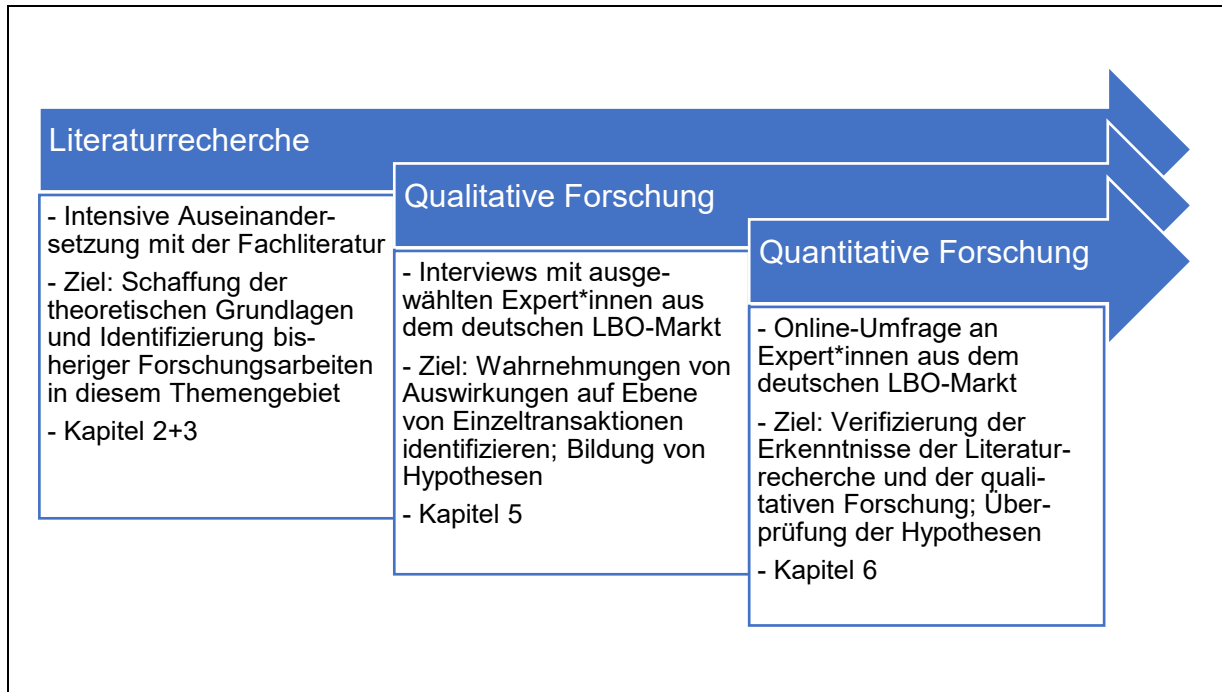
4.2 Mixed-Methods-Ansatz

Zur Beantwortung der Forschungsfrage inklusive der Teilfragen wird im Rahmen der Masterarbeit ein Mixed-Methods-Ansatz verfolgt. Dabei wird im ersten Schritt eine qualitative Analyse in Form von Interviews mit Expert*innen aus dem LBO-Markt durchgeführt. Auf Basis der Ergebnisse sollen Erkenntnisse identifiziert und Hypothesen abgeleitet werden, die im zweiten Schritt mittels einer quantitativen Umfrage überprüft werden.¹⁵³

Dieser Ansatz ermöglicht eine mehrdimensionale Betrachtung zur Beantwortung der Forschungsfrage. Das aktuelle Marktumfeld mit der Kombination verschiedener Herausforderungen tritt in dieser Form erstmals auf. Um die Auswirkungen zu identifizieren und Handlungsempfehlungen ableiten zu können, bietet sich der Mixed-Methods-Ansatz an. Mit Hilfe von Expert*inneninterviews aus dem LBO-Markt können Wahrnehmungen und Erfahrungen aus laufenden bzw. in den letzten Monaten abgeschlossenen LBO-Transaktionen generiert werden. Durch den umfassenden und tiefen Einblick in einzelne Transaktionen können neue Handlungsmuster und theoretische Hypothesen abgeleitet werden. Die Kombination mit der

¹⁵³ Vgl. Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 181 ff.

quantitativen Befragung ermöglicht im Anschluss die direkte statistische Überprüfung dieser Hypothesen sowie die Verifizierung einzelner Aussagen anhand einer größeren Stichprobe.¹⁵⁴ Die folgende Darstellung 7 veranschaulicht den Prozess dieser Forschungsarbeit sowie die kapitelweise Einordnung.



Darstellung 7: Vorgehensweise dieser Masterarbeit zur Beantwortung der Forschungsfrage¹⁵⁵

Die Anwendung des Mixed-Methods-Ansatzes hat sowohl Vor- als auch Nachteile. Zu den Vorteilen zählt u.a. die grundsätzliche Möglichkeit, Erkenntnisse und Wahrnehmungen mit einer Methode zu identifizieren, die durch den Einsatz der zweiten Methode ergänzt, abgesichert oder bestätigt werden können. Gleichzeitig werden zusätzliche Interpretationen sowie Schlussfolgerungen möglich und die Glaubwürdigkeit der Ergebnisse wird durch den Einsatz mehrerer Methoden erhöht. Schließlich erhöht die Vielfalt der Perspektiven auch die Qualität der Forschungsergebnisse.¹⁵⁶ Zu den Nachteilen zählt, dass die forschende Person sowohl die qualitativen und quantitativen Forschungsmethoden beherrschen muss. Darüber hinaus spielt der Zeitfaktor eine entscheidende Rolle, da die sorgfältige Durchführung beider Methoden entsprechende Zeit in Anspruch nimmt.¹⁵⁷ Im Rahmen dieser Masterarbeit überwiegen die Vorteile des Mixed-Methods-Ansatzes, weshalb dieser als Forschungsmethode gewählt wurde.

¹⁵⁴ Vgl. Brüsemeister 2008, S. 48 f.; Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 185; Döring; Bortz 2016, S. 148 f.

¹⁵⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 182.

¹⁵⁶ Vgl. Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 185.

¹⁵⁷ Vgl. Döring 2022, S. 187.

5 Qualitative Forschung

5.1 Vorgehensweise und Zielsetzung

5.1.1 Methode

Im Rahmen des Mixed-Methods-Ansatzes wird zunächst eine qualitative Analyse in Form von Interviews mit Expert*innen aus dem LBO-Markt durchgeführt. Als Grundlage dient hierzu ein halbstandardisierter Interviewleitfaden.¹⁵⁸ Ziel der qualitativen Untersuchung ist es, mit Blick auf die Forschungsfrage inklusive Teilfragen notwendige Erkenntnisse aus Einzeltransaktionen und Meinungen einzelner Expert*innen zu identifizieren. Die gewonnenen Ergebnisse und Aspekte sollen dann u.a. zur Generierung entsprechender Hypothesen dienen, die im Rahmen der anschließenden quantitativen Analyse überprüft werden sollen.¹⁵⁹ Die Einhaltung der Gütekriterien für die qualitative Methode wird in Anhang 17 nachgewiesen.

5.1.2 Stichprobe

Da bei empirischen Untersuchungen nicht die vollständige Grundgesamtheit erfasst werden kann, werden entsprechende Stichproben gebildet. Im Rahmen der Masterarbeit wird die Stichprobe für die qualitativen Untersuchung anhand einer Vorab-Festlegung auf Basis konkreter Kriterien gebildet.¹⁶⁰ Im Hinblick auf die Forschung handelt es sich um Expertinnen und Experten aus der Praxis, die an LBO-Transaktionen deutscher Small Caps und Mid Caps beteiligt sind und einen direkten Bezug zu den Forschungsfragen haben: Debt Advisors, PE-Investoren und Banken.¹⁶¹ Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die interviewten Expert*innen.

Bezeichnung	Kategorie	Datum	Dauer
DA1	Debt Advisor	14.03.2023	52 Minuten
DA2	Debt Advisor	21.03.2023	51 Minuten
PE1	PE-Investor	13.03.2023	45 Minuten
PE2	PE-Investor	25.03.2023	46 Minuten
BA1	Bank (Sparkasse)	23.03.2023	53 Minuten

Darstellung 8: Überblick über die interviewten Expert*innen

Die Kontakte stammen aus dem Netzwerk des Autors. Um einen Interviewer-Bias zu vermeiden, wurden nur Expert*innen ausgewählt, die über eine langjährige Erfahrung im M&A-Markt

¹⁵⁸ Vgl. Kapitel 5.1.3; Anhang 2.

¹⁵⁹ Vgl. Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 185; Döring; Bortz 2016, S. 148 f.

¹⁶⁰ Vgl. Mayer 2013, S. 39.

¹⁶¹ Vgl. Kapitel 2.2.1, 4.1

verfügen und bereits eine große Bandbreite an Transaktionen begleitet haben. Darüber hinaus wurden die Interviewpartner*innen im Vorfeld über das Ziel der Untersuchung sowie über den Interviewleitfaden informiert.

5.1.3 Interviewleitfaden

Als Grundlage für die Interviews dient der halbstandardisierte Interviewleitfaden, der auf Basis der theoretischen Vorüberlegungen und der Aspekte aus der Literaturrecherche entwickelt wurde.¹⁶² Der Interviewleitfaden schafft einen Rahmen für die Erhebung, Auswertung und Analyse der Interviews. Gleichzeitig bietet das halbstrukturierte Vorgehen entsprechende Freiräume zur Vertiefung und Ergänzung von Fragestellungen, die sich im Rahmen der Interviews ergeben.¹⁶³

Der Interviewleitfaden wurde analog zu den definierten Forschungsbereichen in die drei Themenschwerpunkte Finanzierungsprozess, Strukturierung und Syndizierung gegliedert. Die einzelnen Fragen sowie das Forschungsinteresse der Themenschwerpunkte sind in Anhang 2 dargestellt.

5.1.4 Durchführung der qualitativen Untersuchung

Vor der Durchführung der Interviews wurde ein Pretest mit einem Experten durchgeführt, so dass etwaige Probleme oder Widersprüche identifiziert und der Interviewleitfaden diesbezüglich überarbeitet werden konnte.¹⁶⁴ Die Kontaktaufnahme zu den Interviewpartner*innen erfolgte anschließend jeweils bilateral per E-Mail. Dabei wurden vorab der Hintergrund, die Zielsetzung, die Forschungsfrage sowie die Fragen des Interviewleitfadens kommuniziert. Einige der angefragten Personen sagten ab, da sie in den letzten Monaten nicht oder kaum in Transaktionen involviert waren und die Durchführung nach Rücksprache als nicht sinnvoll erachtet wurde. Die im Vorfeld angestrebte Stichprobengröße für die qualitative Untersuchung (4-5 Interviews) konnte dennoch erreicht werden. Von den Expert*innen, die zu einem Interview bereit waren, wurde die im Anhang 1 enthaltene Einwilligungserklärung eingeholt. Im Anschluss wurden die Interviews über Microsoft Teams durchgeführt und diese mit einem Tonaufnahmegerät (iPhone) aufgezeichnet.

Die Interviews begannen mit einer kurzen Begrüßung sowie einleitenden Worten zum Hintergrund der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangssituation, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde nochmals das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach Bestätigung durch die interviewte Person wurde die Aufnahme

¹⁶² Vgl. Kapitel 2, 3

¹⁶³ Vgl. Saunders; Lewis; Thornhill 2019, S. 437 f.; Mayer 2013, S. 43 ff.; Döring; Bortz 2016, S. 372.

¹⁶⁴ Vgl. Mayer 2013, S. 45 f.

gestartet. Daraufhin begann das eigentliche Interview anhand des halbstrukturierten Leitfadens. Die Interviews dauerten zwischen 45 und 53 Minuten, im Durchschnitt etwa 49 Minuten.

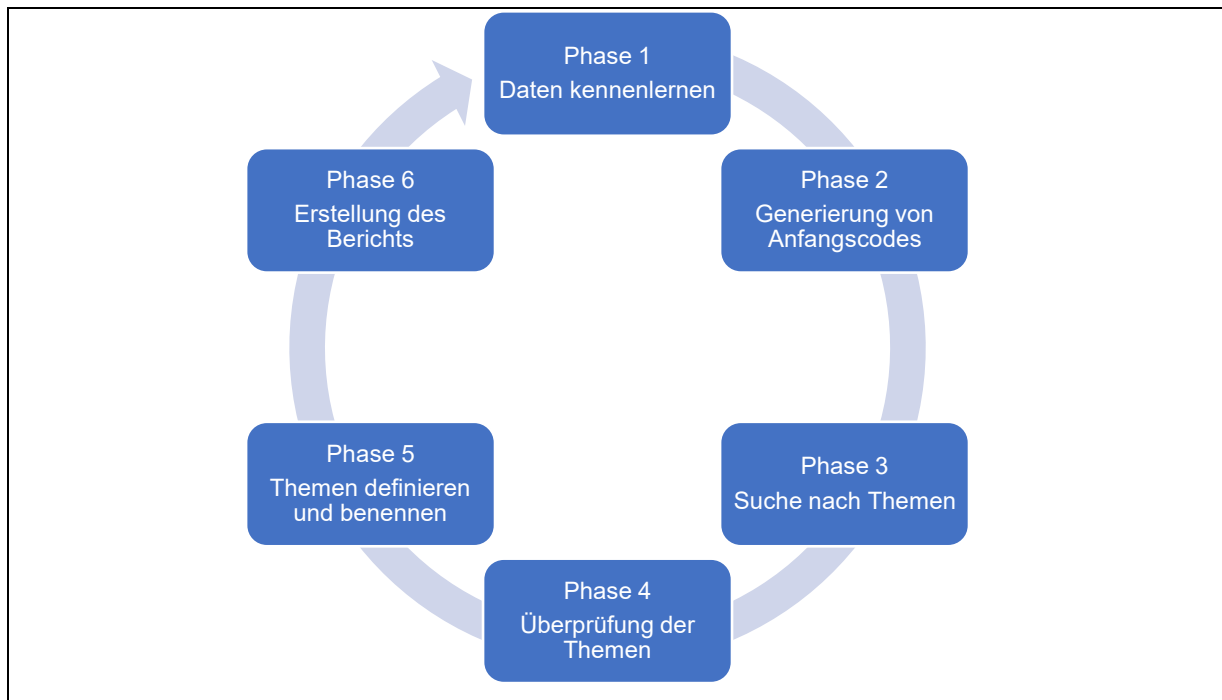
5.1.5 Aufbereitung und Auswertung der Daten

Im nächsten Schritt wurden die Interviews aufbereitet. Dazu wurden die Audiodateien mit der Transkriptionsfunktion von Microsoft Word transkribiert. Anschließend wurden die Textdateien nach dem semantisch-inhaltlichen Transkriptionssystem nach Dresing und Pehl, das eine Erweiterung der Transkriptionsregeln nach Kuckartz u.a. darstellt, überarbeitet.¹⁶⁵ Die transkribierten Interviews, die sich in den Anhängen 3 bis 7 befinden, wurden anschließend mit Hilfe der Software MAXQDA 2022 ausgewertet und analysiert. Dazu wurden die Textdateien zunächst in die Software geladen und mit Absatznummern versehen. Für die Analyse kam im Anschluss die Methode der thematischen Analyse nach Braun und Clarke zum Einsatz. Die thematische Analyse wurde im Rahmen dieser Masterarbeit vor allem wegen ihrer Flexibilität im Vergleich zu anderen qualitativen Auswertungsmethoden gewählt. Diese Flexibilität kann aber gleichzeitig auch einen Nachteil bzw. ein Problem darstellen, da die Ergebnisse stark von der Anwendung durch die forschende Person abhängen und manchmal zu einer Überforderung der forschenden Person führen können. Thematische Analyseverfahren waren deshalb in der Vergangenheit von Expert*innen eher kritisch betrachtet worden.¹⁶⁶ Erst mit der Veröffentlichung des Ansatzes von Braun und Clarke und den damit verbundenen definierten Prozessschritten fand die thematische Analyse zunehmend Anwendung.¹⁶⁷ Im Hinblick auf die Forschungsfrage wurde die Flexibilität als großer Vorteil bei der Analyse angesehen. Im Folgenden werden die einzelnen Prozessschritte nach Braun und Clarke beschrieben.

¹⁶⁵ Vgl. Dresing; Pehl 2018, S. 20 ff.; Kuckartz u.a. 2008. Für nähere Informationen zu den Transkriptionsregeln wird auf Dresing; Pehl 2018, S. 20 ff. verwiesen.

¹⁶⁶ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 78.

¹⁶⁷ Vgl. Braun; Clarke 2023.



Darstellung 9: Phasen der thematischen Analyse nach Braun und Clarke¹⁶⁸

Braun und Clarke unterteilen die Analyseschritte in sechs Phasen, wie in der obigen Darstellung 9 abgebildet. Zunächst müssen sich die Forschenden intensiv mit dem Inhalt der Daten auseinandersetzen. Dies geschieht durch wiederholtes Lesen der transkribierten Texte. Parallel dazu werden erste kurze Notizen zu Ideen und Erkenntnissen aus einzelnen Datenelementen und dem gesamten Datensatz gemacht.¹⁶⁹ Bereits die Transkription der Audiodateien bzw. der Vergleich der transkribierten Texte mit den Audiodateien leistet einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der Daten.¹⁷⁰

Die Phase 2 beinhaltet die Erstellung erster Codes, die manuell oder mit Hilfe eines Softwareprogramms erfolgen kann. Dabei werden die transkribierten Texte systematisch bearbeitet und die für Forschungsfrage interessanten Segmente identifiziert. Diese werden mit prägnanten Beschreibungen versehen. Dabei ist es wichtig, die analytische Sichtweise der forschenden Person sowie Widersprüche und Spannungen in den Daten festzuhalten. Am Ende dieser Phase werden für jeden Code die relevanten Datensegmente zusammengestellt.¹⁷¹

Im Anschluss werden in Phase 3 die Codes zusammengestellt, die einen gemeinsamen Kerngedanken haben und gleichzeitig Antworten auf die Forschungsfrage liefern können. Hierbei können bspw. Tabellen oder Mindmaps als visuelle Hilfe verwendet werden. In dieser Phase

¹⁶⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Braun; Clarke 2006, S. 87.

¹⁶⁹ Vgl. Braun; Clarke 2021, S. 35.

¹⁷⁰ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 88.

¹⁷¹ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 88 f.; 2021, S. 35.

kommt auch der forschenden Person eine besondere Bedeutung zu, da die Themen u.a. auf der Grundlage des Wissenstands und der Erkenntnisse des Forschers oder der Forscherin entwickelt werden. Nach der Themengenerierung werden die codierten Datenextrakte den jeweiligen Themen zugeordnet.¹⁷²

In Phase 4 werden die vorläufig generierten Themen im Kontext der zugeordneten Datensätzen überprüft. Auf dieser Basis wird analysiert, ob die Themen ein Muster zur Beantwortung der Forschungsfrage ergeben. Zu diesem Zeitpunkt werden die Datensätze nochmals intensiv gelesen. Dadurch soll die Möglichkeit geschaffen werden, weitere Themen zu identifizieren bzw. bestehende Themen zu überarbeiten, zusammenzufassen oder auch zu streichen.¹⁷³

Anschließend werden die Themen eingegrenzt und geprüft, ob sie wesentliche Aussagen zur Forschungsfrage liefern. Dabei werden auch präzise Themenbezeichnungen vergeben und für jedes Thema eine kurze Zusammenfassung erstellt.¹⁷⁴

Der Schreibprozess der qualitativen Analyse wird in Phase 6 abgeschlossen, wobei dieser bereits mit dem Erstellen erster Notizen in Phase 1 beginnt und den/die Forscher*in durch den gesamten Prozess der thematischen Analyse begleitet. Der abschließende Bericht sollte überzeugende und nachvollziehbare Argumente in Bezug auf die Forschungsfrage enthalten. Zu diesem Zweck sollten geeignete Datenauszüge aus den Interviews verwendet werden, um die Ergebnisse zu präsentieren.¹⁷⁵

5.2 Darstellung und Diskussion der qualitativen Analyse

Durch die Auswertung der Interviews nach Braun und Clarke konnten verschiedene Auswirkungen und Aspekte der aktuellen makroökonomischen Entwicklungen auf LBO-Finanzierungen identifiziert werden. Im Folgenden werden die aus den Interviews gewonnenen Erkenntnisse anhand der Forschungsbereiche (Finanzierungsprozess, Strukturierung, Syndizierung) dargestellt. Zur Veranschaulichung der Ergebnisse werden die Aspekte mit ausgewählten Interviewausschnitten unterlegt. Da die Ergebnisse der qualitativen Analyse in die quantitative Untersuchung einfließen, erfolgt die Verknüpfung mit den theoretischen Vorüberlegungen sowie die Diskussion vorrangig im Rahmen der quantitativen Analyse. Dies vor allem, um Redundanzen zu vermeiden.

¹⁷² Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 89 ff.; 2021, S. 35.

¹⁷³ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 91 f.; 2021, S. 35.

¹⁷⁴ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 92 f.; 2021, S. 36.

¹⁷⁵ Vgl. Braun; Clarke 2006, S. 93; 2021, S. 36.

5.2.1 Finanzierungsprozess

Der erste Forschungsbereich zielt auf den Finanzierungsprozess ab und liefert Aspekte zur ersten Teilfrage der Forschungsfrage. Die Ergebnisse der qualitativen Analyse werden im Folgenden in weiteren Unterkategorien dargestellt.

Verändertes Verhalten der Akteure

In der Finanzierungslandschaft des deutschen LBO-Marktes zeichnet sich laut Fachpresse und Interviews ein Wandel ab.¹⁷⁶ Einige Banken und Debt Funds ziehen sich ganz aus diesem Marktsegment zurück, andere bisher aktive Akteure agieren zumindest selektiver und zurückhaltender. Die möglichen Gründe für den Rückzug einiger Parteien sind vielfältig, wie es aus den Interviews mit den Expert*innen hervorgeht. Grundsätzlich könnte dieses Verhalten auf aktuelle oder vergangene Kreditausfälle in diesem Marktsegment zurückzuführen sein, da die starke Konkurrenzsituation in der Vergangenheit teilweise zu nachlässigen Finanzierungsstrukturen geführt haben. Als weiterer Grund wird ein teilweiser Strategiewechsel einiger Banken genannt, der unabhängig von LBO-Finanzierungen auch in anderen Marktsegmenten zu beobachten ist. Trotz dieser Entwicklungen deuten die Aussagen in den Interviews darauf hin, dass neue Akteure im deutschen LBO-Markt aktiv werden. Dazu zählen u.a. ausländische Banken und Debt Funds sowie zunehmend auch weitere Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die den LBO-Markt als attraktives Segment zur Generierung von Erträgen entdeckt haben. Teilweise treten diese Banken jedoch, vermutlich aufgrund mangelnder Erfahrung in diesem Segment, mit aggressiven Strukturen am Markt auf. Die folgenden Zitate belegen diese Aussagen:

DA2: „...Das sind dann eher so strukturelle Deal-Fehler. [...] Also ich glaube eher, dass die aggressiven Strukturen in Gänze das Problem sind [...] das Problem mit dem Druck am Markt und der Wettbewerbssituation [...] Also relativ sportlich, was wir da bekommen [...] vor allem so kleinere Sparkassen, die wohl nicht viel LBO-Geschäft machen. Also da sehen wir auch durchaus auch jährliches Covenants-Testing oder sowas...“¹⁷⁷

PE2: „...Die BayernLB beispielsweise hat einen kompletten Strategiewechsel im kompletten Konzern. Das betrifft ja nicht nur Akquisitionsfinanzierungen ...“¹⁷⁸

BA1: „...Das hängt daran, dass sich viele Institute zurückgezogen haben. [...]. Aber im Sparkassensektor, im Small Cap und Mid Cap, lower Mid Cap, weiterhin die Reise nach vorne. [...] Das liegt natürlich daran, dass Sparkassen magerträchtiges Geschäft suchen, Fees suchen...“¹⁷⁹

Auch Debt Funds agieren zunehmend restriktiver und selektiver. Die restriktiveren Vorgaben der Debt Funds führen dazu, dass diese mittlerweile geringere anfängliche Leverages-Niveaus bieten. Dadurch sind die Unterschiede zwischen Banken und Debt Funds hinsichtlich

¹⁷⁶ Vgl. Kapitel 3.2

¹⁷⁷ Interview DA2, Absätze 11, 21, 23

¹⁷⁸ Interview PE2, Absatz 23

¹⁷⁹ Interview BA1, Absätze 9,35

der Höhe der Finanzierungsvolumina nicht mehr so groß bei gleichzeitigen Zinsunterschieden.¹⁸⁰ Dies könnte in Zukunft zu einem zunehmenden Trend zur Bankenfinanzierung führen, wie die Expert*innen in den Interviews prognostizieren. Auffällig ist auch, dass bei der interviewten Bank in den letzten Monaten vermehrt Refinanzierungsanfragen bestehender Debt Funds-Finanzierungen eingehen. Vor diesem Hintergrund könnte es für Banken grundsätzlich eine Chance sein, sich aktuell stärker im LBO-Markt zu positionieren. Mit Blick auf die Anzahl anstehender Nachfolgethemen im deutschen Mittelstand ist zukünftig zusätzlich mit einer höheren Anzahl von Deals zu rechnen.¹⁸¹ Auch hierzu können einige Zitate aufgezeigt werden:

DA1: „...Auf der anderen Seite ist es dann auch ein Klumpenrisiko für den Debt Fund. Wo der Debt Fund sich dann teilweise halt auch zweimal überlegt, ob er halt was macht, was vielleicht nicht 100% im richtigen Sektor ist...“¹⁸²

DA2: „...die Debt Funds geben ja auch keine 5x Leverage bei den Small Cap-Unternehmen. Und kein Mensch gibt die doppelte Zinsbelastung aus, nur [...] für einen halben Turn mehr Leverage...“¹⁸³

BA1: „...Ja wir bekommen sehr viele Refis auf den Tisch, wo auch Debt Funds gemacht haben. Wo aber aus unterschiedlichen Gründen \. Sicherlich die Zinskosten, die Finanzierungskosten zu hoch sind...“¹⁸⁴

Restriktivere Kreditvergabe

Die Interviewpartner*innen sind sich einig, dass Finanzierungen von LBO-Transaktionen aufgrund des unsicheren Marktumfeldes insgesamt restriktiver geworden sind. Dieser Trend ist jedoch nicht in allen Branchen gleich stark ausgeprägt. Einige Branchen wie IT, Software und Healthcare erfreuen sich nach wie vor einer hohen Nachfrage seitens der Finanzierungsparteien und damit eines entsprechenden Wettbewerbs, was zu einer guten Verfügbarkeit von Kreditmitteln und weiterhin attraktiven Finanzierungsstrukturen für LBO-Transaktionen führt. Andererseits sind Branchen wie Automotive, Konsum, Textil und Maschinenbau durch eine volatilere und schwächere Performance gekennzeichnet, was hier zu einer entsprechenden Zurückhaltung führt.

Trotz der Präferenzen für bestimmte Branchen zeigen die Aussagen in den Interviews, dass aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten eine sorgfältige Einzelfallprüfung unabdingbar ist, unabhängig davon, in welcher Branche das Unternehmen tätig ist. Dabei wird vor allem das jeweilige Geschäftsmodell kritisch hinterfragt. Sowohl Finanzierungsparteien als auch Investoren achten verstärkt auf bestimmte Themen, die bei der Bewertung eine wichtige Rolle spielen. Dazu zählen Finanzkennzahlen wie die Umsatz- und Ertragsstabilität sowie Rentabilitäts-

¹⁸⁰ Vgl. Kapitel 2.3.1

¹⁸¹ Vgl. Kapitel 1.1

¹⁸² Interview DA1, Absatz 13

¹⁸³ Interview DA2, Absatz 41

¹⁸⁴ Interview BA1, Absatz 19

und Cashflow-Kennzahlen. Auch die Kostenstruktur und deren Absicherungsstrategien werden detailliert analysiert. Die genannten Parameter ermöglichen eine Einschätzung der langfristigen finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens. Neben den klassischen finanzwirtschaftlichen Aspekten spielen aber auch andere Faktoren eine Rolle. Die Interviewpartner*innen betonen in diesem Kontext bspw. politische Risiken wie Abhängigkeiten zu Ländern wie Russland, Ukraine oder China, die intensiver geprüft werden. In diesem Zusammenhang spielt das Thema Diversifikation eine entscheidende Rolle, sowohl auf Lieferantenebene zur Aufrechterhaltung der Lieferketten als auch auf Kundenebene. Auch die persönliche und fachliche Qualität des Managements wird als wesentlicher Faktor in die Prüfungsprozesse einbezogen. Insgesamt zeigt die qualitative Analyse, dass in Summe eine Vielzahl unterschiedlicher Prüfungskriterien genannt wurden, die sich stark mit den allgemeinen literaturseitigen Erfolgsfaktoren decken.¹⁸⁵ Zur Veranschaulichung können folgende Zitate genannt werden:

DA1: „...Insgesamt ja, aber auch sehr unterschiedlich mit Blick auf die Sektoren. Also es gibt Sektoren, da würde ich sagen, es ist minimal restriktiv. Und das ist halt vor allem in Bereichen wie Healthcare und insbesondere im Bereich IT. Generell durch die Bank ist aber schwieriger...“¹⁸⁶

DA2: „...Das bezieht sich natürlich dann auch immer auf einzelne Branchen und Sektoren dann getrennt. Weil klar, was immer noch ohne Ende geht, ist IT, Software, Healthcare. [...] Also insbesondere halt beim klar Automotive-, Industrial-, Consumer-Bereich. Da ist es halt deutlich restriktiver geworden und es nimmt deutlich die Bereitschaft ab, zu finanzieren [...] Und ich kenne den einen Investor oder anderen Investor, der sagt, wir kaufen nur noch Unternehmen, wo wir ein Top-Management haben...“¹⁸⁷

PE1: „...Also für uns ist mehr im Fokus wieder das Thema Cashflow. [...] entsprechend aber Cashflow, Quality of Earnings, die Nachhaltigkeit ist extrem wichtig zum einen. Dann zum anderen [...] die Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen, Supply Chain [...] Kundenabhängigkeit...“¹⁸⁸

PE2: „...Was sind Abhängigkeiten Russland / Ukraine. Gibt es Bezüge dorthin? Wie werden die eingeschätzt und evaluiert? (...) Was gibt es für Hedging? [...] Was macht die Energiemarktkrise mit dem Unternehmen?...“¹⁸⁹

Vertrauensbasis als Erfolgsfaktor für Finanzierungen

Eine historisch gewachsene Beziehung und Zusammenarbeit zwischen PE-Investoren und Finanzierungsparteien ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor für den Abschluss von LBO-Finanzierungen und hatte bereits vor der Krisenphase eine hohe Bedeutung. Gerade in einem unsicheren Marktumfeld könnte das Vertrauensverhältnis zwischen den Parteien jedoch zusätzlich an Bedeutung gewonnen haben, wie ein/e Expert*in ausführt. Diese Entwicklung geht teilweise sogar so weit, dass Banken derzeit nur noch mit Investoren zusammenarbeiten, mit

¹⁸⁵ Vgl. Kapitel 2.5

¹⁸⁶ Interview DA1, Absatz 9

¹⁸⁷ Interview DA2, Absatz 9, 15

¹⁸⁸ Interview PE1, Absatz 26

¹⁸⁹ Interview PE2, Absatz 21

denen sie bereits Transaktionen durchgeführt haben. Eine gemeinsame Historie hilft den Debt Advisors und PE-Investoren auch bei der gezielten Ansprache potenzieller Finanzierungsparteien für neue LBO-Deals. Innerhalb der Prozesse sind den Investoren vor allem Verlässlichkeit und Schnelligkeit der Banken wichtig. Hier helfen gemeinsame Erfahrungen, die Prozesse schlanker zu gestalten und Diskussionen über die Strukturierung und Dokumentation zu verkürzen. Gleichzeitig legen Banken großen Wert darauf zu verstehen, wie sich der Investor in schwierigen Phasen verhält, ob er über spezialisiertes Branchen-Knowhow verfügt und wie dieser das Unternehmen operativ unterstützt, um es im relevanten Markt voranzubringen. Auch hier sind gemeinsame Erfahrungen hilfreich. Neben der Historie zwischen den Parteien sind auch die persönliche Beziehung und das Vertrauen zwischen den handelnden operativen Mitarbeiter*innen ein relevanter Aspekt. Folgende Zitate sind hierbei von Relevanz:

PE1: „...Das hat zum einen Mal den Aspekt der gemeinsamen Aufsatzpunkt hinsichtlich der Dokumentation. [...] Und auch sozusagen das Vertrauen auf beiden Seiten, dass man schon mal gemeinsam zum Ziel gekommen ist. [...] Zum einen sage ich mal die Zuverlässigkeit, [...] Und zum anderen die Geschwindigkeit. Und wenn wir da, sozusagen, gutes Gefühl schon in der Vergangenheit hatten, dann hilft es aus unserer Sicht immens...“¹⁹⁰

PE2: „...Weil man einfach schneller agieren kann. Weil man schneller umsetzen kann. Weil es Term Sheets gibt, die man übereinanderlegt [...] Es gibt mittlerweile Banken, die sagen: Wenn wir noch keinen Deal miteinander gemacht haben, dann werden wir auch keinen machen...“¹⁹¹

BA1: „...Ja natürlich bestehen enorme Vorteile, wenn wir einen PE gut kennen [...] Vielleicht sogar, wenn irgendwie mal was mit einem Waiver oder so war. Wie hat er sich verhalten? [...] Auch in der Strukturierung selbst. [...] Da kommst du deutlich schneller durch die Doku-Verhandlung durch. [...] Ja wir gucken auch gerade bei den PEs \. [...] Haben wir schon etwas umgesetzt? [...] Hat der selbst auch Spezialisten, die sich da auskennen?...“¹⁹²

Rückbeteiligungen und Konstanz stärken Vertrauen

Rückbeteiligungen spielten bereits vor der Krisenphase eine wichtige Rolle, wie es aus den Interviews hervorgeht. Einige Expert*innen sehen hier keine veränderten Sichtweisen, während andere im aktuell unsicheren Marktumfeld eine tendenziell zunehmende Bedeutung wahrnehmen. Insgesamt stärken Rückbeteiligungen das Vertrauen in die Transaktion und geben sowohl dem Investor als auch der Bank ein gewisses Sicherheitsgefühl. Gleichzeitig weisen sie jedoch unterschiedliche Wirkungsgrade auf. Eine Rückbeteiligung des Verkäufers signalisiert, dass dieser weiterhin an das Unternehmen sowie seine zukünftige Entwicklung glaubt und sich nicht aus negativen Gründen von dem Unternehmen trennen möchte. Darüber hinaus zeigt eine Beteiligung des Managements die Verbundenheit und Motivation, den Weg des Unternehmens mitzugehen. Dies schafft eine entsprechende Kontinuität im Unternehmen, was insbesondere für Small Cap- und Mid-Cap-Unternehmen im Hinblick auf

¹⁹⁰ Interview PE1, Absatz 16

¹⁹¹ Interview PE2, Absatz 15

¹⁹² Interview BA1, Absatz 13

Mitarbeiter*innen, Kund*innen und Lieferant*innen wichtig erscheint. Die Wichtigkeit eines guten Management-Teams, das in der Lage ist, das Unternehmen durch turbulente Zeiten zu führen und auf veränderte Marktbedingungen angemessen zu reagieren, hat sich in den letzten Jahren gezeigt. Umso wichtiger ist es, ein gutes Management-Team an das Unternehmen zu binden. Die Aussagen der Interviewpartner*innen zeigen aber auch, dass die Notwendigkeit von Rückbeteiligungen vom jeweiligen Einzelfall abhängt. Hierzu können folgende Zitate genannt werden:

DA1: „...Auf der einen Seite Rückbeteiligung zeigt ja, dass der Verkäufer irgendwo ans Business glaubt. Oder auch das Management einfach auch dann willens ist, den Weg auch weiterhin mitzugehen...“¹⁹³

PE1: „...Ja, gefühlt ist auch sicherlich der Fokus gestiegen [...] Und klar, in Unsicherheiten will man immer ein bisschen mehr Sicherheit und eine Rückbeteiligung gibt einfach mehr Sicherheit...“¹⁹⁴

PE2: „...Also wir schauen immens auf dieses Thema. Insbesondere, wenn das Management an Bord bleibt und nicht auf absehbare Zeit \. [...] Grundsätzlich ist uns das super wichtig und ich denke, dass ist auch den Finanzierern extrem wichtig. [...] Ich glaube nicht, dass es mehr geworden ist...“¹⁹⁵

BA1: „...Wir fühlen uns sehr, sehr wohl, wenn Verkäufer oder das Management über Co-Investment irgendwie rückbeteiligt ist. Oder gerade das Management an Bord bleibt. [...] Und vor allem Kontinuität im Unternehmen. Ja mit Kunden, Lieferanten, vor allem Mitarbeitern auch. Vor allem in den Small Caps. Da hängt doch schon sehr viel am Top Management...“¹⁹⁶

Gleichbleibende Vorbereitung, intensivere Prüfung

Nach Aussage der befragten Debt Advisors und PE-Investoren gibt es bei der Erstellung des Unterlagenpakets für die Banken keine großen Unterschiede im Vergleich zum Vorkrisenmodus. Vielmehr werden bewährte Prozesse und Methoden angewandt, um eine gute Basis für den Analyseprozess der Banken zu schaffen. Die Debt Advisors betonen, dass sie auch die Perspektive der Finanzierungsseite einnehmen, um kritische Themen vorab zu identifizieren und diese anschließend im DD-Prozess zu berücksichtigen. Parallel dazu werden häufig die wesentlichen Fragen der Finanzierungsparteien auf Basis des Information Memorandums eingeholt und diese in den DD-Prozess integriert. Dies war allerdings auch vor den Krisen häufig der Fall. Eine Ausnahme bildet der Financing Case, der intensiver und sorgfältiger vorbereitet wird, da er von den Banken im aktuellen Marktumfeld besonders gründlich geprüft wird. Insgesamt ist es wichtig, dass der Financing Case detailliert und verständlich ist, um den Finanzierungsparteien ausreichend Informationen über die Planannahmen und die zukünftige

¹⁹³ Interview DA1, Absatz 23

¹⁹⁴ Interview PE1, Absatz 20

¹⁹⁵ Interview PE2, Absatz 19

¹⁹⁶ Interview BA1, Absatz 15

Entwicklung zur Verfügung zu stellen. Insgesamt müssen die Unterlagen für die Banken überzeugend aufbereitet sein und kritische Themen vorab gut ausgearbeitet werden.

Gleichzeitig gaben die befragten Expert*innen allerdings an, dass sich die Prüfung von LBO-Finanzierungen aus Bankensicht in den letzten Monaten verändert hat. Die Banken haben ihre Anforderungen an eine solide Finanzierung erhöht und prüfen daher intensiver. Obwohl die Anforderungen an die Unterlagen aus Bankensicht unverändert geblieben sind, werden vermehrt Fragen gestellt. Insbesondere im Zusammenhang mit dem Financing Case und den DD-Reports, die genauer unter die Lupe genommen werden. Hier werden verstärkt Stresstestrechnungen durchgeführt, um verschiedene Szenarien zu simulieren und die Kapitaldienstfähigkeit u.a. bei weiter steigenden Zinsen, veränderten Kostenbelastungen und Umsatzrückgängen zu bewerten. Ein bemerkenswerter Punkt, der in den Interviews angesprochen wurde, ist die mittlerweile wieder regelmäßige Durchführung von DD-Calls zwischen den DD-Providern und den Banken, die in den letzten Jahren von Seiten der Finanzierungsparteien nicht gewünscht bzw. als notwendig erachtet wurden. Auch die Diskussionen innerhalb der Banken zwischen Markt und Risikoabteilungen haben an Intensität zugenommen. Folgende Zitate belegen diese Zusammenfassung:

DA1: „...dieses Thema Due Diligence Calls. Das gab es aus meiner Sicht so in den Jahren 2015 bis 2020 eigentlich kaum mehr. Bis 2021...“¹⁹⁷

DA1: „...Ich glaube, wir machen in manchen Punkten unsere Arbeit auch ein bisschen gewissenhafter. [...] ich würde auch jetzt nicht eine DD einfach durchlaufen lassen und ohne vorher mal Impact oder Einfluss zu nehmen auf einen Scope. [...] Ich würde auch beim Financing Case mal drauf gucken, bevor es rausgeht.[...] Im normalen Prozess sagen wir: Hier ist ein Information Memorandum. Schicke uns mal deine Key Questions und schicke uns mal so bisschen deine Indikationen, wie du es siehst...“¹⁹⁸

DA2: „...Wir analysieren selber den Credit-Case für uns und sagen, das sind die schwierigen Themen. Das wird bei den Banken aufstoßen und die müssen wir besonders gut due diligencen. [...] Das ist wichtiger geworden in der aktuellen Zeit, dass man antizipiert: Was sind die kritischen Themen...“¹⁹⁹

BA1: „...Was wir vermehrt machen, sind natürlich Stresstest-Rechnungen. Gerade mit Blick auf Financing Case. [...] Finanzierungskosten gehen hoch, Rohertragsmarge geht runter. Was passiert, wenn ein Kunde wegbricht. [...] Ja auch zunehmend machen wir wirklich DD-Calls...“²⁰⁰

Individuelle Faktoren beeinflussen die Prozess-Timeline

Vor der Krise wies der LBO-Markt die Charakteristika eines Verkäufermarktes auf, was zu einer hohen Geschwindigkeit und engen Timelines für die Prozessbeteiligten führte. Die Geschwindigkeit, mit der LBO-Finanzierungen und M&A-Deals im aktuellen Marktumfeld

¹⁹⁷ Interview DA1, Absatz 9

¹⁹⁸ Interview DA1, Absatz 29

¹⁹⁹ Interview DA2, Absatz 17

²⁰⁰ Interview BA1, Absatz 17

abgeschlossen werden, hängt im Wesentlichen von der Wettbewerbssituation in den einzelnen Deals ab. Diese kann, muss aber nicht, mit der Branche zusammenhängen, in der das Zielunternehmen tätig ist. Bei beliebten Deals besteht eine umkämpfte Situation, die eine schnelle Abwicklung auf Investoren- und Bankenseite erfordert. In weniger attraktiven Deals hat sich dagegen ein Wandel hin zu einem Käufermarkt vollzogen, der dem potenziellen Käufer entsprechende Vorteile bietet. PE-Investoren erhalten hier einen besseren Zugang zum Management und können bessere individuelle Vereinbarungen u.a. hinsichtlich der Timelines treffen. Auch interne Vorgaben der PE-Investoren spielen eine nicht unerhebliche Rolle für die Geschwindigkeit. Einige PE-Investoren waren in der Vergangenheit in der Lage, die Deals im ersten Schritt vollständig aus Eigenmitteln zu tätigen und anschließend zu refinanzieren. Andere hingegen müssen aber aufgrund von internen Vorgaben bereits bei Unterzeichnung des Kaufvertrages eine Finanzierungszusage vorliegen haben. Folgende ausgewählte Zitate zeigen die Entwicklungen:

DA1: „...Wenn du jetzt beim Deal keine große Competition hast [...] Dann kann es egal sein [...] Bist du jetzt aber bei dem Software-Deal unterwegs mit 4 Competitors, dann wird es einfach genauso sein wie früher...“²⁰¹

PE2: „...Wir kriegen die Deadlines auch extern gesetzt. (...) Sodass wir versuchen, diese Deadline zu halten. Wenn wir sie nicht halten, dann zumindest mit validen Gründen gegenargumentieren. Das finde ich hat zugenommen, dass man das durchbringt. [...] Ist das Unternehmen eines, das super vermarktet werden kann. Dann bleibt die Geschwindigkeit hoch, weil auch der Wettbewerb unter den Banken da ist, weil der Wettbewerb unter den PEs da ist...“²⁰²

BA1: „...Wenn ein gutes Target, gerade IT, Tech, Pharma sage ich mal, ist ungebrochen enormer Wettbewerb. [...] Da ist ungebrochen hohe Geschwindigkeit. Vor der Krise und auch aktuell...“²⁰³

5.2.2 Strukturierung

Im zweiten Teil der qualitativen Forschung liegt der Fokus auf der Strukturierung. Die Ergebnisse aus den Interviews werden nachfolgend dargestellt und sollen Aufschluss über die zweite Teilfrage zur Forschungsfrage geben.

Wesentliche Aspekte für Parteien

Auf die Frage nach den wichtigsten Aspekten bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen im aktuellen Marktumfeld wurden von den einzelnen Parteien unterschiedliche Themen angesprochen. Insgesamt nimmt der/die Gesprächspartner*in der Bank wahr, dass bei einigen Punkten sehr intensiv verhandelt wird, während bei anderen auch härtere Forderungen der Banken von den Investoren ohne größere Diskussionen akzeptiert werden. Diese Aussagen deuten grundsätzlich auf eine unterschiedliche Bedeutung einzelner Aspekte zwischen den

²⁰¹ Interview DA1, Absatz 31

²⁰² Interview PE2, Absatz 23

²⁰³ Interview BA1, Absatz 19

Parteien hin. Diese spiegeln sich vermutlich auch innerhalb einer Bank zwischen Markt- und Risikoabteilung wider, da auch hier den Aussagen zufolge die Diskussionen über die Strukturierung deutlich zugenommen haben. Nach Wahrnehmung der Debt Advisors stehen sowohl bei PE-Investoren als auch bei Banken vorrangig der anfängliche Verschuldungsgrad, die Margen und Gebühren sowie die Financial Covenants im Vordergrund. Gleichzeitig betonen die Investoren in den Gesprächen das Thema Flexibilität, das sich einerseits in den Financial Covenants und andererseits in der optimalen Tilgungsstruktur widerspiegelt. Bei den Financial Covenants stehen vor allem die Höhe der Headrooms, die Adjustierungsmöglichkeiten beim EBITDA sowie die Heilungsmöglichkeiten bei einem Bruch im Blickfeld. Bei der Tilgungsstruktur steht die bestmögliche Steuerung des Cashflows im Vordergrund. Eine Auswahl von Zitaten verdeutlichen dies:

DA1: „...Investoren gucken halt sehr stark aufs Quantum, gucken sehr stark auf Pricing, gucken sehr stark auf die Covenants, gucken sehr stark auf die Adjustments und auf die Möglichkeiten der Ermittlung des EBITDAs. (...) Ich glaube, das sind auch genau die Punkte, wo die Finanzierungsparteien darauf achten. Und dementsprechend haben wir gerade bei denen die meisten Diskussionen...“²⁰⁴

PE1: „...Generell aber natürlich das Thema Flexibilität. [...] Zum einen was das Thema Headrooms angeht, aber natürlich auch was so Themen angeht wie [...] Heilungsmöglichkeiten [...] Jetzt die Verteilung, irgendwie Tranche A und B. Das sind ja im Prinzip immer so ein bisschen so Optimierungsthemen...“²⁰⁵

PE2: „...Es ist tatsächlich mit dem Zinsniveau momentan der Split A / B. Dass die Unternehmen einfach freier agieren können und mehr Cashflow zur Verfügung haben und nicht den kompletten Cashflow abziehen muss zur Tilgung...“²⁰⁶

BA1: „...Was wir natürlich machen, ist, die Themen mehr zu verhandeln. Auf Leverage, Headroom, Adjustments [...] Die Marktfolge guckt, dass du runterkommst von allen Themen und wir versuchen den Deal aber auch zu machen, kompetitiv zu bleiben...“²⁰⁷

Tendenz zu kreditgeberfreundlicheren Finanzierungsstrukturen

Hinsichtlich der Finanzierungsstrukturen ist nach den meisten Interviewaussagen eine zunehmend kreditgeberfreundlichere Tendenz zu beobachten. Ein/e Expert*in ist allerdings teilweise überrascht, was am Markt mit Blick auf die Finanzierungsstruktur trotzdem noch durchsetzbar ist.

Auf den Gesamtmarkt bezogen, nehmen die meisten Interviewpartner*innen eine Reduzierung des angebotenen anfänglichen Verschuldungsgrades wahr. Diese hängen jedoch stark von der Branche des Zielunternehmens und damit wiederum vom Wettbewerb auf Finanzierungsseite ab. So ist in attraktiven Branchen wie IT, Software und Healthcare nach wie vor ein

²⁰⁴ Interview DA1, Absatz 33

²⁰⁵ Interview PE1, Absatz 30

²⁰⁶ Interview PE2, Absatz 29

²⁰⁷ Interview BA1, Absätze 21, 29

hohes initiales Leverage-Niveau und wenig Veränderung zu beobachten. Hier erhalten Investoren weiterhin Leverages von 4,0x und mehr. Bei Transaktionen in weniger attraktiven Branchen müssen sich die Investoren mit niedrigeren Leverage-Niveaus begnügen. Hier sehen die Gesprächspartner*innen Rückgänge von 0,25x bis 0,50x.

Die Höhe des EK-Einsatzes hängt ebenfalls von der Branche und den jeweiligen Kaufpreis-Multiples ab. Bei attraktiven Branchen sind die Kaufpreis-Multiples aufgrund der Wettbewerbssituation weiterhin auf einem hohen Niveau, sodass die Frage des EK-Einsatzes hier aufgrund des automatisch hohen notwendigen EKs unproblematisch ist. Bei weniger attraktiven Branchen und damit niedrigeren Kaufpreisen fordern die Banken einen EK-Anteil von mindestens 45%, wie aus den Interviews hervorgeht. Durch Rückbeteiligungen des Verkäufers oder des Managements kann die Finanzierungslücke zwischen dem gleichbleibenden EK-Einsatzes des PE-Investors und dem möglicherweise geringeren Kreditvolumen der Banken geschlossen werden.

Die Aufteilung der Tranchen spiegelt den Wunsch der Banken nach verbesserten Rückzahlungsmodalitäten wider. Tatsächlich hat sich der Markt in dieser Hinsicht jedoch kaum verändert. Dies hängt u.a. mit dem deutlich gestiegenen Zinsniveau zusammen, das den Cashflow und die Tilgungsfähigkeit des Unternehmens stark belastet. Bei Unternehmen mit einer hohen Cash Conversion sind die Investoren den Aussagen zufolge eher bereit, den Banken hier entgegenzukommen. Insgesamt sieht der/die Bankgesprächspartner*in aktuell in der Regel eine hälftige Aufteilung zwischen Tilgungs- und endfälliger Tranche sowie konstante Tilgungsraten auf der tilgenden Tranche. Wobei hier, je nach Geschäftsmodell, auch die Bereitschaft zu einem Überhang der endfälligen Tranche besteht. Auch die Debt Advisors sehen bei LBO-Banken durchaus Überhänge zur endfälligen Tranche oder auch ansteigende Tilgungsraten während der Laufzeit.

DA1: „...Also jetzt im IT-Bereich bist du weiterhin bei 4x Leverage auf der Senior Seite. [...] Du bist bei eher höherem B-Anteil, du bist beim EK-Einsatz komplett unproblematisch. [...] Wenn es halt dann Themen sind, die aus anderen Bereichen kommen [...] Meist bist du irgendwie bei 45% plus. [...] Mit Blick auf den initialen Leverage wäre ich in den Sektoren, die halt nicht in den heißesten Sektoren sind, eher vielleicht 0,25x – 0,50x weniger Leverage wie früher. [...] Mit Blick auf die Tilgungsstruktur. Ich glaube das ist unverändert geblieben...“²⁰⁸

DA2: „...Also definitiv ist der Leverage runtergekommen. [...] Da würde ich sagen, da ist man wahrscheinlich einen halben Turn irgendwie drunter. [...] Und klar ist jetzt die Frage und auch der Wunsch von den Banken geäußert, auch mehr Tilgungen zu geben. Aber durch die höhere Zinsbelastung, [...] das drückt natürlich auf die Tilgungsfähigkeit [...] Also wir sehen da durchaus immer noch [...] ähnliche Tilgungsstruktur wie vorher auch...“²⁰⁹

²⁰⁸ Interview DA1, Absatz 35

²⁰⁹ Interview DA2, Absatz 23

PE2: „...Da bin ich immer wieder überrascht, was dann doch noch geht. Ich glaube, es ist noch nicht angekommen. Dass eigentlich schon so und so viel Cash Flow weggeht, schon alleine wegen der hohen Zinsen...“²¹⁰

BA1: „...Wir haben immer so den Anspruch, Equity all in [...] wollen wir 45% haben. [...] Und Tilgungsstrukturen. [...] Da ist jetzt eher so die Wahrnehmung, dass das akzeptiert wird. [...] Wir hätten gerne 50/50 TLA/TLB. [...] Dann können wir auch ein Stück mehr Richtung B gehen, wenn das gute Modelle sind. [...] Und initiale Leverages. Ja, auch da wieder Software, IT. Da sind wir bis zum 4fachen gegangen beim Opening. Zum Teil auch größer...“²¹¹

Höhere Margen- und Gebührenforderungen

In Bezug auf die Margen und Gebühren sind sich die Gesprächspartner*innen größtenteils einig. Es zeigt sich, dass die Banken höhere Margen und Gebühren fordern, was u.a. mit den Ratingabschlägen im aktuellen Umfeld, dem insgesamt geringeren Wettbewerb im LBO-Finanzierungsmarkt und den gestiegenen Liquiditätskosten zusammenhängen könnte. Ob diese höheren Forderungen durchgesetzt werden können, hängt letztlich oft von der tatsächlichen Wettbewerbssituation pro Deal und der Transaktionsgröße ab. Ein Debt Advisor wurde im Gespräch recht konkret und gab eine durchschnittliche Margen- und Gebührenerhöhung am Markt von jeweils etwa 0,25% bis 0,50% an. Deutlich teurer wird es für die Investoren bzw. Unternehmen nur bei der Bereitstellung von Underwritings durch die Banken. Hier sehen die Expert*innen einen deutlichen Anstieg der Gebühren, um für das zusätzlich in Kauf genommene Risiko eine entsprechende Rendite zu erzielen. Eine Verpflichtung zur Zinssicherung über einen Teilbetrag des Kreditvolumens ist mittlerweile eine marktübliche Klausel in der Kreditdokumentation. Es besteht jedoch ein beiderseitiges Interesse der Parteien, um die Risiken weiterer Zinssteigerungen entsprechend abzusichern.

DA1: „...Also die Margen und Gebühren. Ich denke, die sind so im Schnitt um 25 bis 50 Basispunkte hochgegangen. Das Ganze ist aus meiner Sicht 2 Faktoren geschuldet. Einmal dem geringeren Wettbewerb. [...] Und der andere Punkt ist [...] Dann kommen halt [...] teilweise auch Ratingabschläge raus. Und das beeinflusst eben auch die (...) Margenforderung der Banken. Bei den Gebühren. Da bist du halt irgendwo bei Banken so bei 2%, minimal darüber. Du bist im Underwriting Szenario bei 2,5-3,0%. [...] Margen höher, Gebühren minimal höher...“²¹²

DA2: „...Die Finanzierungskosten sind gestiegen, im Wesentlichen durch den EURIBOR. Und marginal durch die Marge sozusagen. [...] Okay, ich sehe immer den Versuch höhere Margen und Fees aufzurufen. Aber wenn man halt so ein bisschen challenged [...] Dann ist man relativ schnell wieder zurück in der alten Welt. Underwriting sehe ich gerade gar nicht sozusagen. Und wenn, dann wird schon ordentlich draufgeschlagen...“²¹³

PE1: „...Zinssicherung wird auch wieder verstärkt abgeschlossen (...). Ist ja auch im Sinne des Unternehmens, würde ich jetzt mal sagen...“²¹⁴

²¹⁰ Interview PE2, Absatz 33

²¹¹ Interview BA1, Absatz 23

²¹² Interview DA1, Absatz 37

²¹³ Interview DA2, Absatz 23

²¹⁴ Interview PE1, Absatz 32

PE2: „...ich denke, da hat sich ganz wenig getan in den Margen und Gebühren. Es versuchen Banken 50 bps mehr rauszuholen. [...] Aber ich [...] kriege das auch meistens wegdiskutiert. [...] Zinssicherung ist wieder ein Thema in den Verhandlungen. [...] Ich diskutiere das nicht viel, weil ich verstehe es und wir wollen es ja auch selber...“²¹⁵

Einschränkungen der unternehmerischen Flexibilität

Hinsichtlich der unternehmerischen Flexibilität während der Kreditlaufzeit wurden vor allem zwei Kriterien thematisiert: Financial Covenants und Baskets. Hinsichtlich der Anzahl der Financial Covenants deuten die Ergebnisse der qualitativen Forschung auf eine unveränderte Vorgehensweise hin. Nach wie vor ist der Leverage Covenant das Maß aller Dinge. Nur wenige Finanzierungsparteien fordern einen zweiten Financial Covenant wie z.B. den DSCR oder einen EK- oder Gearing-Covenant. Ein/e Expert*in geht aber davon aus, dass gegen Ende dieses Jahres wieder die Verankerung von zwei Covenants üblich sein wird. Letztlich hängen die Anforderungen aber wieder vom Einzelfall ab. Deutlich mehr Diskussionen und tendenzielle Einschränkungen für Investoren gegenüber dem Niveau vor den Krisen gibt es bei den Headrooms. Mehrere Interviewpartner*innen gaben an, dass hier momentan ca. 25% Headroom auf das EBITDA gegeben wird. Auch bei den Adjustierungsmöglichkeiten auf das EBITDA gibt es deutlich mehr Diskussionen und tendenzielle Einschränkungen. Bei der Heilungsmöglichkeit Equity Cure Right hat es den Aussagen zufolge keine Veränderungen gegeben.

DA1: „...Ich glaube die Anzahl hat sich weniger geändert. Also wir haben in der Regel weiterhin den Leverage Covenant, ansonsten keinen.[...] Equity Cure Right bekommst du bei guten Assets weiterhin. [...] Und bei Adjustments. Das ist ein Punkt, der deutlich restriktiver geworden ist...“²¹⁶

DA2: „... Der Leverage-Covenant ist das scharfe Schwert [...] Aber wird sehen aber auch, dass bei Headrooms stärker dagegengehalten wird. In Summe wird schon härter verhandelt und es wird weniger zugelassen...“²¹⁷

PE2: „...Ich gehe davon aus, dass wir am Ende des Jahres wieder zwei Covenants haben. [...] Headrooms (...) Das ist tatsächlich eine philosophische Frage. Also die 25% Headroom auf das EBITDA. Das kriege ich definitiv immer noch überall. Manchmal auch 30%. [...] Adjustments ja, da guckt gerade irgendwie jeder. [...] Equity Cure, finde ich, ist unangetastet 3- bis 4-mal...“²¹⁸

BA1: „...Wir haben eigentlich immer drin, den Net Leverage. [...] Was wir natürlich noch machen, gerade bei Buy-and-Build-Strukturen. (...) Dass wir entweder sagen, wir wollen eine Art Gearing-Level noch haben. Also wir wollen, dass das EK Schritt hält [...] Adjustments, ein riesen Thema. [...] Thema Equity Cure Right. Das lassen wir nach wie vor zu...“²¹⁹

Bei den Baskets haben die Unsicherheiten am Markt nach Meinung der Expert*innen zu keinen veränderten Vorgaben geführt. Zwar gibt es auch hier mehr Diskussionen, die sich z.B.

²¹⁵ Interview PE2, Absatz 35

²¹⁶ Interview DA1, Absatz 39

²¹⁷ Interview DA2, Absatz 27

²¹⁸ Interview PE2, Absatz 39

²¹⁹ Interview BA1, Absatz 25

bei den während der Laufzeit steigenden Baskets vor allem auf die prozentuale Erhöhung beziehen. Die Baskets werden aber nach wie vor in einem vernünftigen Rahmen gewährt, sofern sie für die Finanzierungsparteien nachvollziehbar dargestellt werden.

DA1: „...Du musstest es früher begründen, du musst es heute begründen. Da gibt es keinen Unterschied...“²²⁰

PE2: „...Da sehe ich eigentlich keine Veränderung. Das ist abhängig von der Unternehmensgröße und was es für ein Unternehmen ist...“²²¹

BA1 „...Also da muss ich sagen, da wird eher um die Prozentzahlen verhandelt, wenn man grower Baskets hat. [...] Also da kein wirklicher Unterschied, zwischen vor der Krise und der jetzigen Situation...“²²²

Ausschüttungen / Rekapitalisierungen

Bei der Frage nach Gewinnausschüttungen an Investoren bzw. Gesellschafter während der Kreditlaufzeit sind laut Expert*innen zwei Aspekte zu unterscheiden. Grundsätzlich sehen die vertraglichen Regelungen ab einem bestimmten Leverage-Niveau in der Regel die Möglichkeit von Gewinnausschüttungen während der Laufzeit vor. Diese sind laut Aussagen der Gesprächspartner*innen auch weiterhin im marktüblichen Umfang zulässig, wobei vereinzelt über die Leverage-Grenze diskutiert wird. Zunehmende Diskrepanzen gibt es laut Aussage eines PE-Investors bei der Frage, ob z.B. Earn-Out-Zahlungen auch als zulässige Zahlungen aus dem laufenden Cashflow subsumiert werden können. Hier werden die Banken zunehmend kritischer und sehen hierfür eher eine Einbringung von Eigenmitteln des Investors.

Der zweite Aspekt beim Thema Ausschüttungen ist die Durchführung von Rekapitalisierung zur Ausschüttung an die Investoren.²²³ Dies ist durch die makroökonomischen Unsicherheiten deutlich schwieriger bis teilweise unmöglich geworden. Lediglich bei sehr attraktiven Unternehmen sind Recaps in geringem Umfang am Markt durchsetzbar. Aus Bankensicht ist hier jedoch die Frage entscheidend, ob der Investor nach dem Recap noch einen Teil seines zum Zeitpunkt der ursprünglichen Transaktion eingesetzten Kapitals investiert hat und damit noch ausreichend motiviert ist. Recaps, bei denen der Investor mehr als das seinerzeit investierte Kapital aus dem Unternehmen abzieht, sind gerade in der aktuellen Marktphase nahezu ausgeschlossen.

DA1: „...Es gibt ja 2 Regelungen. Einmal hast du ja die Regelung ganz generell bei der Neufinanzierung aufsetzt [...] aber das soll an den Investor rausgehen als Recap-Betrag. Und die zweite Möglichkeit, ab wann sind Permitted Payments im Rahmen von Dividenden möglich. Also ab welchem Leverage. [...] Beim zweiten, ich glaube, da sehe ich jetzt keine große Veränderung.

²²⁰ Interview DA1, Absatz 43

²²¹ Interview PE2, Absatz 41

²²² Interview BA1, Absatz 29

²²³ Vgl. Mittendorfer 2007, S. 116. Bei Rekapitalisierungen werden die ursprünglich vom Investor eingebrachten Eigenmittel ganz oder teilweise durch die Rekapitalisierung des Unternehmens, d.h. die Aufnahme von Fremdkapital zum Zwecke der Ausschüttung, ersetzt.

Da ist der Schwellenwert einfach ein bisschen tiefer angesetzt als früher... [...] Dividende als Recap zu machen. [...] Das ist sowohl bei Banken als auch mit Debt Funds im jetzigen Markt komplett schwierig...“²²⁴

DA2: „...Recaps, extrem schwierig. Aber auf einem niedrigen Niveau geht das schon. [...] Banken gucken aufs Cash Equity vom Investor [...] Genau, aber das ist halt niedriges Niveau aktuell bei Recaps, würde ich sagen. Sehe ich jetzt nicht in der breiten Masse...“²²⁵

PE2: „...Was mache ich mit den Earn-Out-Zahlungen, wenn ich irgendwas vereinbare. Wie gehe ich damit um? Ich finde, das ist schwieriger geworden, weil das läuft ja dann auch unter Ausschüttung...“²²⁶

BA1: „...Also Ausschüttungen generell unverändert. Lassen wir marktüblich zu [...] Was oft kommt, sind Recaps. [...] Und da muss ich dir sagen, da tun wir uns irgendwie schwer mit der Story. [...] Dann geht es immer darum: Hat er sich schon rausgezogen, ist er noch motiviert drin zu bleiben?...“²²⁷

5.2.3 Syndizierung

Im Folgenden werden die Ergebnisse der qualitativen Analyse zum Forschungsgebiet Syndizierung dargestellt. Dabei wird die dritte Teilfrage der Forschungsfrage berücksichtigt.

Herausforderungen bei der Syndizierung

Eine besondere Herausforderung stellt derzeit die Syndizierung bzw. die Zusammenstellung des Bankenkonsortiums dar. Die Aussagen der Befragten zeigen, dass sich die Suche nach geeigneten Banken zunehmend komplexer und schwieriger gestaltet. Hierfür gibt es verschiedene Gründe. Die Kreditvolumina der Finanzierungsparteien pro Deal werden kleiner, d.h. es werden mehr Parteien pro Deal benötigt. Dies führt zu komplexeren Prozessen sowie einem höheren Abstimmungsbedarf. Darüber hinaus haben sich, wie bereits erwähnt, einige Parteien aus dem LBO-Markt zurückgezogen oder sind insgesamt wählerischer geworden, was die Zusammenstellung des Konsortiums zusätzlich erschwert. Ein weiterer Grund für die Schwierigkeiten bei der Syndizierung sind die unterschiedlichen internen Anforderungen und Sichtweisen hinsichtlich der Finanzierungsstrukturen und -bedingungen von LBO-Transaktionen. Während einige Parteien bereit sind, höhere Risiken einzugehen, sind andere eher konservativer. Dies macht die Anforderungen an die Finanzierung komplexer, da eine gemeinsame Basis gefunden werden muss, die allen Konsortialbanken gerecht wird.

Je nach Größe der Transaktion treten die Probleme in unterschiedlichem Ausmaß auf. Laut Aussagen der Expert*innen zeigt sich, dass Finanzierungen von Small Cap- und Mid Cap-Transaktionen noch relativ gut möglich sind, da sich die Anzahl der notwendigen

²²⁴ Interview DA1, Absatz 47

²²⁵ Interview DA2, Absatz 37

²²⁶ Interview PE2, Absatz 45

²²⁷ Interview BA1, Absatz 33

Konsortialbanken im Rahmen hält. Als Größenordnung wurde von einem Debt Advisor ein Schwellenwert von ca. 20 Mio. Euro EBITDA bezogen auf das Zielunternehmen genannt. Bei größeren Transaktionen wird es zunehmend schwieriger, das notwendige Finanzierungsvolumen aufzubringen. Insbesondere im Bereich der Large Cap-Transaktionen ist die Situation kritisch. Hier ist es derzeit kaum möglich, Bankenfinanzierungen zu finden. Der Trend geht hier stark zu Debt Funds, die aufgrund ihrer Größe und Risikobereitschaft eher in der Lage sind, Finanzierungen in dieser Größenordnung zu stemmen.

Um trotz der gestiegenen Herausforderungen eine erfolgreiche Syndizierung von LBO-Finanzierungen zu ermöglichen, ist eine breitere Erstansprache von Debt Advisors bzw. PE-Investoren und der Banken bei der Syndizierung unerlässlich. Hierfür ist es entscheidend, über ein großes Netzwerk zu verfügen und dieses durch eine gezielte Vorbereitung zu kontaktieren. Insbesondere in schwierigen Branchen müssen deutlich mehr Parteien angesprochen werden als in attraktiven Branchen. Gleichzeitig ergeben sich Prozessvorteile, wenn die Debt Advisors bzw. PE-Investoren die angesprochenen Finanzierungsparteien gut kennen und genau wissen, wer für welchen Deal relevant sein kann. Im Prozess kann es notwendig sein, entsprechende Überzeugungsarbeit zu leisten.

DA1: „...Ich glaube so im Small Cap bis Mid Cap Bereich, [...] das ist ein Bereich, der sehr gut finanzierbar ist [...] vielleicht an die 20 ran [...] dann ist der Banken Club ein Club, der aus 3 oder 4 Banken besteht. Das ist möglich, das ist machbar [...] Wenn man dann aber eine Finanzierung sucht, die über 20 Millionen EBITDA [...] Dann bist du bei einem Club von 5,6,7 LBO-Banken. Da muss man einfach sagen, da wird die Luft dünner...“²²⁸

DA2: „...Ja also das ist definitiv so, dass es schwieriger geworden ist. Weil aus den Häusern dann recht unterschiedliche Anforderungen kommen, auch zur Dokumentation. Da ist der Abstimmungsaufwand größer geworden. Und [...] die Ticket Sizes sind kleiner geworden...“²²⁹

DA2: „...Wir haben jetzt einen größeren Deal im Automotive-Bereich. Da sind wir wirklich in die Breite gegangen, weil Automotive halt nicht gerade State of the Art ist...“²³⁰

PE1: „...Ich glaub jetzt in die Unsicherheit im Finanzierungsmarkt geführt, glaube ich noch eher dazu, dass noch breiter angesprochen wird...“²³¹

BA1: „...Generell glaube ich, oder auch was ich so sehe, ist es schwieriger zu syndizieren. Das hängt daran, dass sich viele Institute zurückgezogen haben. [...] Also ich glaube, da hat sich schon ein bisschen was verändert...“²³²

²²⁸ Interview DA1, Absatz 13

²²⁹ Interview DA2, Absatz 39

²³⁰ Interview DA2, Absatz 13

²³¹ Interview PE1, Absatz 16

²³² Interview BA1, Absatz 35

Underwriting-Mangel, Trend zu Club Deals

Um den Zuschlag für die Finanzierung zu erhalten und trotz knapper Zeitvorgaben in den Prozessen erfolgreich zu agieren, haben einige Banken in der Vergangenheit auf Underwritings zurückgegriffen. Wie in den Interviews deutlich wurde, hat sich in Zeiten der Unsicherheit jedoch deutlich gezeigt, dass klassische Underwritings von Großbanken, die auf Basis einer kurzen Marktbefragung von möglichen Syndizierungspartnern eingeräumt wurden, am Markt momentan kaum sichtbar sind. Das Risiko, das Underwritingvolumen aufgrund der dynamischen Marktentwicklungen nicht mehr ausplatziert zu können, ist zu groß.

Interessanterweise haben die Interviewpartner*innen berichtet, dass Underwritings von Sparkassen am Markt weiterhin sichtbar sind. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass sich die potenziellen Syndizierungspartner bei Underwritings von Sparkassen bereits intensiv im Finanzierungsprozess befinden und zum Zeitpunkt der Abgabe der Finanzierungsbestätigung des Underwriters in der Regel eine Absichtserklärung gegenüber dem Underwriter abgegeben haben. Dies stellt unter Risikogesichtspunkten eine deutlich komfortablere Ausgangssituation für den Underwriter dar. Entscheidend für den Erfolg ist jedoch das Vertrauensverhältnis zwischen den Parteien.

Der generelle Mangel an Underwritern führt folglich dazu, dass Debt Advisors bzw. PE-Investoren vermehrt den Weg der Club Deals gehen. Club Deals erfordern jedoch eine intensive Zusammenarbeit zwischen den beteiligten Parteien und setzen häufig ebenso ein hohes Maß an Vertrauen voraus.

DA1: „...Underwritings funktionieren nur noch sehr, sehr begrenzt. Sieht man de facto kaum...“²³³

DA1: „...Der Markt ist halt sehr unruhig und es ist halt schon ein gewisses Risiko, dass man halt im Underwriting irgendwo in eine Marktlage reinrutscht, die dann, [...] aufgrund von externen Faktoren schlechter wird. [...] Und das reduziert halt dann den Underwriting-Appetit. Das ist, glaube ich, ein bisschen anders [...] wenn eine Sparkasse zum Beispiel ein Underwriting macht, als wenn es eine UniCredit macht beispielsweise. Ich glaube, wenn eine Sparkasse sowas macht, dann habt ihr doch immer mit LOIs und so weiter eine gewisse Sicherheit, dass sich diverse Regionalbanken, Sparkassen das Thema angucken und machen würden. Wenn die UniCredit ein Underwriting macht, dann machen die es ja dann wirklich so mehr oder weniger auf einer kurzen Marktbefragung. Die haben dann null Sentiment dafür...“²³⁴

DA1: „...das ist genau der Grund, warum man halt eher auf Clubs geht zurzeit als auf Underwritings...“²³⁵

²³³ Interview DA1, Absatz 13

²³⁴ Interview DA1, Absatz 15

²³⁵ Interview DA1, Absatz 17

DA2: „...Underwriting sehe ich gerade gar nicht sozusagen. [...]nAlso klassisches Underwriting kommt nicht mehr vor. Daher fahren wir auch den Prozess, wo wir mehrere Banken parallel ansprechen und zusammenbringen...“²³⁶

BA1: „...Ja, also, wir dürfen nach wie vor Teilunderwritings machen. [...] Aber klar, das ist schwieriger geworden. Ich merke, wir brauchen mehr Argumente für die Gremien...“²³⁷

5.2.4 Bildung der Hypothesen

Auf Basis der Literaturrecherche und der darauf aufbauenden qualitativen Analyse konnten bereits verschiedene Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen auf LBO-Finanzierungen identifiziert werden. Im nächsten Schritt werden aus den bisherigen Erkenntnissen vier Hypothesen abgeleitet, die im Rahmen der quantitativen Analyse statistisch überprüft werden sollen.

Hypothese 1

Der deutsche LBO-Markt hat in den vergangenen Jahrzehnten bereits Krisenphasen wie die Wirtschafts- und Finanzkrise erlebt. Die Kombination der vor allem durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Konflikt ausgelösten Entwicklungen scheint jedoch historisch einmalig zu sein.²³⁸ Langjährig aktive LBO-Banken ziehen sich derzeit entweder ganz aus diesem Marktsegment zurück oder agieren deutlich selektiver, während andere Banken dieses Segment als attraktiv erkannt haben und teilweise mit aggressiven Strukturen als Neueinsteiger in den Markt eintreten.²³⁹ Vor diesem Hintergrund liegt die Vermutung nahe, dass erfahrene Banken bei der Kreditvergabe für LBO-Finanzierungen vorsichtiger agieren und somit eine restriktivere Kreditvergabe wahrnehmen. Aus diesem Grund wird die folgende Hypothese 1 inklusive der dazugehörigen Nullhypothese formuliert:

(H1): Es besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Erfahrung der Bank und der Wahrnehmung der restriktiveren Kreditvergabe.

(H0): Es besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Erfahrung der Bank und der Wahrnehmung der restriktiveren Kreditvergabe.

Hypothese 2

Die Investitionsentscheidung des PE-Investors als EK-Geber und der Finanzierungsentscheidung der Banken als FK-Geber basieren u.a. auf einer positiven Beurteilung des Geschäftsmodells des Zielunternehmens. Hierzu werden verschiedene Kriterien herangezogen, wie sie z.B. bei den Erfolgsfaktoren von LBO-Finanzierungen beschrieben sind.²⁴⁰ In den Interviews

²³⁶ Interview DA2, Absatz 25

²³⁷ Interview BA1, Absatz 37

²³⁸ Vgl. Kapitel 2.6

²³⁹ Vgl. Kapitel 5.2.1

²⁴⁰ Vgl. Kapitel 2.5

wurden von den Parteien unterschiedliche Kriterien genannt, die im aktuellen Marktumfeld eine besondere Wichtigkeit besitzen.²⁴¹ In diesem Zusammenhang soll daher überprüft werden, ob es unterschiedliche Prioritäten zwischen den EK- und FK-Gebern in Bezug auf einzelne Kriterien bei der Prüfung des Geschäftsmodells gibt. Dies vor allem vor dem Hintergrund, ein gemeinsames Verständnis der Interessen beider Gruppen zu schaffen. Daher wird die Hypothese 2, wiederum mit korrespondierender Nullhypothese aufgestellt:

(H2): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Kriterien bei der Prüfung von Geschäftsmodellen im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Kriterien bei der Prüfung von Geschäftsmodellen im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

Hypothese 3

Die Interviewpartner*innen nehmen in den vergangenen Monaten härtere Verhandlungen bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen und der anschließenden Dokumentationsphase wahr. Zudem zeigen die Ergebnisse der qualitativen Analyse, dass die einzelnen Parteien unterschiedliche Schwerpunkte setzen.²⁴² Dies deutet auf divergierende Interessen von Banken und PE-Investoren hin, weshalb die folgende Hypothese 3 inklusive dazugehöriger Nullhypothese formuliert wird:

(H3): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

Hypothese 4

Neben intensiveren Verhandlungen mit den Kunden berichtet der/die Interviewpartner*in der Bank von verstärkten bankinternen Diskussionen zwischen Markt und Marktfolge (kurz „MFK“) über die Strukturierung von LBO-Finanzierungen.²⁴³ Auch hier können die Interessen vor dem Hintergrund der regulatorischen Funktionstrennung verständlicherweise divergieren. Das Risikobewusstsein der Marktfolge könnte durch das volatile Marktumfeld noch zugenommen haben. Während der Markt mehr auf den Abschluss von Geschäften zur Ertragsgenerierung

²⁴¹ Vgl. Kapitel 5.2.1

²⁴² Vgl. Kapitel 5.2.2

²⁴³ Vgl. Kapitel 5.2.2

fokussiert ist, hat die MFK einen noch stärkeren Fokus auf die Risikosicht.²⁴⁴ In diesem Zusammenhang wird die folgende Hypothese 4 mit der entsprechenden Nullhypothese aufgestellt:

(H4): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Markt und Marktfolge.

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Markt und Marktfolge.

²⁴⁴ Vgl. Kapitel 2.2.1; 5.2.2

6 Quantitative Forschung

6.1 Vorgehensweise und Zielsetzung

6.1.1 Methode

Im zweiten Schritt des Mixed-Methods-Ansatzes wird eine quantitative Analyse durchgeführt. Die Datenerhebung erfolgt mittels einer Online-Umfrage unter Verwendung eines standardisierten Fragebogens. Das Ziel der quantitativen Analyse ist die Verifizierung der Ergebnisse der qualitativen Analyse in Form einer deskriptiven Statistik sowie die Überprüfung der aufgestellten Hypothesen.²⁴⁵ Die Einhaltung der Gütekriterien für die quantitative Methode wird in Anhang 17 nachgewiesen.

6.1.2 Stichprobe

Analog zur qualitativen Forschung wird auch bei der quantitativen Forschung eine Stichprobe gebildet. Bei der Auswahl ist darauf zu achten, dass die Ergebnisse bestmöglich auf die Grundgesamtheit übertragen werden können.²⁴⁶ Die Grundgesamtheit im Rahmen dieser Masterarbeit besteht aus allen am Finanzierungsprozess von LBO-Transaktionen beteiligten Parteien (u.a. Banken, Debt Advisors, PE-Investoren, Anwaltskanzleien). Grundsätzlich kann die erforderliche Stichprobengröße berechnet werden, um eine Übertragbarkeit der Ergebnisse auf die Grundgesamtheit zu ermöglichen. Für die Berechnung wird u.a. die Größe der Grundgesamtheit benötigt.²⁴⁷ Trotz intensiver Recherche konnten keine Auswertungen oder Statistiken identifiziert werden, aus denen die Anzahl der oben genannten Parteien im deutschen LBO-Markt hervorgeht, sodass ein wesentlicher Parameter für die Berechnung fehlt. Zudem kann aufgrund der anonymen Teilnahme an der Befragung nicht nachvollzogen werden, ob innerhalb einer einzelnen Partei mehrere Personen an der Online-Umfrage teilgenommen haben. Es wird daher darauf hingewiesen, dass bei der quantitativen Analyse eine Einschränkung hinsichtlich der Übertragbarkeit der Ergebnisse auf die Grundgesamtheit besteht.

6.1.3 Fragebogen

Die zielgerichtete Entwicklung des Fragebogens erfordert ein strukturiertes Vorgehen.²⁴⁸ Ausgehend von den theoretischen Vorüberlegungen, den Forschungsfragen und den formulierten Hypothesen wird daher zunächst ein Messmodell entwickelt, das die einzelnen theoretischen Begriffe in messbare Merkmale operationalisiert.²⁴⁹ Das Messmodell dieser quantitativen

²⁴⁵ Vgl. Kapitel 5.2.4

²⁴⁶ Vgl. Mayer 2013, S. 59 ff.

²⁴⁷ Vgl. Mayer 2013, S. 65 f.

²⁴⁸ Vgl. Döring 2022, S. 399 ff.

²⁴⁹ Vgl. Raithel 2008, S. 35 f.

Untersuchung ist in Anhang 8 dargestellt und beinhaltet die theoretischen Begriffe, Dimensionen, Indikatoren, Items, Messinstrumente sowie die Skalenniveaus.²⁵⁰

Um einen direkten Bezug zu den Forschungsfragen und den Hypothesen zu gewährleisten, wurden die Forschungsbereiche (Finanzierungsprozess, Strukturierung, Syndizierung) als theoretische Begriffe konzipiert. Diese wurden ergänzt durch den theoretischen Begriff der Einordnung, welcher auf messbare Merkmale der einzelnen Teilnehmer*innen abzielt.²⁵¹ Zur Operationalisierung der theoretischen Begriffe wurden die bereits aus den theoretischen Vorüberlegungen und der qualitativen Untersuchung identifizierten Dimensionen zugeordnet. Diese Dimensionen sollten anschließend durch einen oder mehrere Indikatoren gemessen werden. Dazu wurden Items bzw. Fragen zu den Indikatoren formuliert sowie Messinstrumente inklusive Skalenniveaus festgelegt.²⁵² Dabei wurde explizit darauf geachtet, dass die Operationalisierung so erfolgt, dass eine Überprüfung der Hypothesen möglich ist.²⁵³

Ein zentraler Punkt war die Formulierung der Items bzw. Fragen. Hierbei wurde, im Rahmen dieser Masterarbeit, auf die Empfehlungen zur Gestaltung von Fragen für standardisierte Fragebögen nach Döring zurückgegriffen. Diese Empfehlungen beinhalten z.B. die klare und konkrete Formulierung der Fragen sowie eine zielgruppengerechte Sprache. Auch die Nennung von Zeitspannen wurde genutzt, um den Befragten zu präziseren Antworten zu verhelfen.²⁵⁴ Da standardisierte Befragungen einen hohen Strukturierungsgrad aufweisen, wurden fast ausschließlich geschlossene Fragen gestellt. Nur bei vereinzelt Hybridfragen, bei denen den Teilnehmer*innen keine abschließenden Antwortmöglichkeiten zur Verfügung stehen, wurde die Antwortoption „Sonstiges“ angeboten. Lediglich am Ende des Fragebogens wurde eine offene Frage gestellt, die den Befragten die Möglichkeit gibt, weitere Auffälligkeiten oder Anmerkungen frei zu äußern.²⁵⁵

Der auf dem Messmodell basierende Fragebogen, welcher in Anhang 9 enthalten ist, wurde mit der Software Unipark erstellt. Beim Layout wurde darauf geachtet, dass die Fragen auf mehrere Seiten verteilt werden, sodass die Teilnehmer*innen bestenfalls nicht scrollen mussten. Des Weiteren sollte durch die Anzeige des Fortschrittsbalkens eine entsprechende Sichtbarkeit sowie eine hohe Motivation zum Beenden des Fragebogens aufrechterhalten werden.²⁵⁶ Hinsichtlich der thematischen Gliederung wurden zunächst die fachlichen Fragen gestellt und erst zum Schluss die allgemeinen Fragen zur Einordnung der Teilnehmer*innen. Dies vor dem Hintergrund, dass die Motivation zu Beginn der Umfrage in der Regel noch deutlich höher ist und die letzten Fragen relativ schnell und einfach zu beantworten waren.

²⁵⁰ Vgl. Mayer 2013, S. 72 ff.

²⁵¹ Vgl. Döring 2022, S. 405.

²⁵² Vgl. Mayer 2013, S. 72 ff.

²⁵³ Vgl. Klöckner; Friedrichs 2014, S. 675.

²⁵⁴ Vgl. Döring 2022, S. 405.

²⁵⁵ Vgl. Reinecke 2022, S. 953.

²⁵⁶ Vgl. Wagner; Hering 2014, S. 668 f.

Um Verwirrungen zu vermeiden, wurden die Fragen eines Forschungsbereichs nacheinander abgearbeitet.²⁵⁷

Es ist anzumerken, dass die Fragestellungen teilweise inhaltlich eine Ähnlichkeit zur eng verwandten Studie von Banner und Müsch zu den „*Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps*“ aufweisen. Letztlich ermöglicht dies in der Analyse aber auch Vergleiche zwischen der damaligen und der aktuellen Marktphase.²⁵⁸

6.1.4 Durchführung der quantitativen Untersuchung

Vor dem Versand der Online-Umfrage wurde ein Pretest durchgeführt, um potenzielle Schwachstellen und Unklarheiten zu identifizieren.²⁵⁹ Dazu wurde ein Netzwerkpartner des Autors gebeten, den Online-Fragebogen durchzuarbeiten und zu kommentieren. Auf dieser Basis wurde der Fragebogen geringfügig angepasst und anschließend finalisiert. Nach der Fertigstellung wurde die Online-Umfrage aktiv geschaltet. Der Umfragelink wurde ab dem 03.05.2023 über verschiedene Kanäle verbreitet, um eine möglichst hohe Reichweite zu erzielen.

Insbesondere wurde der Link zur Umfrage auf LinkedIn veröffentlicht. Der LinkedIn-Beitrag erläuterte das Ziel der Masterarbeit und nannte die spezifische Zielgruppe der Umfrage. Es wurde betont, dass die Teilnahme lediglich etwa 5 bis 7 Minuten in Anspruch nehmen würde, um die Teilnahmebereitschaft zu erhöhen. Darüber hinaus wurden die Netzwerkpartner*innen gebeten, den Umfragelink zu teilen und zu liken, um die Sichtbarkeit der Umfrage in ihren jeweiligen Netzwerken zu erhöhen. Der LinkedIn-Beitrag erhielt insgesamt 29 Likes, 9 Kommentare und wurde 15-mal direkt geteilt. Zusätzlich wurde der Umfragelink auch per E-Mail an Netzwerkpartner*innen des Autors versendet. Dies ermöglichte eine gezielte Ansprache von potenziellen Teilnehmer*innen, die nicht über andere Kommunikationskanäle erreicht werden konnten. Darüber hinaus wurde das Forschungsziel der Masterarbeit inklusive Umfragelink an den Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. sowie an den Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. versendet. In den Anfragen wurde um Unterstützung bei der Verbreitung der Umfrage unter den jeweiligen Verbandsmitglieder*innen gebeten. Aufgrund fehlender Rückmeldungen kann jedoch nicht bestätigt werden, ob der Umfragelink von den Verbänden tatsächlich an die Mitglieder*innen verteilt wurde.

Der Teilnahmezeitraum der Umfrage erstreckte sich vom 03.05.2023 bis zum 26.05.2023. Um die Netzwerkpartner*innen nochmals an die Teilnahme zu erinnern, wurde am 22.05.2023 ein weiterer LinkedIn-Beitrag veröffentlicht.

²⁵⁷ Vgl. Klöckner; Friedrichs 2014, S. 676 f.

²⁵⁸ Vgl. Banner; Müsch 2008, S. 73 ff. und Kapitel 3.1.

²⁵⁹ Vgl. Reinecke 2022, S. 964.

6.1.5 Aufbereitung und Auswertung der Daten

Nach Ablauf des Umfragezeitraums wurde die Online-Umfrage in Unipark geschlossen, um die Datenerhebung abzuschließen. Die erhobenen Daten wurden zur weiteren Auswertung als csv-Datei exportiert. Für die umfassende Auswertung und Analyse wurde das Statistik- und Analyseprogramm IBM SPSS Statistics (kurz „SPSS“) verwendet. Daher wurde die csv-Datei im nächsten Schritt direkt in SPSS importiert. Nach dem Import wurde eine umfangreiche Fehlerprüfung durchgeführt, um Unstimmigkeiten bereits im Vorfeld der eigentlichen Auswertung zu erkennen. Hierbei wurden die einzelnen Datensätze auf Vollständigkeit und Korrektheit überprüft.²⁶⁰ Es wurden vier Teilnahmen identifiziert, für die keine Antworten abgegeben wurden. Diese Daten wurden aus dem Datensatz entfernt.

In einigen wenigen Fällen wurden bestimmte Fragen von den Teilnehmer*innen übersprungen. Diese fehlenden Antworten wurden in der csv-Datei mit dem Wert „0“ gekennzeichnet. Damit diese fehlenden Antworten bei der statistischen Auswertung nicht berücksichtigt werden, wurden diese als „Missing Values“ umcodiert. Auf diese Weise konnte sichergestellt werden, dass bei der Auswertung nur die tatsächlich abgegebenen Antworten in die Auswertung einfließen. Darüber hinaus wurde im Fragebogen teilweise mit Filterfragen gearbeitet. Dadurch kam es vor, dass manche Teilnehmer*innen nicht auf bestimmte Fragen gelangen konnten. Die aufgrund dieser Filterfragen fehlenden Antworten wurden mit dem Wert „-77“ ausgewiesen. Dieser Wert wurde daher ebenfalls als „Missing Value“ umcodiert. Bei der Auswertung und Analyse wurde immer explizit darauf geachtet, dass nur Datensätze ohne „Missing Values“ berücksichtigt wurden, um Fehlberechnungen und Fehlinterpretationen zu vermeiden.²⁶¹

Ein weiterer Aspekt betraf den Umgang mit Freitextfeldern. Bei einigen Fragen hatten die Teilnehmer*innen die Möglichkeit, in einem freien Textfeld zusätzliche Informationen anzugeben. Insbesondere bei der letzten Frage, die u.a. Platz für sonstige Anmerkungen bot, wurden solche freien Textfelder genutzt. Sofern ein Textfeld leer blieb, wurde dies in der csv-Datei mit „-99“ gekennzeichnet. Diese Werte wurden beibehalten, da diese für die Auswertung keine unmittelbare Bedeutung hatten. Es waren nur die tatsächlich abgegebenen Textantworten von Interesse.

Um im Rahmen der Hypothesenüberprüfungen gezielte Unterschiedstests durchführen zu können wurden zwei neue Variablen in Ergänzung zu den bestehenden Variablen, die im Codebuch in Anhang 10 enthalten sind, gebildet. Die neue Variable „Banken_Kunden“ soll eine Unterscheidung zwischen den Gruppen Banken und Kunden ermöglichen. Als Banken wurden die in der Variable „v_52“ abgefragten Antworten „Sparkasse“,

²⁶⁰ Vgl. Braunecker 2021, S. 35 ff.

²⁶¹ Vgl. Braunecker 2021, S. 124 ff.

„Genossenschaftsbank“, „Landesbank“ und „Großbank“ zusammengefasst. Die Kunden umfassen die Antworten „Debt Advisor“ und „Private Equity Investor“ aus der Variable „v_52“. Zusätzlich wurde innerhalb der Banken die Variable „Markt_Marktfolge“ gebildet, indem für den Markt die Antworten „Unternehmenskunden (Markt)“ sowie „Strukturierte Finanzierungen / Corporate Finance / Acquisition Finance / Leveraged Finance“ aus der Variable „v_53“ aufgenommen wurde. Die Teilnehmer*innen der Risikoanalyse / MFK wurden über die Variable „v_53“ bereits explizit erfasst.

Nach Abschluss der Datenaufbereitung wurde mit der eigentlichen Auswertung der Daten begonnen. Dabei kamen sowohl deskriptive Auswertungsmethoden als auch statistische Verfahren zur Überprüfung der aufgestellten Hypothesen zum Einsatz. Die deskriptive Statistik ermöglichte eine detaillierte beschreibende Analyse der einzelnen Fragen des Fragebogens. Verschiedene Maße wurden verwendet, um ein Verständnis für die Daten zu erhalten. Dazu gehörte die Berechnung von absoluten und prozentualen Häufigkeiten, Mittelwerten, Standardabweichungen und Medianwerten. Diese Maße ermöglichten es, zentrale Tendenzen, Streuungen und Verteilungen der Daten zu erfassen.²⁶² Zur Überprüfung der aufgestellten Hypothesen wurden unter Berücksichtigung der vorliegenden Daten zwei Auswertungsverfahren angewandt: Der Unterschiedstest „Mann-Whitney-U-Test“ sowie der Zusammenhangstest „Kendall-Tau“.²⁶³

6.2 Darstellung und Diskussion der quantitativen Analyse

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse der quantitativen Analyse nach den Forschungsbereiche Finanzierungsprozess, Strukturierung und Syndizierung ausgewertet. Zu Beginn erfolgt die Beschreibung der Teilnehmer*innen. Bei der Analyse wird jeweils eine Verknüpfung zu den Ergebnissen der qualitativen Analyse sowie zu den theoretischen Grundlagen hergestellt. An den geeigneten Stellen werden die in Kapitel 5.2.4 aufgestellten Hypothesen statistisch getestet. Dabei wird jeweils eine übliche Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% angenommen.²⁶⁴

6.2.1 Einordnung der Teilnehmer*innen

Im Umfragezeitraum vom 03.05.2023 bis zum 26.05.2023 haben insgesamt 282 Personen die Umfrage geöffnet. Davon haben 125 Personen die Umfrage vollständig abgeschlossen, was einer Beendigungsquote von 44,33% entspricht. Wie bereits beschrieben, wurden 4 Datensätze aufgrund fehlender Antworten gelöscht. Die finale Stichprobe besteht somit aus 121 Teilnehmer*innen, deren Daten in die Analyse einbezogen wurden.

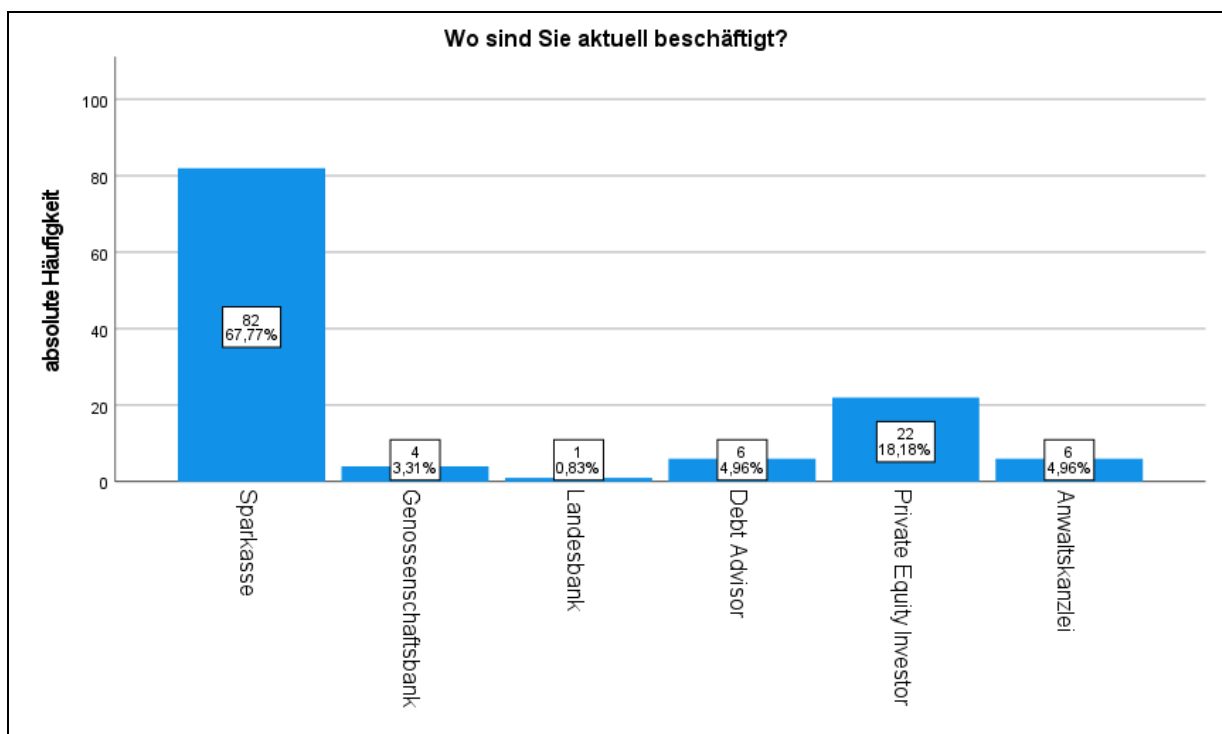
²⁶² Vgl. Braunecker 2021, S. 48 ff.

²⁶³ Vgl. Mayer 2013, S. 146 ff., 161 ff.

²⁶⁴ Vgl. Mayer 2013, S. 129 f.

Die durchschnittliche Bearbeitungszeit der Umfrage betrug 7 Minuten und 50 Sekunden, während der Median bei 6 Minuten und 16 Sekunden lag. Bemerkenswert ist, dass die meisten Abbrüche auf der Seite 1 (Einführung) zu verzeichnen waren. Hier haben insgesamt 122 Teilnehmer*innen die Umfrage direkt beendet. Dies könnte darauf hindeuten, dass diese Personen die Umfrage zwar aus Interesse geöffnet haben. Möglicherweise waren diese aber nicht ausreichend motiviert oder fühlten sich im Hinblick auf das Forschungsziel und die Zielgruppe nicht angesprochen.

Bei der Auswertung der Umfrageergebnisse in der Kategorie „Einordnung“ ergibt sich folgendes Bild: Von den insgesamt 121 Teilnehmer*innen haben 82 Personen (ca. 67,8%) angegeben, bei einer Sparkasse beschäftigt zu sein, was somit die größte Gruppe innerhalb der Stichprobe darstellt. An zweiter Stelle folgen PE-Investoren mit 22 Personen bzw. ca. 18,2%. Jeweils 6 Teilnehmer*innen bzw. jeweils ca. 5,0% sind bei Debt Advisors und Anwaltskanzleien beschäftigt. 4 Personen (3,3%) gaben an, bei Genossenschaftsbanken zu arbeiten, während ein/e Teilnehmer*in bei einer Landesbank beschäftigt ist. Nachfolgende Darstellung 10 gibt einen Überblick in Form einer Häufigkeitsverteilung.



Darstellung 10: Frage "Wo sind Sie aktuell beschäftigt?"²⁶⁵

Aus dem Bankensektor haben somit insgesamt 87 Personen an der Befragung teilgenommen. Davon sind 46 Personen (52,9%) im Bereich Strukturierte Finanzierungen / Corporate Finance / Acquisition Finance / Leveraged Finance tätig. 24 Personen (27,6%) gehören der Abteilung

²⁶⁵ Eigene Darstellung mit SPSS

Unternehmenskunden an und 16 Personen (18,4%) sind in der Risikoanalyse bzw. MFK tätig. Darüber hinaus hat eine Person (1,1%) keine weiteren Angaben zur Position bzw. Abteilung gemacht (Kategorie Sonstiges ohne weitere Angaben).²⁶⁶

In Bezug auf die Erfahrung der Teilnehmer*innen wurde sowohl die Erfahrung des Arbeitgebers als auch die persönliche Erfahrung, jeweils anhand der Tätigkeitsdauer im LBO-Markt, erfasst. Hinsichtlich der Erfahrung der Arbeitgeber zeigt sich, dass es sich um eine Stichprobe mit langjähriger Marktpräsenz handelt. Über 75% der Teilnehmer*innen gaben an, dass ihr Arbeitgeber seit mehr als 5 Jahren im Markt aktiv ist, wobei rund 40% davon sogar über mehr als 15 Jahre Erfahrung verfügen. Weitere 22 Personen (18,2%) gaben an, dass ihr Arbeitgeber seit 1 bis 5 Jahren im LBO-Markt aktiv ist. Lediglich eine Person gab an, dass ihr Arbeitgeber seit weniger als 1 Jahr im Markt aktiv ist, was somit eine Ausnahme darstellt. Sechs Personen machten keine Angaben.²⁶⁷

Hinsichtlich der persönlichen Erfahrung gaben rund 50% an, seit 1 bis 5 Jahren auf dem LBO-Markt aktiv zu sein. Dieser Anteil weist somit zumindest persönlich eine eher geringe Markterfahrung auf. Weitere 46% der Teilnehmer*innen gaben jedoch an, bereits über mehr als 5 Jahre Markterfahrung zu verfügen. 17 Personen (14%) haben davon sogar mehr als 15 Jahre Erfahrung. Dieser Teil der Teilnehmer*innen hat somit eine solide und langjährige Erfahrung in diesem Marktsegment. Nur eine Person gab an, persönlich seit weniger als einem Jahr in dem Markt aktiv zu sein, was eine Ausnahme darstellt. Drei Teilnehmer*innen machten keine Angaben zur persönlichen Erfahrung. Die Stichprobe zeigt somit eine ausgewogene Mischung aus etwas jüngeren und erfahrenen Fachleuten.²⁶⁸

Für die Auswertung der Größenklasse der teilnehmenden Bankenvertreter*innen wurde die Bilanzsumme der jeweiligen Bank abgefragt. Etwa 75% gaben an, dass ihr Arbeitgeber eine Bilanzsumme von 5 bis 15 Mrd. Euro aufweist. Weitere 15 Personen (ca. 17,2%) gaben an, dass die Bilanzsumme zwischen 15 und 30 Mrd. Euro liegt. Bei lediglich jeweils 4 Bankenteilnehmer*innen (jeweils knapp 5%) liegt die Bilanzsumme unter 5 Mrd. Euro oder über 30 Mrd. Euro. Diese stellen somit eine Minderheit in der Stichprobe dar. Eine Person hat hierzu keine Angaben gemacht.²⁶⁹

Im Rahmen der Umfrage wurde auch nach der Rolle bzw. Position der Bank bei LBO-Finanzierungen gefragt. Die Ergebnisse zeigen ein recht ausgewogenes Bild. Von den teilnehmenden Bankenvertreter*innen gaben rund 52% an, dass sich ihr Arbeitgeber hauptsächlich in der Rolle eines MLA sieht. Diese Position beinhaltet, wie bereits beschrieben, eine führende Rolle bei der Strukturierung und Syndizierung von LBO-Finanzierungen. Weitere 38 Befragte

²⁶⁶ Vgl. Anhang 11

²⁶⁷ Vgl. Anhang 11

²⁶⁸ Vgl. Anhang 11

²⁶⁹ Vgl. Anhang 11

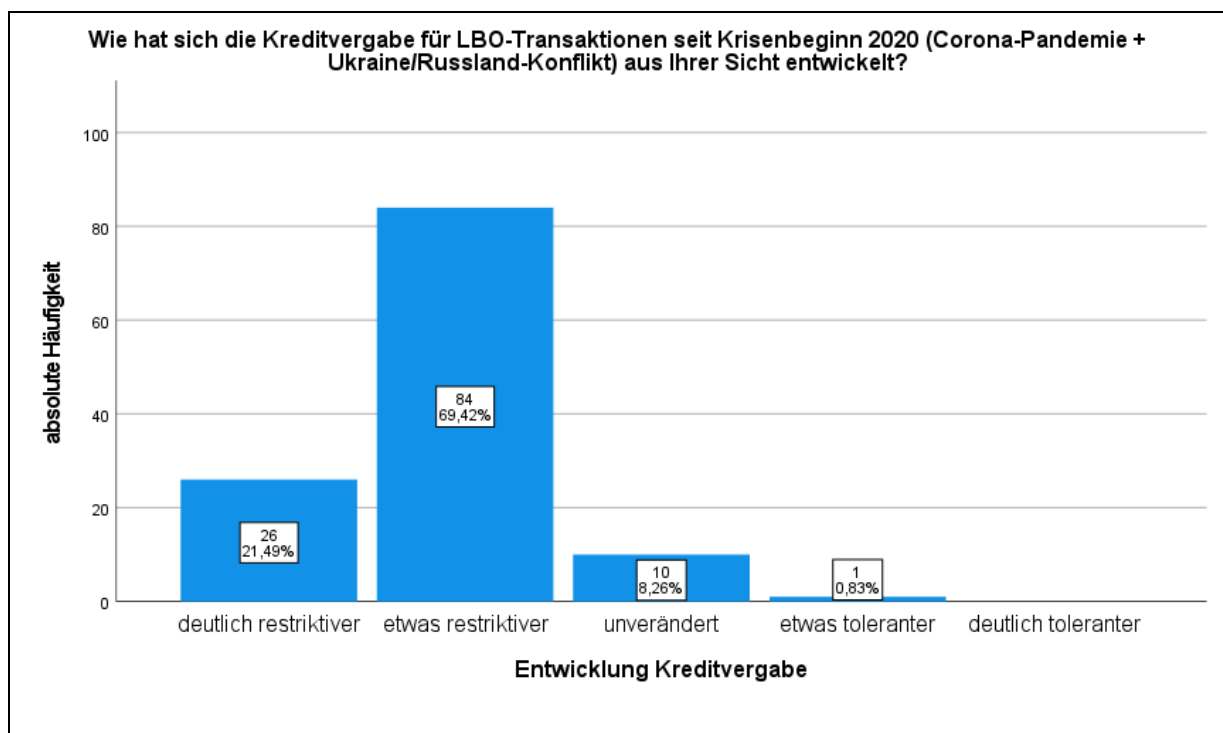
(ca. 43%) gaben an, dass sich die Bank in erster Linie als Teilnehmerbank sieht. Drei Teilnehmer*innen machten keine Angaben.²⁷⁰

6.2.2 Finanzierungsprozess

In diesem Unterkapitel werden die Ergebnisse der quantitativen Analyse für den Forschungsbereich Finanzierungsprozess analysiert. Der Fokus liegt dabei erneut auf der ersten Teilfrage der Forschungsfrage. Eine Übersicht der Angaben der Umfrageteilnehmer*innen zu den einzelnen Fragen anhand von absoluten und relativen Häufigkeiten sowie der Berechnung von Mittelwerten, Standardabweichungen und Medianen ist in Anhang 12 enthalten.

Restriktivere Kreditvergabe

Zunächst wurden die Teilnehmer*innen nach ihrer Einschätzung zur Entwicklung der Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn befragt. Die folgende Darstellung 11 zeigt die Häufigkeitsverteilung der Antworten. Während der Subprime-Krise konnte in der damaligen Forschung von Banner und Müsch eine tendenziell restriktivere Kreditvergabepraxis identifiziert werden.²⁷¹



Darstellung 11: Frage „Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt?“²⁷²

²⁷⁰ Vgl. Anhang 11

²⁷¹ Vgl. Banner; Müsch 2008, S. 75, 79.

²⁷² Eigene Darstellung mit SPSS

Insgesamt gaben mehr als 90% der Teilnehmer*innen an, dass die Kreditvergabe seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) restriktiver geworden ist. Davon sind rund 70% der Meinung, dass die Kreditvergabe etwas restriktiver geworden ist, wohingegen rund 20% sogar eine deutlich restriktivere Kreditvergabe wahrnehmen. Der Mittelwert der Einschätzungen liegt bei 1,88 mit einer Standardabweichung von 0,566.²⁷³ Der Median der Antworten liegt bei 2 (etwas restriktiver).

Die klare Tendenz der restriktiveren Kreditvergabe unterstreicht die Aussagen der Interviewpartner*innen und bereits veröffentlichter Studien. Hier spiegelt sich vor allem die Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken im Bereich der Unternehmenskredite wider, die den Zugang zu Krediten erschweren. Die regelmäßig durchgeführten Umfragen der Deutschen Bundesbank zeigen, dass vor allem die veränderte Risikoeinschätzung, u.a. hinsichtlich der Wirtschafts- und Konjunkturaussichten und einzelner Branchen, diese Entwicklung vorantreibt. Die Ergebnisse der Bundesbankumfrage zeigen auch, dass die Kreditvergaberichtlinien im Jahr 2020 durch die Corona-Phase deutlich restriktiver geworden sind. Nach einer kurzen Verbesserung wurden die Richtlinien spätestens mit Beginn des Ukraine/Russland-Konflikts Anfang 2022 wieder deutlich verschärft.²⁷⁴ Diese phasenweise Entwicklung gab auch ein/e Umfrageteilnehmer*in in den sonstigen Anmerkungen der Umfrage an.²⁷⁵

In diesem Zusammenhang wird die in Kapitel 5.2.4 aufgestellte Hypothese 1 getestet:

(H1): Es besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Erfahrung der Bank und der Wahrnehmung der restriktiveren Kreditvergabe.

(H0): Es besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Erfahrung der Bank und der Wahrnehmung der restriktiveren Kreditvergabe.

Als statistische Methode wurde der Kendall-Tau Zusammenhangstest verwendet. Mit dieser Methode kann die Korrelation zwischen zwei ordinalen Variablen getestet werden. Da eine gleichzeitige Signifikanzprüfung erfolgen soll, ist diese Methode der Methode nach Spearman vorzuziehen.²⁷⁶ Für die Berechnung wurden die Variablen „v_1“ und „v_55“ herangezogen, wobei nur die Teilnehmer*innen aus dem Bankensektor berücksichtigt wurden.²⁷⁷ Nachfolgende Darstellung 12 zeigt die Ergebnisse der Korrelationsanalyse.

²⁷³ Vgl. Anhang 12: Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (deutlich restriktiver) bis 5 (deutlich toleranter).

²⁷⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank 2023a.

²⁷⁵ Vgl. Anhang 15, Nr. 5

²⁷⁶ Vgl. Mayer 2013, S. 161 ff.

²⁷⁷ Vgl. Anhang 10

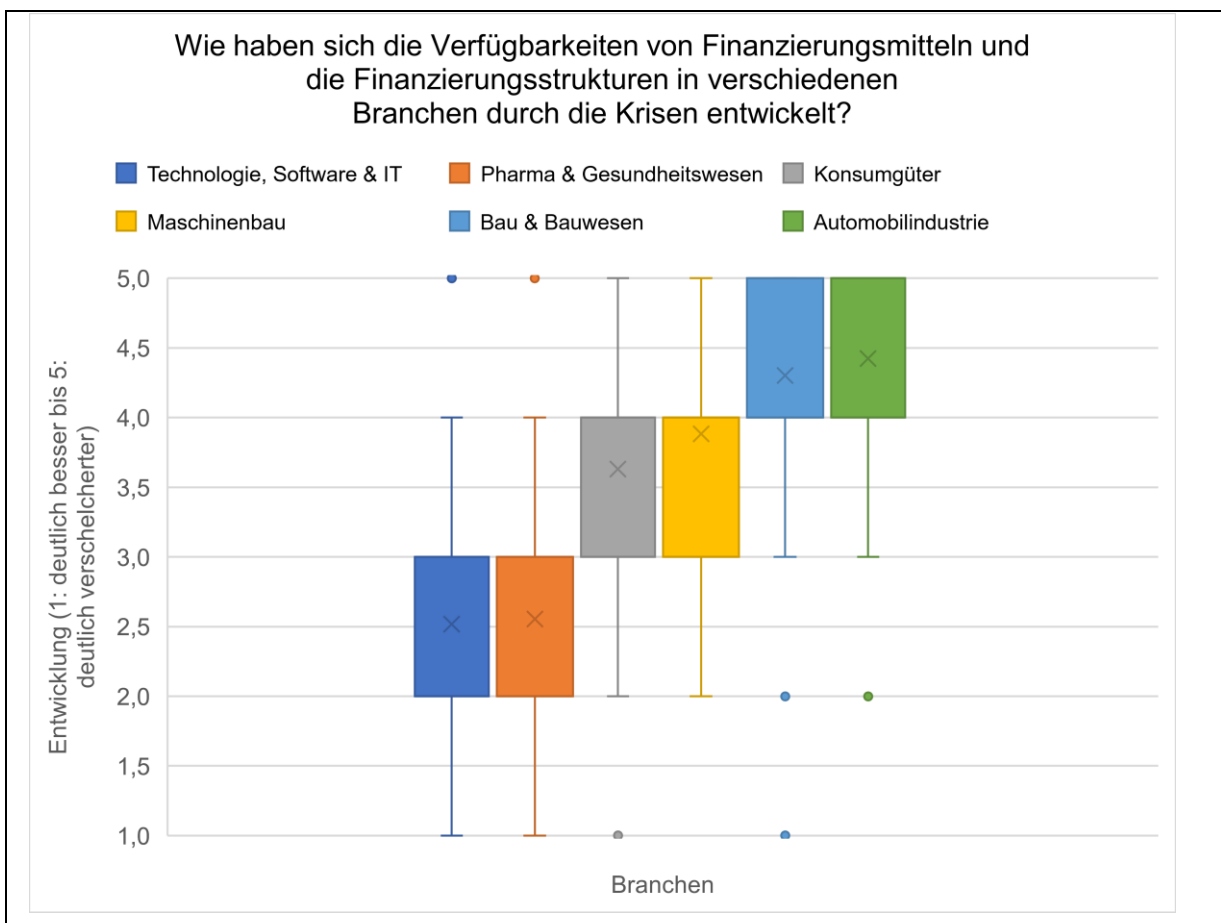
Testverfahren	Variablen	N	Korrelationskoeffizient	Signifikanz
Kendall-Tau	v_1 / v_55	87	-0,052	0,634

Darstellung 12: Ergebnis Kendall-Tau - Erfahrung der Bank und restriktivere Kreditvergabe²⁷⁸

Das Ergebnis der Korrelationsanalyse zeigt, dass kein Zusammenhang zwischen der Erfahrung der Bank und der Wahrnehmung einer restriktiveren Kreditvergabe besteht. Das Ergebnis ist zudem statistisch nicht signifikant. Somit wird die Hypothese H1 verworfen und die Nullhypothese angenommen. Ein Grund für dieses Ergebnis könnte in der Stichprobe selbst oder in unterschiedlichen Perspektiven liegen.

Branchenunterschiede

In einem nächsten Schritt wurde die Entwicklung der Verfügbarkeiten von Finanzierungsmitteln und der Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen abgefragt. Die folgenden nach Mittelwerten aufsteigend sortierten Boxplots (Darstellung 13) zeigen die Ergebnisse.



Darstellung 13: Frage „Wie haben sich die Verfügbarkeiten von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt?“²⁷⁹

²⁷⁸ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

²⁷⁹ Eigene Darstellung mit Microsoft Excel

Dabei zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen. In den Branchen „Bau & Bauwesen“ (Mittelwert 4,42 / Median 5 – deutlich verschlechtert) sowie „Automobilindustrie“ (Mittelwert 4,3 / Median 4 – etwas verschlechtert) sind stark negative Entwicklungen der Finanzierungsverfügbarkeit und der Finanzierungsstrukturen zu beobachten. Verschlechterungen sind auch in den Branchen Maschinenbau (Mittelwert 3,88 / Median 4 - etwas verschlechtert) sowie Konsumgüter (Mittelwert 3,63 / Median 4 - etwas verschlechtert) zu erkennen. Eine weitgehend unveränderte oder sogar leicht verbesserte Situation wird hingegen in den Branchen „Pharma & Gesundheitswesen“ (Mittelwert 2,55 / Median 2 – etwas verbessert) sowie „Technologie, Software & IT“ (Mittelwert 2,52 / Median 2 – etwas verbessert) wahrgenommen.²⁸⁰

Die Ergebnisse der Befragung unterstreichen die Aussagen der Interviewpartner*innen und verdeutlichen die branchenspezifischen Unterschiede in den Verfügbarkeiten von Finanzierungsmitteln und der Entwicklung der Finanzierungsstrukturen.²⁸¹ Die Auswirkungen der Corona-Pandemie und des Ukraine/Russland-Konflikts haben die einzelnen Branchen unterschiedlich stark getroffen. Im Automobilssektor, im Maschinenbau und im Bau & Bauwesen führen Lieferkettenprobleme bei Rohstoffen und Vorprodukten zu Einschränkungen in den Produktionsprozessen. Gleichzeitig führen die gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise zu Belastungen auf der Kostenseite und beeinflussen damit die wirtschaftliche Entwicklung. In der Konsumgüterindustrie kann die Verschlechterung ebenfalls mit Lieferkettenthemen und dem sinkenden Konsumklima zusammenhängen.²⁸²

Die Branchen Technologie, Software & IT sowie Pharma & Gesundheitswesen haben sogar leichte Verbesserungen zu verzeichnen. Diese Branchen waren im Vergleich zu den oben genannten Branchen weniger von den Krisen betroffen. Die Verbesserung der Parameter trotz der Krisen könnte mit der bereits von den Interviewpartner*innen angesprochenen Wettbewerbssituation in diesen Segmenten zusammenhängen. Um weiterhin Geschäft zu generieren, konzentrieren sich vermutlich viele Finanzierungsparteien gerade auf diese Branchen, was aus Sicht der Investoren zu attraktiven Konditionen und Bedingungen führt.²⁸³

Geschäftsmodell

In einer weiteren Frage wurden die Teilnehmer*innen nach der Wichtigkeit einzelner Kriterien bei der Prüfung von Geschäftsmodellen im aktuellen Marktumfeld befragt. Da die Mittelwerte der Ergebnisse bei allen Kriterien relativ eng beieinander liegen, sind die Ergebnisse nur eingeschränkt interpretierbar. Bei der Betrachtung der Rangfolge fällt allerdings auf, dass die finanziellen Kriterien, wie die Stabilität von Umsatz und Ertrag, Profitabilität und Cashflow-

²⁸⁰ Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (deutlich besser) bis 5 (deutlich verschlechtert).

²⁸¹ Vgl. Kapitel 5.2.1

²⁸² Vgl. Kapitel 2.6

²⁸³ Vgl. Kapitel 5.2.1

Größen allesamt auf den vorderen Plätzen rangieren.²⁸⁴ Das primäre Ziel dieser Frage war jedoch die statistische Überprüfung der Hypothese 2:

(H2): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Kriterien bei der Prüfung von Geschäftsmodellen im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Kriterien bei der Prüfung von Geschäftsmodellen im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

Zur Überprüfung der Hypothese wurde der Unterschiedstest Mann-Whitney-U-Test verwendet. Dieses Testverfahren kommt zum Einsatz, wenn Vergleiche zwischen zwei unabhängigen Stichproben durchgeführt werden sollen und ein ordinales Skalenniveau vorliegt.²⁸⁵ Beide Voraussetzungen sind hier erfüllt. Für die Berechnung wurden in SPSS die Variablen „v_9“ bis „v_20“ für die einzelnen Kriterien sowie die neu gebildete Variable „Banken_Kunden“ für die beiden unabhängigen Stichproben herangezogen.²⁸⁶ In nachfolgender Darstellung 14 sind die Ergebnisse aus SPSS abgebildet, wobei die Angaben jeweils den mittleren Rang (Spalten 2 und 3) sowie die asymptotische Signifikanz (Spalte 4) darstellen.

Kriterium	Banken	Kunden	Asymp. Sig.
Stabilität von Umsatz und Ertrag	54,66	68,39	0,035*
Profitabilität	53,43	70,00	0,007**
Cashflow-Größen	54,25	69,64	0,019*
Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario	59,68	50,48	0,160
Kundenstruktur	54,94	65,36	0,098
Lieferantenstruktur	60,40	50,55	0,131
Beziehungen zu „kritischen“ Ländern	56,69	62,07	0,418
Markt- und Branchenumfeld	56,03	62,00	0,353
Wettbewerbsumfeld	56,96	61,23	0,507
Qualität des Managements	57,19	56,43	0,908
Produkt- und Dienstleistungsportfolio	57,75	58,79	0,869
USP (Alleinstellungsmerkmal)	55,06	57,14	0,075

Darstellung 14: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test – Geschäftsmodell (* signifikant, ** sehr signifikant)²⁸⁷

²⁸⁴ Vgl. Anhang 16

²⁸⁵ Vgl. Mayer 2013, S. 146 ff.

²⁸⁶ Vgl. Kapitel 6.1.5; Anhang 10

²⁸⁷ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

Die Ergebnisse des Unterschiedstests zeigen, dass die beiden Gruppen teilweise unterschiedliche Schwerpunkte bei der Überprüfung des Geschäftsmodells setzen. Insbesondere bei den Kriterien Stabilität von Umsatz und Ertrag, Profitabilität und Cashflow-Größen erweisen sich die Unterschiede bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% als statistisch signifikant, was die Hypothese H2 in Bezug auf diese Kriterien bestätigt. In allen drei Kriterien weist die Gruppe Kunden einen höheren mittleren Rang auf, d.h. die Debt Advisors / PE-Investoren haben diesen Kriterien eine höhere Wichtigkeit beigemessen als die Banken.

Dieses Ergebnis ist etwas überraschend, da Banken diese Kriterien vor allem zur Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit heranziehen. Grundsätzlich ist es allerdings möglich, dass die Teilnehmer*innen aus dem Bankensektor diesen Kriterien schon immer eine hohe Bedeutung beigemessen haben und sich die Priorität durch die veränderten Marktbedingungen nicht verändert hat. Dies würde aber auch bedeuten, dass für die Debt Advisors / PE-Investoren die finanziellen Kriterien stärker in den Vordergrund rücken und eine höhere Relevanz für die Investitionsentscheidung haben. Dies unterstreicht auch die Aussagen von PE1, welcher die Themen nachhaltige und wiederkehrende Umsätze bzw. Cashflows als wichtige Aspekte im aktuellen Umfeld nennt.²⁸⁸

Geringere und nicht signifikante Unterschiede zeigen sich darüber hinaus bei der Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario sowie bei der Kunden- und Lieferantenstruktur.

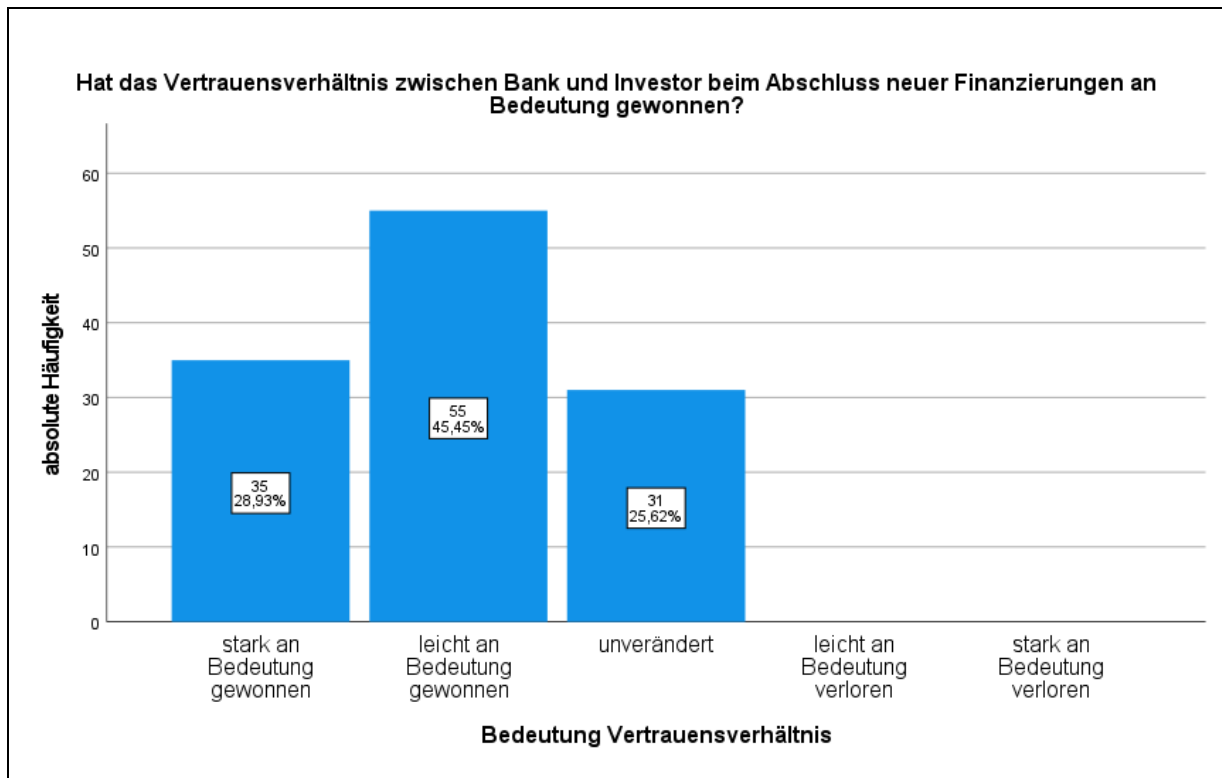
Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor

Aus der Literatur und der qualitativen Forschung geht hervor, dass ein Vertrauensverhältnis und eine gemeinsame Historie zwischen der Bank und dem PE-Investor für den Erfolg einer LBO-Finanzierung entscheidend sind und sogar die Finanzierungsstruktur beeinflussen können.²⁸⁹ Das Vertrauen ist nach Aussage der Parteien zwar auch in ruhigen Zeiten wichtig, kann aber in unsicheren Marktphasen an Bedeutung gewinnen.²⁹⁰ Im Rahmen der quantitativen Forschung wurde daher untersucht, ob das Vertrauensverhältnis an Bedeutung gewonnen hat. Nachfolgende Darstellung 15 veranschaulicht die Häufigkeitsverteilung.

²⁸⁸ Vgl. Interview PE1, Absatz 12

²⁸⁹ Vgl. Kapitel 2.5; 3.1; 5.2.1

²⁹⁰ Vgl. Kapitel 5.2.1



Darstellung 15: Frage „Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen?“²⁹¹

Die Ergebnisse aus der Umfrage unterstreichen die zunehmende Bedeutung eines vertrauensvollen Verhältnisses zwischen Investoren und Banken. Etwas weniger als die Hälfte der Befragten, nämlich 45%, nimmt eine leichte Zunahme der Bedeutung des Vertrauensverhältnisses wahr. Darüber hinaus gaben etwa 29% der Teilnehmer*innen an, dass die Bedeutung sogar stark zugenommen hat. Immerhin rund 25% der Befragten sind trotzdem der Meinung, dass sich das Vertrauensverhältnis durch die Krisen im Vergleich zu ruhigen Zeiten nicht verändert hat. Der Median dieser Frage liegt bei 2 (leicht an Bedeutung gewonnen). Der Mittelwert liegt mit 1,97 ebenfalls nahe bei 2.²⁹²

Die tendenzielle Bedeutungszunahme lässt sich in zweierlei Hinsicht erklären. Aus Sicht des Investors ist die Verlässlichkeit im Finanzierungsprozess und auch während der Kreditlaufzeit ein wichtiges Anliegen. Auf Seiten der Banken spielt Vertrauen im Hinblick auf das Agieren des Investors in kritischen Situationen eine Rolle. In volatilen Marktphasen wird die Vertrauensbasis tendenziell wichtiger.²⁹³

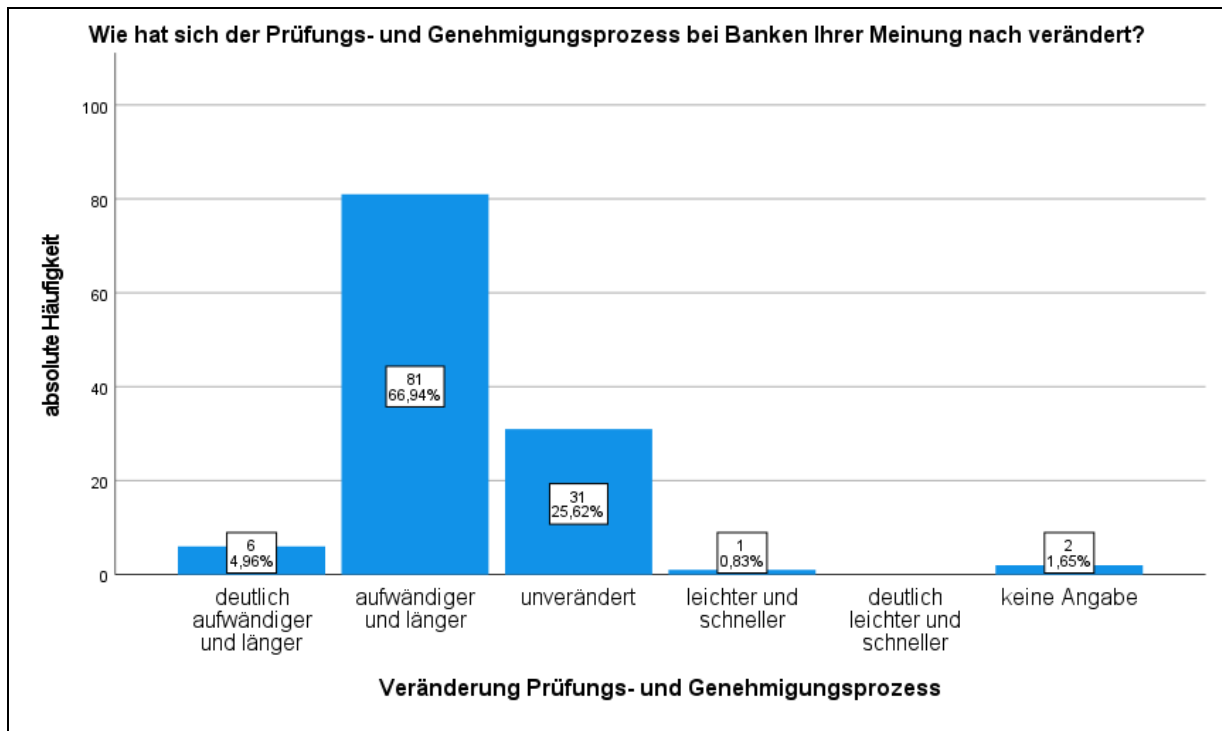
²⁹¹ Eigene Darstellung mit SPSS

²⁹² Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (stark an Bedeutung gewonnen) bis 5 (stark an Bedeutung verloren).

²⁹³ Vgl. Kapitel 2.5; 5.2.1

Intensität Finanzierungsprozess

Ebenso wurde in den Interviews deutlich, dass die Prüfungs- und Genehmigungsprozesse bei den Banken an Intensität zugenommen haben.²⁹⁴ Um diese Aussagen in der Breite zu validieren, wurde eine entsprechende Frage in die Befragung aufgenommen. Die Ergebnisse sind in der folgenden Darstellung 16 dargestellt.



Darstellung 16: Frage "Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert?"²⁹⁵

Etwa zwei Drittel, also 81 der Teilnehmer*innen, sind der Meinung, dass die bankinternen Prozesse durch die Krisen aufwändiger und länger geworden sind. Sechs Personen sehen sogar einen deutlich aufwändigeren und längeren Prozess. Immerhin ca. 25% sehen keine Veränderung im Vergleich zur Zeit vor der Krise. Nur eine Person gab sogar eine Veränderung in Richtung eines einfacheren und schnelleren Prozesses an, zwei machten keine Angabe. Der Mittelwert bzw. Median (ohne „keine Angabe“) liegt bei 2,23 bzw. 2 (aufwändiger und länger).²⁹⁶

Im Zuge der wirtschaftlichen Entwicklung scheinen die Prüfungs- und Genehmigungsprozesse auch durch die Notwendigkeit einer intensiveren Prüfung aufwändiger und länger

²⁹⁴ Vgl. Kapitel 5.2.1

²⁹⁵ Eigene Darstellung mit SPSS

²⁹⁶ Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (deutlich aufwändiger und länger) bis 5 (deutlich leichter und schneller). Die Antwortmöglichkeit 6 (keine Angabe) wurde bei der Berechnung nicht berücksichtigt.

geworden zu sein. Die intensivere Prüfung zeigt sich in der vermehrten Durchführung von DD-Calls, einer intensiveren Prüfung der Finanzmodelle inklusive Stresstestberechnungen sowie einer Zunahme von internen und externen Diskussionen über Finanzierungsstrukturen und Dokumentationen. Diese sind sicherlich eine Reaktion auf die Unsicherheiten und eine intern notwendige detailliertere Risikoanalyse und -bewertung.²⁹⁷

6.2.3 Strukturierung

Im Folgenden werden die Ergebnisse zum Forschungsbereich Strukturierung präsentiert. Der Fokus ist wiederum in der Teilfrage der Forschungsfrage verankert. Eine Übersicht zu den Angaben der Teilnehmer*innen in absoluten und relativen Häufigkeiten sowie die Berechnung von Mittelwerten, Standardabweichungen und Medianen befindet sich in Anhang 13.

Aspekte bei Strukturierung

In der qualitativen Analyse wurde festgestellt, dass die Parteien verschiedenen Punkten der Strukturierung besondere Bedeutung beimessen.²⁹⁸ Aus diesem Grund wurde im Fragebogen nach der Wichtigkeit der einzelnen Aspekte gefragt. Die einzelnen Antworten sind in Anhang 13 wiedergegeben. Vor der Analyse ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei den einzelnen Aspekten der Strukturierung um gegensätzliche Sichtweisen handelt. Als Beispiel wird hier die Möglichkeit der Gewinnausschüttung genannt. Ist dieser Aspekt für eine Bank wichtig, so bedeutet dies, dass diese Möglichkeit eingeschränkt werden sollte, um die Liquidität im Unternehmen zu halten. Umgekehrt bedeutet die Wichtigkeit für den Investor, dass er die Möglichkeit von Gewinnausschüttungen haben möchte, um einen Cash Return für seinen Private Equity Fonds während des Investmentzeitraums zu generieren.

Vorrangiges Ziel war es, die Hypothesen 3 und 4 mit den Daten der einzelnen Gruppen zu testen. Zunächst wird die Hypothese 3 statistisch überprüft:

(H3): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Banken und Kunden (Debt Advisors/PE-Investoren).

Zur Überprüfung wurde analog zu Hypothese 2 der Mann-Whitney-U-Test verwendet, da auch hier die notwendigen Voraussetzungen erfüllt waren. In die Berechnung gingen die Variablen „v_22“ bis „v_33“ für die einzelnen Aspekte sowie wiederum die Variable „Banken_Kunden“

²⁹⁷ Vgl. Kapitel 5.2.1

²⁹⁸ Vgl. Kapitel 5.2.2

für die beiden unabhängigen Stichproben ein.²⁹⁹ Die folgende Darstellung 17 zeigt die Ergebnisse aus SPSS. Die Angaben in den Spalten 2 und 3 weisen die mittleren Ränge der beiden Gruppen aus, während in Spalte 4 die asymptotische Signifikanz ausgewiesen wird.

Aspekte	Banken	Kunden	Asymp. Sig.
%ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes	59,91	50,11	0,127
Rückbeteiligung Management	57,07	60,89	0,571
Rückbeteiligung Verkäufer	59,69	50,44	0,175
Initialer Leverage	54,64	64,16	0,138
Aufteilung tilgende / endfällige Tranche	57,70	58,93	0,852
Zinsmargen	54,36	69,32	0,012*
Einmalgebühren	56,45	62,8	0,321
Anzahl der Financial Covenants	50,92	76,37	<0,001***
Headrooms bei den Financial Covenants	52,03	75,11	<0,001***
Adjustierungsmöglichkeit bei Berechnung EBITDA	51,56	76,63	<0,001***
Höhe der Baskets	57,28	58,22	0,885
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen	61,02	44,20	0,012*

Darstellung 17: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test - Wichtigkeit von Aspekten der Strukturierung (Banken vs. Kunden; *** höchst signifikant)³⁰⁰

Die statistische Auswertung zeigt eine Vielzahl von Aspekten, die die unterschiedlichen Prioritäten von Banken und Debt Advisors/Investoren verdeutlichen. Einige Kriterien erweisen sich als statistisch signifikant, wobei das Thema Financial Covenants besonders hervorsticht. Alle zugehörigen Kriterien, die Anzahl der Financial Covenants, die Headrooms sowie die Adjustierungsmöglichkeiten beim EBITDA, weisen statistisch höchst signifikante Unterschiede (jeweils <0,001) auf. Für diese drei Kriterien kann somit Hypothese H3 angenommen werden. Die höheren mittleren Ränge zeigen, dass diese Kriterien von den Kunden als wichtiger eingestuft wurden als von den Banken. Dieses Ergebnis unterstreicht die Aussagen aus den Expert*inneninterviews, wonach das Thema Flexibilität als sehr wichtig für die Investoren dargestellt wurde.³⁰¹

Auch bei den Kriterien Zinsmargen und Gewinnausschüttungsmöglichkeiten zeigen sich statistisch signifikante Unterschiede, so dass auch für diese Kriterien die Hypothese H3 angenommen werden kann. Bei den Zinsmargen deutet der höhere mittlere Rang bei den Kunden auf eine höhere Bedeutung im Vergleich zu den Banken hin. Der Fokus der Kunden kann durchaus mit dem gestiegenen Zinsniveau zusammenhängen, sodass es für die Kunden

²⁹⁹ Vgl. Kapitel 6.1.5; Anhang 10

³⁰⁰ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

³⁰¹ Vgl. Kapitel 5.2.2

wichtig ist, zumindest ein niedrigeres Margenniveau durchzusetzen. Der Aspekt der Möglichkeit von Gewinnausschüttungen weist bei den Banken einen höheren mittleren Rang auf. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Banken diese Möglichkeit einschränken wollen, um die Liquidität im Unternehmen zu halten und hier einen entsprechenden Puffer für Zins- und Tilgungszahlungen zu haben. Zudem bleibt der Investor auf diese Weise hinreichend engagiert und schüttet nicht bereits während der Kreditlaufzeit einen Teil des ursprünglich eingebrachte EKs aus. PE-Investoren scheint dieser Punkt weniger wichtig zu sein. Für die weiteren abgefragten Aspekte zeigen sich keine statistisch signifikanten Unterschiede.

Ebenso erfolgt in diesem Zusammenhang die Überprüfung der Hypothese 4:

(H4): Es besteht ein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Markt und Marktfolge.

(H0): Es besteht kein signifikanter Unterschied in Bezug auf die Wichtigkeit einzelner Aspekte der Strukturierung im aktuellen Marktumfeld zwischen Markt und Marktfolge.

Auch hier wurde der Mann-Whitney-U-Test verwendet. In die Berechnung gingen analog zu Hypothese 3 die Variablen „v_22“ bis „v_33“ für die einzelnen Aspekte sowie die neu gebildete Variable „Markt_Marktfolge“ für die unabhängigen Stichproben ein.³⁰² Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse aus SPSS, wobei die Werte in Spalte 2 und 3 die mittleren Ränge und in Spalte 4 die asymptotische Signifikanz darstellen.

Aspekte	Markt	MFK	Asymp. Sig.
%ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes	42,86	43,63	0,900
Rückbeteiligung Management	41,92	50,41	0,188
Rückbeteiligung Verkäufer	44,66	38,44	0,342
Initialer Leverage	42,72	44,22	0,811
Aufteilung tilgende / endfällige Tranche	42,09	49,69	0,232
Zinsmargen	42,81	46,5	0,510
Einmalgebühren	44,66	38,44	0,313
Anzahl der Financial Covenants	43,66	42,91	0,891
Headrooms bei den Financial Covenants	43,07	45,38	0,717
Adjustierungsmöglichkeit bei Berechnung EBITDA	42,94	45,94	0,649
Höhe der Baskets	43,13	45,13	0,749
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen	41,81	48,13	0,322

Darstellung 18: Ergebnisse Mann-Whitney-U-Test - Wichtigkeit von Aspekten der Strukturierung (Markt vs. Marktfolge)³⁰³

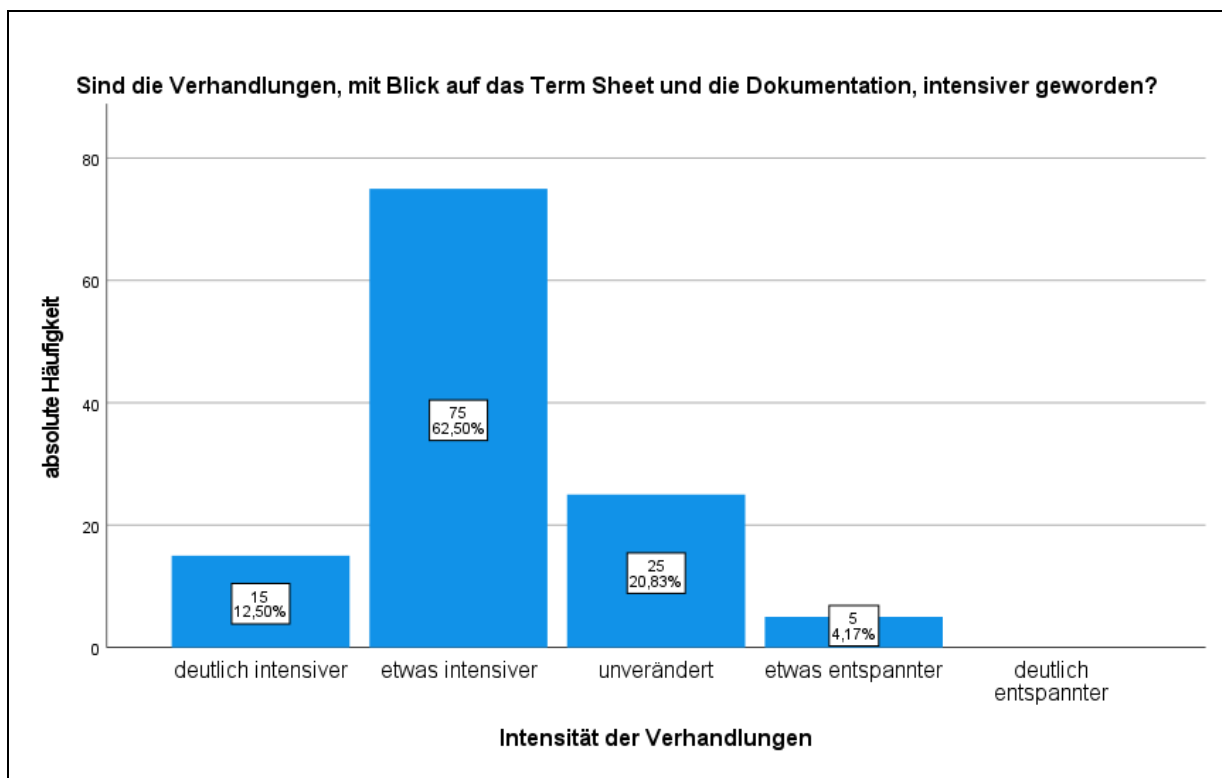
³⁰² Vgl. Kapitel 6.1.5; Anhang 10

³⁰³ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

Interessant ist, dass es bei allen Aspekten keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen Markt und MFK gibt. Somit wird die Hypothese 4 verworfen und die Nullhypothese für alle Aspekte angenommen. Dies ist teilweise überraschend. Zum einen aufgrund der Funktionstrennung, bei der der Markt bestrebt ist, Geschäft zu generieren, während die MFK eine risikobewusstere Sichtweise einnimmt. Zum anderen deuten die Aussagen in den Interviews darauf hin, dass auch innerhalb der Bank vermehrt Diskussionen über die Parameter geführt werden und die MFK härtere Anforderungen stellt.³⁰⁴ Grundsätzlich könnte dieses Ergebnis jedoch darauf hindeuten, dass auch der Markt insgesamt vorsichtiger agiert und gerade in der aktuellen Marktphase ein ebenso hohes Risikobewusstsein aufweist.

Intensivere Verhandlungen

Die Intensität der Verhandlungen hat den Interviewpartner*innen zufolge zugenommen, da über wichtige Aspekte deutlich mehr diskutiert wird.³⁰⁵ Daher wurde die im Rahmen der quantitativen Forschung eine Frage zur Verifizierung der Aussagen gestellt. Nachfolgende Abbildung zeigt die Häufigkeitsverteilung der Antworten:



Darstellung 19: Frage "Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden?"³⁰⁶

³⁰⁴ Vgl. Interview BA1, Absätze 19, 31; Kapitel 2.2.1

³⁰⁵ Vgl. Kapitel 5.2.2

³⁰⁶ Eigene Darstellung mit SPSS

In der durchgeführten Umfrage gaben drei von vier Befragten an, dass die Intensität der Verhandlungen über das Term Sheet und die Dokumentation zugenommen hat. Dabei nehmen 62,5% eine etwas intensivere Verhandlung wahr, während 12,5% von deutlich intensiveren Gesprächen berichten. Etwa 20% der Befragten sehen hingegen keinen Unterschied zur Vor-krisenzeit und einige wenige nehmen sogar eine entspanntere Verhandlungssituation wahr. Der Mittelwert der Angaben liegt bei 2,17 mit einer Standardabweichung von 0,69 und einem Median von 2 (etwas intensiver).³⁰⁷

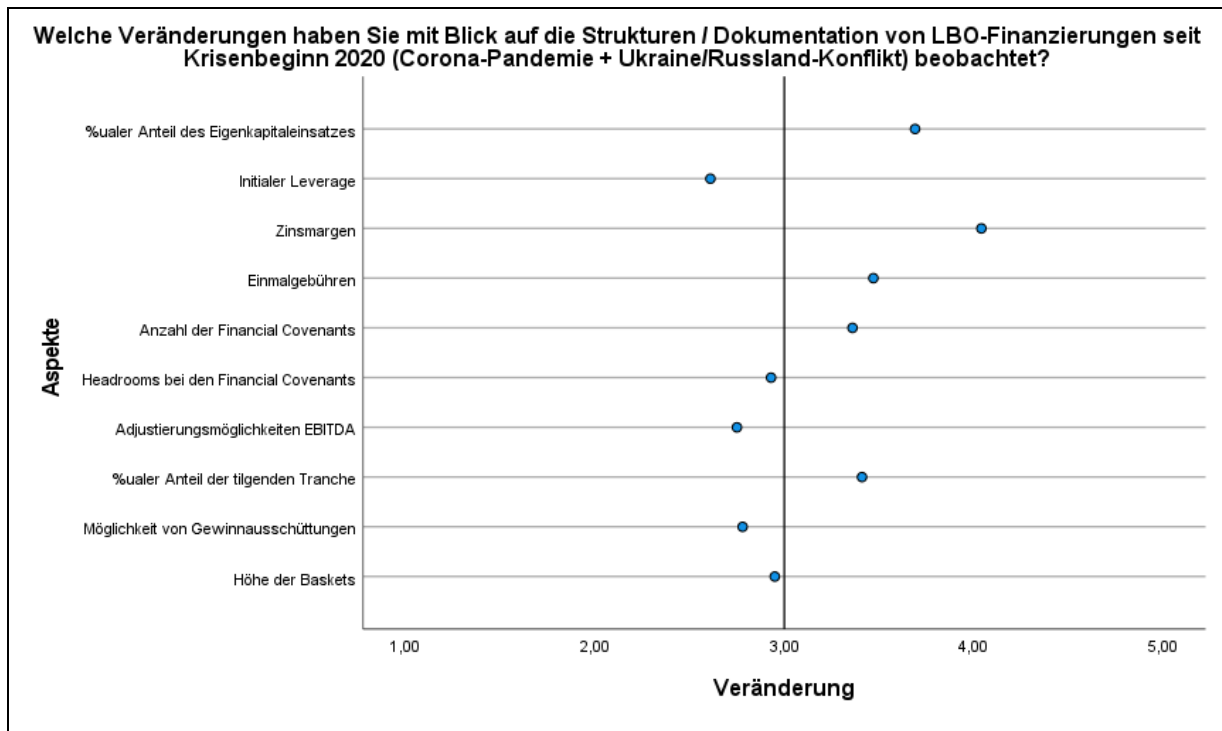
Die Ergebnisse decken sich mit den Aussagen der Interviewpartner*innen. Vor dem Hintergrund der oben festgestellten unterschiedlichen Prioritäten der Verhandlungsparteien erscheint eine zunehmende Intensität in den Verhandlungen als logische Konsequenz.³⁰⁸

Veränderung in den Finanzierungsstrukturen

Nachdem die unterschiedlichen und teilweise divergierenden Prioritäten bei der Strukturierung dargestellt wurden sowie am Markt intensivere Verhandlungen wahrgenommen werden, sollen im nächsten Schritt die tatsächlich beobachteten Veränderungen in den Finanzierungsstrukturen und der Dokumentation dargestellt werden. Zu diesem Zweck wurde der folgende Scatterplot erstellt, der die verschiedenen abgefragten Aspekte auf der y-Achse abbildet. Für jeden Aspekt wurde der Mittelwert der Angaben der Umfrageteilnehmer*innen dargestellt, wobei 1 „stark gesunken“, 3 „unverändert“ und 5 „stark gestiegen“ bedeutet.

³⁰⁷ Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (deutlich intensiver) bis 5 (deutlich entspannter).

³⁰⁸ Vgl. Kapitel 5.2.2



Darstellung 20: Frage "Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Strukturen / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet?"³⁰⁹

Mit Blick auf den initialen Leverage zeigt sich am Gesamtmarkt eine tendenzielle Senkung (Mittelwert 2,61 / Median 2 – leicht gesunken), was die Sicht der Interviewpartner*innen von reduzierten Leverage-Niveaus von 0,25x-0,50x unterstreicht.³¹⁰ Daraus resultiert wohl auch der höhere wahrgenommene EK-Einsatz in den Transaktionen (Mittelwert 3,69 / Median 4 – leicht gestiegen). Mit Blick auf die Tilgungsstruktur gibt es ebenfalls eine kleine durchschnittliche Tendenz zu einer leicht höheren tilgenden Tranche, die den Wunsch der Banken nach einer schnelleren Entschuldung widerspiegeln sollte. Als Folge der Subprime-Krise war eine klarere Tendenz zur Verschiebung hin zur tilgenden Tranche erkennbar.³¹¹

Die Interviewpartner*innen gaben in den Interviews an, dass die Banken höhere Margen und Gebühren fordern und sehen hier im Markt eine durchschnittliche Steigerung von jeweils 0,25 bis 0,50%, wobei die Wettbewerbssituation auf Finanzierungsseite ein entscheidender Punkt für die Durchsetzbarkeit ist.³¹² Auch aus der Subprime-Krise resultierte ein leichter Margenanstieg.³¹³ Die Tendenz zu leicht steigenden Zinsmargen zeigt sich auch in den Ergebnissen der Online-Umfrage (Mittelwert 4,04 / Median 4 – leicht gestiegen). Interessant erscheint in

³⁰⁹ Eigene Darstellung mit SPSS. Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (stark gesunken) bis 5 (stark gestiegen).

³¹⁰ Vgl. Kapitel 5.2.2

³¹¹ Vgl. Banner; Müsch 2008, S. 74, 79.

³¹² Vgl. Kapitel 5.2.3

³¹³ Vgl. Banner; Müsch 2008, S. 74, 78.

diesem Zusammenhang, dass es in den letzten Jahren üblich war, dass die Banken den negativen EURIBOR nicht an den Kunden weitergegeben haben (floor = „0“), sondern die Kreditgeber über die Refinanzierung eine zusätzliche Marge generieren konnten. Da sich der EURIBOR vor dem Zinsanstieg lange Zeit im Bereich von -0,25% bis -0,50% bewegte, könnte dies darauf hindeuten, dass die Banken die entgangene Marge auf der Refinanzierungsseite nun auf die Kreditmarge des Kunden aufschlagen.³¹⁴ Bezüglich der Gebühren gaben 50% der Teilnehmer*innen an, dass diese unverändert sind, ca. 45% sehen leicht gestiegene Gebühren (Mittelwert 3,47 / Median 3 – unverändert).³¹⁵

Auch wenn das Thema Financial Covenants für die PE-Investoren im Hinblick auf die Flexibilität ein wichtiges Thema ist, sind im Durchschnitt Veränderungen zugunsten der Kreditgeber erkennbar, wenngleich diese minimal ausfallen. Bei der Anzahl der Financial Covenants sind die meisten Antworten bei unverändert (57,4%) oder leicht gestiegen (36,5%) abgegeben worden. Etwas größere Schwankungen gab es bei den Adjustierungsmöglichkeiten und den Headrooms. Bei ersterem gaben ca. 51% an, dass diese unverändert gewährt werden. Ca. 33% der Teilnehmer*innen sehen leichte Einschränkungen, ca. 11% sogar erhöhte Möglichkeiten. Der Mittelwert liegt hier bei 2,75, der Median bei 3 (unverändert). Auch bei den Headrooms zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Ca. 50% sehen unveränderte Headrooms, während ca. 30% leicht gesunkene und immerhin ca. 19% sogar leicht gestiegene Headrooms wahrnehmen. Der Mittelwert liegt insgesamt bei 2,93 und der Median bei 3 (unverändert).³¹⁶ Aus der Subprime-Krise resultierte mit Blick auf die Anzahl der Financial Covenants ein ähnliches Ergebnis. Wobei hier von einer anderen Ausgangsbasis auszugehen ist, wie die nachfolgenden Erläuterungen zeigen. Bei den Headrooms zeigten die damaligen Ergebnisse restriktivere Wahrnehmungen.³¹⁷

Bei der Anzahl der Financial Covenants hätte eine stärkere Tendenz auf die heutigen Ergebnisse vermutet werden können. In den 2000er Jahren war es üblich, 3-4 Financial Covenants vertraglich zu verankern. Der harte Wettbewerb hat in den letzten Jahren zu Covenant-lite bzw. -loose-Strukturen geführt. Auch heute noch ist der Leverage laut Aussagen der Interviewpartner*innen die hauptsächlich verwendete Finanzkennzahl bei LBO-Finanzierungen. Teilweise geht der Trend hin zu einem 2. Covenant, was sich auch in der quantitativen Analyse zumindest leicht widerspiegelt.³¹⁸ Der Leverage als einzelne Finanzkennzahl als Frühwarnsystem dürfte aus Bankensicht allerdings zu kurz greifen. Dieser deckt nur die Bilanz- und GuV-Sicht des Kunden ab. Wichtig erscheint in diesem Zusammenhang die Vereinbarung

³¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank 2023b; Diem; Jahn 2019, S. 64.

³¹⁵ Vgl. Anhang 13

³¹⁶ Vgl. Anhang 13

³¹⁷ Vgl. Banner; Müsch 2008, S. 74, 78.

³¹⁸ Vgl. Kapitel 5.2.2

einer zusätzlichen Finanzkennzahl, die die Cashflow-Ebene abdeckt, wie z.B. der Schuldendienstdeckungsgrad.

Bei der Möglichkeit von Gewinnausschüttungen und der Höhe der Baskets ergeben sich gemäß den quantitativen Ergebnissen nur marginale Veränderungen, was damit den Blick der Expert*innen in den Interviews unterstreicht.³¹⁹ Bei den Gewinnausschüttungen gaben ca. 61% an, dass diese unverändert möglich sind, ca. 28% sehen leichte Einschränkungen (Mittelwert: 2,78 / Median 3 - unverändert). Bei den Baskets sehen drei von vier Teilnehmer*innen unveränderte Höhen (Mittelwert 2,95 / Median 3 – unverändert).³²⁰ Dies könnte darauf hindeuten, dass diese Punkte bereits in der Vergangenheit in einem angemessenen Rahmen verankert wurden und keine dahingehenden Verschärfungen notwendig sind.

Insgesamt decken sich die Wahrnehmungen der Expert*innen und der Fachpresse, dass insgesamt eine Tendenz zu kreditgeberfreundlicheren Strukturen erkennbar ist.³²¹

6.2.4 Syndizierung

Als dritter Teilbereich der Forschungsfrage werden die quantitativen Ergebnisse für den Forschungsbereich Syndizierung unter der Berücksichtigung der dritten Teilfrage der Forschungsfrage dargestellt. Auch hier ist eine entsprechende Auflistung aller Angaben in der Teilnehmer*innen in Form von absoluten und relativen Häufigkeiten sowie der Berechnung von Mittelwerten, Standardabweichungen und Medianen in Anhang 14 enthalten.

Syndizierungsprozess

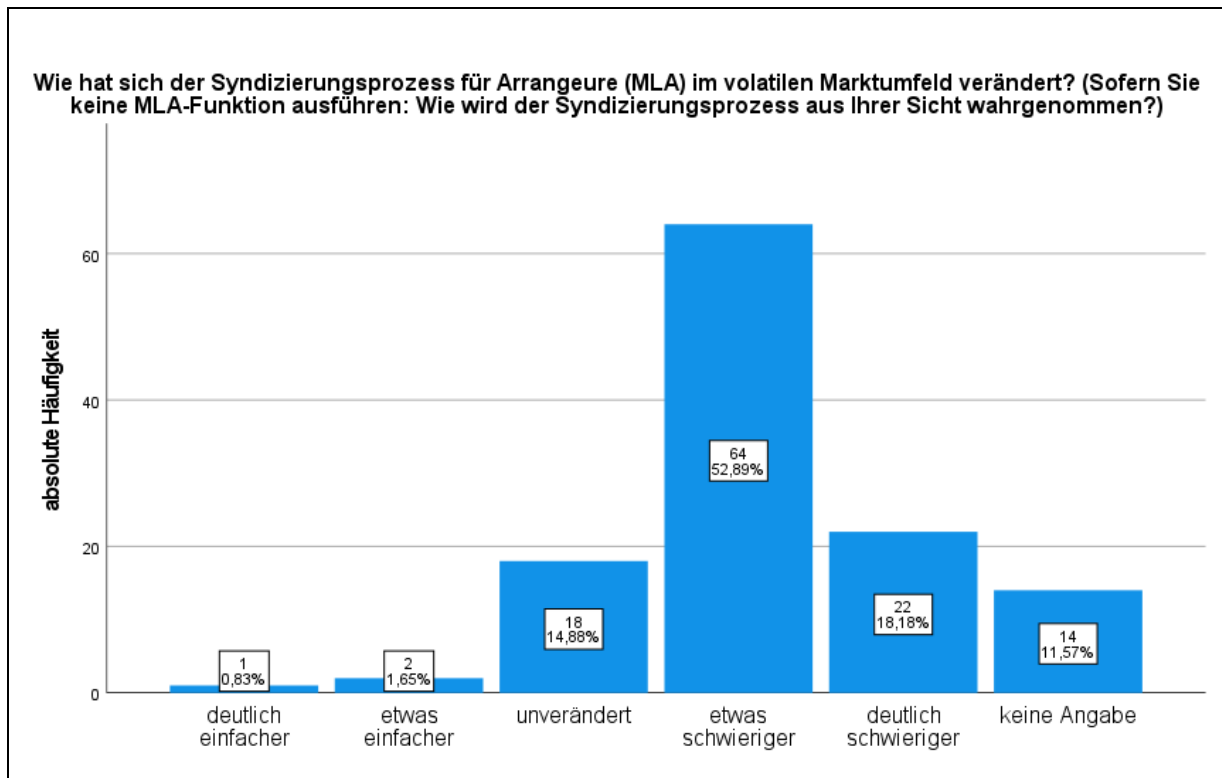
Die damalige Studie von Bannier und Müsch mit Blick auf die Subprime-Krise zeigte tendenziell spürbar schwierigere Platzierungsmöglichkeiten am Markt.³²² Im Hinblick auf die Syndizierung wurden die Teilnehmer*innen im ersten Schritt auch zur Veränderung der Syndizierungsprozesse befragt. Hierzu zeigt nachfolgende Grafik die entsprechende Häufigkeitsverteilung der Angaben.

³¹⁹ Vgl. Kapitel 5.2.2

³²⁰ Vgl. Anhang 13

³²¹ Vgl. Kapitel 3.2; 5.2.2

³²² Vgl. Bannier; Müsch 2008, S. 77.



Darstellung 21: Frage "Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert? (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?)"³²³

Die quantitative Analyse zeigt, dass ein Großteil der Befragten einen erschwerten Syndizierungsprozess wahrnimmt. Mehr als 50% sind der Meinung, dass der Prozess etwas schwieriger geworden ist, während ca. 18% eine deutlich schwierigere Syndizierung wahrnehmen. Der Mittelwert der Antworten liegt bei 3,97 mit einer Standardabweichung von 0,773. Der Median liegt bei 4 (etwas schwieriger).³²⁴

Somit bestätigt sich die Wahrnehmung der Interviewpartner*innen, dass die Syndizierung im aktuellen Marktumfeld mit einigen Herausforderungen verbunden ist und deutlich aufwändiger erscheint. Hier spielen sicherlich einige Einflussfaktoren eine Rolle, wie die Interviewpartner*innen bereits ausführten. Ein Punkt kann hier die veränderten Kreditrichtlinien sein, die zu unterschiedlichen Anforderungen an die Finanzierung führen. Dies kann zu einer besonderen Schwierigkeit für den MLA führen, eine gemeinsame strukturelle Basis für alle Konsortialbanken zu finden. Gleichzeitig kann auch die zeitliche Komponente eine Rolle spielen. Die Zurückhaltung bei Underwritings und teilweise immer noch engen Timelines führen zu einer zusätzlichen Drucksituation für die MLAs.³²⁵

³²³ Eigene Darstellung mit SPSS

³²⁴ Vgl. Anhang 14

³²⁵ Vgl. Kapitel 2.6; 5.2.3

Etwas breitere und frühere Erstansprache

Zusätzlich wurde den Teilnehmer*innen die Frage gestellt, ob in der aktuellen Marktphase mehr Banken pro Transaktion eingebunden werden und ob eine frühere Einbindung der Banken in die Transaktionsprozesse erfolgt. Die Ergebnisse der Online-Befragung zeigen, dass etwa 45% der Befragten der Ansicht sind, dass etwas mehr Banken pro Transaktion eingeladen werden. Etwa 35% gaben an, dass die Anzahl der eingeladenen Banken im Vergleich zur Vorkrisenzeit unverändert geblieben ist. Die weiteren Angaben sind mit ca. 8% (deutlich mehr), ca. 2,5% (etwas mehr) und 0,8% (deutlich mehr) von untergeordneter Rolle. Der Mittelwert beträgt somit 3,63, der Median liegt bei 4 (etwas mehr).³²⁶ Diese Tendenz war auch im Rahmen der Studie von Bannier und Müsch im Zusammenhang mit der Subprime-Krise zu erkennen.³²⁷

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der möglichen früheren Einbindung in die Transaktionsprozesse. Zwar sind ca. 46% (55 Personen) der Meinung, dass eine etwas frühere Einbindung in die Transaktionsprozesse erfolgt. Gleichzeitig gaben aber auch ca. 41% (50 Personen) an, dass sich hier keine Veränderung ergeben hat. Daraus ergibt sich ein Mittelwert von 2,46 und ein Median von 2 (etwas früher). Die übrigen Angaben stellen jeweils Ausnahmen dar.³²⁸

Die Entscheidung, mehr Banken und zu einem früheren Zeitpunkt einzubeziehen, hängt sicherlich von verschiedenen Faktoren ab. In weniger attraktiven Branchen und bei größeren Transaktionen ist es wahrscheinlich, dass mehr Banken eingebunden werden, um die Transaktionssicherheit zu erhöhen. Die gezielte Ansprache der Banken und eine gemeinsame Historie können hier von Bedeutung sein. Hinsichtlich des Zeitpunkts der Ansprache ergibt sich ein gemischtes Bild, wobei eine frühzeitige Einbindung der Banken trotz der gestiegenen Unsicherheiten nicht die Regel zu sein scheint. Diese Wahrnehmung überrascht in gewisser Weise, da mit Blick auf die intensiveren Prüfungs- und Genehmigungsprozesse bei den Banken eigentlich zu erwarten wäre, dass die Banken aktuell deutlich früher in den Transaktionsprozess eingebunden werden.³²⁹

Underwriting

In den Expert*inneninterviews wurde ein Engpass auf dem Underwriting-Markt festgestellt. Dieser Mangel ist vor allem auf das Ausplazierungsrisiko zurückzuführen, das in einem volatilen Marktumfeld deutlich größer ist. Insbesondere das klassische Underwriting von Groß- und Landesbanken scheint davon betroffen zu sein. Im Gegensatz dazu sagen die Expert*innen aus, dass Sparkassen unter gewissen Voraussetzungen weiterhin Underwritings

³²⁶ Vgl. Anhang 14

³²⁷ Vgl. Bannier; Müsch 2008, S. 76.

³²⁸ Vgl. Anhang 14

³²⁹ Vgl. Kapitel 5.2.1 und 6.2.2

zur Verfügung stellen. Um diese Einschätzungen zu validieren, wurde dieser Punkt in die Online-Umfrage aufgenommen.³³⁰

Bankentypen	Mittelwert	Standardabweichung	Median
Sparkassen / Genossenschaftsbanken	3,49	0,816	4
Landesbanken / Großbanken	3,59	0,838	4

Darstellung 22: Frage "Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings verändert?"³³¹

Die Ergebnisse zeigen keine Unterschiede zwischen den Sparkassen / Genossenschaftsbanken und den Landesbanken / Großbanken. Bei allen Bankentypen zeigt sich, dass die Bereitschaft tendenziell leicht abgenommen hat. Die Mittelwerte liegen eng beieinander. Der Median liegt jeweils bei 4 (Bereitschaft leicht gesunken). Zu beachten ist, dass bei der Frage nach der Bereitschaft der Landesbanken / Großbanken ca. 40% keine Angabe gemacht haben.³³² Mit Blick auf die Teilnehmerstruktur sind diese Ergebnisse möglicherweise nur bedingt aussagekräftig, da die Teilnehmer*innen überwiegend dem Sparkassensektor zuzuordnen sind. Daher wurde noch eine Berechnung ohne Berücksichtigung von Teilnehmer*innen aus Banken erstellt. Aus der Perspektive der PE-Investoren, Debt Advisors und Anwaltskanzleien zeigt sich eine leichte Tendenz zu einer im Vergleich etwas stärkeren Abnahme der Bereitschaft bei Landesbanken / Großbanken. Bei Sparkassen / Genossenschaftsbanken liegt der Mittelwert bei 3,41 und der Median bei 3 (Bereitschaft unverändert). Bei den Landesbanken / Großbanken liegt der errechnete Mittelwert bei 3,79 und der Median bei 4 (Bereitschaft leicht gesunken). Allerdings zeigen sich auch hier keine eindeutigen Unterschiede.³³³

Die Ergebnisse der qualitativen und quantitativen Analysen zeigen insgesamt unterschiedliche Wahrnehmungen des Marktes für Underwriting. Die Argumentationskette der Expert*innen in den Interviews erscheint jedoch nachvollziehbar und deckt sich mit den Ansichten in der Literatur.³³⁴ Demnach wird in einem unsicheren Marktumfeld aufgrund der höheren Risikoposition vermehrt auf Underwritings verzichtet und stattdessen Club Deals bevorzugt. Interessanterweise scheinen Sparkassen in diesem Zusammenhang anders zu agieren. Sie überbrücken nur temporär Konsortialpartner, die sich bereits intensiv im Prüfungsprozess befinden, eine Absichtserklärung abgegeben haben und nur aufgrund von Gremienterminen zur notwendigen Abgabe der Finanzierungsbestätigung noch nicht genehmigt sind. Das damit verbundene Risiko erscheint daher kleiner als bei Landesbanken / Großbanken. Diese

³³⁰ Vgl. Kapitel 5.2.3

³³¹ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS. Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (Bereitschaft deutlich zugenommen) bis 5 (Bereitschaft deutlich abgenommen). Die Antwortmöglichkeit 6 (keine Angabe) wurde bei der Berechnung nicht berücksichtigt.

³³² Vgl. Anhang 14

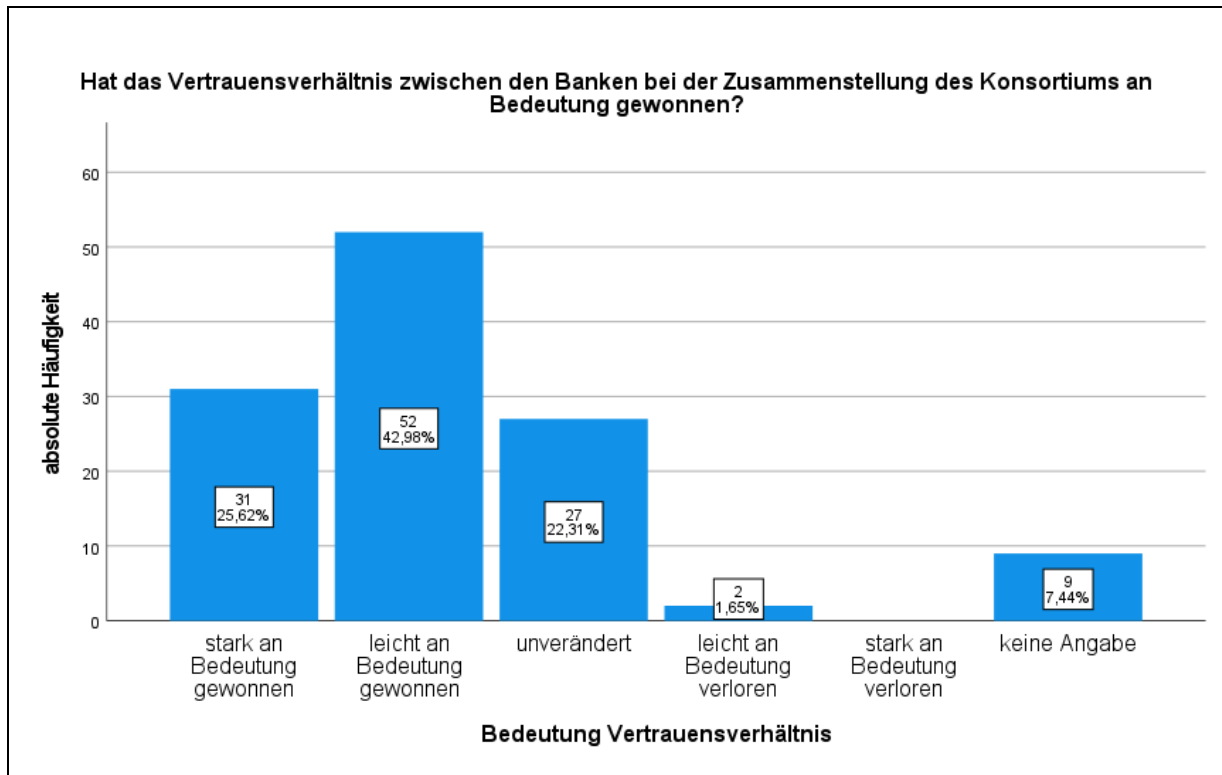
³³³ Vgl. Anhang 16

³³⁴ Vgl. Kapitel 2.4

durchlaufen den Prüfungs- und Genehmigungsprozess und befassen sich oftmals erst zu einem späteren Zeitpunkt mit der Syndizierung. Neben den Aussagen aus den Interviews gab dies auch ein/e Umfrageteilnehmer*in bei den sonstigen Anmerkungen an.³³⁵

Vertrauensverhältnis

Weiter wurden die Umfrageteilnehmer*innen gefragt, ob das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums durch das Marktumfeld an Bedeutung gewonnen hat. Hierzu zeigt nachfolgende Darstellung 23 die Häufigkeitsverteilung.



Darstellung 23: Frage "Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen?"³³⁶

Die Teilnehmer*innen sind sich größtenteils einig, dass die Bedeutung von Vertrauen auch unter Banken bei der Zusammenstellung von Konsortien wichtiger geworden ist. Insgesamt 25% gaben an, dass die Bedeutung sogar stark zugenommen hat. 43% nehmen eine leichte Zunahme wahr. Immerhin rund 22% sehen eine unveränderte Situation. Sowohl der Mittelwert als auch der Median liegen bei 2 (leicht an Bedeutung gewonnen).

Dass Vertrauen in unsicheren Zeiten an Bedeutung gewinnt, ist aus verschiedenen Perspektiven plausibel. Bei Konsortialkreditverträgen geben die Banken einen Teil ihrer

³³⁵ Vgl. Anhang 15, Nr. 4

³³⁶ Eigene Darstellung mit SPSS

Entscheidungsmacht an das Konsortium ab, so dass ein einzelnes Bankhaus bei Mehrheitsentscheidungen grundsätzlich überstimmt werden kann.³³⁷ Dies erfordert ein hohes Maß an Vertrauen zwischen den beteiligten Banken, das bereits bei der Zusammenstellung des Konsortiums eines Club Deals beginnt. Hier müssen sich die Banken darauf verlassen können, dass ihre Konsortialpartner verlässlich und kooperativ agieren. Bei Underwritings ist es wichtig, dass der MLA Vertrauen in die Qualität der Absichtserklärung hat, da er hier in Vorleistung geht. Eine gemeinsame Historie schafft bei allen bisher genannten Punkten sicherlich einen zusätzlichen Komfort. Der Gesprächspartner der Bank erklärte im Interview auch, dass unerfahrene Banken mittlerweile auf erfahrene Banken zugehen, um vom Knowhow zu profitieren und LBO-Finanzierungen gemeinsam umzusetzen.³³⁸ Auch hier spielt Vertrauen eine zentrale Rolle für die Zusammenarbeit.

³³⁷ Vgl. Kapitel 2.4

³³⁸ Vgl. Interview BA1, Absatz 35

7 Fazit

Im Rahmen dieser Masterarbeit wurden die Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen, insbesondere hervorgerufen durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Konflikt, auf LBO-Finanzierungen von Banken untersucht. Hierbei kam die Forschungsmethode des Mixed-Methods-Ansatzes zum Einsatz. Als Ziel dieser Arbeit wurde die Beantwortung folgender Forschungsfrage definiert:

Welche Auswirkungen haben die makroökonomischen Entwicklungen auf den deutschen Leveraged Finance Markt und welche Handlungsempfehlungen können daraus für Finanzierungsparteien und Private Equity Investoren abgeleitet werden?

Für die Untersuchung der Auswirkungen konnten im Rahmen der theoretischen Vorüberlegungen drei Forschungsbereiche identifiziert werden, die die Beantwortung der Forschungsfrage in drei entsprechenden Teilfragen ermöglicht. Diese werden in diesem Kapitel beantwortet und anschließend die Handlungsempfehlungen zur vollständigen Beantwortung der Forschungsfrage abgegeben.

Wie verändert sich der Finanzierungsprozess der Banken und welche Kriterien sind für Banken und PE-Investoren relevant?

Die Ergebnisse zeigen eine Veränderung der Finanzierungslandschaft, in der sich teilweise erfahrene Banken aus dem LBO-Geschäft zurückziehen und gleichzeitig neue Finanzierungsparteien den Markt für sich entdecken. Insgesamt deuten die Ergebnisse auf eine restriktivere Kreditvergabepraxis der Banken aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten hin. Das Verhalten der Banken scheint jedoch je nach Branche und Geschäftsmodell der Unternehmen unterschiedlich zu sein. Während sich die Finanzierungsverfügbarkeiten und -strukturen in Branchen wie Automobil oder Bau & Bauwesen deutlich verschlechtert haben, scheinen sich die genannten Parameter in Branchen wie Pharma & Gesundheitswesen oder Technologie, Software & IT aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität auf dem Finanzierungsmarkt nicht verändert bzw. teilweise sogar verbessert zu haben. Bei der Prüfung der Geschäftsmodelle achten PE-Investoren/Debt Advisors und Banken verstärkt auf Themen wie GuV- und Cashflow-Größen, Beziehungen zu „kritischen“ Ländern wie Russland, Ukraine und China sowie die Qualität des Managements. Unterschiedliche Prioritäten zwischen PE-Investoren und Banken zeigen sich vor allem bei den GuV- und Cashflow-Größen, die im Rahmen dieser Untersuchung einen statistisch signifikanten Unterschied aufweisen. Es zeigt sich, dass PE-Investoren diesen Kriterien aktuell eine höhere Bedeutung beimessen. Die Prüfungs- und Genehmigungsprozesse der Banken sind im Rahmen von LBO-Finanzierungen tendenziell umfangreicher und langwieriger geworden, da die mit den Transaktionen verbundenen Unterlagenprüfungen und -auswertungen sowie die Verhandlungen hinsichtlich der Finanzierungsstrukturen intensiver geworden sind. Für einen erfolgreichen Transaktions- und Finanzierungsprozess kommt dem Vertrauensverhältnis zwischen PE-Investor und Bank eine tendenziell

zunehmende Bedeutung zu. Dabei ist im volatilen Markumfeld eine gemeinsame Historie von Vorteil, um durch gegenseitige Erfahrung und Verlässlichkeit die notwendige Prozessgeschwindigkeit gewährleisten zu können. Darüber hinaus werden durch die Rückbeteiligung der Verkaufspartei und die Beteiligung des Managements das Vertrauen in die Transaktion gestärkt, wobei der Fokus mit Blick auf das Management leicht zugenommen hat und zur wichtigen Konstanz im Unternehmen beiträgt.

Welche Konsequenzen ergeben sich für die Strukturierung und welche Aspekte sind für Banken und PE-Investoren von Bedeutung?

Hinsichtlich der Finanzierungsstrukturen zeigen die Ergebnisse eine leichte Tendenz zu kreditgeberfreundlicheren Strukturen. Die Ausprägungen scheinen jedoch vom Einzelfall, d.h. von der Branche, dem Geschäftsmodell und der Transaktionsgröße abzuhängen. Tendenziell zeigen die Ergebnisse etwas niedrigere initiale Leverage-Niveaus und korrespondierend dazu etwas höhere EK-Einsätze der Investoren. Höhere Margen- und Gebührenforderungen der Banken scheinen vor allem bei der Zinsmarge durchgesetzt werden zu können, wo leichte Anstiege erkennbar sind. Mit Blick auf die Anzahl, die Headrooms sowie die Adjustierungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit den Financial Covenants zeigen sich nur minimale Tendenzen zu Gunsten der Kreditgeber.

Banken und PE-Investoren/Debt Advisors setzen unterschiedliche Prioritäten bei der Strukturierung. Statistisch signifikante Unterschiede konnten bei den Financial Covenants, den Zinsmargen und den Ausschüttungsmöglichkeiten während der Kreditlaufzeit festgestellt werden. Investoren/Debt Advisors legen im Vergleich zu Banken mehr Wert auf Financial Covenants in Form einer geringeren Anzahl, höheren Headrooms und höheren Adjustierungsmöglichkeiten. Hier scheinen vor allem die Flexibilitätsaspekte eine Rolle zu spielen. Ebenso zeigen die Ergebnisse, dass dem Thema Zinsmargen seitens der Investoren/Debt Advisors eine höhere Priorität zugemessen wird. Gleichzeitig ist für Banken aber die Begrenzung von Gewinnausschüttungen zur Aufrechterhaltung der Liquidität wichtiger. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die unterschiedlichen Prioritäten zu intensiveren Verhandlungsprozessen hinsichtlich der Finanzierungsstrukturen und der Dokumentation führen. Statistisch unterschiedliche Prioritäten innerhalb von Banken zwischen Markt und MFK konnten nicht festgestellt werden.

Welche Veränderungen ergeben sich für die Syndizierung von LBO-Finanzierungen?

Die Ergebnisse der Untersuchung deuten darauf hin, dass die Syndizierungsprozesse insgesamt schwieriger geworden sind. Der Schwierigkeitsgrad ist jedoch abhängig von der Größe der Transaktion und der Branche des Unternehmens. Die zunehmende Risikoaversion der Banken führt zu einem erhöhten Abstimmungsbedarf, da unterschiedliche Anforderungen an die Finanzierungsstruktur gestellt werden. Eine Folge dieser Entwicklungen ist eine tendenziell etwas breitere und frühere Erstsprache der Syndizierungsparteien, um die Transaktionsicherheit zu erhöhen. Die Bereitschaft zur Übernahme von Underwritings ist aufgrund der

gestiegenen Unsicherheiten und des erhöhten Ausplatzierungsrisikos zurückgegangen, weshalb der Trend derzeit zum Club Deal geht. Sparkassen scheinen im Vergleich zu Groß- und Landesbanken noch eher bereit zu sein, kurzfristige Underwritings zu übernehmen. Dies hängt jedoch mit den unterschiedlichen Herangehensweisen zusammen. In den Syndizierungsprozessen spielt das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken eine wichtige Rolle, was sich auch in der leicht zunehmenden Bedeutung im aktuellen volatilen Marktumfeld zeigt.

Welche Handlungsempfehlungen können daraus für Finanzierungsparteien und PE-Investoren abgeleitet werden?

Die Netzwerkpflege zwischen Investoren und Banken sowie zwischen den Banken untereinander kann als wichtige Handlungsempfehlung angesehen werden. Für Investoren ist es entscheidend, über eine breite Basis an Finanzierungsparteien zu verfügen. Für die Banken, insbesondere die MLAs, spielt dies im Hinblick auf Syndizierungen eine zentrale Rolle. Ein regelmäßiger Austausch ist hier sicherlich förderlich und sollte im Idealfall auch die Kompetenzträger einbeziehen.

In diesem Zusammenhang kann auch ein Empfehlungsmanagement zwischen Banken, zwischen Investoren und zwischen den Parteien ein geeignetes Mittel sein, um von den Erfahrungen anderer zu profitieren. Allerdings müssen die beteiligten Parteien dies ermöglichen, da Erfahrungen aus vergangenen Transaktionen entsprechenden Vertraulichkeitsvereinbarungen unterliegen.

Auch wenn regelmäßige Transaktionen zwischen einzelnen Banken und Investoren Vertrauen schaffen und zu Prozessvorteilen führen können, sollte die Diversifizierung auf beiden Seiten nicht vernachlässigt werden. Für Investoren erscheint dieser Punkt derzeit vor dem Hintergrund des Rückzugs von Banken aus dem LBO-Markt wichtig. Hier sollten keine Klumpenrisiken entstehen, die bestehende oder zukünftig angestrebte Finanzierungen belasten.

Bei Transaktionen sollten potenzielle Finanzierungsparteien frühzeitig in den Transaktionsprozess eingebunden werden. Die Prüfungs- und Genehmigungsprozesse der Banken sind intensiver und zeitaufwändiger geworden. Angesichts der engen Timelines in attraktiven Branchen ist es unerlässlich, ausreichend Zeit für bankinterne Prozesse einzuplanen. Eine frühzeitige Abstimmung der Prozessschritte zwischen den Parteien ist ratsam, um eine gegenseitige Transparenz für den Transaktions- und Finanzierungsprozess zu gewährleisten. Eine gegenseitig faire, offene und schnelle Kommunikation ist ebenfalls von Bedeutung.

Darüber hinaus ist ein frühzeitiger Austausch zwischen Investoren und Banken sowie bankintern zwischen Markt und MFK zu kritischen Themen von großer Bedeutung, um ein gemeinsames Verständnis zu schaffen. Die kritischen Aspekte sollten vollständig in den Due Diligence Berichten abgedeckt werden, sodass auf dieser Basis eine Einschätzung erfolgen kann.

Unerfahrenere Banken, die neu in den Markt eintreten, sollten von den Erfahrungen etablierter LBO-Banken lernen. In der aktuellen Marktsituation kann es für unerfahrene Banken schwierig sein, sich am Markt zu behaupten, da sie noch keine Historie mit Investoren haben und keinen Track Record vorzuweisen können. Daher erscheint es sinnvoll, im ersten Schritt als Teilnehmerbanken an LBO-Finanzierungen erfahrener MLAs zu partizipieren und Erfahrungen in diesem Marktsegment zu sammeln. Wichtig ist, dass die ersten Transaktionen zuverlässig abgewickelt werden und eine gute Kommunikation gewährleistet ist. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die Reputation der Bank schnell Schaden nimmt.

8 Kritische Reflexion und Ausblick

8.1 Kritische Reflexion

Die Ergebnisse der im Rahmen dieser Masterarbeit durchgeführten Forschung unterliegen einigen Einschränkungen, die im Folgenden dargestellt werden. Diese bieten für weitere Forscher*innen aber auch zukünftige Forschungsansätze.

Die Untersuchung beschränkt sich auf das Finanzierungsinstrument der Senior-Kredite von Banken, welche nur einen Teil des deutschen LBO-Finanzierungsmarktes darstellen. Unitranche-Kredite als Finanzierungslösungen von Debt Funds wurden nicht betrachtet, haben aber ebenfalls einen großen Marktanteil am deutschen LBO-Markt.³³⁹ Dieser Bereich bietet einen Ansatzpunkt für weitere Forschungen. Beiträge in Fachzeitschriften sowie einzelne Aussagen in den Interviews deuten darauf hin, dass auch bei dieser Finanzierungsform entsprechende Auswirkungen zu beobachten sind.³⁴⁰

Ebenso wurde in dieser Arbeit der Fokus auf das deutsche Small Cap- und Mid Cap-Segment gelegt und somit das Large Cap-Segment nicht berücksichtigt. Weitere Untersuchungen könnten die Auswirkungen auf das Large Cap-Segment analysieren und dabei auch kapitalmarkt-orientierte Finanzierungsinstrumente einbeziehen. Auch hier gaben die Interviewpartner*innen entsprechende Hinweise, dass die Auswirkungen im Large Cap-Segment deutlich größer wahrgenommen werden als im Small Cap- und Mid Cap-Segment.³⁴¹ Auch der Blick in den ausländischen Markt könnte ein möglicher Forschungsansatz sein.

Im Hinblick auf die qualitative und quantitative Untersuchung ist die Stichprobe kritisch zu betrachten. Hier ist anzumerken, dass auf Bankenseite fast ausschließlich Mitarbeiter*innen von Sparkassen an der Umfrage teilgenommen haben. Auch der/die einzige Interviewpartner*in der Bankengruppe ist bei einer Sparkasse beschäftigt. Die Sparkassen-Finanzgruppe deckt allerdings nur einen Teil der Bankenlandschaft im deutschen LBO-Finanzierungsmarkt ab. Auch Landesbanken, Großbanken oder ausländische Banken sind in diesem Segment sehr aktiv.³⁴² Leider konnte trotz intensiver Bemühungen kein/e Interviewpartner*in in einer der genannten Bankengruppen gewonnen werden. Zudem waren diese Banken wohl auch nicht bereit, sich in größerem Umfang an der Befragung zu beteiligen. Dies bietet jedoch Untersuchungsansätze für weitere Forscher*innen. Die bereits beschriebene Einschränkung hinsichtlich der Übertragbarkeit der Ergebnisse auf die Grundgesamtheit wird durch die hier genannten Gründe zusätzlich verdeutlicht.

³³⁹ Vgl. Houlihan Lokey 2023b.

³⁴⁰ Vgl. Kapitel 3.2; 5.2

³⁴¹ Vgl. Kapitel 5.2

³⁴² Vgl. Houlihan Lokey 2023b; Henning; Kahl 2023.

Darüber hinaus ist eine noch detailliertere Untersuchung der einzelnen Forschungsbereiche möglich, insbesondere im Forschungsbereich Strukturierung, um die tatsächlichen Auswirkungen auf die Strukturen / Dokumentation quantifizieren zu können. Aufgrund des begrenzten Umfangs dieser Arbeit konnte nur die Veränderung (stark gesunken bis stark gestiegen) pro Kriterium ermittelt werden. Diese Veränderungen könnten in weiteren Untersuchungen genauer quantifiziert werden, bspw. um wie viele Basispunkte sich die Zinsmargen tatsächlich verändert haben. Auch dies könnte ein weiterer zukünftiger Forschungsansatz sein.

8.2 Ausblick

Auch mit Blick in die Zukunft können veränderte Marktbedingungen entsprechende Einflüsse auf LBO-Finanzierungen hervorrufen. Geopolitische Risiken wie eine Eskalation der Situation in Taiwan / China oder eine Ausweitung des Ukraine/Russland-Krieges könnten die Unsicherheiten im LBO-Markt erhöhen. Darüber hinaus könnten zukünftige regulatorische Verschärfungen entsprechende Auswirkungen auf das LBO-Geschäft der Banken haben. Die Anfang des Jahres überraschend aufgetretenen Probleme bei der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse könnten die Diskussionen um regulatorische Maßnahmen verstärken.³⁴³ Darüber hinaus sind auch Auswirkungen durch politischen Eingriffen in den LBO-Markt denkbar. Aktuell sorgen die Diskussionen im Bereich der PE-Investitionen in medizinische Versorgungszentren für Aufsehen in der Healthcare-Branche.³⁴⁴ Auch die dynamischen Entwicklungen im Bereich ESG nehmen bereits Einfluss auf LBO-Finanzierungen.³⁴⁵

Insgesamt bleibt abzuwarten, wie sich die Situation auf dem deutschen LBO-Markt weiter entwickelt und welche der im Rahmen dieser Masterarbeit identifizierten Auswirkungen langfristig Bestand haben werden. Eine Veränderung der Rahmenbedingungen kann jederzeit zu weiteren Auswirkungen auf den Leveraged Finance Markt führen.

³⁴³ Vgl. Jones 2023; Harder 2022a.

³⁴⁴ Vgl. Harder 2023.

³⁴⁵ Vgl. Schuhmacher; Warneke 2022.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin u.a. (2012): „Structure and Determinants of Financial Covenants in Leveraged Buyouts.“ In: *Review of Finance*, 16 (3) (2012), S. 647–684. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1093/rof/rfq031> (Zugriff am: 27.11.2022).
- Achleitner, Ann-Kristin u.a. (2018): „Private equity group reputation and financing structures in German leveraged buyouts.“ In: *Journal of Business Economics*, 88 (2018), S. 363–392. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0866-4> (Zugriff am: 27.11.2022).
- Achleitner, Ann-Kristin; Bock, Carolin; Tappeiner, Florian (2012): „Financial covenants and their restrictiveness in European LBOs - an assessment in the aftermath of financial crises.“ In: *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 4 (3) (2012), S. 214–238. Online im Internet: DOI: <https://www.inderscience-online.com/doi/abs/10.1504/IJEV.2012.048600> (Zugriff am: 18.01.2023).
- Aslan, Hadiye; Kumar, Praveen (2017): „Stapled Financing, Value Certification, and Lending Efficiency.“ In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (2017), 52 (2), S. 677–703. Online im Internet: DOI: [doi:10.1017/S0022109017000047](https://doi.org/10.1017/S0022109017000047) (Zugriff am: 15.05.2023).
- Axelson, Ulf u.a. (2013): „Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts.“ In: *The Journal of Finance*, 68 (6) (2013), S. 2223–2267. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12082> (Zugriff am: 16.02.2023).
- Bain & Company (2023): *Global Private Equity Report 2023*. Boston: Bain & Company. Online im Internet: URL: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2023/bain_report_global-private-equity-report-2023.pdf (Zugriff am: 13.03.2023).
- Bannier, Christina E.; Müsch, Stefan (2008): *Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps*. Frankfurt School-Working Paper Series No. 103. Frankfurt am Main: Frankfurt School of Finance & Management. Online im Internet: URL: <http://hdl.handle.net/10419/27870> (Zugriff am: 12.02.2023).
- Berk, Jonathan; DeMarzo, Peter (2017): *Corporate Finance*. 4. Aufl. Harlow: Pearson.
- Bock, Sebastian (2019): „Bedeutung des Senior-Kredits für den M&A-Prozess.“ In: *Grundlagen des M&A-Geschäftes. Strategie - Recht - Steuern*. Herausgegeben von Christoph Schallast; Lutz Raettig. 2. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 487–519. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-658-23894-0> (Zugriff am: 19.11.2022).
- Braun, Virginia; Clarke, Victoria (2006): „Using thematic analysis in psychology.“ In: *Qualitative Research in Psychology*, 3 (2) (2006), S. 77–101. Online im Internet: DOI: [10.1191/1478088706qp063oa](https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa) (Zugriff am: 25.02.2023).
- Braun, Virginia; Clarke, Victoria (2021): *Thematic Analysis: A Practical Guide*. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Braun, Virginia; Clarke, Victoria (2023): „Toward good practice in thematic analysis: Avoiding common problems and be(com)ing a knowing researcher.“ In: *International Journal of Transgender Health*, 24 (1) (2023), S. 1–6. Online im Internet: DOI: [10.1080/26895269.2022.2129597](https://doi.org/10.1080/26895269.2022.2129597) (Zugriff am: 25.02.2023).

- Braunecker, Claus (2021): How to do Statistik und SPSS. Eine Gebrauchsanleitung. Wien: facultas.
- von Braunschweig, Philipp (2010): „Vendor Loan, Rückbeteiligung und Earn-Out als aktuelle Finanzierungsalternativen bei Buy-Outs.“ In: Der Betrieb, 13 (2010), S. 713–718. Online im Internet: DOI: https://www.wiso-net.de/dosearch?_searchOnlyInAbstractField=&_searchOnlyInTitleField=&explicitSearch=true&q=0005-9935.IS.+AND+2010.YR.+AND+13.HN.+AND+713.SE.#MCDB__DBDBDB0348723 (Zugriff am: 13.05.2023).
- Brüsemeister, Thomas (2008): Qualitative Forschung. Ein Überblick. 2. Aufl. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Bull, Ivan (1989): „Financial performance of leveraged buyouts: An empirical analysis.“ In: Journal of Business Venturing, 4 (4) (1989), S. 263–279. Online im Internet: DOI: [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(89\)90016-5](https://doi.org/10.1016/0883-9026(89)90016-5) (Zugriff am: 15.01.2023).
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2021): Mindestanforderungen an das Risikomanagement - MaRisk. Erläuterungen zum Rundschreiben 10/2021 (BA). Bonn, Frankfurt am Main: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Online im Internet: URL: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs1021_MaRisk_Erlaeuterungen.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (Zugriff am: 24.06.2023).
- Bundesfinanzministerium (2023): Bundesfinanzministerium. Private Equity. Online im Internet: URL: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Glossareintraege/P/005_Private-Equity.html?view=renderHelp (Zugriff am: 18.05.2023).
- Bundeskartellamt, Falk (2023): Bundeskartellamt. Fusionskontrolle. Online im Internet: URL: https://www.bundeskartellamt.de/DE/Fusionskontrolle/fusionskontrolle_node.html (Zugriff am: 23.06.2023).
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (2023): Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland im Juni 2023. Online im Internet: URL: <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/Wirtschaftliche-Lage/2023/20230614-die-wirtschaftliche-lage-in-deutschland-im-juni-2023.html> (Zugriff am: 20.06.2023).
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2019): Mittelstand-Digital. Strategien zur digitalen Transformation der Unternehmensprozesse. Berlin: Bundesministerium für Wirtschaft und Energie. Online im Internet: URL: https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Mittelstand/mittelstand-digital.pdf?__blob=publicationFile&v=6 (Zugriff am: 12.02.2023).
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (2023): Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz. Die EU-Sanktionen gegen Russland im Detail. Online im Internet: URL: <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/FAQ/Sanktionen-Russland/faq-russland-sanktionen.html> (Zugriff am: 25.05.2023).
- Bundesverband Beteiligungskapital (2023): Bundesverband Beteiligungskapital. Beteiligungskapital. Was ist Beteiligungskapital? Online im Internet: URL: <https://www.bvkap.de/beteiligungskapital/beteiligungskapital.html> (Zugriff am: 18.05.2023).

- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2009): Private Equity - Eigenkapital für den Mittelstand. Ein Leitfaden für Unternehmer. Berlin: Online im Internet: URL: https://www.bvkap.de/sites/default/files/publication/bvk_mittelstandsleitfaden_0.pdf (Zugriff am: 01.11.2022).
- Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Nico; CapitalDynamics, Reiner (2014): Value Creation in Private Equity. Online im Internet: URL: <https://www.capdyn.com/news/study-value-creation-in-private-equity/> (Zugriff am: 13.04.2023).
- Copeland, Thomas; Weston, John Fred (1988): Financial theory and corporate policy. Reading, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Deutsche Beteiligungs AG (2023a): Statista. Anzahl der von Private Equity-Gesellschaften finanzierten Buy-Outs im deutschen Mittelstand von 2002 bis 2021. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/664541/umfrage/anzahl-der-von-private-equity-gesellschaften-finanzierten-buy-outs-im-deutschen-mittelstand/> (Zugriff am: 23.06.2023).
- Deutsche Beteiligungs AG (2023b): Statista. Transaktionsvolumen der von Private Equity-Gesellschaften finanzierten Buy-Outs im deutschen Mittelstand von 2002 bis 2021. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/664528/umfrage/volumen-der-von-private-equity-gesellschaften-finanzierten-buy-outs-im-deutschen-mittelstand/> (Zugriff am: 23.06.2023).
- Deutsche Bundesbank (2010): Monatsbericht Oktober 2010. Deutschland in der Finanz- und Wirtschaftskrise. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank. Online im Internet: URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/692960/d75a835731e9525d9113254d6ece94f9/mL/2010-10-ueberblick-data.pdf> (Zugriff am: 15.04.2023).
- Deutsche Bundesbank (2023a): Deutsche Bundesbank. April-Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) in Deutschland. Banken strafften Kreditrichtlinien. Online im Internet: URL: <https://www.bundesbank.de/de/presse/presse-notizen/april-ergebnisse-der-umfrage-zum-kreditgeschaeft-bank-lending-survey-in-deutschland-905900> (Zugriff am: 25.05.2023).
- Deutsche Bundesbank (2023b): Deutsche Bundesbank. Geldmarktsätze / EURIBOR (R) Dreimonatsgeld / Monatsdurchschnitt. Online im Internet: URL: https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?listId=www_sgeld-mkt_mb03_neu&tsTab=1&tsId=BBK01.SU0316&id=0&startDate=2015&endDate=2023&startVintage=&endVintage= (Zugriff am: 13.06.2023).
- Deutsche Bundesbank (2023c): Deutsche Bundesbank. Überwachung des Kreditgeschäfts hinsichtlich Groß- und Millionenkredite. Online im Internet: URL: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/einzelaspekte/gross-und-millionenkredite/ueberwachung-des-kreditgeschaefts-hinsichtlich-gross-und-millionenkredite-598938> (Zugriff am: 25.05.2023).
- Diem, Dr. Andreas; Jahn, Dr. Christian (2017): Acquisition Finance Agreements in Germany. München: C.H.Beck.
- Diem, Dr. Andreas; Jahn, Dr. Christian (2019): Akquisitionsfinanzierungen. Kredite für Unternehmenskäufe. 4. Aufl. München: C.H.Beck.

- Döring, Nicola (2022): Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften. 6. Aufl. Heidelberg, Berlin: Springer. Online im Internet: URL: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-662-64762-2> (Zugriff am: 09.05.2023).
- Döring, Nicola; Bortz, Jürgen (2016): Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften. 5. Aufl. Berlin: Springer.
- Dresing, Thorsten; Pehl, Thorsten (2018): Praxishandbuch Interview, Transkription & Analyse. Anleitungen und Regelsysteme für qualitativ Forschende. 8. Aufl. Marburg: Eigenverlag. Online im Internet: URL: https://www.audiotranskription.de/wp-content/uploads/2020/11/Praxisbuch_08_01_web.pdf (Zugriff am: 25.02.2023).
- Enders, Christoph (2018): Strukturierte Finanzierungen. Von ABS und Leveraged Buyouts bis zur Projektfinanzierung. Stuttgart: W. Kohlhammer.
- Engel, Nico; Braun, Reiner; Achleitner, Ann-Kristin (2012): „Leverage and the performane of buyouts.“ In: Journal of Financial Economics, 82 (2012), S. 451–490. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1007/s11573-012-0559-y> (Zugriff am: 16.04.2023).
- Ernst, Dietmar; Häcker, Joachim (2011): Applied International Corporate Finance. 2. Aufl. München: Verlag Franz Vahlen.
- Europäische Kommission (2003): Amtsblatt der Europäischen Union. Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen. Online im Internet: URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361> (Zugriff am: 03.02.2023).
- European Central Bank (2007): Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU. Frankfurt am Main: European Central Bank. Online im Internet: URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf> (Zugriff am: 14.04.2023).
- European Central Bank (2017): Guidance on leveraged transactions. Frankfurt am Main: European Central Bank. Online im Internet: URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.leveraged_transactions_guidance_201705.en.pdf (Zugriff am: 05.05.2023).
- European Central Bank (2023): Statista. Entwicklung des Zinssatzes der Europäischen Zentralbank für das Hauptrefinanzierungsgeschäft von 1999 bis 2023. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/201216/umfrage/ezb-zinssatz-fuer-das-hauptrefinanzierungsgeschaeft-seit-1999/> (Zugriff am: 27.06.2023).
- Flor, Dirk-Peter; Heemann, Manfred (2019): „Mezzanine, Second-Lien- und High-Yield-Finanzierungen.“ In: Grundlagen des M&A-Geschäftes. Strategie - Recht - Steuern. Herausgegeben von Christoph Schallast; Lutz Raettig. 2. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 579–608. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-658-23894-0> (Zugriff am: 19.11.2022).
- GfK (2023): Statista. GfK-Konsumklima-Index von Juni 2021 bis Juni 2023 und Prognose für Juli 2023. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/2425/umfrage/gfk-konsumklima-index/> (Zugriff am: 01.07.2023).
- Gröger, Dr. Heide; Jänisch, Christian (2011): „Strukturierung.“ In: Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A-Handbuch für die Praxis. Herausgegeben von Dr. Marianne

- Schramm; Dr. Ekkehart Hansmeyer. München: C.H. Beck, Vahlen, S. 156–188. Online im Internet: URL: doi.org/10.15358/9783800644490 (Zugriff am: 11.05.2023).
- Harder, Olivia (2022a): FINANCE Magazin. Leveraged Finance: Was strengere Kapitalanforderungen für Banken bedeuten. Online im Internet: URL: <https://www.finance-magazin.de/deals/private-debt/leveraged-finance-was-stroengere-kapitalanforderungen-fuer-banken-bedeuten-139206/> (Zugriff am: 15.01.2023).
- Harder, Olivia (2022b): „Private Equity in distress.“ In: FINANCE Magazin, (2022), November/Dezember 2022, S. 36–38.
- Harder, Olivia (2022c): „Vor verschlossenen Türen.“ In: FINANCE Magazin, (2022), September/Oktober 2022, S. 26–29.
- Harder, Olivia (2023): FINANCE Magazin. Ist die Healthcare-Branche für Private Equity tot? Online im Internet: URL: <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity/ist-die-healthcare-branche-fuer-private-equity-tot-147800/> (Zugriff am: 18.04.2023).
- Henning, Eyk; Kahl, Stephan (2023): Bloomberg. Germany's Sleepy Savings Banks Play Wall Street With LBO Bets. Online im Internet: URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-06/germany-s-sleepy-savings-banks-play-wall-street-with-lbo-bets#xj4y7vzkg> (Zugriff am: 20.04.2023).
- Hill, Mark (2011): „Finanzielle Strukturierung.“ In: Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A-Handbuch für die Praxis. Herausgegeben von Dr. Marianne Schramm; Dr. Ekkehart Hansmeyer. München: C.H. Beck, Vahlen, S. 189–205. Online im Internet: URL: doi.org/10.15358/9783800644490 (Zugriff am: 11.05.2023).
- Houlihan Lokey (2023a): MidCapMonitor Q1 2023. Frankfurt am Main: Houlihan Lokey.
- Houlihan Lokey (2023b): MidCapMonitor Q4 2022. Frankfurt am Main: Houlihan Lokey.
- Hunter, Ian (2016): „Researching leveraged finance part 1: Researching the market.“ In: Business Information Review, 33 (4) (2016), S. 207–210. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1177/0266382116675260> (Zugriff am: 15.05.2023).
- ifo Institut (2023a): ifo Institut. Banken zurückhaltender bei Kreditvergabe an Unternehmen. Online im Internet: URL: <https://www.ifo.de/pressemitteilung/2023-01-12/banken-zurueckhaltender-bei-kreditvergabe-unternehmen> (Zugriff am: 14.01.2023).
- ifo Institut (2023b): ifo Institut. ifo Geschäftsklimaindex sinkt (Juni 2023). Online im Internet: URL: <https://www.ifo.de/fakten/2023-06-26/ifo-geschaeftsklimaindex-sinkt-juni-2023> (Zugriff am: 28.06.2023).
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2023a): Institut für Mittelstandsforschung Bonn. KMU-Definition des IfM Bonn. Online im Internet: URL: <https://www.ifm-bonn.org/definitionen/kmu-definition-des-ifm-bonn> (Zugriff am: 06.02.2023).
- Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2023b): Institut für Mittelstandsforschung Bonn. Mittelstandsdefinition des IfM Bonn. Online im Internet: URL: <https://www.ifm-bonn.org/definitionen/mittelstandsdefinition-des-ifm-bonn> (Zugriff am: 03.02.2023).
- Ivashina, Victoria; Kovner, Anna (2011): „The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking.“ In: The Review of Financial Studies, 24 (7) (2011),

- S. 2462–2498. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr024> (Zugriff am: 27.11.2022).
- Jansen, Stephan A. (2016): *Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen- und Kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*. 6. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Johnen, Raffael; Schacht, Ulrich (2009): „Bewertung eines Leveraged-Buy-out.“ In: *Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele*. Herausgegeben von Ulrich Schacht; Matthias Fackler. 2. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 281–312. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8263-6> (Zugriff am: 12.03.2022).
- Jones, Huw (2023): Thomas Reuters. G20 watchdog to study Silicon Valley Bank, Credit Suisse turmoil. Online im Internet: URL: <https://www.reuters.com/business/finance/g20-watchdog-study-silicon-valley-bank-credit-suisse-turmoil-2023-06-01/> (Zugriff am: 06.06.2023).
- Kaplan, Steven N.; Strömberg, Per (2009): „Leveraged Buyouts and Private Equity.“ In: *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1) (2009), S. 121–146. Online im Internet: DOI: 10.1257/jep.23.1.121 (Zugriff am: 27.11.2022).
- Kerstien, Dr. Heinrich (2006): „Debt Advisory im deutschen Markt.“ In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, (2006), 4, S. 174. Online im Internet: URL: https://www.wisonet.de/document/BLIS__20060215417403245212019385141311#ZFGK__020615014 (Zugriff am: 15.05.2023).
- KfW Bankengruppe (2022): „KfW-Mittelstandspanel 2022. Der Mittelstand hat die Pandemie weitgehend verdaut, aber Ukraine-Krieg und Energiekrise verdüstern die Aussichten.“ In: *KfW Reserach*, (2022). Online im Internet: URL: <https://www.kfw.de/%C3%9Cberdie-KfW/KfW-Research/KfW-Mittelstandspanel.html> (Zugriff am: 03.02.2023).
- Klößner, Jennifer; Friedrichs, Jürgen (2014): „Gesamtgestaltung des Fragebogens.“ In: *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. Herausgegeben von Nina Baur; Jörg Blasius. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 675–686. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-531-18939-0> (Zugriff am: 01.11.2022).
- Krebs, Dagmar; Menold, Natalja (2022): „Gütekriterien quantitativer Sozialforschung.“ In: *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. Herausgegeben von Nina Baur; Jörg Blasius. 3. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 549–565. Online im Internet: URL: https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-658-37985-8_34?pdf=chapter%20toc (Zugriff am: 10.05.2023).
- Kuckartz, Udo u.a. (2008): *Qualitative Evaluation: Der Einstieg in die Praxis*. 2. Aufl. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Loan Market Association (2023): Loan Market Association. About Us. Online im Internet: URL: <https://www.lma.eu.com/about-us> (Zugriff am: 21.06.2023).
- Lucks, Kai; Meckl, Reinhard (2015): *Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz*. 2. Aufl. Berlin, Heidelberg: Springer. Online im Internet: URL: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-662-46896-8> (Zugriff am: 20.05.2023).
- Mayer, Horst O. (2013): *Interview und schriftliche Befragung: Grundlagen und Methoden empirischer Sozialforschung*. 6. Aufl. München: Oldenbourg Verlag.

- Mayring, Philipp (2016): Einführung in die qualitative Sozialforschung. 6. Aufl. Weinheim: Beltz Verlag.
- Metzger, Dr. Georg (2023): Private Equity-Geschäftsklima auf Erholungskurs. Herausgegeben von KfW Research; Bundesverband Beteiligungskapital; Deutsche Börse Venture Capital. Berlin: Online im Internet: URL: <https://www.bvkap.de/files/content/Investorbarometer/2023/GPEB-Q1-2023.pdf> (Zugriff am: 30.05.2023).
- Meyding, Thomas; Meckbach, Anne (2019): „Deal-Management.“ In: Grundlagen des M&A-Geschäftes. Strategie - Recht - Steuern. Herausgegeben von Christoph Schalast; Lutz Raettig. 2. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 87–105. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-658-23894-0> (Zugriff am: 14.02.2023).
- Mittendorfer, Roland (2007): Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung: Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen. Wiesbaden: Gabler.
- Mulic, Mirza (2021): „Leveraged Buyouts aus Bankensicht.“ In: Praxishandbuch Finanzierung von Innovationen. Von der Idee bis zum Exit. Herausgegeben von Christian Hoppe. Wiesbaden: Springer Gabler, S. 607–625. Online im Internet: URL: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-658-33116-0> (Zugriff am: 16.06.2023).
- Perridon, Louis; Steiner, Manfred; Rathgeber, Andreas W. (2014): Finanzwirtschaft der Unternehmung. München: Vahlen. Online im Internet: URL: doi.org/10.15358/9783800649006 (Zugriff am: 13.03.2023).
- Picot, Prof. Dr. Gerhard; Picot, Moritz A. (2012): „Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions.“ In: Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Herausgegeben von Prof. Dr. Gerhard Picot. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 2–47. Online im Internet: URL: https://www.wiso-net.de/document/SPEB,ASPE,VSPE__9783799266505752?ZG_PORTAL=portal_exlibris (Zugriff am: 05.05.2023).
- Pignataro, Paul (2014): Leveraged Buyouts: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Online im Internet: URL: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/vorarlberg/reader.action?docID=1564108> (Zugriff am: 20.04.2023).
- Povel, Paul; Singh, Rajdeep (2010): „Stapled Finance.“ In: The Journal of Finance, 65 (3) (2010), S. 927–953. Online im Internet: DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01557.x> (Zugriff am: 15.05.2023).
- PWC (2023): PWC. ESG-Strategie und -Reporting im Mittelstand. Online im Internet: URL: <https://www.pwc.de/de/mittelstand/esg-strategie-und-reporting-im-mittelstand.html> (Zugriff am: 01.07.2023).
- Raithel, Jürgen (2008): Quantitative Forschung. Ein Praxiskurs. 2. Aufl. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften. Online im Internet: URL: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-531-91148-9> (Zugriff am: 02.05.2023).
- Reinecke, Jost (2022): „Grundlagen der standardisierten Befragung.“ In: Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung. Herausgegeben von Nina Baur; Jörg Blasius. 3. Aufl. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 949–967. Online im Internet: URL: https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-658-37985-8_62?pdf=chapter%20toc (Zugriff am: 10.05.2023).

- Roland Berger (2023): European Private Equity Outlook 2023. More challenging times ahead? München: Roland Berger. Online im Internet: URL: https://content.rolandberger.com/hubfs/07_presse/23_2033_FLY_PE_Outlook_2023-04.pdf (Zugriff am: 06.04.2023).
- Rosenbaum, Joshua; Pearl, Joshua (2009): Investment Banking. Valuation, Leveraged Buy-outs, and Mergers & Acquisitions. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Saunders, Mark N.K.; Lewis, Philip; Thornhill, Adrian (2019): Research Methods for Business Students. 8. Aufl. New York: Pearson.
- Schacht, Ulrich; Fackler, Matthias (2009a): „Discounted-Cash-flow-Verfahren.“ In: Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele. Herausgegeben von Ulrich Schacht; Matthias Fackler. 2. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 205–232. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8263-6> (Zugriff am: 12.03.2022).
- Schacht, Ulrich; Fackler, Matthias (2009b): „Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren.“ In: Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele. Herausgegeben von Ulrich Schacht; Matthias Fackler. 2. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 255–280. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-8349-8263-6> (Zugriff am: 12.03.2022).
- Schmidlin, Adrian (2017): „Akquisitionsfinanzierung.“ In: Corporate Treasury Management. Konzepte für die Unternehmenspraxis. Herausgegeben von Thomas K. Birrer; Markus Rupp; Martin Spillmann. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 200–225. Online im Internet: URL: [10.1007/978-3-658-18567-1_9](https://doi.org/10.1007/978-3-658-18567-1_9) (Zugriff am: 19.11.2022).
- Schuhmacher, Michael; Warneke, Nikolai (2022): Noerr. ESG hält 2021 auch Einzug in Akquisitionsfinanzierungen. Online im Internet: URL: <https://www.noerr.com/de/insights/esg-halt-2021-auch-einzug-in-akquisitionsfinanzierungen> (Zugriff am: 24.02.2023).
- Schwartz, Dr. Michael (2023): „Nachfolge-Monitoring Mittelstand 2022: Knappheit an Nachfolgekandidaten nimmt zu, Misserfolge dürften häufiger werden.“ In: KfW Research. Fokus Volkswirtschaft., 424 (2023). Online im Internet: URL: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft/Fokus-2023/Fokus-Nr.-424-Maerz-2023-Nachfolge.pdf> (Zugriff am: 28.04.2023).
- Spanier, Dominik (2017): „Grundlagen der Akquisitionsfinanzierung.“ In: Praxishandbuch Unternehmenskauf. Leitfaden Mergers&Acquisitions. Herausgegeben von Jürgen van Kann. 2. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 333–376. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.34156/9783791036472-I> (Zugriff am: 11.05.2023).
- Statista Research Department (2023a): Statista. Daten & Fakten zum Fachkräftemangel in Deutschland. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/themen/887/fachkraefte-mangel/#topicOverview> (Zugriff am: 01.07.2023).
- Statista Research Department (2023b): Statista. Vergleich der aus Russland importierten Gasmenge mit den gesamten deutschen Gasimporten von 2011 bis 2021. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1302674/umfrage/russischer-anteil-am-deutschen-gasimport/> (Zugriff am: 25.05.2023).

- Statistisches Bundesamt (2023a): Statistisches Bundesamt. Bruttoinlandsprodukt von 1950 bis 2022 im Durchschnitt 3,1 % pro Jahr gewachsen. Online im Internet: URL: https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/06/PD23_N032_81.html#:~:text=Mit%20einem%20massiven%20R%C3%BCckgang%20des,bisher%20schwersten%20Rezession%20der%20Nachkriegszeit. (Zugriff am: 10.06.2023).
- Statistisches Bundesamt (2023b): Statistisches Bundesamt. Energiepreise: Hohe Steigerungen auf allen Wirtschaftsstufen. Online im Internet: URL: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/03/PD22_N016_61.html#:~:text=Wie%20das%20Statistische%20Bundesamt%20\(Destatis,zahlen%20als%20im%20Februar%202021.](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/03/PD22_N016_61.html#:~:text=Wie%20das%20Statistische%20Bundesamt%20(Destatis,zahlen%20als%20im%20Februar%202021.) (Zugriff am: 25.05.2023).
- Statistisches Bundesamt (2023c): Statista. Inflationsrate in Deutschland von Juni 2021 bis Juni 2023. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1045/umfrage/inflationsrate-in-deutschland-veraenderung-des-verbraucherpreisindex-zum-vorjahresmonat/> (Zugriff am: 27.06.2023).
- Statistisches Bundesamt (2023d): Statista. Wert der deutschen Exporte nach Russland von 1992 bis 2022. Online im Internet: URL: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/291062/umfrage/deutsche-exporte-nach-russland/#:~:text=Im%20Jahr%202022%20wurden%20Waren,mehr%20als%2045%20Prozent%20zur%C3%BCck.> (Zugriff am: 27.06.2023).
- Statistisches Bundesamt (2023e): Statistisches Bundesamt. Wirtschaftliche Auswirkungen. Statistiken mit Bezug zu COVID-19. Online im Internet: URL: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Querschnitt/Corona/Wirtschaft/kontextinformationen-wirtschaft.html#411750> (Zugriff am: 25.05.2023).
- Thomas Reuters (2023): Thomas Reuters. Leveraged Finance. Online im Internet: URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-013-1778?transition-type=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-013-1778?transition-type=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (Zugriff am: 15.05.2023).
- Wagner, Pia; Hering, Linda (2014): „Online-Befragung.“ In: Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung. Herausgegeben von Nina Baur; Jörg Blasius. Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 661–673. Online im Internet: URL: <https://doi.org/10.1007/978-3-531-18939-0> (Zugriff am: 01.11.2022).
- Wolf, Birgit; Hill, Mark; Pfaue, Michael (2011): Strukturierte Finanzierungen. Grundlagen des Corporate Finance, Technik der Projekt- und Buy-out-Finanzierung, Asset-Backed-Strukturen. 2. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Wolf, Gerhard u.a. (2021): LBBW Blickpunkt Corporates. Wenn's mal wieder länger dauert...! Lieferengpässe, die Gründe und ihre Auswirkungen auf Branchen. Herausgegeben von LBBW. Stuttgart: LBBW. Online im Internet: URL: https://www.lbbw.de/konzern/research/2021/blickpunkte/20211008-lbbw-blickpunkt-corporates-lieferengpaesse_adp9d37yok_m.pdf?origin=/2021-studie-weihnachtsbescherung (Zugriff am: 15.05.2023).
- Wölfl, Anita u.a. (2022): Russlands Krieg gegen die Ukraine - Auswirkungen und Betroffenheit aus Branchensicht. Herausgegeben von ifo Institut. München: ifo Institut. Online im Internet: URL: <https://www.ifo.de/publikationen/2022/aufsatz-zeitschrift/russlands-krieg-gegen-die-ukraine-auswirkungen-und> (Zugriff am: 15.05.2023).

Anhang

Anhang 1: Einwilligungserklärung	112
Anhang 2: Interviewleitfaden	113
Anhang 3: Interview DA1	117
Anhang 4: Interview DA2	129
Anhang 5: Interview PE1	139
Anhang 6: Interview PE2	148
Anhang 7: Interview BA1	158
Anhang 8: Messmodell	169
Anhang 9: Fragebogen	173
Anhang 10: Codebuch	180
Anhang 11: Antworten Online-Umfrage – „Einordnung“	192
Anhang 12: Antworten Online-Umfrage – „Finanzierungsprozess“	194
Anhang 13: Antworten Online-Umfrage – „Strukturierung“	195
Anhang 14: Antworten Online-Umfrage – „Syndizierung“	196
Anhang 15: Antworten Online-Umfrage – „Sonstige Anmerkungen“	197
Anhang 16: Auswertung quantitative Forschung – Weitere Darstellungen	198
Anhang 17: Gütekriterien	199

Anhang 1: Einwilligungserklärung

Einwilligungserklärung zur Erhebung und Verarbeitung personenbezogener Daten

Sehr geehrte/r Interviewpartner*in,

im Rahmen meines Masterstudiums Betriebswirtschaft, Vertiefung Accounting, Controlling & Finance, an der Fachhochschule Vorarlberg GmbH arbeite ich momentan an meiner Masterarbeit.

Titel der Masterarbeit:

Leveraged Buyouts durch Private Equity Gesellschaften im deutschen Mittelstand. Eine Untersuchung zu den Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen auf den Leveraged Finance Markt.

Forschungsfrage der Masterarbeit:

Welche Auswirkungen haben die makroökonomischen Entwicklungen auf den deutschen Leveraged Finance Markt und welche Handlungsempfehlungen können daraus für Finanzierungsparteien und Private Equity Investoren abgeleitet werden?

Interviewer:

Tobias Matheis, Student an der FH Vorarlberg, Masterstudiengang Betriebswirtschaft, Vertiefung Accounting, Controlling & Finance.

Beschreibung der Datenverarbeitung:

Das Interview wird mit einem Tonaufnahmegerät per Microsoft Teams und / oder per Microsoft Word aufgezeichnet und transkribiert. Für die weitere wissenschaftliche Auswertung der Interviewtexte werden alle Angaben, die zu einer Identifizierung der Person führen könnten, pseudonymisiert oder aus dem Text entfernt. Personenbezogene Kontaktdaten werden von Interviewdaten getrennt für Dritte unzugänglich aufbewahrt. Nach der Transkription und Analyse des Interviews werden diese gelöscht.

Die Teilnahme am Interview erfolgt freiwillig und kann jederzeit abgebrochen werden. Diesfalls erfolgt die umgehende Löschung des bereits abgehaltenen Interviewteils.

Einverständnis:

Ich bin damit einverstanden, im Rahmen der genannten Masterarbeit an einem Interview teilzunehmen.

Ort, Datum

Name, Unterschrift

Anhang 2: Interviewleitfaden

Nachfolgend wird der Interviewleitfaden mit den entsprechenden Forschungsinteressen dargestellt:

Hauptthema	Fragen	Forschungsinteresse
Finanzierungsprozess	<p>Aktuelles Stimmungsbild: Ist die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen insgesamt restriktiver geworden?</p> <p>Welche Unterschiede gibt es in Abhängigkeit vom Geschäftsmodell, Branchenzugehörigkeit und Sitz des Targets?</p> <p>Welche Rolle spielt der PE-Investor? Bestehen Vorteile, wenn Investor und Bank in der Vergangenheit bereits gemeinsame Transaktionen umgesetzt haben? Welche Rolle spielt der Track Record des Investors? Werden Transaktionen tendenziell über die bestehenden Hausbanken des Unternehmens oder über neue Banken finanziert?</p> <p>Welche Bedeutung hat eine Rückbeteiligung des Verkäufers und / oder des Managements mit Blick auf die Kreditvergabe?</p> <p>Ist die Prüfung von Unterlagen (Due Diligence, Finanzmodell, etc.) detaillierter geworden?</p>	<p>Kreditvergabepraxis / Risikoeinstellung der Banken?</p> <p>Branchenausschlüsse? Bevorzugte Branchen bzw. Geschäftsmodelle? Regionale Unterschiede?</p> <p>Beziehung Bank – Investor? Erfahrung / Ruf des Investors?</p> <p>Vertrauen in die Transaktion / das Unternehmen? Konstanz im Unternehmen?</p> <p>Veränderung / Dauer der Prüfungsprozesse?</p> <p>Strategie der Ansprache?</p>

	<p>Welche Aspekte sind von Bedeutung?</p> <p>Welche Rolle spielt die Geschwindigkeit bei der Umsetzung von Deals? Inwieweit stand bzw. steht die Geschwindigkeit bei der Umsetzung im Konflikt zur detaillierten Prüfung von Deals? Werden Banken momentan früher in den Transaktionsprozess eingebunden?</p>	
Strukturierung	<p>Welche Aspekte sind für finanzierende Banken und PE-Investoren im aktuellen Umfeld von besonderer Bedeutung?</p> <p>Welche Unterschiede gibt es in Abhängigkeit vom Geschäftsmodell und der Branchenzugehörigkeit des Targets?</p> <p>Wie haben sich die Anforderungen im Hinblick auf den initialen Leverage, den Eigenkapitaleinsatz des Investors sowie die Tilgungsstruktur verändert?</p> <p>Haben sich die Margen und Gebühren verändert? Welche Rolle spielt das Thema Zinssicherung in den Verhandlungen?</p> <p>Welche Anforderungen stellen Banken mit Blick auf Financial</p>	<p>Streitpunkte vs. Spielräume bei Verhandlungen?</p> <p>Branche / Geschäftsmodell?</p> <p>Strukturen zu Gunsten der Banken?</p> <p>Attraktivität / Ertragsgesichtspunkte für Banken / PE-Investoren?</p> <p>Flexibilität für operative unternehmerische Tätigkeiten?</p>

	<p>Covenants (bspw. Anzahl, Headrooms, Adjustments, Equity Cure Right)?</p> <p>Wie gehen die Parteien mit der Höhe von Baskets um (bspw. Veräußerung Vermögenswerte, Aufnahme weiterer Finanzierungen, Factoring, Capex-Restriktionen aus dem laufenden Cashflow)?</p> <p>Sind die Banken weiterhin bereit, uncommitted Linien für zukünftige Akquisitionen und Investitionen in den Kreditvertrag aufzunehmen? Haben sich die Voraussetzungen für die Beantragung verändert?</p> <p>Gibt es Veränderungen mit Blick auf Ausschüttungen an den PE-Investor während der Kreditlaufzeit?</p>	
<p>Syndizierung</p>	<p>Ist die Syndizierung von Akquisitionsfinanzierungen für arrangierende Banken schwieriger geworden? Werden Syndizierungspartner früher in den Prozess eingebunden?</p> <p>Sind arrangierende Banken weiterhin bereit, kurzzeitig ins Underwriting zu gehen? Welche Einschränkungen bestehen?</p>	<p>Risikoappetit der Banken / Risikoteilung?</p> <p>Zusätzliche Risikobereitschaft?</p> <p>Syndizierungsstrategien?</p>

	<p>Welche Parameter sind für die Parteien für eine erfolgreiche Syndizierung wichtig?</p> <p>Einzelner Kreditgeber vs. Konsortium - Welche Vor- und Nachteile bestehen für Banken und PE-Investoren im aktuellen Umfeld?</p>	
--	--	--

Anhang 3: Interview DA1

1	Interview DA1
2	Interviewpartner*in: DA1
3	Datum: 14.03.2023 um 10:00 Uhr
4	Dauer: 52 Minuten
5	Medium: Videokonferenz über Microsoft Teams; Aufnahme über Tonaufnahmegerät (iPhone)
6	-----
7	[Zu Beginn erfolgte eine Einleitung durch die interviewende Person (I) zu den Hintergründen der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangslage, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach der Bestätigung durch interviewte Person wurde die Aufnahme gestartet.]
8	I: Also nochmal vielen Dank DA1, dass du bereit für das Interview bist. Ich habe die Fragen so in 3 Blöcke geteilt. Also zum einen möchte ich den Finanzierungsprozess an sich analysieren. Dann das Thema Strukturierung im zweiten Block. Also alles, was mit dem Thema Strukturierung, Term Sheet, Dokumentation zu tun hat. Was mich dann noch interessiert, ist das Thema Syndizierung. Aber ich hätte vorgeschlagen, wir starten einfach mal mit dem ersten Block, mit dem Thema Finanzierungsprozess. Und da würde mich einfach mal deine Meinung, deine Erfahrung der letzten Monate interessieren. Bist du der Meinung, dass im Markt die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen insgesamt restriktiver geworden ist?
9	DA1: Insgesamt ja, aber auch sehr unterschiedlich mit Blick auf die Sektoren. Also es gibt Sektoren, da würde ich sagen, es ist minimal restriktiv. Aber immer noch extrem gut möglich, extrem hohes Interesse und weiterhin auch sehr gute Terms. Und das ist halt vor allem in Bereichen wie Healthcare und insbesondere im Bereich IT. Generell durch die Bank ist aber schwieriger. Das muss man einfach sagen. Auch weil sich halt Cases halt vor dem Hintergrund der aktuellen Marktlage nicht mehr so gut rechnen, wie sich noch gerechnet hat als wir in 2021 einfach keine Basisverzinsung hatten. Also EURIBOR, der im negativen sogar war. Da muss man einfach sagen, EURIBOR, der ungefähr bei 3% ist, der wirkt sich halt dann dementsprechend stärker aus und hat auch so ein bisschen das Thema, dass man halt dadurch die Cases einfach besser anschauen muss. Und ich glaube auch so ein Indiz dafür, dass es restriktiver geworden ist, ist auch dieses Thema Due Diligence Calls. Das gab es aus meiner Sicht so in den Jahren 2015 bis 2020 eigentlich kaum mehr. Bis 2021. Wir haben kaum DD-Calls aufsetzen müssen. Jetzt ist es teilweise halt schon so, dass man doch mal aus der Marktfolge nochmals so die Hauptfragen bekommt und noch ein bisschen mehr Hintergrund geben muss.

- 10 I: Ja jetzt sagst du ja schon branchenabhängig. Welche Unterschiede merkst du bei Branche oder Geschäftsmodell. Und das Thema Regionalität bei den Banken. Siehst du, dass sich Banken wieder eher auf ihr, ich sage mal, normales Geschäft in der Region fokussieren oder siehst du das eher nicht?
- 11 DA1: Wenn ich ehrlich bin, ich glaube Regionalität eher sogar wirklich ein bisschen weniger. Weil ich glaube, was wir nie gemacht haben, das war jetzt wirklich so die LBO-Finanzierung jetzt in der Corporate Struktur über die lokale Volksbank. Das haben wir eigentlich nie gemacht und ehrlich gesagt, ich kann es auch keinem raten. Weil der, der das gemacht hat, hat sich zwar anfangs wahnsinnig gefreut hat, aber eine unglaublich unflexible Struktur gehabt, die am besten dann noch mit einer Festzinsvereinbarung verbunden war und hatte dann eigentlich ersten Schritt immer ganz attraktive Finanzierung. Bis er dann festgestellt hat, Buy-and-Build geht damit ja gar nicht, ich kann nach 2 Jahren gar nicht aussteigen, bereits fest irgendwie 6 bis 7 Jahre Laufzeit gibt und und und. Ja und von daher, ich glaube, wenn man sich so von diesen Gedanken so ein bisschen löst, dass man die lokale Volksbank oder auch die wirklich kleine lokale Sparkasse für die Finanzierung einbeziehen kann, dann ist man halt eher so im Bereich der Standard-Player, wozu ich jetzt die Kreissparkasse Biberach zum Beispiel oder auch eine Sparkasse Rhein-Nahe oder die Gestalterbank und so weiter dazu zählen würde. Und genauso wie mein Eindruck ist, dass es für die Sparkassen jetzt nicht unerheblich ist, wo die Firma ist, aber jetzt nicht entscheidende Kriterium, würde ich halt das auch durch den Markt auch so ein bisschen sehen. Das ist bei den Landesbanken nicht anders. Das ist mit Blick jetzt auf die Geschäftsbanken nicht anders. Also ich glaube von daher würde ich jetzt weniger das Thema Region jetzt irgendwo im Fokus sehen. Auch wenn es logischerweise Regionen gibt in Deutschland, wo vielleicht eine Finanzierung ein Tick einfacher ist. (...) Wenn ich jetzt eine Firma hätte, die aus Baden-Württemberg kommt und ich will eine Sparkassenfinanzierung machen, dann ist es mit Sicherheit nochmal minimal einfacher, weil einfach viele große Häuser in der Nähe gibt, als wenn ich jetzt irgendwo in Mecklenburg-Vorpommern eine Sparkassenfinanzierung mache. Wenn ich aber davon ausgehen würde, dass beide Firmen attraktiv sind, bekomme ich es für beide hin. Von daher Region glaube ich weniger entscheidend. Ich glaube was wichtig ist und was interessant ist, zum Beispiel so dieses Thema Unterschiede zwischen den Ländern. Also ich glaube Deutschland ist ein Land, da sind Finanzierung gut möglich. In UK zum Beispiel ist zum jetzigen Zeitpunkt schon aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung deutlich schwieriger. Frankreich liegt so ein bisschen dazwischen. Was zum Beispiel mit Blick auf Finanzierungen zurzeit extrem spannend und extrem gut ist, ist zum Beispiel die Schweiz. Das war ja immer so, dass die schweizer Banken extrem aktiv waren. Von daher würde ich eher dieses Thema Region eher ins überregionale sehen. So in die einzelnen Jurisdiktionen ein bisschen unterteilen und ich glaube, dass man in der Schweiz zum Beispiel zurzeit sehr gute Finanzierungen bekommt und es kaum verändert ist. Das ist Teil der Wahrheit. Aber ich glaube ansonsten würde ich das jetzt weniger innerhalb des Landes irgendwo groß unterscheiden. Mit Blick auf Branche und Geschäftsmodelle. Klar, alle Branchen mit stabilen Geschäftsmodellen beziehungsweise wie IT, Software, Healthcare laufen weiterhin gut. Da gibt es auch deutlich einfacher, attraktive Finanzierungen zu finden und auch mehr Wettbewerb bei den Finanzierungsparteien. Sowohl Banken als auch Debt Funds. Deutlich schwieriger, würde ich sagen, ist alles in den Bereichen Automotive, teilweise Maschinenbau. Und Consumer. Immer in Abhängigkeit vom Einzelfall versteht sich.
- 12 I: Siehst du denn auch Unterschiede von der Größe der Finanzierung oder des Unternehmens? Also ich sage jetzt mal: Gibt es Unterschiede von Small Cap, Mid Cap, Large

Cap? Mit Blick auf die Schwierigkeit, Finanzierungen zu finden oder auch restriktivere Strukturen?

13 DA1: Ja. Also ich glaube im Endeffekt. Ich glaube so im Small Cap bis Mid Cap Bereich, in dem wir auch häufig unterwegs sind, mit Sparkassen, mit Landesbanken und so weiter. Ich glaube das ist ein Bereich, da sind Finanzierung extrem gut möglich und da geht es zwar sehr stark um das einzelne Business und um Stabilität, Nachhaltigkeit und so weiter. Aber ich glaube das ist ein Bereich, der sehr gut finanzierbar ist, weil es auch mit Blick auf die Komplexität und auch die absoluten Tickets irgendwo sich im Rahmen hält, der machbar ist. Da hat man auf der einen Seite die Vielzahl regionaler Player, Banken und auch Debt Funds. Je größer es dann wird, da hat man irgendwo so ein Sweet Spot, der ist aus meiner Sicht so bei 10 bis 15 Millionen EBITDA. Ich glaube das ist so ein Bereich, vielleicht an die 20 ran, der auch weiterhin gut zu finanzieren ist. Weil man sagen kann, da hat man viele Debt Funds, viele Parteien, die einfach irgendwo im Markt (...) Interesse haben und was machen wollen. Da hat man die Banken und auch wenn man den Banken Club gehen muss, dann ist der Banken Club ein Club, der aus 3 oder 4 Banken besteht. Das ist möglich, das ist machbar, das ist auch mit Blick auf die Nachfrage irgendwie auch zeitnah umsetzbar. Wenn man dann aber eine Finanzierung sucht, die über 20 Millionen EBITDA als Finanzierungsvolumen hat ja. (...). Dann hat man so ein bisschen das Problem. Also über 20 Millionen EBITDA was dann Finanzierungsvolumen bedingt von wahrscheinlich 80 Millionen bis 100 Millionen und dann noch mal irgendwo Acquisition Facilities draufkommen. Dann bist du halt in der Größenordnung, da bist du nicht beim 3er- oder 4er Banken Club. Dann bist du bei einem Club von 5,6,7 LBO-Banken. Da muss man einfach sagen, da wird die Luft dünner, überhaupt so viele Banken zu finden. Auf der anderen Seite ist es dann auch ein Klumpenrisiko für den Debt Fund. Wo der Debt Fund sich dann teilweise halt auch zweimal überlegt, ob er halt was macht, was vielleicht nicht 100% im richtigen Sektor ist. Das zeigt ja auch so ein bisschen die Marktlage. Also Small Cap zu Mid Cap ist von der Deal Anzahl konstant (...) Eigentlich ganz gut. Je größer es wird, umso dünner wird die Luft und umso dünner wird auch die Anzahl der Deals. Und umso mehr ist auch so ein bisschen Rückgang in den letzten Monaten gewesen, weil es einfach schwieriger ist, Parteien zu finden. Underwritings funktionieren nur noch sehr, sehr begrenzt. Sieht man de facto kaum. Und dann bist du eigentlich auf Debt Funds angewiesen, die vielleicht auch das Klumpenrisiko in manchen Situationen scheuen. Und auf der anderen Seite den Bank Club hinzukriegen mit einem 8er Konsortium als Primärtransaktion. Ja, das kann auch eine Herausforderung sein.

14 I: Jetzt sagst du ja schon interessanterweise das Thema Underwriting. Das Thema kommt auch noch im Bereich Syndizierung. Also das siehst du momentan als sehr schwierig an, oder?

15 DA1: Der Markt ist halt sehr unruhig und es ist halt schon ein gewisses Risiko, dass man halt im Underwriting irgendwo in eine Marktlage reinrutscht, die dann, warum auch immer, aufgrund von externen Faktoren schlechter wird. Und wenn halt die Marktlage schlechter wird (...). Und dann hast du halt im Underwriting das Risiko, dass du es auf dem Buch hast, mit der Firma sich vielleicht gar nichts entwickelt, aber du einfach in der dann vorliegenden Marktlage einfach keinen findest, der es macht. Und das reduziert halt dann den Underwriting-Appetit. Das ist, glaube ich, ein bisschen anders, wenn man es vergleicht jetzt, wenn eine Sparkasse zum Beispiel ein Underwriting macht, als wenn es eine UniCredit macht beispielsweise. Ich glaube, wenn eine Sparkasse sowas macht, dann habt ihr doch immer mit LOIs und so weiter eine gewisse Sicherheit, dass sich diverse Regionalbanken, Sparkassen das Thema angucken und machen würden. Wenn die UniCredit ein Underwriting macht, dann machen die es ja dann wirklich so

mehr oder weniger auf einer kurzen Marktbefragung. Die haben dann null Sentiment dafür und auch nur Gewissheit, dass die anfänglich sagen, klingt jetzt nicht so verkehrt. Und deswegen ist es schwierig.

16 I: Das bedingt ja quasi dann auch so jetzt mal die Hypothese, dass in den Prozessen selber, also wenn ihr Arrangeure anspricht, dass diese dann früher Syndizierungs-partner direkt miteinbinden in die Prozesse oder wie ist hier deine Wahrnehmung insgesamt?

17 DA1: So ist es genau. Also im Prinzip, das ist so. Dass man halt (...) also das ist genau der Grund, warum man halt eher auf Clubs geht zurzeit als auf Underwritings. Wie gesagt, ich glaube im Umfeld mit einer regionalen Bank, die ihre potenziellen Mitkonsorten extrem gut kennt, ich glaube, da ist es ein bisschen noch anders. Weil, ich meine, nur weil jetzt irgendwo in USA eine Silicon Valley Bank Probleme bekommt, wird jetzt, um es plakativ zu machen, eine Sparkasse bei einer Finanzierung, die sie gut findet und die Timeline nicht schafft, nicht sagen: mach ich nicht. Nur wenn ich jetzt hier jetzt eine UniCredit bin und brauche halt dann irgendwie, oder irgendeine andere Bank, die ein Underwriting macht, und ich brauche Banken, die in das Underwriting reingehen, dann bin ich ja schon darauf angewiesen, dass diese Banken dann in der dann vorherrschenden Marktlage, auch mit Blick auf Makro-Themen weiter daran interessiert sind. Und ich glaube die Gewissheit habe ich halt eher, wenn ich die Partner besser kenne und wenn ich irgendwo mit denen verbunden bin, als wenn ich jetzt allzu lose unterwegs bin. Und das macht es schwierig.

18 I: Verstanden. Wenn wir uns jetzt nochmal weiter das Thema Syndizierung anschauen. Ich knüpfe da weiterhin an die aktuelle unsichere Lage, also aktuelles Marktumfeld mit Blickpunkt PE-Investor, an. Was sind denn da so die Vor- und Nachteile, ob ich mit einer Bank oder einem Konsortium finanziere. Was machen sich die PE-Investoren momentan für Gedanken?

19 DA1: Also das Hauptattraktive daran, jetzt einen Partner zu wählen und mit dem die Finanzierung zu machen, wenn es möglich ist. Ja ist halt, dass man sagen kann: Auf der Basis hat man halt irgendwo die Finanzierungssicherheit, wenn derjenige durchkommt. Man hat irgendwo den schnellen Prozess, dass man sagen kann, es muss nur einer durch sein. Und man hat die Möglichkeit, mit einem Haus Terms zu verhandeln, die man halt (...) agreed. Und was halt einfacher ist mit einem Terms zu agreeen als wenn du halt Terms agreeen musst, mit 5, 6, 7 Parteien. Das ist so ein bisschen Teil der Wahrheit. Jetzt muss man sagen: Ja, es ist schneller, aber es ist auch schwieriger, weil die Partei damit auch komfortabel werden muss. Aber wenn sie komfortabel ist, hast du halt die Finanzierung. Und das zweite ist halt so ein bisschen mit Blick auf Terms (...) Du hast zwar nur einen Partner auf der anderen Seite sitzen. Nur der Partner wird ja im Hinterkopf haben, dass er nicht nur für sich verhandelt, sondern auch dafür verhandelt, dass andere Parteien später die Finanzierung genauso gut findet wie er. Bedeutet er wird halt bei vielen Bedingungen eher mal geistig den Puffer einplanen, nach dem Motto, ich muss das möglichst attraktiv haben für weitere Banken, sodass du dort halt nicht auf die bestmöglichen Terms kommst. Und da bleibt abzuwarten, ob wirklich die Verhandlungen mit einer Underwritingbank von den Terms besser ist als vom Konsortium. Es wird schneller gehen, weil du dich nicht mit 5 abstimmen musst. Aber wahrscheinlich, wenn der eine dir halt sagt, besser als so wird es nicht. Dann hast du auch keine 5 Optionen es besser zu machen.

- 20 I: Okay, spannend, Ja, nichtsdestotrotz könnte ich mir auch vorstellen, dass es wichtig ist, wenn sich der Investor und die Finanzierungspartei schon kennen im Vorfeld. Also wenn sie schon gemeinsame Transaktionen über die Bühne gebracht haben. Was spielt das denn momentan für eine Rolle? Ist es auch so, beispielsweise, dass vielleicht auch breiter angefragt wird von Seiten der Debt Advisor oder Investoren? Also mehrere Parteien in den Prozess eingebunden werden? Da würde mich mal interessieren, wie da momentan so dein Gefühl ist dafür.
- 21 DA1: Also um eine Finanzierungssicherheit herzustellen und einfach auch zu entgegenen, dass halt doch viele Parteien wählerischer sind, muss man mehr Parteien ansprechen. Das ist ganz klar. Und du wirst auch eher schneller oder früher als später die Rückmeldung bekommen, dass Leute nicht mitmachen. Von daher ist noch wichtiger, auch ausreichend Parteien im Prozess zu haben. Wahnsinnig wichtig ist die Relationship, dass du irgendwo sagen kannst: Auf der Relationship kannst du dir das gut vorstellen und mit den Partnern magst du es auch machen. Das ist auch nochmal (...) Wenn man zum Beispiel Calls macht zu einem Asset immer wahnsinnig wichtig, dass man halt auch irgendwo noch mal bilateral nochmal den Bezug herstellen kann. Und derjenige es der Bank auch nochmals selbst erklärt, was er darin sieht und dass nicht halt irgendwie so jetzt nach dem Motto: Hier ist ein Investor, ich kenne den nicht, aber findet das ganz gut. Also ich glaube, die Relationship ist entscheidend. Und die Karte die spielen wir jetzt auch manchmal. Aber halt dann umso stärker wenn der Investor mit der Bank eine gute Beziehung hat. Und dann spricht auch nichts dagegen, dass irgendwie direkte Kommunikation ermöglicht, weil es dem Deal ja dann auch generell hilft.
- 22 I: Ja vielen Dank für deine Einschätzung. Wenn du jetzt auf einzelne Transaktionen mal blickst. Das Thema Rückbeteiligung von Seiten Verkäufer und Management. Das war ja auch schon immer ein wichtiges Thema. Auch für den PE-Investor. Hat das in der aktuellen Marktphase (...) hat das noch mehr an Bedeutung gewonnen, wenn du jetzt auch an Gespräche mit Finanzierungsparteien denkst? Wurde das vielleicht sogar gefordert?
- 23 DA1: Ja aus meiner Sicht hat das so 2, 3 Komponenten. Auf der einen Seite Rückbeteiligung zeigt ja, dass der Verkäufer irgendwo ans Business glaubt. Oder auch das Management einfach auch dann willens ist, den Weg auch weiterhin mitzugehen. Also es bindet, es motiviert. Es zeigt die Verbundenheit und das zeigt auch der Glaube daran, dass man halt jetzt Geld stehen lässt und halt erst später bekommt. Das ist glaube ich allesamt super wichtig. Und das ist auch für die Bank aus meiner Sicht total wichtig, dass man jetzt weiß hier verkauft jetzt keiner in der Marktlage, die vielleicht in manchen Sektoren gar nicht mal so einfach ist, nur um Kohle zu machen, sondern halt irgendwo ein bisschen verbundener. Ich glaube das hilft der Bank wahnsinnig, dem Investor hilft es wahnsinnig und generell ist es auch ein wichtiges und starkes Signal. Es ist jetzt vielleicht nicht ganz maßgeblich, weil ehrlich gesagt, ich habe genug Deals gesehen, da gab es keine Rückbeteiligung. Die sind trotzdem gut geflogen. Da muss man einfach so ein bisschen die Interessenlagen auch dann angucken und auch so ein bisschen gucken, wie es eigentlich so der Blick des Marktes auf den Deal. Also ein Software-Deal ohne Rückbeteiligung läuft mit Sicherheit besser als ein Deal im Bereich Industrie ohne Rückbeteiligung. Aber es ist schon ein starkes Signal, nochmal. Es ist aber jetzt nicht nur das Signal, was man nach außen sendet nach dem Motto: Ich glaube daran. Sondern, ich meine wir haben schon Situationen, wo es einfach so ist, dass der Leverage einfach einen Tick geringer ist als er früher gewesen wäre. Und wenn du jetzt halt mit einem unveränderten, verglichen mit früher, Eigenkapitaleinsatz rechnet und auf der anderen Seite halt sagt und dann kommt halt neben dem EK kommt dann halt reduziertes Debt Quantum obendrauf, dann bleibt ja eine kleine Lücke. Die Lücke

kannst du genau mit einer Rückbeteiligung schließen oder halt, indem du sagst, du reduziert den Kaufpreis per jetzt und er bekommt halt einen Earn Out später. Wichtig ist halt nur, wenn es eine Rückbeteiligung gibt, egal in welcher Form, sei es Anteile sei es jetzt halt ein Vendor Loan oder sei es halt Earn Out. (...) Das es jetzt halt mit Blick auf den Kredit nicht auf die Füße fällt. Was meine ich damit? Ein Earn Out finde ich jetzt OK. Der signifikant jetzt t0 reduziert und dann halt später das Potential erhöht, dass die halt mehr Profit kassieren, wenn das Business so läuft wie gedacht. Aber zum Beispiel ein Vendor Loan darf halt eigentlich nicht jetzt irgendwie eine Laufzeit haben von 2, 3 Jahren, sondern muss halt nachrangig sein zur Akquisitionsfinanzierung und der muss auch mit Blick auf die Laufzeit dahinter sein.

24 I: Verstanden ja, das sind interessante Einblicke.

25 DA1: Sagen wir auf jeden Fall auch jedem. Also das ist so ein Thema. Also wenn irgendein Investor kommt und sagt, ich rechne aber mit einem Vendor Loan (...) Dann ist das erste was wir sagen: Gerne Vendor Loan aber bitte längere Laufzeit, keine Cash Zinsen, nachrangig. Alles andere macht keinen Sinn.

26 I: Ein weiteres Thema, was ich auch sehr spannend finde. Da haben wir vorhin auch schon kurz darüber gesprochen, Thema Due Diligence, DD-Calls etc. Werden denn Unterlagen noch detaillierter geprüft als früher? Wie ist denn so deine Einschätzung, auch unabhängig von der Due Diligence. Es gibt ja auch noch weitere wichtige Unterlagen wie Business Case et cetera. Wird da noch tiefer reingeschaut und analysiert? Kommen da mehr Rückfragen von den Banken?

27 DA1: Banken, da gab es immer recht viele Rückfragen. Also da sehe ich aber auch keine große Veränderung, ja. Mit Blick jetzt auf Debt Funds ist einfach anders weißt du. Früher war es einfach so, wenn du einen Debt Funds hattest, dann gab es so die Frage: Ja können wir mal einen Due Diligence Call machen? Dann habe ich halt, jetzt unter uns, relativ plump gesagt: Naja, also die anderen wollen es nicht. Wenn ihr sowas braucht, ich kann es mal anfragen. Ich weiß es aber nicht. Dann gab es die Rückfrage: Ach so, die anderen brauchen es nicht? Ja okay, dann lass mal prüfen, ob wir das wirklich brauchen. Und dann gab es 3 Stunden später eine E-Mail: Habe es gecheckt. Wir brauchen es auch nicht. Das Thema Competition im jetzigen Markt (...) Wenn jemand einen DD-Call haben will, bekommt er ihn auch. Und das ist auch kein Malus, wenn man den anfragt. Dann muss man halt nur gucken, dass man halt dementsprechend auch den richtigen Parteien den Call gibt, weil es halt auch dementsprechend Kosten verursacht. Ist ganz klar. Aber ja, es wird intensiver geprüft. Und ja, du hast ja auch einen Impact durch die höheren Zinsen. Wenn du jetzt wirklich mal sagst du (...). Du hast eine Finanzierung, die pro Jahr einfach 3% teurer wird. Dann sind das auf 7 Jahre Laufzeit 20% mehr Kosten. Oder ja (...) Du hast 3% mehr Zins pro Jahr und auf 7 Jahre hast du 20% mehr Zins kumuliert, die du halt irgendwo im Financing Case reinbringen musst. Und da ist schon so ein Thema, das hat ein Financing Case ist, wenn er früher Flat gelaufen ist, in gleicher Situation heute Flat nicht mehr geht. Weil wenn du Flat machst, hast du ein zu hohes Refinanzierungsrisiko. Ja von daher ist hat es schon einen gewissen Impact. Ich würde aber jetzt nicht sagen per se. Also ja (...) Es wird intensiver geprüft. Aber ich glaub der Blick auf die Erstellung und so weiter sehe ich keine großen Unterschiede. Weil ich glaube, wir hatten auch in der Vergangenheit halt unsere Hausaufgaben gemacht. Hatten den Leuten mit Blick auf den Scope der DD gesagt, was wir als wesentlich erachten. Hatten beim Financing Case die gleichen Hintergründe angewendet. Nur wahrscheinlich wird es noch intensiver gelesen als noch vor 2, 3, 4 Jahren der Fall war.

- 28 I: Und werden Banken früher in diesen DD-Prozess mit eingebunden, dass sie dann noch mehr Rückfragen im Voraus stellen können? Mit Blick auf: Gebt einen Hinweis an die DD-Provider, dass das Thema noch genauer angeschaut wird. Oder hat sich da jetzt nicht viel verändert aus deiner Sicht?
- 29 DA1: Ich würde auch nicht sagen, dass wir immer das Nonplusultra sind. Aber ich glaube halt mit, (...) das könnt ihr vielleicht auch besser einschätzen. Ich glaube, wir machen in manchen Punkten unsere Arbeit auch ein bisschen gewissenhafter. Also wenn ich jetzt zum Beispiel auch mitbekomme, wie andere Parteien, auch Debt Advisor, im Markt Finanzierungsparteien ansprechen. Da wundere ich mich einfach nur, ja. Und ich kann das auch nicht nachvollziehen. In der Marktlage, die schwieriger wird, Postwurfsendungen zu machen, ist einfach massiv dämlich. Das würde ich nicht machen, ich würde auch jetzt nicht eine DD einfach durchlaufen lassen und ohne vorher mal Impact oder Einfluss zu nehmen auf einen Scope. Ich würde am Ende es gegenlesen und nicht jeden Mist direkt versenden. Ich würde auch beim Financing Case mal drauf gucken, bevor es rausgeht. Ich glaube, das sind halt so die Hausaufgaben, die haben wir immer gemacht. Andere haben es nicht gemacht. Da muss man ehrlich sein. Von daher (...) Ich meine, was machen wir im normalen Prozess? Im normalen Prozess sagen wir: Hier ist ein Information Memorandum. Schicke uns mal deine Key Questions und schicke uns mal so bisschen deine Indikationen, wie du es siehst. Das Ganze machen wir jetzt nicht um Leute zu quälen oder zu sagen, der hat wenig zu tun, der soll mal was arbeiten. Sondern wenn wir diese Key Questions bekommen (...) Von 10 Parteien (...) Dann gliedern wir die, bereiten die auf, konsolidierten und schicken die dem Investor nach dem Motto: Gib es an alle DD-Parteien weiter, dass die Punkte gecovered sind. Und wenn irgendwas nicht gecovered ist: Uns bitte Feedback geben, dann müssen wir entscheiden, wie wichtig oder nicht. Ich glaube an dem Punkt (...) Dass wir jetzt nochmal jetzt irgendwelchen Lendern einen Scope von einer DD schicken. Das machen wir nicht. Weil wenn du das machst, ehrlich, dann kommst du in Teufels Küche. Weil, kannst dir ja vorstellen. Also wenn bei einer Partei 5 Leute drauf kommentieren, dann hast du wünsch dir was. Dann hast du einen Scope von einem 100-Seiten-Bericht. Irgendwann eine kleine Bibel und die kleine Bibel braucht keiner. Aber es muss schon so sein, dass sich alle wiederfinden. Und das stellen wir sicher. Aber auf eine Art und Weise, die irgendwie auch passt.
- 30 I: Verstanden. Dann kommen wir zum Thema Geschwindigkeit. Die Geschwindigkeit war in den letzten Jahren aus meiner Sicht sehr hoch. Vor allem weil es ein Verkäufermarkt war. Wenn man die Erfahrungen oder Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer gesehen hat. Die mussten sich ja extrem schnell committen. Mussten schnell im Hintergrund Finanzierungen finden. Da würde mich interessieren, wie dein Blickpunkt Richtung Geschwindigkeit ist. Ist das noch ein maßgebliches Kriterium? Und haben Banken in den letzten Jahren Deals auch schnell durchgewunken. Glaubst du, das hat sich ein Stück weit verändert? Jetzt durch die Krise im unsicheren Marktumfeld?
- 31 DA1: Ich glaube im Endeffekt, das hängt halt wahnsinnig viel vom Deal ab. Wenn du jetzt beim Deal keine große Competition hast, du hast aber eine gute Story, du hast einen guten Antritt, du hast ein Verständnis mit dem Verkäufer. Dann kann es egal sein, ob die 2 Wochen früher oder später bist. Bist du jetzt aber bei dem Software-Deal unterwegs mit 4 Competitors, dann wird es einfach genauso sein wie früher. Dass die Timeline wahnsinnig wichtig ist und du keine Verspätung reinkriegen kannst. Also ich glaube, dass kann man nicht sagen wie früher oder jetzt. Das ist ja, wie wenn du jetzt ein Auto kaufen willst und es gibt 3 Leute, die potentiell auch das Auto haben wollen. Dann kannst du jetzt sagen: Du fährst nochmal irgendwie. In 2 Wochen machst du eine Probefahrt. Wenn du in 2 Wochen die Probefahrt machen willst und das Auto ist schon

verkauft, bist halt nicht am Drücker. Andererseits wenn du jetzt ein Auto haben willst, was jetzt nicht gerade viele Interessenten hat, dann kannst du auch in einem halben Jahr noch eine Probefahrt machen, weil dann steht er weiterhin da. Muss man halt nur sagen: Bedeutet das im Umkehrschluss, dass alles was wenig Zeitdruck hat, uninteressant ist? Nein, würde ich nicht sehen. Nur, es gibt halt zurzeit glaube ich schon auch, mit Blick auf manche Themen, einen vielleicht reduzierten Kreis von Investoren, die sich auf Themen draufstürzen. Und dann geht es halt so ein bisschen darum, wie schnell bist du irgendwo dran und wie eng hast du die gebunden? Ich meine, wenn du mal guckst, die Prozesse mit bestimmten Investoren, die wir gemacht haben. Wenn man auf menschlicher Ebene beispielsweise so weit ist, dann ist es irgendwann egal, ob 2 Tage früher, 2 Tage später. Weil die Verkäufer genau wussten, mit denen will ich den Deal machen. Ist aber schon das Thema: Wie eng ist es? Wie sicher ist der Deal? Wie ist die Marktlage?

32 I: Okay, sehr spannend. Was mich natürlich extrem interessiert ist das Großthema Strukturierung. Was hat sich verändert in den Strukturen, in den Verhandlungen? Da würde ich mich jetzt einfach aus deiner Sicht interessieren: Wo schauen denn momentan Banken vor allem drauf? Und wo schauen Investoren vor allem drauf? Also wo sind die wichtigen Aspekte für die für die einzelnen Parteien?

33 DA1: Ich glaube so richtig unterscheiden die sich gar nicht. Auf der einen Seite, gut (...) Investoren gucken halt sehr stark aufs Quantum, gucken sehr stark auf Pricing, gucken sehr stark auf die Covenants, gucken sehr stark auf die Adjustments und auf die Möglichkeiten der Ermittlung des EBITDAs. (...) Ich glaube, das sind auch genau die Punkte, wo die Finanzierungsparteien darauf achten. Und dementsprechend haben wir gerade bei denen die meisten Diskussionen. Sowas wie die Transfer Language oder irgendwie, wie du die Gruppe definierst. Ja, sonstige Regelungen so zum Thema, wie du welche Linie ziehen kannst, ist jetzt auch nicht unwichtig. Aber auch nicht key. Also ich glaub, das sind die 3, 4 wichtigsten Punkte und ich glaube, die sind für alle Parteien so die wirklich wichtigsten.

34 I: Dann würden mich mal ein paar spezielle Themen interessieren. Einige hast du schon genannt. Bisschen detaillierter reinschauen möchte ich so in Themen wie initialen Leverage, Eigenkapitaleinsatz des Investors oder auch die Tranchenaufteilung, tilgende / endfällige Tranche. Was hat sich da getan? Ich sage mal im Vergleich zum Vorkrisenmodus?

35 DA1: Hier hast du auch wieder so das Thema Sektor. Also wenn du im IT-Bereich bist, dann bist du genau bei den gleichen Zahlen. Also jetzt im IT-Bereich bist du weiterhin bei 4x Leverage auf der Senior Seite. Manchmal sogar ein bisschen mehr. Du bist bei eher höherem B-Anteil, du bist beim EK-Einsatz komplett unproblematisch. Weil die Assets meistens so teuer sind, dass gar nicht die Frage ist, ob du bei 50% EK bist, sondern du bist eigentlich bei 50% plus, deutlich. Von daher ist es kein großes Thema. Wenn es halt dann Themen sind, die aus anderen Bereichen kommen, weil die Kaufpreise auch nicht so hoch sind. Ich glaube, da ist halt schon so, dass wir wenig sehen, was jetzt wirklich direkt an den 40% EK dran ist. Meist bist du irgendwie bei 45% plus. Wenn es direkt an den 40% dran ist, dann muss man halt so ein bisschen gucken, wie dieses direkt ausgestaltet. Gibt es irgendwelche anderen Features, die das Ganze dann so umsetzbar machen? Mit Blick auf den initialen Leverage wäre ich in den Sektoren, die halt nicht in den heißesten Sektoren sind, eher vielleicht 0,25x – 0,50x weniger Leverage wie früher. Wo du früher 4x bekommen hast, jetzt vielleicht 3,75x oder darunter. Wie gesagt, EK-Einsatz, in den Sektoren die High sind, ist kein Thema. In den Sektoren,

wo es enger ist, bist du wahrscheinlich bei um die 45%. Mit Blick auf die Tilgungsstruktur. Ich glaube das ist unverändert geblieben. Also da wäre ich jetzt weiterhin (...) Die Sparkasse haben da eher härtere Forderungen. Bei einer LBO-Bank eher so ein Drittel, zwei Drittel oder teilweise auch 30/70 oder irgend sowas. Aber da sehe ich jetzt keine große Veränderung. Ich glaube halt im Endeffekt, dass (...) Daran wird es auch nicht irgendwo entscheiden, ob es eine Finanzierung gibt oder ob man es gemeinsam macht. Sondern sollte eher am Leverage liegen, ehrlich gesagt. Oder der beeinflusst halt die anderen Parameter dann auch maßgeblich.

36 I: Ja, wenn wir noch Richtung Zinsen gehen, hast du ja vorhin auch schon genannt. Die Zinsen sind die letzten Monate sehr deutlich angestiegen. Siehst du denn auch Entwicklungen bei den Margen der Banken? Dass diese steigen? Und auch Richtung Gebühren? Das würde mich interessieren. Und wie wird mit dem Thema Zinssicherung umgegangen, wenn man nun Verträge schließt?

37 DA1: Also die Margen und Gebühren. Ich denke, die sind so im Schnitt um 25 bis 50 Basispunkte hochgegangen. Das Ganze ist aus meiner Sicht 2 Faktoren geschuldet. Einmal dem geringeren Wettbewerb. Weil man einfach weiß, die anderen sind auch teurer geworden. Und der andere Punkt ist auch, wenn ich es durch den Rating Tool mal durchspielst. Dann kommen halt, aber da sind wir auch im Sektorenunterschied, teilweise auch Ratingabschläge raus. Und das beeinflusst eben auch die (...) Margenforderung der Banken. Bei den Gebühren. Da bist du halt irgendwo bei Banken so bei 2%, minimal darüber. Du bist im Underwriting Szenario bei 2,5-3,0%. Wobei Underwriting meint dann halt auch: Unicredit macht beispielsweise eine 150 Millionen-Finanzierung und machen dann halt 2,75% oder 2,5% und geben 0,50% weiter. Das heißt das normale Underwriting von Großbank. Weil 3% hast du da glaube ich eher selten. Vielleicht eher bei 2,50-2,75%. Von daher würde ich sagen: Margen höher, Gebühren minimal höher. Weil das Pricing über die Margen bestimmt wird. Zinssicherung war ja früher so ein Thema, da hat man sich eher ein bisschen lustig gemacht darüber. Da wurde immer Forderungen gestellt, zu eigentlich völlig absurden Werten. Wenn der EURIBOR irgendwie 1,5% überschreitet, dann müssen wir eine Sicherung machen. Muss man sagen, bei allen Fällen, wo wir uns früher lustig gemacht haben, musste mittlerweile Sicherungen gemacht werden. Und du hast ja auch weiter auch das Thema, dass die Zinsen weiterhin eher stärker steigen. Jetzt muss man halt nur sagen: Ja wir haben in jedem Vertrag eine Regelung drin, die ein Hedging vorsieht. Ich glaube, die Besonderheit ist weniger, dass die Banken fordern, sondern früher waren Debt Funds so gepolt, dass sie gesagt haben, mache dein Hedging wann du willst. Aber ist nicht wichtig. Mittlerweile bekommst du auch bei jedem Debt Fund eine Hedging-Verpflichtung in den Vertrag rein. Der Witz ist ja, diese Hedging-Verpflichtung kann der Debt Fund gar nicht erfüllen, weil man im Prinzip kein Hedging machen kann. Also im Prinzip ist der Debt Fund darauf angewiesen, dass die Finanzierungspartei, also der Kreditnehmer, eine Bank findet, die Hedging machen will. Weil sonst geht Hedging ja gar nicht. Aber das ist wahnsinnig wichtig geworden. Auch speziell im jetzigen Umfeld. Du hast halt eins, was du bedenken musst. Früher hast du auch Hedging-Verpflichtungen gehabt. Früher war es ja so, dass wenn du wegen Hedging Parteien ansprechen wolltest, du eher mehr Competition bekommen hast als weniger. Weil die Parteien gesagt haben: Da ist nochmal ein Zusatzgeschäft. Heutzutage mit den ganzen KYC-Anforderungen ist ja Hedging als Einmalgeschäft überhaupt nicht rentabel. Dementsprechend ist die Anzahl derer, die Hedging anbieten können, eher reduziert. Aber das nur für den Hinterkopf so ein bisschen. Aber ja, also wir müssen fast überall hedgen.

38 I: Okay, ja und dann das Thema Flexibilität. Das sind so die nächsten 2 Fragen, die ich habe. Im aktuellen Marktumfeld ist ja sicherlich für Management und für den PE-

Investor wichtig, hier flexibel agieren zu können. Da denke ich vor allem an das Thema Financial Covenants und Baskets, die im Rahmen von der Dokumentation vereinbart werden. Wenn wir erstmal auf das Thema Financial Covenants schauen. Da würde mich interessieren, was sich da verändert hat mit Blick auf die Anzahl der Covenants. Gibt es auch mehr Diskussionen hinsichtlich Headrooms, Adjustments etc.?

39 DA1: Ich glaube die Anzahl hat sich weniger geändert. Also wir haben in der Regel weiterhin den Leverage Covenant, ansonsten keinen. Also das ist so, würde ich mal sagen, in 80-90% der Fälle. Es gibt so ein paar Parteien im Markt, die haben früher schon die Anforderungen, dass sie gesagt haben, aufgrund von irgendwelchen internen Vorgaben müssen sie einen zweiten Covenants haben. Ja, nur die haben teilweise im zweiten Covenant so gelebt, nach dem Motto: Wähle du einfach aus, welcher Covenants und sage du mir, auf welchem Niveau du es festlegst. Dann hast du halt immer den Capex-Covenants genommen und hast dann irgendwie letztjährige Capex oder letzte 5 Jahre Durchschnitt mal 2,5 genommen. Dass du genau wusstest, es ist ein zweiter Covenants, aber der zweite Covenants wird niemals schlagend werden. Was ich jetzt nicht sehe im jetzigen Markt, wenn ich ehrlich bin, oder ganz minimal, dass Parteien irgendwie einen weiteren Covenants fordern. Du bist eigentlich bei dem einen Covenant und das ist der Leverage Covenant. Und wenn es Leute fordern, dann muss man schon sagen: Weißt du, ich meine (...) Deals, die in dieser Zeit gemacht werden. Das sind Deals, die einfach machbar sind. Wenn ein Deal machbar ist, dann hast du halt immer rudimentär Competition. Wenn du irgendwo die einzige Partei bist, würde ich mal per se mir Gedanken machen, ob das der richtige Deal ist. Aber das habe ich auch in den letzten Monaten und auch Jahren eigentlich nie gehabt, dass wir nur mit einem gesprochen haben. Alle anderen waren weg. Von daher: Wenn du jetzt irgendwie einen zweiten oder dritten Covenants forderst, dann hast du einfach einen so großen Nachteil, dass es eigentlich keinen Sinn macht. Von daher ist der eine Covenants irgendwo schlagend. Die 40% Headroom, die man bei Debt Funds früher bekommen hat, die sehen wir auch seltener. Da bist du jetzt bei 35 oder 37,5%, wenn es gut läuft. Auch schon psychologisch keine 4 vorne. Equity Cure Right bekommst du bei guten Assets weiterhin. Ist nur eine Frage der Anrechnung. Und bei Adjustments. Das ist ein Punkt, der deutlich restriktiver geworden ist. Vor allem bei Banken. Die waren aber schon immer restriktiver bei dem Punkt. Das ist eher so, dass vielleicht Debt Funds eher so zweimal darüber diskutieren wollen. Das ist aber jetzt auch keine Rocket Science. Also du wirst den Covenant also im Endeffekt aus meiner Sicht nicht halten, weil du irgendwie 2,5% mehr adjustieren kannst. Es ist eher so ein bisschen Kosmetik.

40 I: DA1, jetzt hast du die Headrooms ja auf die Debt Funds bezogen. Wie sieht es da dann bei den Banken aus?

41 DA1: Ehrlich gesagt, ich hab das jetzt auf Debt Funds bezogen, weil Debt Funds da historisch einfach deutlich flexibler waren. Banken waren da eigentlich immer schon relativ einheitlich. Also Banken haben auch einen Covenants gehabt. Haben beim Headroom eher so 30 bis 35% gehabt. Da sind sie heute auch. Die haben bei den Adjustments sowieso schon härtere Daumenschrauben angelegt. Das machen sie jetzt auch. Das Covenants-Niveau bei Banken ist relativ unverändert geblieben. Nur bei den Debt Funds geht es von einem flexibleren Bereich weg. Man ist aber immer noch über den Banken.

42 I: Ok verstanden. Ja, noch das Thema Baskets. Hat sich da etwas verändert? In der Vergangenheit hat man hier ja zum einen mit fixen Beträgen gearbeitet und teilweise auch mit Grower Baskets, also abhängig vom EBITDA. Hat sich da etwas verändert?

- 43 DA1: Nein, also ich glaube du musstest es früher begründen, du musst jetzt begründen. (...) Factoring hast du eine Limitierung beim Basket. Aber wenn du es begründen kannst, bekommst du den jetzt unverändert. Verglichen mit früher. Auch die sonstigen Baskets. Nein. Ich glaube. (...) Ich sage es einmal so: Du musstest es früher begründen, du musst es heute begründen. Da gibt es keinen Unterschied. Auch mit Vortrag, Rücktrag. Da sehe ich keinen Unterschied.
- 44 I: Okay, verstanden DA1. Dann kommen wir jetzt zu den letzten 2 Fragen. Sind die Banken momentan weiterhin bereit, uncommitted-Linien in der Dokumentation zu verankern. Beziehungsweise haben sich die Bedingungen für die Beantragung, Ziehung verändert?
- 45 DA1: Also das sehe ich wirklich keine Änderungen. Also im Prinzip, wenn du uncommitted-Linien anfragst. (...) Dann hast du eigentlich einen Hintergrund. Dass du sagst, als Interessent hast du ein grundlegendes Interesse Buy-and-Build machen zu wollen. Du hast ein konkretes Target und du bist bereit dafür, auch jetzt schon Geld in die Hand zu nehmen, weil du musst ja darauf auch eine Arrangement Fee zahlen. Plus auch eine Bereitstellunggebühr, weil du das Geld haben willst. Allein schonmal den Schritt psychologisch zu gehen, bedeutet ja im Endeffekt: Es ist schon so konkret, dass du es machen willst. Und ich meine, es würde jetzt aus meiner Sicht mit Blick auf den Banker null Sinn machen, wenn du es konkret machen willst, aufzeigen kannst. Generell bereit ist, dass zu finanzieren (...) Das nicht einzuräumen, das nicht zu ermöglichen. Sorry jetzt spreche ich die ganze Zeit über committed-Linien. Also das mit der committed-Linie bekommst du auf jeden Fall. Wie ich es gerade gesagt habe. Und bei der uncommitted-Linie ist es eigentlich genau das gleiche. Ich habe da noch keinen Banker gesehen, der irgendwo sagt: Bei der uncommitted müssen wir bitte 10 Millionen wegmachen oder so. Das ist den meisten Bankern egal. Es geht nur ums Gesamtratio. Also das Term Debt anfänglich sollte wirklich nur in begründeten Ausnahmefällen geringer sein als die uncommitted, die man hinten darauf gewährt. Weil sonst ist einfach das Ratio so ein bisschen schief. Und die meisten Parteien wollen halt für sich ein bisschen verstehen, wenn man so eine uncommitted hat, wer kann die eigentlich finanzieren. Man schaut dann häufig, dass man bei der einzelnen Bank nicht am Anschlag ist, noch Exposure frei hat, noch was machen kann. Oder halt weitere Banken an Bord kriegen. Wenn es jetzt ein Debt Fund ist und der Debt Fund irgendwo ein maximales Ticket von 150 machen kann, ja er schon mit der kompletten uncommitted bei 200 wäre. Dann tut er sich ein bisschen schwer. Dann muss man halt von der Höhe gucken. Aber generell eine uncommitted aufzunehmen, war bislang noch in keinem Vertrag mit irgendwem ein Problem. Und das ist aus meiner Sicht auch so ein Punkt, wo ich jedem Kunden sage, egal wie ernsthaft es ist: Ja nehmt bitte eine uncommitted, weil es ist auch für die Banken ein riesen Vorteil. Also wenn irgendwas mal kommt. Die Finanzierung läuft super. Im Jahr 3 soll ein Buy-and-Build-Thema kommen und du hast keine uncommitted-Linie. Dann gehst du in komplett neue Diskussionen zum Vertrag, dann hast du komplett nochmal das Sicherheitsthema offen. Und das willst du ja auch nicht haben. Also insgesamt aus meiner Sicht kein Unterschied.
- 46 I: Okay vielen Dank für deine Ausführungen. Das letzte Thema, was mich interessieren würde, ist das Thema Ausschüttungen an PE-Investoren beziehungsweise ja Gesellschafter allgemein. Gibt es da härtere Verhandlungen in der aktuellen Zeit?
- 47 DA1: Sagen wir es mal so. Es gibt ja 2 Regelungen. Einmal hast du ja die Regelung ganz generell bei der Neufinanzierung aufsetzt. Bei der Refinanzierung zum Beispiel, wo du sagst, aber das soll an den Investor rausgehen als Recap-Betrag. Und die zweite

Möglichkeit, ab wann sind Permitted Payments im Rahmen von Dividenden möglich. Also ab welchem Leverage. Also wenn man einen gewissen Grenzwert unterschreitet, ist es möglich. Beim zweiten, ich glaube, da sehe ich jetzt keine große Veränderung. Da ist der Schwellenwert einfach ein bisschen tiefer angesetzt als früher. Aber ehrlich gesagt, ich glaube, das müssen wir noch untersuchen, ob das wirklich tiefer ist oder nur gefühlt tiefer. Aber da sehe ich keine große Veränderung. Weil das bedeutet ja nichts anderes (...) Du bist initial bereit, LBO mit 4x Leverage zu vereinbaren. Und wenn der LBO vielleicht mit 2,5x oder 2,25x gelevered ist, ermöglichst du dem Sponsor bis auf das Niveau Ausschüttungen zu machen. Das bedeutet ja nichts anderes wie der Deal ist extrem gut für alle gelaufen und es besteht die Bereitschaft, hier nochmal Geld rausnehmen zu lassen und damit auch weiterhin einigermaßen üppige Zinsen dafür zu kriegen. Ja, von daher ist so ein Win-Win-Szenario. Der Deal ist gut gelaufen, der Investor kann etwas rausnehmen, die Bank bekommt höhere Zinsen. Da sehe ich keine Veränderung. Dividende als Recap zu machen. Ich glaube das ist schwieriger geworden. Also wenn du jetzt in den Markt gehst und sagst wir haben hier ein super gelaufenes Asset, der Investor möchte nun auf ein Leverage-Niveau von 5x oder so hochhebeln. Und das geht als Dividende raus. Das ist glaub die ehrliche Aussage: Das ist sowohl bei Banken als auch mit Debt Funds im jetzigen Markt komplett schwierig. Das geht in den Sektoren, wo du halt komplett freizeichnen kannst. Dass du sagen kannst: Das ist komplett irgendwo unkritisch. Da kriegst du es vielleicht hin. Das ist aber mit Blick auf Sektoren, die nicht ganz so straight sind, durchaus auch schwieriger. Weil dann hast du auch immer eine Risikoabteilung, die sagt: Was ist, wenn die Marktlage hier doch ein bisschen kippt? Und Verantwortung des Gesellschafters und so. Da ist es schwieriger. Wir sehen auch hier aktuell, mit Blick auf Dividend Recaps, wo wir jetzt unterwegs sind. Wo wir früher vielleicht 4x gefordert haben, fordern wir jetzt vielleicht so 2,5x.

48 I: Ja super, DA1. Vielen lieben Dank für das Interview mit den sehr spannenden Ausführungen zum aktuellen Marktgeschehen.

Anhang 4: Interview DA2

1	Interview DA2
2	Interviewpartner*in: DA2
3	Datum: 21.03.2023 um 14:00 Uhr
4	Dauer: 51 Minuten
5	Medium: Videokonferenz über Microsoft Teams; Aufnahme über Tonaufnahmegerät (iPhone)
6	-----
7	[Zu Beginn erfolgte eine Einleitung durch die interviewende Person (I) zu den Hintergründen der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangslage, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach der Bestätigung durch interviewte Person wurde die Aufnahme gestartet.]
8	I: DA2, nochmals vielen Dank für die Bereitschaft für das Interview. Ich habe meine Fragen in 3 Kategorien unterteilt. Einmal das Thema Finanzierungsprozess. Einmal das Thema Strukturierung und schlussendlich das Thema Syndizierung. Und ich würde gerne mit dem Thema Finanzierungsprozess starten und da einfach mal deine aktuelle Stimmungslage abfragen. Wie ist deine Meinung insgesamt? Ist die Kreditvergabe im LBO-Geschäft restriktiver geworden durch die Entwicklungen der letzten Monate? Wie ist da so deine Einschätzung?
9	DA2: Doch also diese Grundaussage kann man schon tätigen. Glaube ich, dass es restriktiver geworden ist. Das bezieht sich natürlich dann auch immer auf einzelne Branchen und Sektoren dann getrennt. Weil klar, was immer noch ohne Ende geht, ist IT, Software, Healthcare. Insbesondere mit guten Margen. Was man halt nicht mehr sieht, sind die Top Leverages irgendwie bei Banken von irgendwie jenseits der 4,5x oder irgendwie, dass ein Debt Funds auf die 6x geht oder 6x plus sogar. Das sieht man eher \. Also gar nicht bis ganz selten. Also von daher ist es schon restriktiver geworden. Aber auch wir sehen halt auch, dass das auch nochmal stärker geprüft wird. Also was wir noch nicht gesehen hatten, das waren so, dass wir in einem finalen Investment Committee von einem Debt Fund dann auf einmal nochmal so Wünsche kommen. Man soll nochmal eine Working Capital Analyse machen und man hängt dann noch eine Woche dran bis man wirklich genehmigt ist. Also da sind schon alle ein Stück weit beunruhigt. Also insbesondere halt beim klar Automotive-, Industrial-, Consumer-Bereich. Da ist es halt deutlich restriktiver geworden und es nimmt deutlich die Bereitschaft ab, zu finanzieren. Da geht man dann auch teilweise ganz klar weg von Banken und ist eher in einem Debt Funds-Bereich. Also grundsätzlich bekommt alles noch Geld. Es bedarf halt nur in einem größeren Netzwerk sozusagen, was man anspricht. Und natürlich einer sehr guten Vorbereitung. Also bei den Plain Vanilla Akquisitionsfinanzierungen des Deals, die hochattraktiv sind, die jeder machen will, ist es nicht so aufwendig wie jetzt irgendwie bei einem Unternehmen weniger als 10% EBITDA Marge hat oder Cashflow

vielleicht mal in den Folgejahren nicht so gut aussieht wegen größerer Investitionen. Oder wo gewisse Risiken sind. Da ist es deutlich restriktiver geworden, das kann man schon klar sagen. Aber jetzt haben wir gar nicht so viele LBO-Transaktionen im industriellen Bereich oder im Consumer Goods Bereich gesehen. Also da, da gab es jetzt so Vorstöße von Investoren, um Portfoliounternehmen zu verkaufen. Und da kommt es gar nicht erst zur Finanzierung, weil die Investoren vorher schon abwinken und sagen: Das ist für uns gar nicht attraktiv. Also ich meine, das ist natürlich nochmal eine zweite Kontrollinstanz. Auch in der bei der Akquisitionsfinanzierung. Die Investoren, die sind ja auch nicht (...) Die wollen auch ihr Geld nicht verbrennen, oder sich ein Asset mit Trouble zulegen und die werden ja auch von ihren LP's gechallenged, dann nur gute Unternehmen in der aktuellen Phase zu kaufen. Also der Druck auf die ist extrem hoch, häufig. Und auch ein grundsätzlich schönes Unternehmen, das sich toll entwickelt hat, aber findet dann keinen Abnehmer. Da legen Investoren teilweise gar keinen ernsthaften Bid rein. Ja, restriktiver ist es geworden definitiv, aber es funktioniert trotzdem größtenteils noch.

10 I: Seht ihr dann auch Unterschiede, wenn ich an die Größe der Transaktion denke. Beispielsweise, dass kleinere Deals einfacher zu finanzieren sind als größere. Also Unterschiede zwischen Small Cap, Mid Cap, Large Cap?

11 DA2: Also das auf jeden Fall, deutliche Unterschiede. im Large Cap würde ich denken, dass der Markt noch relativ tot ist. Also man sieht gerade vor allem eine größere Transaktion, wo sich natürlich Debt Funds jetzt auch tummeln und versuchen, da auch mehrere 100 Millionen in einem Club Deal umzusetzen. Und (...) Also Small Cap zu finanzieren ist auch nicht immer so simpel, wenn aus irgendwelchen Gründen die kleineren lokalen Banken ausscheiden. Die Volksbanken oder Sparkassen. Da sehen wir halt auch relativ viele Mandate. Aber da eine gute Finanzierung zu bekommen, eine sinnvolle, da braucht man schon einen guten Advisor, der da eine Hilfestellung gibt. Aber wir kriegen eigentlich alles im Small Cap momentan finanziert. Im Mid Cap würde ich sagen auch. Da klappt das gut. Aber im größeren Bereich wird es dann schwierig beziehungsweise da gibt es aktuell auch weniger Transaktionen, auch generell. Aber ja gut, die Anzahl der Player hat sich da noch nicht reduziert. Im Gegenteil. Also wir sehen auch im Mid Market, dass eine JP Morgan mit einem eigenen Fund kommt, Fidelity wollen hier in den Markt reingehen. Also die Anzahl der Akteure im Mid Market erhöht sich aktuell noch. Schauen wir mal, wie lange das so bleibt.

12 I: Dann drücken wir die Daumen, dass ihr weiterhin eine gute Auswahl bei der Ansprache habt. Ist es denn so, dass ihr insgesamt breiter ansprecht wie in der Vergangenheit? Dass ihr direkt mehr Finanzierungsparteien einlädt? Das würde mich mal interessieren. Und was mich auch interessiert, wie deine Einschätzung ist: Bietet es einen Vorteil, vor allem in den unsicheren Zeiten, wenn ein PE-Haus schon einmal mit einer Bank finanziert hat?

13 DA2: Ja, das absolut. Das kann ich vorziehen die Antwort. Also das ist immer hilfreich, wenn da schon eine gewisse Vertrauensbasis da ist. Wir haben aber weniger den Ansatz und per Postwurf den ganzen Markt zu kontaktieren. Sondern wir versuchen wirklich maximal irgendwie 10 Debt Funds oder 10 Banken irgendwie anzusprechen. Und wir machen uns auch im Vorfeld Gedanken: Wer ist relevant für den Deal? Passt das zu denen? Also, dass wir irgendwo anrufen und sagen: Wir haben jetzt die und die Branche, wir haben die Größenordnung, das ist der Investor und dass uns dann einer absagt. Das kommt eigentlich nie vor. Also diese erste anonyme Ansprache. Das funktioniert meistens. Das ist dann eher bei so schwierigen Assets. Wir haben jetzt einen

größeren Deal im Automotive-Bereich. Da sind wir wirklich in die Breite gegangen, weil Automotive halt nicht gerade State of the Art ist. Und sonst gehen wir aber sehr selektiv in die Ansprache. Also letztes Jahr sind wir beispielsweise soweit gegangen. (...) Das war ein Kabelhersteller. Da hat uns der ein oder andere Debt Fund abgesagt. Und wir haben gesagt: Nein, ihr vertut euch hier. Also, ihr müsst euch den Deal nochmal intensiver anschauen. Der Investor, das Management, das Unternehmen selber. Das passt super zu euch und so hat sich das dann auch bestätigt und der Debt Funds war wirklich beeindruckt. Dass sie gesagt haben: Ja, ihr kennt uns mittlerweile und ihr wisst, wer zu uns passt. Und die waren am Ende Credit Approved auf das Asset, obwohl sie es in der ersten Runde abgelehnt haben und wir ihnen gesagt haben: Nein, das war jetzt ein Fehler, das habt ihr euch nicht angeschaut, guckt euch das mal tiefer an. Also wir sehen uns hier ja auch als Value Add Berater und nicht nur einfach als Prozesstreiber oder als Makler, so wie viele andere Berater in der Branche vielleicht.

14 I: Ja, vielen Dank für deine Einschätzung DA2. Wenn du jetzt an einzelne Transaktionen aus der jüngeren Vergangenheit denkst. Welche Bedeutung hat das Thema Rückbeteiligung des Verkäufers und / oder des Managements momentan für die Kreditvergabe? Vor allem in den unsicheren Zeiten aktuell?

15 DA2: Also das hat aber nichts mit der aktuellen Situation zu tun, dass muss ich sagen. Das ist für mich auch das A und O (...) also LBO lebt sicherlich (...) man stellt auf das Geschäftsmodell ab und das Geschäftsmodell ist sicherlich wiederum wieder abhängig, dass die richtigen Leute es befeuern und führen. Kleine Anekdote aus meiner eigenen Bankergeschichte. Da gab es eine Transaktion, die ich damals bei der Ursprungstransaktion als Banker gemacht habe. Die Refinanzierung lief dann später über uns Debt Advisor. Damals hatte ich auch mit der Risikoseite die Diskussion als der Investor eingestiegen ist. Ist das Management ausreichend intensiviert? Und da hatte der Manager hatte irgendwie ein wahnsinniges Gehaltspaket. Also wirklich hat 7-stellig verdient. Wenn der Businessplan erreicht wurde, hat er einen Bonus bekommen. Wenn das Unternehmen überperformt, hat er noch einen größeren Bonus bekommt. Also der hat wirklich so als Mittelständler ein wahnsinniges Paket und hatte die letzten Jahre auch super verdient und das sollte so weitergeführt werden. Und der Risikoleiter hat immer argumentiert: Nein er braucht Shares, sonst ist er nicht ausreichend intensiviert. Und wir haben ihn dann breitgeklopft und dann gesagt, das Gehaltspaket, das sieht er ja nirgendwo anders mehr und das ist Incentive genug. Und es kam, wie es kommen musste. 4 Wochen nach der Transaktion hat der CEO gekündigt, ist rausgegangen. Also das ist schon immer ein Dauerbrenner mit der Rückbeteiligung. Das ist extrem wichtig. Also Deals, wo das Management dann ausgetauscht wird, das gibt es auch. Hat ganz klar ein deutliches Risiko, zusätzliches Risiko, als wenn das bestehende Management das Unternehmen seit irgendwie mindestens 5 Jahren kennt. Definitiv extrem wichtiger Punkt immer. Und das ist aber auch für viele Sponsoren ein No Go. Und auch nochmal eine Anekdote. Also in den letzten 3 Jahren war es, glaube ich, für die PEs, die ein gutes Management hatten eine OK-Zeit. Für die Private Equity Player, die kein gutes Management hatten, war es eine schlechte Zeit. Und dann haben die auch extrem viel Energie in die Portfoliounternehmen gelaufen, weil der Investor sich viel stärker einbringen musste, die ja sich permanent verändernde Marktsituation zu verarbeiten im Unternehmen. Und ich kenne den einen Investor oder anderen Investor, der sagt, wir kaufen nur noch Unternehmen, wo wir ein Top-Management haben. Weil sonst kann ich meine Aufgabe hier gar nicht mehr nachkommen. Sonst mache ich \. Muss noch mehr Leute einstellen, die sich darum kümmern. Aber das wirft auch wieder mein Geschäftsmodell durcheinander. Also das ist ein extrem wichtiger Punkt.

- 16 I: Okay vielen Dank für deine Einschätzung. Dann schauen wir mal noch Richtung Finanzierungsprozess bei den Banken. Habt ihr da momentan das Gefühl, dass Banken oder Finanzierungsparteien insgesamt Unterlagen detaillierter prüfen? Im Vergleich zu früher? Und ob ihr bewusst auch hergeht und Banken früher in den Prozess mit einbindet, beispielsweise für die DD-Phase.
- 17 DA2: Das ist mehrschichtig. (...) Also wesentlich mehr Fragen stellen die Debt Funds als die Banken. Die Banken stellen kaum Fragen. Also zum Beispiel in einer Management-Präsentation stellen sie wenige Fragen und in den Kreditprozessen würde ich sagen, sind die Funds \. Die stellen mindestens mal doppelt oder dreifach so viele Fragen wie die Banken. Wenn wir jetzt nur über LBO-Finanzierungen reden, da wird keiner mit in den DD-Prozess mit einbezogen. Es sei denn, es ist irgendwie ein Recap oder sowas. Und das ist schon relativ klar, wer die Finanzierer sind. Sonst ist es eben halt auch so unser goody sozusagen bei DA2 als Value Add Berater. Dass wir eigentlich \. (...) Wir analysieren selber den Credit-Case für uns und sagen, das sind die schwierigen Themen. Das wird bei den Banken aufstoßen und die müssen wir besonders gut due diligencen. Also wir nehmen das schon vorweg sozusagen. Und da haben wir eigentlich ein gutes Händchen dafür. Also, es geht ja auch soweit bei uns, dass wir auch in der (...) aktiv bei der Planung unterstützen und den sagen: Okay die Planungen, die ihr da geschnitzt habt, die ist für einen Banker nicht ausreichend, weil die zu wenig Puffer bietet oder das Thema ist so nicht nachvollziehbar. Das wir sofort bemängelt werden. Das fängt schon an mit einer Bulletproof-Planung und dann werden die kritischen Themen sauber aufbereitet. Und das ist eben diese runde Debt-Story, die wir immer formen. Das ist wichtiger geworden in der aktuellen Zeit, dass man antizipiert: Was sind die kritischen Themen, was sind die Stolperfallen sozusagen. Und die räumen wir alle aus dem Weg. Und dann ist es Zahlen, Daten, Fakten, eine runde Debt-Story. Und dann läuft der Kredit durch, wie ein heißes Messer durch Butter.
- 18 I: Das ist immer gut. Ja spannend zu hören, wie ihr da vorgeht. Ja, und das erspart natürlich auch nachher Investor oder auch den Banken Zeit.
- 19 DA2: Das ist der Punkt. Das hören wir auch immer, gerade im Corporate Bereich. Also wir hätten nicht damit gerechnet, dass wir so committed sind. Dass wir so (...) dass alles durchdenken. Das ist so aber auch mein Motto, dass sich Qualität durchsetzt. Und deswegen sind wir auch bei vielen Sponsoren in den letzten 5 Jahren halt auch so gut im Markt verankern können. Weil die einfach auf unsere Qualität setzen. Und wir hören uns immer wieder: Also andere Debt Advisor sind nicht einmal in der Lage die EBITDA-Marge zu erläutern vom letzten Jahr. Ich glaube wir machen einen ganz guten Job in Gänze und dadurch auch eine gute Marktposition so bekommen und klar: Du kannst natürlich dann auch raus aus diesem Plan Vanilla Geschäft und dann rein auch in komplexeren Deals. Also wir haben gerade wirklich sehr schwierige Fälle, wo wir echt tolle Fees auch abrechnen können.
- 20 I: Okay sehr spannend auf alle Fälle. Ja das Thema Geschwindigkeit. In der Vergangenheit hat dies ja eine extrem große Rolle gespielt. Hat sich denn das Thema verändert? Dass das Thema Geschwindigkeit nicht mehr die oberste Priorität hat? Und hat dieses Themenfeld in den letzten Jahren, deiner Meinung nach, dazu geführt, dass Banken oder andere Parteien nicht so tief ins Detail reingegangen sind. Also bei der Prüfung. Hier würde mich deine Meinung interessieren.
- 21 DA2: Also dadurch, dass diese Mid Market Deals weggefallen sind. Da habe ich immer die größte Geschwindigkeit gesehen. Weil dann einfach der Druck hoch war, weil viel

mehr Interessenten auch im Prozess waren. Also da nehmen wir teils sehr hohe Geschwindigkeit wahr. Auch ein wahnsinniger Druck von der Verkäuferseite, möglichst schnell, also von den Verkaufsberatern auch, verrückte Timelines mitzugehen. Im Small Cap sehen wir das eigentlich weniger. Also da, wie gesagt, das ist oft bilateral. Oder da sind das aber auch nicht so große Player, die den Verkaufsprozess führen. Und deren Ziel ist es halt auch zu sagen, irgendwann reden wir nur noch mit einer Partei und nicht mit 5 gleichzeitig oder so. Das ist immer \. Wir wissen eigentlich immer, welcher Verkaufsberater drauf ist. Dann wissen wir schon, wie verrückt der Prozess wird ein Stück weit. Und ich sehe auf der Prüfungsseite sehe ich gar nicht die Geschwindigkeit als das Problem an. Weil man hat ja wieder die Kontrollinstanz durch den Investor. Man hat komplettes DD-Paket und wenn da keine Findings drinstehen, was will man da machen? Weil da steht, der Businessplan ist so plausibel, der wächst mit 20% Sonst haben wir auch keine Findings. Dann bekommt man vielleicht noch ein bisschen für einen Downside Case. Aber das ist nicht das Problem. Das kriegen die Banken auch schon in der in der Timeline hin. Dafür sind die Leute alle gut ausgebildet und so. Ich sehe eher den Druck am Markt als das Problem an, Deals zu machen. Und einige Banken am Markt sind aus dem Geschäft rausgegangen, weil sie, glaube ich, nicht profitabel waren. Sie haben zu wenig Deals gemacht. Dann gab es Abschreibungen auch natürlich. Aber die Profitabilität war dabei, weil zu viel Anbieter am Markt da sind. Und ich glaube das ist das Problem. Dass man halt sich über eine aggressive Struktur durchsetzen muss. Gegen andere Anbieter. Und daraus resultieren die Fehler. Dass man dann irgendwas übersieht oder einem Unternehmen doch zu viel Leverage gibt. Vom Prinzip im LBO-Markt sind es, glaube ich, immer Geschäftsmodelle, die verlieren in den nächsten 5 oder 7 Jahren nicht die Daseinsberechtigung. Das sind dann eher so strukturelle Deal-Fehler. Sei es jetzt irgendwie, man hat einen unfähigen Manager draufgesetzt oder es wurde zu viel Leverage draufgegeben. Klar, was bei Corona passiert ist \. (...) Dass dann auf einmal kein Flugzeug mehr fliegt und so weiter. Das ist natürlich nicht vorhersehbar. Aber wir sehen aber auch jetzt diese ganzen Tourismus-Assets, dass sie sich wieder erholen. Vom Prinzip ist das Geschäftsmodell auch nicht obsolet von denen, sondern die haben einfach 2 Jahre Pause gemacht sozusagen und dann geht es weiter. Und ich glaube, wenn jetzt alle 2 Jahre dranhängen an ihren Kredit, an ihre Haltedauer. Dann wird es auch wieder okay werden. Dann wird jeder sein Geld zurückbekommen und man hat keinen Ausfall. Also von daher. Bei meiner Bankerkarriere damals, habe ich glaube ich auch irgendwie mit 2 Betrugsfällen wirklich Geld verloren und sonst nie einen Komplettausfall gehabt. Also ich glaube eher, dass die aggressiven Strukturen in Gänze das Problem sind und das wahrscheinlich so Deals, wo Projektgeschäfte ist oder volatile Geschäftsmodelle (...) Da darf man irgendwie per se nicht mehr als 3x Leverage geben. Auch an Stelle musst du sonst irgendwie gewisse zusätzliche Flexibilität einbauen. Also die Geschwindigkeit ist für mich nicht das Problem. Eher das Problem mit dem Druck am Markt und der Wettbewerbssituation.

22 I: Vielen Dank für deine Einschätzung DA2. Jetzt hast du gerade schon das Thema Leverage genannt. Das ist auch ein Punkt aus meinem zweiten Themenblock, von der Strukturierung. Ja was hat sich denn da getan? In Bezug auf den initialen Leverage, Eigenkapitaleinsatz des Investors und auch die Tilgungsstruktur? Aufteilung Tranche A, Tranche B. Wie ist da so deine Einschätzung der letzten Monate?

23 DA2: Also definitiv ist der Leverage runtergekommen. Die Finanzierungskosten sind gestiegen, im Wesentlichen durch den EURIBOR. Und marginal durch die Marge sozusagen. Also da sehen wir nicht viel Aufschlag ehrlich gesagt. Ist eher der EURIBOR, der die Finanzierung treibt. Und genau, ein Stück weit ist man vorsichtiger, was den Leverage angeht. Da würde ich sagen, da ist man wahrscheinlich einen halben Turn irgendwie drunter. Wenn wir jetzt hier über Small Cap sprechen, ja kommt das so

ungefähr hin. Vielleicht auch ein bisschen weniger im Small Cap, weil da per se nicht so viel Leverage gegeben wurde in der Vergangenheit. Also da sehen wir ein bisschen reduzierten Leverage. Und klar ist jetzt die Frage und auch der Wunsch von den Banken geäußert, auch mehr Tilgungen zu geben. Aber durch die höhere Zinsbelastung, die jetzt irgendwie, wenn wir jetzt einen EURIBOR von 3,5% haben, glaube ich in die Richtung. Dann hat man ja fast schon eine doppelte Zinsbelastung. Und das drückt natürlich auf die Tilgungsfähigkeit, ganz klar. Ich glaube was wichtig ist, ist, dass man den Unternehmen nicht zu sehr mit Debt Service überlastet. Das ist wieder der Punkt, dass man da auch ein bisschen für einen Downturn \. (...) Dann sollte es nicht direkt zu einer Belastung kommen. Also der Wunsch ist da, mehr Tilgung zu bekommen. Aber in der Regel kann man durch die höhere Zinsbelastung das gar nicht umsetzen. Auch durch die aktuelle Notwendigkeit, hier ein bisschen Puffer auch einzubauen. Also wir sehen da durchaus immer noch, nach wie vor eigentlich, die ähnliche Tilgungsstruktur wie vorher auch. Und wir sehen auch immer eine Bereitschaft, auch eine rechtsschiefe Tilgung oder sowas \. Dass man halt sagt, die ersten 2 Jahre machen wir noch eine reduzierte Tilgung und dann hinten raus ein bisschen mehr. Also da ist die Flexibilität durchaus gegeben. Mit einer Sparkasse haben wir gerade eine relativ aggressive Struktur, dass wir auch auf einem 62% Share sozusagen eine Finanzierung bekommen. Und die Zins- und Tilgungsleistung erfolgt dann über Dividendenmodell sozusagen. Also relativ sportlich, was wir da bekommen und zum Teil sind dann Sparkassen auch wesentlich entspannter. Oder vor allem so kleinere Sparkassen, die wohl nicht viel LBO-Geschäft machen. Also da sehen wir auch durchaus auch jährliches Covenants-Testing oder so was. Das gibt es durchaus auch noch.

24 I: Spannend zu hören. Also ich nehme mit: Margen haben sich ein Stück weit erhöht. Aber Haupttreiber der höheren Zinsbelastung natürlich durch den EURIBOR-Anstieg. Wie sieht es beim Thema Einmal-Fees aus? Hat sich hier auch etwas verändert, weil beispielsweise die Syndizierung schwieriger geworden ist. Und bei Underwritings mehr Fees gewünscht sind, aufgrund des höheren Risikos? Könnt ihr hier entsprechende Beobachtungen machen?

25 DA2: Also im Small Cap nicht, würde ich sagen. Bei den Banken im Mid Market. (...) Okay, ich sehe immer den Versuch höhere Margen und Fees aufzurufen. Aber wenn man halt so ein bisschen challenged und die wollen den Deal dann machen. Dann ist man relativ schnell wieder zurück in der alten Welt. Underwriting sehe ich gerade gar nicht sozusagen. Und wenn, dann wird schon ordentlich draufgeschlagen. Aber mich hat schon gewundert, dass vor ungefähr einem Jahr \. Da haben wir mit einer Landesbank für einen deutschen PE-Investor ein Underwriting bekommen. Das war sehr sportlich, das Underwriting. Das hat aber auch funktioniert dann, die Syndizierung. Aber mir ist aktuell kein Fall bekannt, wo es ein Underwriting im Markt gibt, sozusagen. Das ist der mir letzte bekannte. Also klassisches Underwriting kommt nicht mehr vor. Daher fahren wir auch den Prozess, wo wir mehrere Banken parallel ansprechen und zusammenbringen. In der Regel braucht man dann kein Underwriting mehr. Und wenn doch, dann mit sehr überschaubarem Risiko.

26 I: Was mich auch interessieren würde DA2 ist das Thema \. Ich nenne es jetzt mal als Gesamtbegriff unternehmerische Freiheit. Also mit Blick auf Financial Covenants, Headrooms, Adjustments beim EBITDA. Und auch das Thema Baskets. Wie ist denn da so momentan die Gemengelage aus deiner Sicht?

27 DA2: Also der Markt dreht da ganz klar in die in die Richtung, dass es more lender friendly wird. Also es war ja eine Zeit lang extrem borrower friendly. Da wird es aktuell

absolut schwieriger, attraktive Finanzierungen zu bekommen. Also richtig attraktive. Und die Lender können da einfach mehr Themen selber bestimmen. Gerade halt, wenn es nicht gerade Healthcare, IT, Software ist. Sondern etwas schwierige Branchen. Da haben die Banken ganz klar den Hut auf. Bei der Verhandlung. Und wir sehen ganz andere Dokumentation als vorher. Oder relativ andere. Also viel mehr lender friendly als vorher. Jetzt würde ich aber sagen, dass aber trotzdem also \. Der Leverage-Covenant ist das scharfe Schwert und die anderen Covenants \. Das ist so DSCR bei 1,0. Der war noch nie wirklich aussagekräftig. Aber wird sehen aber auch, dass bei Headrooms stärker dagegengehalten wird. In Summe wird schon härter verhandelt und es wird weniger zugelassen. Kann man sich aber auch erlauben, weil die anderen Banken auch so agieren.

28 I: Hast du mir da eine Hausnummer für die Headrooms aktuell?

29 DA2: Alles läuft klar wieder Richtung 25%, gerade bei Banken. Die Debt Funds geben da ein bisschen mehr. Aber das unterscheidet dann auch den guten vom schlechten Banker sozusagen. Weil man muss halt verstehen, wie ist die Business Planung? Ist das schon eine enge Business Planung? Ist da schon viel Headroom in der Planung drin? Wie viel Headroom kann ich da noch draufgeben? Also ich glaube das ist \. Wo liegen wirklich die Risiken im Unternehmen? Das muss man verstanden haben. Für mich ist das immer so eine individuelle Frage auch ein Stück weit. Vom Geschäftsmodell abhängig, vom Business Plan abhängig. Aber grob ist es irgendwo Richtung 25%.

30 I: Okay verstanden.

31 DA2: Also klar, wir hatten auch mal ein Management beziehungsweise Verkäufer gesehen, die gesagt haben: Ja klar, wir wollen den maximalen Kaufpreis sehen, uns rückbeteiligen. Aber wir wollen idealerweise nur irgendwie 2x Leverage haben oder so. Und da haben die Investoren gesagt: Das funktioniert aber nicht, wenn ihr voll absahnen wollt. Dann müssen wir auch Leverage draufpacken. Die hatten aber auch ein Business Case, der super wachsen sollte. Und wir haben den Business Case im Financing Case dann komplett runter gedreht. Dass wir gesagt haben, das ist der Case, bei dem wir auch noch einen 6er Leverage bekommen bei einem Debt Fund. Also da muss ich dann irgendwie, keine Ahnung, in den nächsten 5, 6 Jahren auf ein gewisses Niveau entschulden. Dann haben wir da halt dann nochmal irgendwie 30% Headroom draufbekommen. Und so hatten wir noch 200% irgendwie teilweise im EBITDA Headroom, weil wir den Business Case runtergedreht haben von denen. Also das ist alles so links und rechts. Aber wie gesagt, die Banken sind schon näher dran an den Unternehmen und versuchen da, sichere Kreditverträge abzuschließen.

32 I: Wie sieht es mit dem Thema Baskets aus? Für Factoring, die Aufnahme weiterer Finanzierungen oder Capex-Restriktionen aus dem laufenden Cashflow beispielsweise.

33 DA2: Das ist immer von den Strukturen abhängig. Aber also Factoring sehen wir eigentlich, dass es immer möglich ist. In einem gewissen Rahmen. In einem vernünftigen, nachvollziehbaren Rahmen. Aber gut, mehr als die Forderung kann man auch nicht factorn, sozusagen. Aufnahme weiterer Finanzierungen. Klar limitiert. Also auch das Thema Vermögenswerte et cetera. Da sind klar Restriktionen da. Und jetzt haben wir gerade auch über die A/B Struktur gesprochen. Und wenn du dann auch ein Excess Cashflow irgendwie haben willst. Das ist sicher dieser Tanz, sozusagen. Wir können uns nur so viel Zins und Tilgung, also Belastung durch den Debt Service, leisten und

das Unternehmen braucht auch noch irgendwie Luft zum Atmen. Und hat dann eine größere endfällige Tranche. Dann willst du natürlich auch irgendwann einen Excess Cashflow haben. Um den Excess Cashflow auch mit Leben zu füllen, braucht es natürlich auch einen Capex-Covenant. Weil sonst werden die goldenen Wasserhähne sozusagen angeschafft. Wie man so schön sagt. Dann bleibt nichts übrig für Tilgung. Also das bedingt sich alles gegenseitig. Aber ich denke, also bis auf Factoring \. Das sehe ich eigentlich mittlerweile fast als Standard an, dass man überall Factoring fast mit einzieht und dann ein Basket auch offenlässt. Aber der Rest ist limitiert, ganz klar. Und teilweise auch stärker als vor der Krise. Zumindest mit mehr Diskussionen in der Verhandlung.

34 I: Was mich weiter interessiert ist das Thema Ausschüttungen an PE-Investoren, beziehungsweise Gesellschafter allgemein. Gibt es da aktuell Restriktionen oder stärkere Restriktionen wie in der Vergangenheit?

35 DA2: Marginal. Also da sehen wir schon so die 2,5x so als Grenze und in begründeten Ausnahmen geht es auch darüber. Bei kritischen Geschäftsmodellen oder wo die Strukturen sehr aggressiv sind, ist es auch eher Richtung 2x. Also da sage ich die große Schwelle sehe ich bei 2,5x und zum Teil geht es dann darunter.

36 I: Okay verstanden. Siehst du momentan Recaps am Markt? Wenn ja, sind die Banken bereit, da was zu machen?

37 DA2: Ja schwierig, Recap. Also wir haben in der Tat letztens einen Recap gepitcht, wo wir glauben, dass der auch funktioniert hätte. Da hat man sich aber leider für jemand anders entschieden. Der wohl bessere Kontakte in der Branche hatte offensichtlich. Recaps, extrem schwierig. Aber auf einem niedrigen Niveau geht das schon. Und wir haben auch letztes Jahr einen Recap gepitcht, allerdings auch den Zuschlag nicht erhalten. Da waren wir sehr ehrlich und haben gesagt: Wir glauben mehr als 3x ist nicht drin. Maximal. Wir brauchen ein gutes DD-Paket und das wird schon einigermaßen teuer. Das war auch ein Investor, für den wir auch schon mehrfach gearbeitet haben. Ein anderer Advisor, der gesagt hat, nein wir brauchen kein DD-Paket. Und das mache ich hier mit der Bank xy und da kriegen wir auf jeden Fall 4x Leverage oder so. Ich habe auch danach gesagt \. Wir haben eine gute Beziehung zu euch lieber Private Equity Investor. Und ich erzähle euch jetzt auch keinen Bullshit oder irgendeinen Blödsinn. Und am Ende ist alles so eingetreten, wie wir das prophezeit hatten. Also im gewissen Maße ist alles noch möglich. Aber niedriges Niveau. Da geht keiner großes Risiko ein. Also wenn du jetzt einem guten Unternehmen irgendwie wieder 2x Leverage gibst. Das verträgt dann das Unternehmen und da kann man auch Equity rausziehen, wenn die weiteren Parameter passen. Was halt immer die Diskrepanz zwischen Banken und Debt Funds ist. Banken gucken aufs Cash Equity vom Investor und Debt Funds lassen sich dazu hinreißen, aufs Implied Equity zu schauen. Also auf den Unternehmenswert. Genau, aber das ist halt niedriges Niveau aktuell bei Recaps, würde ich sagen. Sehe ich jetzt nicht in der breiten Masse.

38 I: Okay verstanden. Dann kommen wir zum letzten großen Themenblock. Die Syndizierung. Das Thema Underwriting haben wir ja schon angerissen. Du hast ja schon gesagt, dass du dies momentan gar nicht siehst. Wie ist allgemein die Syndizierung. Ich sage mal so: Geht der Risikoappetit der Banken nach unten? Das heißt, man braucht mehr Parteien pro Deal?

- 39 DA2: Ja also das ist definitiv so, dass es schwieriger geworden ist. Weil aus den Häusern dann recht unterschiedliche Anforderungen kommen, auch zur Dokumentation. Da ist der Abstimmungsaufwand größer geworden. Und wie du sagst, die Ticket Sizes sind kleiner geworden. Also von daher ist der Prozess ein bisschen aufwändiger. Aber ja, vom Prinzip funktioniert das schon noch ganz gut. Die Syndizierung geht bei uns aktuell auch so, dass wir direkt mehrere Häuser ansprechen. Und damit kriegen wir die Finanzierung immer ganz gut zusammengestellt. Man muss halt immer aufpassen, dass da nicht so eine Bank dabei ist, die den Leverage dann irgendwie nochmal einen halben Turn niedriger sieht oder so. Das zerschießt einem dann natürlich das ganze Term Sheet. Da muss man so ein bisschen aufpassen.
- 40 I: Dann würde es mich noch interessieren, vor allem jetzt in dem volatilen Umfeld. Wo siehst du die Vor- und Nachteile für sowohl die Banken als auch die PE-Investoren. Wenn es um das Thema einzelner Kreditgeber versus Konsortium geht.
- 41 DA2: Genau bei LBO-Prozessen ist es natürlich ein riesen Vorteil, wenn man da nicht irgendwie mit 3, 4 Banken abstimmen muss. Sondern man hat nur einen, der einfach alles macht und der dazu auch noch relativ unternehmerisch denkt. Und vielleicht schon in gewisser Weise die Risikobrille aufhat, aber für das Risiko eine Lösung sucht, sozusagen. In der Dokumentation auch. Also während manche Banken da schon ein bisschen eingestaubt sind und dann irgendwelche Vorgaben die ganze Zeit nur umsetzen müssen, ist ein Debt Fund natürlich dann flexibel. Das Problem ist, dass gerade im Small Cap Bereich, da kommt immer so vor, als würden die Debt Funds, die im Small Cap sind, auch versuchen, sich abzusprechen, was Pricing angeht. Haben wir auch letztens gehört: Unter 8,5% geht da gar nichts mehr plus EURIBOR im Small Cap. Das ist natürlich quatsch. Weil wir finden dann trotzdem einen, der es für 6,5% macht. Und dann gucken alle ganz komisch. Und da muss ich ehrlich sagen, die Debt Funds geben ja auch keine 5x Leverage bei den Small Cap-Unternehmen. Und kein Mensch gibt die doppelte Zinsbelastung aus, nur für irgendwie, für einen halben Turn mehr Leverage. Das ist totaler Quatsch. Ich glaube jetzt gerade hat die Stunde der Sparkasse und Volksbanken im Small Cap und Mid Cap geschlagen. Ich glaube im Mid Cap wird das jetzt auch spannend. Wenn mal wieder mehr Deals da sind. Aber im Small Cap auf jeden Fall. Und da glaube ich leider, dass die Sparkassen und Volksbanken zu wenig Kapazität haben in Gänze. Und was mich auch wundert: Ja klar, jede Sparkasse ist für sich alleine eine Risikoeinheit. Aber klar, wenn die Sparkassen eine zentrale Strukturierungsabteilung hätten und die sich mit ein paar Sparkasse teilt und die einzelnen Parameter der einzelnen Häuser kennt. Da könnten die Sparkassen morgen direkt doppelt so viel Business machen gefühlt. Und dann würden auch die Konditionen und die Bedingungen noch besser werden, weil es halt dann einheitlich sozusagen gemacht werden könnte.
- 42 I: Dann sind wir mit dem Interview durch. Vielen Dank DA2 für die Bereitschaft und das informative Gespräch.
- 43 DA2: Ja klar, da interessiert mich im Nachgang auch die Auswertung. Auch so, was die anderen Debt Advisor, Banken, Investoren das aktuelle Marktumfeld sehen. Weil das ist natürlich, klar, immer so eine kurzfristige Aufnahme. Was mich beunruhigt ist halt das Thema aktuell mit der Silicon Valley Bank oder mit der Credit Suisse. Das ist natürlich schon krass, dass es so aus dem nichts wieder kommt. Und ich glaube halt, dass wir im Immobilienbereich mehr Ausfälle sehen werden als im Corporate Bereich. Da gab es jetzt schon die ersten Fälle. Die haben riesige Probleme, Dinge neu zu finanzieren. Und da steckt richtig Volumen drin. Da kann schon noch sehr viel Druck auf den

Bankensektor kommen. Was sich natürlich auch wieder auf das Thema auswirken kann. Auch der Druck mit Russland / Ukraine und auch China wird bleiben. Das ist schon spannend, wie es weitergeht, wenn paar Ausfälle im Immobilienbereich kommen. Und da ist richtig Volumen drin. Das ist schon spannend, wie es weitergeht.

Anhang 5: Interview PE1

1	<u>Interview PE1</u>
2	Interviewpartner*in: PE1
3	Datum: 13.03.2023 um 14:00 Uhr
4	Dauer: 45 Minuten
5	Medium: Videokonferenz über Microsoft Teams; Aufnahme über Tonaufnahmegerät (iPhone)
6	-----
7	[Zu Beginn erfolgte eine Einleitung durch die interviewende Person (I) zu den Hintergründen der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangslage, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach der Bestätigung durch interviewte Person wurde die Aufnahme gestartet.]
8	I: So PE1, nochmals vielen Dank für die Bereitschaft für das Interview. Ich habe die Fragen in 3 Hauptkategorien unterteilt. Das eine, was mich interessiert ist das Thema Finanzierungsprozess, das andere die Strukturierung. Also vertragliches, Term Sheet, Dokumentation. Und schlussendlich geht es mir auch um das Thema Syndizierung.
9	I: Und da würde ich mich jetzt zunächst mal interessieren, also die Blickrichtung von Ihnen. Auch die Erfahrungen der letzten Monate: Wie ist denn ihr Stimmungsbild, wenn sie jetzt mit Banken über das Thema LBO-Finanzierung sprechen? Haben sie gemerkt, dass es restriktiver wird in der Kreditvergabe von solchen Transaktionen. Wie ist da ihre Einschätzung momentan?
10	PE1: Ja, also ganz grundsätzlich, sozusagen. Vielleicht einen Einblick, zum einen natürlich aus dem Geschäft sozusagen von PE1, aber dann natürlich auch so ein bisschen breiter über den Gesamtmarkt hinweg. Da haben wir schon Verständnis entwickelt und ich glaube wichtig ist sozusagen, dass man in unterschiedlichen Größenklassen doch nochmal unterschiedliche Dynamiken sieht. Also gerade sozusagen im Larger Mid Cap oder Large Cap. Da ist, sage ich mal, aktuell extrem starker Finanzierungsengpass. Während wir das jetzt sozusagen bei uns in unserem Segment nur abgestuft wahrnehmen. Und da so bei uns im Segment ist es glaube ich extrem heterogen, insbesondere in Bezug auf die Qualität der Unternehmen und auch der Sektoren. Also Themen wie Consumer Sektor oder zyklischere \. Oder sage ich mal Sektoren, die da haben es glaube ich wirklich akute Schwierigkeiten solche Transaktionen zu finanzieren jetzt. Wenn wir jetzt gerade über Healthcare oder IT sprechen oder ja sagen wir in stabileren Sektoren. Da findet man durchaus noch Interesse sozusagen im Finanzierungsmarkt zur Finanzierung der Transaktion. Aber ich glaube, was man generell schon beobachten kann, ist, dass es eine größere Zurückhaltung gibt in Bezug \. Also erstmal generell, die Transaktionswahrscheinlichkeit, aber auch, sage ich mal, generell was die Terms angeht. Also geringeren Leverage und hier und da auch engere Terms. Aber eben bei

qualitativ hochwertigen Assets gibt es da durchaus noch genügend Finanzierungspotenzial und da auch noch entsprechend Wettbewerb. Das sehen wir schon so.

11 I: Wenn ich gleich auf meine nächste Frage komme. Welche Unterschiede sehen Sie so? Also in Bezug auf Geschäftsmodell, Branchenzugehörigkeit und Sitz des Unternehmens?

12 PE1: Welche Unterschiede gibt es da so? (...) Für uns gefühlt ist der Fokus halt sehr viel stärker auf das Thema Cashflow gegangen, sehr viel stärker auf das Thema: Was ist wirklich wiederkehrend? Was ist sozusagen konjunkturunabhängig. Was ist auch das Thema Nachhaltigkeit, sozusagen. Im Wachstum oder generell auch in den Margen. Man hat ja große Verwerfungen jetzt gehabt, einfach durch die Covid-Krise, wo man natürlich auch noch Unsicherheit hat. Was davon ist jetzt eigentlich, ja, nachhaltig und was sind vielleicht auch Einzeleffekte.

13 I: Okay verstanden also, ich nehme mit: Zum einen Qualität mit Blick auf Cashflow. Geschäftsmodell auch Unterschiede in der Branchenzugehörigkeit für manche Branchen, klar, einfacher Finanzierungen zu finden. Für manche deutlich schwieriger. Merken sie auch so, dass das Thema Sitz des Targets Unterschiede ausmacht? Damit gemeint ist, vor allem im Sparkassensektor ist es ja so, dass das Regionalprinzip eine Rolle spielt. Das diese wieder primär in ihrem Geschäftsfeld schauen, in ihrem Geschäftsbereich vor Ort. Merken Sie solche Entwicklungen?

14 PE1: Ja, da fehlt mir jetzt so bisschen der Überblick. Also der Vergleich aufgrund der geringen Anzahl. Kann ich mir aber gut vorstellen. So ein bisschen aus behavioristischer Perspektive hat man ja eher so ein bisschen den Home Bias. Und dann ist sozusagen \. Das ist natürlich strukturell häufig begünstigt, wie jetzt sozusagen im Fall der Sparkassen auch, dass man sozusagen sagt: Ja, wir fokussieren uns nur auf die Region und dann in Zeiten der Unsicherheit besinnen sich viele sozusagen auf ihren Kernbereich. Und das ist dann häufig auch regional. Also wenn es international \. Wir sind fokussiert auf Unternehmen im DACH-Raum. Aber klar, also so, so Unternehmen, die jetzt irgendwie größeres Exposure zu Russland haben oder eben leider Gottes auch Ukraine. Oder sage ich mal so Themen Supply Chain Abhängigkeiten in China. Also diese ganze. Die regionalen Themen, die sind schon deutlich stärker geworden. Also auch aus unserer Sicht als PE, aber auch aus Sicht der Banken glaube ich stärker in den Fokus gerückt als jetzt vielleicht vor 5 Jahren noch der Fall war. Wo wir im Prinzip von einer globalisierten Volkswirtschaft ausgegangen sind, die mehr oder weniger arbeitsteilig und reibungslos funktionierte.

15 I: Okay, vielen Dank dafür ihre Einschätzung. Ja das Thema Zusammenspiel zwischen PE-Investor und Bank oder Finanzierungspartei finde ich auch immer ganz spannend. Wie ist denn da ihre Erfahrungen der letzten Monate? Ist es aus Ihrer Sicht ein Vorteil, wenn Ihr Private Equity Haus in der Vergangenheit bereits mit Finanzierungspartnern zusammengearbeitet haben? Gemeinsame Projekte schon umgesetzt. Ist es jetzt ein Vorteil in so einer volatilen Phase? Und was mich auch interessieren würde, ist, ob es momentan, wenn sie jetzt neue Deals machen, ob man verstärkt die Hausbanken des Targets anspricht, im Vergleich zu neuen Banken sozusagen?

16 PE1: Einleitend ersten Teil der Frage. Das ist, glaube ich, ein eindeutiges Ja. Dass es von Vorteil ist, wenn man schon zusammengearbeitet hat. Das hat zum einen Mal den Aspekt der gemeinsamen Aufsatzzpunkt hinsichtlich der Dokumentation. Dass vieles im

Prinzip einfacher macht. Und auch sozusagen das Vertrauen auf beiden Seiten, dass man schon mal gemeinsam zum Ziel gekommen ist. Für uns als PE sind immer 2 Punkte besonders wichtig. Zum einen sage ich mal die Zuverlässigkeit, sozusagen, des Finanzierungspartners. Dass, sozusagen, dann zum Schluss auch wirklich über alle Gremien hinweg das Approval bekommt. Und zum anderen die Geschwindigkeit. Und wenn wir da, sozusagen, gutes Gefühl schon in der Vergangenheit hatten, dann hilft es aus unserer Sicht immens. Und wahrscheinlich aus ihrer Sicht ist das so ein bisschen ähnlich. Ich glaub jetzt in die Unsicherheit im Finanzierungsmarkt geführt, glaube ich noch eher dazu, dass noch breiter angesprochen wird, weil man noch eher sich versucht, ja einfach, (...) sage ich mal \. Da die statistische Konversionsrate aktuell einfach niedriger ist und man sagt: Okay, wenn man 3-4 interessierte Banken und Finanzierungspartner wirklich haben möchte, dann muss ich einfach in der Stufe vorab schon deutlich mehr ansprechen.

17 I: Genau also, das heißt jetzt nicht in Bezug unbedingt auf die Hausbanken des Targets, sondern insgesamt eine breitere Ansprache, um hier einfach die Wahrscheinlichkeit auch noch eine Finanzierung zu finden, ja statistisch nach oben geht.

18 PE1: Ja definitiv das ist richtig.

19 I: Ja, ich sage mal das Thema Rückbeteiligung kann auch ein Aspekt sein. Also das betrifft ja sowohl sie als PE-Haus als auch möglicherweise die Banken. Wie schätzen Sie denn hier die Entwicklungen mit Blick auf die Unsicherheiten ein? Wird es hier vielleicht sogar wirklich gefordert, dass es zwingend eine Rückbeteiligung von Seiten Verkäufer oder Management geben muss? In Bezug auf die Kreditvergabe.

20 PE1: (..) Ja, gefühlt ist auch sicherlich der Fokus gestiegen, dass man das jetzt noch mehr in den Fokus rückt, weil man will sich natürlich hedgen. Ja das jetzt sozusagen der Unternehmer, der Verkäufer das jetzt, sage ich mal, gut timed und da auf dem Peek verkauft und dann die Finanzierbarkeit und die Tragfähigkeit des Unternehmens dann aber irgendwie in relativ kurzem Zeithorizont, dann leider /. Und deswegen ist mit Sicherheit da mehr Fokus da. Und klar, in Unsicherheiten will man immer ein bisschen mehr Sicherheit und eine Rückbeteiligung gibt einfach mehr Sicherheit. Also was ich mich immer bei den vielleicht ganz übergeordneten Themen frage. Als auch bei den Fragestellungen, die sie bislang genannt haben: Was sind jetzt wirklich so (...) temporäre Effekte, wo man sagt: Dass sind wirklich, also ja, durch Covid-Krise oder jetzt durch die Russland-Ukraine-Krieg, Supply Chain \. Was sind jetzt wirklich so temporäre Effekte, wo man sagt, die bleiben jetzt in diesem unsicheren Umfeld 2-3 Jahre bestehen und dann, sage ich mal, dreht sich das wieder. Ich meine, das ganze Thema Silicon Valley Bank, und so weiter. Haben Sie sicherlich auch mitbekommen. Das wird jetzt auch nochmal eine ganze Reihe an Fragen aufwerfen. Und was ist wirklich, also was hat sich vielleicht auch fundamental gedreht sozusagen in dem Gesamtmarkt. Und das ist eigentlich die eine Frage, die jetzt Stand heute extrem schwierig ist. Also finde ich extrem schwierig zu beantworten ist.

21 I: Ja da gebe ich Ihnen recht. Das wird spannend zu beobachten sein. (...) Mit Blick auf meinen Interviewleitfaden interessiert mich beim Thema Finanzierungsprozess ja auch das Thema Due Diligence und auch die Unterlagenprüfung. Ist das zum einen detaillierter geworden. Also von den Prüfungsschritten. Oder schauen sich Banken speziellere Themen an und geben Ihnen Hinweise, dass noch mehr Input vielleicht benötigt wird? Beziehungsweise schauen sie jetzt auch, dass Häuser, also Banken, hier im

Prozess früher abholen oder früher mitnehmen. Da würde mich auch ihre Erfahrung jetzt interessieren.

22 PE1: Ja, also da haben wir glaube ich jetzt in der jüngeren Vergangenheit gar keine solche großen Änderungen gespürt, weil wir das immer schon so gemacht haben. Dass wir eigentlich prinzipiell früh mit Finanzierungspartnern ins Gespräch gehen, früh abfragen: Was sind so die wichtigen Punkte? Dann möglichst schnell versuchen, den Face One Report bereitzustellen und dann möglichst da auch wieder die Fragen aufnehmen. Also da legen wir immer sehr viel Fokus drauf und ich glaube, da gab es jetzt in jüngerer Vergangenheit nicht so wahnsinnige Änderungen. Also die bei uns stark dazu geführt hat, dass wir irgendwie Sachen anders spielen. Ich glaube, was man aber auch schon merkt, ist natürlich, das habe ich schon angesprochene, sozusagen Quality of Earnings, Nachhaltigkeit. Das natürlich so stärkere Wachstums-Cases stärker in Frage gestellt werden oder wir dementsprechend auch schon von defensivere Cases ausgehen. Das sind schon so Themen. Und ja, man liest natürlich auch, dass jetzt zum Beispiel das Thema Interest Coverage Ratio jetzt plötzlich wieder in den Fokus rückt. Ja, viele Kollegen, jüngere Kollegen, die wissen ja noch nicht mal, dass auf die Marge auch nochmal was draufkommt. Also der EURIBOR. Genau da jetzt also \. Da gibt es natürlich schon so ein bisschen andere Wahrnehmungen. Jetzt aber fundamental, jetzt was anderes machen, das ist eher nicht der Fall.

23 I: Okay, das Thema Geschwindigkeit. Wenn wir jetzt nochmal auf den Finanzierungsprozess schauen. Es waren in den vergangenen Jahren eine extreme Geschwindigkeit in den Prozessen. Also sowohl sicherlich aus ihrer Brille würde ich jetzt mal behaupten. Also aus PE-Sicht. Das hat sich dann auf die Bankenseite widergespiegelt. Ist hier die Bremse reingekommen, also heißt, die Geschwindigkeit ist nicht mehr das wichtigste Vehikel. Sondern es zählen jetzt andere Sachen. Interessieren würde mich auch, inwieweit die Geschwindigkeit im Konflikt zur detaillierten Prüfung von Deals stand. Also dass die Banken und / oder Finanzierungsparteien vielleicht vieles durchgewunken haben.

24 PE1: Ja, da gibt es jetzt, glaube ich, ein paar spannende Dynamiken über die Zeit also (...). Sage ich mal auf vor 2-3 Jahren schaut, da war Geschwindigkeit glaube ich extrem wichtig. Weil viele, sage ich mal PE-Häuser in unserer Größenklasse, halt weiterhin das Thema \. (...) Die Vorgabe verfolgt haben: Bevor ein Signing da ist, muss auch ein finanziertes Kredit da sein. Also sorry sollte eine Kreditzusage da sein. Und das hat sich jetzt so ein bisschen aufgelöst gehabt. Dann eigentlich über die Corona-Zeit. Weil eben das ganze Thema Finanzierungslinien auf Fondsebene \. Ja also diese Funds-RCFs da stärker Anwendungen gefunden haben. Auch in unserem Größensegment. Das ist ja, sage ich mal, ein Instrument das ist schon mehrere Jahre alt. Die Large Caps, größere Mid Caps, die benutzen das schon länger. Und das ist so nach und nach auch runtergetröpfelt in das Lower Mid Cap, Small Cap. Und damit wurden natürlich so All-Equity-Underwritings relativ einfach möglich und deshalb bisschen den Druck von diesen Finanzierungsprozessen genommen. Ja, weil wir als PE plötzlich sagen konnten: Schau her, jetzt signen wird den Deal, finanzieren das erstmal zwischen über den Fund-RCF und machen dann \. Schauen, dass man irgendwie nach dem Signing, vielleicht idealerweise zwischen Signing und Closing, noch die Finanzierung hinkommt. (...) Und (...) Das hat es natürlich ein bisschen einfacher gemacht. Mit der Pleite von der Silicon Valley Bank, die Marktführer war, was das Thema Fund-RCF angeht, ist das natürlich wieder vom Tisch. Auch sind die Zinsen inzwischen deutlich hochgekommen, sodass diese Fund-RCF, die sich auch nicht mehr lohnen. Das heißt, es wird jetzt wieder mehr Fokus darauf liegen, vor dem Signing auch schon die Finanzierung zu haben. Was natürlich wieder den Geschwindigkeitsdruck erhöht. Und natürlich hat man noch mehr Unsicherheit, was auch die Finanzierung angeht. Bei Banken ist das mehr die Unsicherheit

in der Syndizierung. Bei uns bedeutet das ja nichts anderes. Bei uns ist mehr Finanzierungsunsicherheit und entsprechend gibt es dann wieder auch mehr Druck, auch von den von den Investment Committees zu sagen: Signing erst, wenn wir eine Finanzierung haben. Was wieder die Geschwindigkeit wieder wichtiger macht. Das ist, sozusagen, die eine Dynamik und die andere Dynamik ist natürlich schon, dass sich jetzt das so bisschen gedreht hat, vom Verkäufer- zum Käufermarkt. Also, dass wir als Käufer jetzt deutlich anspruchsvoller sein können, zumindest aktuell. Was Zugang zum Management angeht, was Exklusivität angeht, was Timelines angeht und so weiter. Und die Gegenseite da mehr mitmachen muss. Was uns wiederum mehr Zeit, mehr Vorarbeit und so weiter ermöglicht. Also das Nettoeffekt ist echt schwierig abzuschätzen. Also ich glaube in \. Bei spannenden Themen, wo jetzt der Wettbewerb nach wie vor groß ist \. Also nehmen wir zum Beispiel Healthcare. Es gibt viele Healthcare spezifische Fonds. Die haben natürlich alle Druck auch alle ihr Kapital irgendwie zu deployen. Jetzt gibt es nicht so wahnsinnig viele Healthcare Unternehmen im Markt. Da wird man nach wie vor wettbewerbsstarke Prozesse haben und da wird entsprechend Geschwindigkeit auch extrem wichtig sein. Und dann gibt es andere Prozesse, wo das eben an Wichtigkeit verliert. Und was das Thema Sorgfältigkeit auf Bankenseite angeht, was Due Diligence angeht (...). Also das ist immer so schwierig den Effekt voneinander zu trennen. (...). Also was ist dem ökonomischen Umfeld geschuldet. Im Sinne von Wachstum ist einfacher zu erzielen und dadurch muss man natürlich auch nicht so challengen. Weil man sieht die Märkte wachsen stark. Es gibt schonmal Rückenwind und damit sollte sozusagen auch im Einzelfall für das Unternehmen so ein Businessplan einfacher zu erfüllen sein und es gibt einem natürlich schonmal mehr Sicherheit. Also, dass man einfach schon per se schon ein positiveres Umfeld hat. Und was ist sozusagen Leichtsin. Zu sagen: Jetzt, wir winken das einfach durch, weil das wird schon passen. Ich finde das mit so Hindsight Bias, also hinterher ist man immer schlauer, ist es natürlich einfach zu sagen: Da waren die Banken vielleicht zu locker. Aber in der Situation selber muss nicht unbedingt so sein, dass da Einzelpersonen oder einzelne Banken zu leichtsinnig waren. Sondern es war im Endeffekt halt das aktuelle ökonomische Umfeld, das einfach auch abrupt gedreht ist. Also wir haben jetzt irgendwie Corona-Zeit gehabt. Haben dann gesagt: Das ist jetzt überstanden, jetzt wird alles gut. Dann kam Russland-Ukraine und dann kam irgendwie die Zinswende. Irgendwie, da gibt es einfach viele. Die Taktung an schwierigen makroökonomischen Treibern, die ist einfach extrem hoch gerade und die hat jetzt natürlich zu massiv schnellen Umschwenken des insgesamt (...) des Klimas geführt. Und da weiß ich nicht, ob man da jemand einen Vorwurf machen kann.

25 I: Ja, vielen Dank, PE1. Ja, wir gehen von einer Krise in die nächste. Das war die letzten Monate an der Tagesordnung. Von daher spannend, wie da ihre Sicht der Dinge darauf ist. Dann sind wir mit dem ersten Themenblock durch. Jetzt gehen wir natürlich zu einem weiteren spannenden Bereich. In das Thema Strukturierung, Term Sheet, vertragliche Themen. Da würde es mich interessieren, aus der Brille von einem PE-Investor. Was sind denn momentan die wichtigen Dinge, wo sie darauf achten. Wo einfach für das PE-Haus wichtig sind, gerade in einem unsicheren Marktumfeld.

26 PE1: Ja, also, das sind glaube ich \. Die Themen sind vorher schon so ein bisschen angeklungen. Also für uns ist mehr im Fokus wieder das Thema Cashflow. Wobei es fairerweise für uns schon immer wichtig war. Wir waren schon immer eher der Value Investor als der Growth Investor und entsprechend aber Cashflow, Quality of Earnings, die Nachhaltigkeit ist extrem wichtig zum einen. Dann zum anderen natürlich, sage ich mal, die Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen, Supply Chain und so weiter. Kundenabhängigkeit, weil man natürlich in unsicheren Zeiten natürlich, sage ich mal, das systematische Risiko auch größer ist und damit auch Kundenabhängigkeit noch ein viel

größeres Risiko ist. Weil wenn man auch da natürlich überlegen muss, was passiert jetzt mit den Kunden. Und dann haben wir aber natürlich schon auch das Thema, also das Thema Nachhaltigkeit, ESG ist sehr stark im Fokus und wird auch also in dem aktuellen Fonds, in dem investiert wird, auch nochmal einen größeren Fokus haben. (...) Insofern ist natürlich die \. (...) Ja also sind wir nochmals deutlich selektiver geworden, kann man sagen ja.

27 I: Ja wir kommen in den weiteren Fragen gleich noch auf ein paar Punkte aus dem Term Sheet, aus dem strukturellen Bereich zu sprechen, wie Leverage, wie Tilgungsstruktur, Aufteilung tilgende und endfällige Tranche. Wenn wir das jetzt einmal so ein Stück weit überblicken, haben sie da jetzt von Ihrer Sichtweise raus Themen, wo sie sagen, das ist momentan uns extrem wichtig?

28 PE1: (...) OK, ich glaube, jetzt habe ich verstanden. Also diese die Frage bezog sich mehr auf die Strukturierung. Also was ist bei der Strukturierung wichtig?

29 I: Ja genau.

30 PE1: Ja also ich glaube, ich glaube das Thema \. Also das ist jetzt, glaube ich, extrem schwierig, so auf genereller Basis zu sagen. Weil jeder Case auch unterschiedlich ist. Also ich glaube, da ist wahrscheinlich dann ein Debt Advisor nochmal \. Der hat dann einfach nochmal ein paar Stichproben mehr und kann da mehr dazu sagen. Generell aber natürlich das Thema Flexibilität. Ja ist natürlich besonders wichtig. Zum einen was das Thema Headrooms angeht, aber natürlich auch was so Themen angeht wie also (...) Heilungsmöglichkeiten von Themen. Also einfach, dass man einfach so besser die Möglichkeiten hat, möglicherweise mit einem Case umzugehen, der sich jetzt nicht gleich super entwickelt. Weil häufig ist es ja so, wenn sich das Unternehmen erstmal 1-2 Jahre im Businessplan sozusagen performt hat, dann ist man relativ schnell aus den Covenants rausgelaufen. Und das sehen wir bei ein paar Portfoliounternehmen zum Beispiel . Da hat man relativ schnell keine Covenants-Themen mehr. Wenn man natürlich jetzt in einem Umfeld kauft, wo man einfach höhere Unsicherheiten hat, dann will man natürlich auch einfach ein bisschen mehr Möglichkeiten, mit einem Geschäftsverlauf umgehen zu können. Ich glaube im Einzelfall ist es dann schwierig. Ich meine zum Beispiel das Thema \. (...) Also mit was wir natürlich auch gerne arbeiten, sind so Verkäuferdarlehen. Ja auch das waren eine Zeit lang gar kein Thema. Da wurde man vom Hof gejagt, wenn man das vorgeschlagen hat. Jetzt haben wir wieder die Möglichkeit, sowas in der Struktur unterzubringen. Da ist natürlich die Frage, wie geht man jetzt da im Rahmen der Finanzierung damit um. Klar Rangrücktritt ist immer selbstverständlich. Aber inwieweit ist man zum Beispiel in der Lage, ein Gesellschafterdarlehen dann auch zu tilgen. Sozusagen auch unter Einverständnis der Banken und solche Themen sind natürlich grundsätzlich wichtiger. Jetzt die Verteilung, irgendwie Tranche A und B. Das sind ja im Prinzip immer so ein bisschen so Optimierungsthemen. Die machen jetzt den Case letztlich nicht so wahnsinnig viel anders.

31 I: Okay verstanden. Dann würde ich nun auf die nächste Frage von der Strukturierung kommen. Mit dem Thema Margen, Gebühren. Sie haben ja gerade schon die Anekdote erzählt, dass die jungen Mitarbeiter gar nicht wissen, dass zur Berechnung des Zinssatzes sowohl die Marge als auch die Zinsbasis kommt. Wie ist hier ihr Blick darauf. Haben sich neben der Zinsbasis, bspw. EURIBOR, auch die Margen die letzten Monate verändert? Und auch die Gebühren wie Arrangierungsgebühren? Auch das Thema Zinssicherung würde mich interessieren. Wie gehen sie damit momentan um?

- 32 PE1: Na, da tue ich mir jetzt ganz offen gestanden echt schwer eine Aussage zu treffen. Also nicht, weil ich es nicht möchte, sondern weil ich nicht kann. Weil ich glaube, die wirklich vergleichbarste Finanzierung ist jetzt tatsächlich ein aktuell abgeschlossener Deal von uns. Da war ich aber nicht Teil des Teams. Ich würde schon sagen, dass die Margen gestiegen sind. Und ja, Thema Gebühren. Eher vom Einzelfall abhängig. Zins-sicherung wird auch wieder verstärkt abgeschlossen (...). Ist ja auch im Sinne des Un-ternehmens, würde ich jetzt mal sagen.
- 33 I: Ja vorhin haben sie ja schon gesagt, das Thema Flexibilität ist Ihnen wichtig. Aus der Sicht des PE-Investors natürlich. Da zeigt sich ja zum einen an den Headrooms, wenn wir uns Financial Covenants anschauen. Zum anderen natürlich auch im Thema Bas-kets allgemein. Ich würde die beiden Themen mal zusammenfassen. Wie ist denn da Ihre Wahrnehmung momentan?
- 34 PE1: Das ist auch schwierig eine allgemeine Aussage zu treffen. Aber klar, also generell sind die Diskussionen natürlich nicht einfacher geworden. Ich glaub, es ist ja dann im-mer so ein bisschen die Frage, an welchen Stellen man sich da irgendwie aufeinander zubewegt.
- 35 I: Wie sieht es mit dem Thema uncommitted Linien aus. Sind die Banken hier bereit, solche in die Dokumentation zu nehmen?
- 36 PE1: Da hatte ich in der letzten Vergangenheit ehrlich gesagt keine. Aber das hat an-dere Gründe gehabt. Daher kann ich dazu leider nicht sagen.
- 37 I: Gar kein Problem. Dann kommen wir beim Block Strukturierung zur letzten Frage. Thema Ausschüttungen an den PE-Investor, beziehungsweise an die Gesellschafter allgemein. Wie ist hier ihre Wahrnehmung. Sind die Banken hier mehr bedacht, Cash im Unternehmen zu sichern. Ist es hier restriktiver geworden?
- 38 PE1: Also hier fehlt mir jetzt ehrlicherweise auch ein bisschen der große, allgemeine Überblick, um da eine belastbare Aussage zu treffen. Gefühlt dürfte sich da nicht viel verändert haben. Wie es auch in der Vergangenheit definiert war, war eigentlich sinn-voll. Also ich sehe jetzt persönlich jetzt keinen Grund, warum man da jetzt so arg viel anders sehen sollte, auch im heutigen Umfeld. Weil letztlich ist es ja immer abhängig dann vom Leverage. (...) Und das sichert ja sozusagen die Finanzierungspartner aus-reichend ab. Daher glaube ich insofern nicht, dass das ein großes Thema sein sollte. Aber da bin ich gespannt, was sie herausfinden zu diesem Thema. Vielleicht generell zum Thema Strukturierung nochmal das Thema, also wenn man sozusagen als PE jetzt draufschaut. Da ist natürlich das Thema Debt Funds auch nach wie vor natürlich ein großes Thema. Insgesamt ist es natürlich so, ich meine: Letztlich sind ja diese Struktu-rierungs-Terms auch immer ein Verhandlungsergebnis. Und es ist natürlich so, dass die Debt Funds da relativ unkompliziert sind, was viele Themen angeht. Und wenn ich sozusagen aus volkswirtschaftlicher ökonomischer Sicht drauf schaue, dann sollte das eigentlich dazu führen, dass man jetzt nicht so wahnsinnig viele Verwerfungen sozusagen im Finanzierungsmarkt sehen sollte. (...) Weil das ja einfach dazu führen würde, dass die Banken nicht mehr kompetitiv sind und damit ja wird sich das so n bisschen ausbalancieren wahrscheinlich.

- 39 I: Klar es ist letztlich gut möglich, dass es eine Frage des Wettbewerbs wird, ja. Vermutlich auch wieder abhängig vom Geschäftsmodell und Branche der Transaktion. Eben eine Tendenz zu kreditgeberfreundlicheren Strukturen oder eben nicht.
- 40 PE1: Deswegen. Das meinte ich so, um kurz den Bogen zu spannen, was ist temporär und was ist sozusagen bleibend. Dann sind wahrscheinlich viele der Themen eher temporär. Das ist ja das gleiche, was wir jetzt sagen. Ja super, jetzt sind wir im Käufermarkt unterwegs. Jetzt können wir große Request stellen, schwieriger werden und irgendwie niedrigere Bewertungen aufgerufen. In der Hoffnung, da irgendwie, sozusagen, eine günstige Transaktion zu machen. Und das ist eben halt die Frage: Also von wie langer Dauer ist es? Ist es vielleicht auch eine Überreaktion des Marktes? Alle super vorsichtig? In einer solchen Situation kann man so ein Verhalten natürlich an den Tag legen. Aber dann wird es sich aber relativ schnell sehr ausdifferenzieren. Nach Sektoren, nach Geographie und dann wird der Wettbewerb in den spannenden Segmenten, wo man natürlich sein möchte, wird er auch wieder zunehmen. Aus meiner Sicht. Und dann wird sich vieles dieser Themen relativ schnell wieder erledigen.
- 41 I: Ja, vielen Dank für Ihre Einschätzung. Als letzter Themenblock interessiert mich noch das Thema Syndizierung. Da würde mich Ihr Gefühl oder Sichtweise interessieren. Themen wie Underwriting. Sind die Banken noch bereit, da überhaupt ins Underwriting zu gehen oder in welcher Höhe? Haben Sie hier was aus dem Markt mitgenommen?
- 42 PE1: Da bin ich jetzt wahrscheinlich der falsche. Ein Debt Advisor hat hier den deutlich besseren Überblick. (...) Ja also ich überlege jetzt gerade. Wir hatten ja noch so den einen oder anderen Case. Ist jetzt auch schon ein bisschen länger her. Ist aber im Prinzip auch Post Corona. Ja das Thema ist (...) wahrscheinlich auch nicht einfacher geworden. Aber viel mehr kann ich jetzt nicht sagen oder mit Zahlen unterlegen oder mit konkreten Aussagen.
- 43 I: Vollkommen in Ordnung und auch verständlich. Ja von dem her bleibt mir zum Schluss glaub noch eine Frage übrig. Welche Vorteile und auch Nachteile sehen Sie beim Thema einzelner Kreditgeber versus Konsortium. Vor allem auch vor dem Hinblick der aktuellen Situation oder vom Marktumfeld?
- 44 PE1: Also ich glaube \. Ich meine ganz grundsätzlich hat man natürlich im Konsortium, sage ich mal, einfach erhöhten Aufwand. Insbesondere dann auch, wenn die Banken nochmal ihrem Mandat nochmal aktiver verstehen. Im Sinne von, dann wirklich sehr, sehr detaillierte Nachfragen zu stellen. Wenn dann sozusagen jede Bank da ihre Nachfragen hat, dann kann das schnell ausufern. Sehen wir bisher zum Glück nicht so schlimm bei unseren Portfoliounternehmen. Aber grundsätzlich hat man immer erstmal so ein bisschen das Thema einfach erhöhter Koordinationsaufwand. Deswegen gibt es, glaube ich, immer eine natürliche Präferenz zu eher wenigeren. Jetzt muss man aber auch dazu sagen: Wenn wir einen Deal machen, dann gehen wir ja nie davon aus, dass wir also, klar im Sinne der realistischen Einschätzung muss man dieses Szenario natürlich mit in Betracht ziehen, aber in der Regel finanzieren wir ja sehr konservativ und wir finanzieren eigentlich nie so, dass man sagen kann: Oh, das könnte irgendwie im ersten Jahr knapp werden. So ungefähr. Und insofern sind wir sind da eher am konservativen Ende und entsprechend haben wir jetzt diese Überlegung: Was wäre im Konfliktfall? Also, wenn es jetzt wirklich mit dem Unternehmen schwieriger wird oder so. Ja, und dann die Zusammenarbeit mit den Banken schwieriger wird und so weiter. Das steht eigentlich so bei der ursprünglichen Finanzierung gar nicht so im Fokus bei uns. Und insofern haben wir wieder /. Das nivelliert wieder so bisschen die Präferenz für

weniger Partner. Ich meine jetzt gerade noch das Thema mit den Kosten. Dass man möglicherweise sagt: Na, da hat man möglicherweise erhöhte Kosten. Auch unter das Thema Koordinationsaufwand subsumieren. Ja, aber letztlich, wenn es darum geht, man möchte jetzt diese Transaktionen hinbekommen und man (...) /. Ja dann wird man da jetzt nicht zögern, auch mehrere Parteien mit ins Boot zu nehmen. Aber klar, wenn wir jetzt 2 gleichwertige Finanzierungsangebote hätte und bei dem einen ist es, sage ich mal, eine Partei und beim anderen sind es 8 Parteien. Dann würde man sich wahrscheinlich schon eher überlegen, mit der einen Partei zu gehen. Aber das ist ja auch selten so gleichwertig. Also im Sinne von (...) \. Es kommt ja auch wirklich dann immer auf die Zusammenarbeit an. Auch was man für Erfahrungen gemacht hat in der Zusammenarbeit zum Beispiel. Und dann kommt es darauf an, wie es die MLA managen. Teilweise, wie bei Ihnen, ist es extrem gut. Das sind sozusagen große Konsortien, aber da ist der MLA sehr stark im Lead und das ist extrem gut koordiniert. Und dann ist es, wenn man ehrlich ist, eigentlich fast wie eine Partei wiederum. Insofern ist es \. Also kann man das so pauschal nicht sagen. Aber ich glaube, diese Syndizierung legen wir dann wiederum eher wert drauf oder finden wir wahrscheinlich besser, wenn es schon eine gemeinsame Historie des Konsortiums gibt. Ja, wo man weiß, da ist ein gewisses Vertrauensniveau auch etabliert. Weil das hilft ja dann wiederum uns. Auch wenn das Konsortium in sich irgendwie mit einer Stimme spricht und nicht unabgestimmt ist.

45 I: Ja dann sind wir mit meinen Fragen durch. Vielen Dank PE1 für das angenehme Gespräch und die Bereitschaft für das Interview.

Anhang 6: Interview PE2

1	<u>Interview PE2</u>
2	Interviewpartner*in: PE2
3	Datum: 25.03.2023 um 10:00 Uhr
4	Dauer: 46 Minuten
5	Medium: Videokonferenz über Microsoft Teams; Aufnahme über Tonaufnahmegerät (iPhone)
6	-----
7	[Zu Beginn erfolgte eine Einleitung durch die interviewende Person (I) zu den Hintergründen der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangslage, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach der Bestätigung durch interviewte Person wurde die Aufnahme gestartet.]
8	I: Wie bereits gesagt: Nochmals vielen Dank für die Bereitschaft für das Interviews. Ich habe die Fragen für das Interview insgesamt in 3 große Blöcke eingeteilt. Einmal das Thema Finanzierungsprozess, habe ich es genannt. Dann noch das Thema Strukturierung und final dann das Thema Syndizierung. Dann würde ich einfach mal direkt beginnen mit dem Thema Finanzierungsprozess, auch mit Blick auf die Banken. Und will einfach einmal ihre Stimmungslage hören. Wie sehen Sie es denn aktuell? Hat sich denn der Markt für LBO-Finanzierung restriktiver gezeigt in den letzten Monaten? Wie sind da so Ihre persönlichen Einschätzungen?
9	PE2: Also ich finde schon, dass sie restriktiver geworden sind. Oder dass die Branchen, die man nicht betrachtet, mehr geworden sind auf der Bankenseite. Was natürlich dann wieder in den Private Debt spielt. Aber ja insgesamt definitiv. Hat natürlich auch mit der Zinspolitik zu tun.
10	I: Wenn sie es gerade schon sagen, Thema Branchen. Gibt es teilweise Branchenabschlüsse bei den Banken. Was haben sie denn da so für Wahrnehmungen? Was sind Branchen, die nicht mehr so attraktiv sind und was sind Branchen, die noch gut funktionieren am Markt?
11	PE2: Was überhaupt nicht geht, ist Textil. Automotive immer noch restriktiv. Also jetzt insbesondere wieder. Alles, was irgendwie heavy-asset ist. Auch was energielastig ist. Geht gar nicht oder schlecht oder nur mit einem niedrigen Leverage. Jetzt muss ich mal überlegen (...) Baubranche sowieso. Ja, alles was irgendwie heavy-asset und was produzierend ist und dabei viel Energie verbraucht. Russland-Abhängigkeiten ebenfalls. Die gehen auch nicht. Also das ist nicht eine spezielle Branche, sondern im Endeffekt: Wo liefert das Unternehmen hin.

- 12 I: Wie sehen Sie es jetzt bei anderen Branchen? Ich sage mal Bereich Healthcare, Software? Was hat sich hier verändert in den Strukturen? Haben Sie da was gesehen am Markt?
- 13 PE2: Nein eher nicht. Wirklich nur das Thema Healthcare ist meines Erachtens ein bisschen durchgenudelt. (...) Wer noch keinen Add-On-Case oder keine Plattform gekauft hat, der tut es jetzt auch nicht mehr. Weil es potenziell die Großen gibt, die (...) die bereits die Zukäufe machen. Also ich finde diese Plattformen im Healthcare-Bereich, sei es MVZ, sei es irgendwelche Zulieferersynergien. Die gibt es nicht mehr. Und wenn es sie gibt, dann werden sie durch PE weggekauft. Was der Markt da macht, weiß ich nicht. Weil die landen letztlich dann nicht mehr bei uns und werden auch nicht veröffentlicht. Aber wer sich nicht positioniert hat, in den letzten 5 Jahren am Markt, der wird es auch nicht mehr tun.
- 14 I: Okay, dann vielen Dank für ihre Einschätzung. Was mich natürlich auch interessiert, ist die Zusammenarbeit zwischen PE-Investor und Bank. Wie ist da Ihr Blick darauf? Ist es ein Vorteil, wenn sich die Parteien schon kennen? Vor allem in so einer unsicheren Marktphase, wie wir es aktuell haben? Und ja, welche Rolle spielt so der Track Record von den Investoren, wenn sich Banken Finanzierungen anschauen?
- 15 PE2: Also ich glaube, dass sehr viel auf Persönlichkeit beruht und dass (...) Wir rühmen uns ja oft mit unserem Investoren-Background und door opener und es hat noch nie eine Bank Geld mit uns verloren. Ich weiß aber nicht, ob das wirklich was bringt am Ende. Denn am Ende stehen wir immer im Wettbewerb mit irgendjemanden, mit den anderen PE. Ich kann mir nicht vorstellen, dass das dann am Ende (...) tatsächlich ein Entscheidungskriterium ist. (...) Ich glaube, dass es hilft (...) Nein ich glaube nicht. Ich weiß es, dass es hilft, wenn man Transaktionen umgesetzt (...) Weil man einfach schneller agieren kann. Weil man schneller umsetzen kann. Weil es Term Sheets gibt, die man übereinanderlegt. Dann sagt man: Okay, damals haben wir das gemacht, jetzt machen wir das. Ich glaube der Track Record spielt gar keine Rolle in unserem Bereich mehr. Es sei denn, es ist eine Add-on-Finanzierung, die separat gemacht wird. Weil letztendlich hat man dafür die große DDs. Dann muss die umfangreicher sein. Ich glaube, es kann jeder alles machen. Vielleicht mit Ausnahmen so zu Tech Fonds oder Tech PEs. (...) Ich versuche es immer mit der Hausbank des Unternehmens zu sprechen und einen regionalen Bezug herzustellen. Das liegt aber auch in der Größenordnung, in der wir agieren. Vielleicht aber auch an meinem Ding. Dass ich sage: Okay, das Management sollte danach auch irgendwo in der Nähe einen Ansprechpartner haben. Das klappt nicht immer. Aber wenn es klappt, dann freue ich mich darüber. (...) Aber ansonsten glaube ich, ist es so ein persönliches Ding. Mit wem kommt man klar, mit wem kommt man nicht klar. Es gibt mittlerweile Banken, die sagen: Wenn wir noch keinen Deal miteinander gemacht haben, dann werden wir auch keinen machen. (...) Weil das Onboarding eines neuen Investors irgendwie zu lange dauert. Das sind jetzt aber eher so \. Ja eher im US- oder angelsächsischen Bereich, die dann wirklich sagen: Okay, wenn wir da noch nichts gemacht haben die letzten 5 Jahre, werden wir auch in den nächsten 3 Jahren nichts machen. Da haben wir zu viel Deal Flow und können uns das aussuchen. Ich glaube, das ist ein persönliches Relationship Ding und ich glaube tendenziell, dass mein Kollege andere Banken ansprechen würde als ich.
- 16 I: Okay, spannend. Vielen Dank, PE2 für ihre Einschätzung zu dem Thema.

- 17 PE2: Vielleicht nochmal. Es kommt vielleicht auch darauf an, was für einen Deal man hat. Ist es einer, der leicht zu vermarkten ist. Das sieht man ja auch. Oder ist es einer der schwieriger ist. Entschuldigung, jetzt habe ich Sie glaube ich unterbrochen.
- 18 I: Alles gut. Ich habe schon auf die nächste Frage parallel geblickt. Ja Thema Rückbeteiligung Käufer beziehungsweise Management. Das war ja sehr wichtiges Thema in den Deals. Welche Bedeutung spielt das denn momentan? Schauen auch sie und wie kriegen Sie von anderen Banken mit \. Ist dieses Thema noch wichtiger geworden in der aktuellen Marktphase?
- 19 PE2: Also wir schauen immens auf dieses Thema. Insbesondere, wenn das Management an Bord bleibt und nicht auf absehbare Zeit \. Also wenn es keine Nachfolgelösungen gibt, wo man sagt: Okay, ich muss eine Transformation machen die nächsten 2 Jahre. Grundsätzlich ist uns das super wichtig und ich denke, dass ist auch den Finanzierern extrem wichtig. Ich glaube, da geht es nicht unbedingt um Prozentsätze. Ich glaube nicht, dass es irgendwie heißt, der Verkäufer muss 50% seines Returns irgendwie investieren. Aber zumindest irgendwas, was doch signifikant ist. Um zu zeigen, es geht mit dem weiter und man lässt ihn auch laufen. Das bringt die PE-Natur mit sich. Das sind ja in der Regel Stand Alone- Unternehmen, die mit dem Management weiterlaufen. Wir greifen ja nicht operativ richtig ein. Also von dem her. Da schaut jeder darauf. Ich glaube nicht, dass es mehr geworden ist. Ich glaube, es war schon immer so. Ich kenne es nicht anders. Wir haben auch von Bankseite immer auf dieses Thema geschaut und auch vor allem die Marktfolge.
- 20 I: Wenn wir jetzt mal in den Finanzierungsprozess reinschauen. Sowohl bei Ihnen als auch bei den einzelnen Banken. Glauben Sie denn, dass da die letzten Monate, durch das volatile Marktumfeld, die Prüfung von Unterlagen zugenommen hat? Ich sage mal die Stichworte Due Diligence, Prüfung Finanzmodell, Stresstestszenarien. Was sind denn so die Aspekte, wo die Banken oder auch Sie momentan draufschauen?
- 21 PE2: Also ich glaube, es wird nur eine wesentliche Änderung gegeben. Jeder schaut nach diesen obligatorischen Themen. Was sind Abhängigkeiten Russland / Ukraine. Gibt es Bezüge dorthin? Wie werden die eingeschätzt und evaluiert? (...) Was gibt es für Hedging? Gibt es Hedging? Also nicht nur Zins-Hedging, sondern auch Währungs-Hedging. Ist das bereits implementiert? Was macht die Energiemarktkrise mit dem Unternehmen? Wie sind die da durchgekommen? Und dann natürlich diese Themen, die wir jetzt alle angucken. Was ist eine Corona-Normalisierung und was ist keine Normalisierung? Die positiven werden von Vendor-Seite nicht normalisiert, die negativen schon. Was ist eigentlich mein Basis-EBITDA. Ist es 2019? Ist es 2018? Was ist dann tatsächlich? Also ich glaube, die Schwierigkeit, die wir momentan alle haben ist, das Sustainable EBITDA nachzuweisen. (...) Das von einem Unternehmen generiert wurde. Das durch Covid einen Hit positiver oder negativer Natur bekommen hat. (..) Aber also der Rest ist relativ gleichgeblieben. Beim Finanzmodell gucken wir heute im Zweifel ja die Base Rate an. Schauen, ob die auch 4,5x trägt und ob das mit 3,5x passt oder ob man nicht noch ein Prozent mehr eingibt und so weiter.
- 22 I: Was mich auch interessiert, ist das Thema Geschwindigkeit. Wenn wir jetzt mal ein paar Jahre zurückschauen. Da wurden unglaublich kurze Timelines aufgerufen. Extreme Wettbewerbssituation sowohl auf Investorenmehrheit als auch auf Bankenseite. Wie hat sich denn das Thema Geschwindigkeit entwickelt? Jetzt sieht man natürlich auch, dass sich einige Banken und Debt Funds aus dem Markt zurückziehen. Warum gehen die raus? Haben die vielleicht zu viele Abschreibungen gehabt in diesem Bereich? Also

was mich interessieren würde: Wie hat sich das Thema Geschwindigkeit entwickelt und inwieweit steht das Thema auch mit einer Detailprüfung der Deals im Konflikt?

23 PE2: Also ich glaube nicht, dass bei der BayernLB oder so das Thema Geschwindigkeit ein Thema war. Die BayernLB beispielsweise hat einen kompletten Strategiewechsel im kompletten Konzern. Das betrifft ja nicht nur Akquisitionsfinanzierungen, sondern auch Kontoführung et cetera. Tja, da ist ein kompletter Umbruch da. Bei anderen kann es tatsächlich sein. Aber ich glaube nicht, dass weil das Thema Geschwindigkeit hoch war, dass man da Sachen überlesen hat. Wir agieren ja als Investor auch immer nur im M&A-Umfeld. Wir kriegen die Deadlines auch extern gesetzt. (...) Sodass wir versuchen, diese Deadline zu halten. Wenn wir sie nicht halten, dann zumindest mit validen Gründen gegenargumentieren. Das finde ich hat zugenommen, dass man das durchbringt. Dass man sagt: Okay Freunde, die Bank kann diese Geschwindigkeit nicht mehr mitgehen. Es kommt nicht mehr der Ruf, wie er noch vor 2-3 Jahren gekommen ist: Dann macht doch mal All Equity-Vorleistung und macht danach die Bank. Es ist tatsächlich so, dass wir das nicht mehr viel argumentieren müssen, wenn wir valide Aussagen haben: Okay an dem und dem Datum ist die Bank lieferfähig und das liegt nicht \. Also wenn man wirklich nachweisen kann, dass man in der DD aufgrund dessen, dass irgendwelche Unterlagen nicht geliefert worden sind, irgendwie später dran ist, deshalb auch die Bank später dran ist. Wenn aber in einer heilen Welt alles passt, dann bleibt es trotzdem hoch. Das kommt dann auch immer nur so ein bisschen auf das Unternehmen an. Ist das Unternehmen eines, das super vermarktet werden kann. Dann bleibt die Geschwindigkeit hoch, weil auch der Wettbewerb unter den Banken da ist, weil der Wettbewerb unter den PEs da ist. Und wenn irgendwelche Unterlagen nicht eingestellt sind, dann heißt es „Friss oder Stirb“. Jetzt weiß ich nicht, betrachten sie nur den deutschen Markt oder auch den anliegenden?

24 I: Nur den deutschen Markt tatsächlich.

25 PE2: Ich habe ein bisschen Angst, dass diese \. (...) Was wir gerade auch in den Niederlanden sehen, dass das so zu uns kommt. In den Niederlanden ist es teilweise so, dass die DD nicht abgeschlossen ist, dass die nicht final ist, dass die so ein Red Flag einmal drüber laufen lassen und dann kaufen. Und die Bank das auch, die holländische Bank, das akzeptieren muss und es auch tut. Leider. Wenn das hier tatsächlich hier auch rüber schwappt, dann haben wir alle ein Problem. Weil wir sind ja eigentlich gewohnt, gründlich zu arbeiten und unsere Prozesse abzuschließen. Jetzt kann ich nur für PE2 sprechen: Wenn wir unsere Due Diligence nicht vollständig machen können, dann ist unser Investment Komitee auch nicht bereit, diesen Deal zu tun. Also dann machen wir ihn nicht. Das werden \. Also wir hatten zum Beispiel ein Thema, wo wir eine Legal Due Diligence im Auslandsstandort machen wollten. Wo der Verkäufer gesagt hat, das macht er nicht. Oder das können sie danach machen. Und es gibt Investoren, die da dann weiter machen. Aber das war für uns ein Exit. Also da sind wir aus dem Prozess raus, weil wir die Erlaubnis nicht gekriegt haben, dort unsere Gründlichkeit umzusetzen. Was sich auch geändert hat, ist dass die Bank sagt: Ich gehe nicht mehr jede Geschwindigkeit mit und ich glaube, das hat mit der Konsolidierung des Bankenmarktes zu tun. Ich weiß nicht, ob die Bank sich damit einen Gefallen tut, weil die Private Debt oder Unitranche-Providers. (...) Die gehen diese Geschwindigkeit, sofern es halbwegs geht, mit. Die Bank sagt schon öfters mittlerweile: Das schaffen wir nicht. Wir sind an der Kapazitätsgrenze. Das ist ein Argument, das hast du vor 5-6 Jahren noch nicht sagen können. Also dass die Bank an einer Kapazitätsgrenze ist hat niemand gesagt. Da wurden andere Gründe erfunden, warum der Deal nicht verfolgt wird. Aber jetzt mittlerweile ist es irgendwie okay geworden, das zu sagen. Ich finde das auch in Ordnung. Nur ich weiß nicht, ob man sich damit einen Gefallen tut. Was ich feststelle, wenn Sie

sagen, ob es einen Konflikt zur detaillierten Prüfung von Deals gibt. Es gibt einen Konflikt, und zwar mit dem KYC-Prozess, der immer parallel läuft. Der Prozess ist deutlich umfangreicher geworden. Das ist zwar besser jetzt mit dem Online-Abruf, aber das Onboarding von einem Investor oder einem neuen Unternehmen dauert länger und muss entsprechend früher angestoßen werden. Im Zweifel auch schon vor Term Sheet und so weiter. Das konkurriert teilweise tatsächlich mit allem. Es gibt Banken, die brauchen 2-3 Wochen für das KYC-Approval.

26 I: Okay, das ist eine Hausnummer. Ja auch spannend mit dem niederländischen Markt, wenn Sie das so ansprechen. Das war mit nicht bewusst.

27 PE2: In Amerika ist es ja normal. Da ist es normal, mit dem Vendor DD-Paket die Unternehmen zu kaufen, ohne eigene Buy Side zu machen. Das schwappt gerade so rüber. Es gibt immer mehr Deals in Niederlande oder Frankreich, wo das genauso umgesetzt wird. Auch UK. Und das ist, finde ich, sehr gefährlich und für uns nicht machbar.

28 I: Vielen Dank, PE2, sehr spannende Einblicke. Jetzt haben wir den ersten großen Block schon hinter uns. Dann kommen wir jetzt zu einem weiteren interessanten Thema: Strukturierung. Da wäre es jetzt einfach mal für mich interessant, was denn momentan so die Key Aspekte sind von Banken und auch von Ihrer Seite.

29 PE2: Es ist tatsächlich mit dem Zinsniveau momentan der Split A / B. Dass die Unternehmen einfach freier agieren können und mehr Cashflow zur Verfügung haben und nicht den kompletten Cashflow abziehen muss zur Tilgung. Das ist einer der wichtigsten Punkte. Die anderen sind tatsächlich Deal spezifisch. Kann ich Existing Debt behalten? Was mache ich mit einer Immobilie, die ich eigentlich nicht brauche? Kein PE, kann ich mir vorstellen, hat Lust auf die Immobilie, die er mit kauft. (...) Die einfach ungenutzt liegen zu lassen, wenn man was damit machen kann. Das sind so Randthemen. Wichtig ist dann aber, so Themen wie Obligor, Non-Obligor, Baskets, Sicherheiten im Ausland. Das sind dann auch Kostenthemen, auch die Anwaltskosten. Das ist ein wichtiger Punkt. Ich denke jetzt laut. Wenn ich eine Plattform-Finanzierung habe mit vielen Add-On's brauche ich die Flexibilität mit Permitted Acquisitions. Was muss ich liefern? Zu welchem Zeitpunkt? Welche Synergien darf ich reinrechnen? Was ist der Cap auf diese Synergien. Das sind die großen Themen eigentlich.

30 I: Die nächste Frage bezieht sich auf die Unterschiede, die es gibt mit Blick auf das Geschäftsmodell, auf die Branche. Da haben sie ja vorhin schon bisschen etwas ausgeführt.

31 PE2: Ja, ein Software-Deal hat im Zweifel auch eine höhere Cash Conversion. Da kann ich mich leichter auf eine A/B Struktur einlassen, die zu A geht als wie mit einem produzierenden Unternehmen. Wo ich den Capex-Backlog habe, den ich irgendwie zu erfüllen habe. (...) Bei den Plattformen ist es auch wieder anders. Ich glaube, das sind dann die 3 großen Unterscheidungskriterien, die ich vom Geschäftsmodell abhängig mache: Plattformfinanzierung, Asset Light, Asset Heavy. Und wenn Sie fragen nach den Unterschieden. Dann ist für uns halt dann einfach immer wesentlich, an wen können wir den Exit machen. Dann müssen wir uns halt auch schon bei Entry überlegen. Wo geht denn die Reise hin? In welche Richtung versuchen wir, das Unternehmen zu transformieren? Also meistens relativ am Anfang schon klar, an wen das geht oder an welche Gruppen.

- 32 I: Wenn wir uns mal spezielle Themen anschauen: Initialer Leverage, Eigenkapitaleinsatz Investor, Tilgungsstruktur. Wie hat sich das denn verändert? Tilgungsstruktur haben sie gerade schon erwähnt. Aber so Thema wie Initialer Leverage. Sind die Leverages insgesamt zurückgegangen, die auch die Banken hier bieten?
- 33 PE2: Also stelle ich nicht fest. Aber jetzt nicht nur auf unser Portfolio, sondern auch was man so im Marktumfeld dann mitkriegt. Da bin ich immer wieder überrascht, was dann doch noch geht. Und da frage ich mich, ob ich zu konservativ rangehe. Ja der Eigenkapitaleinsatz \. (...) Ich habe das Gefühl, da ist das noch nicht angekommen, die Zinspolitik. Wenn ich überlege, dass da Projekte mit 14x hier übergehen und mit 5,x finanziert wird. Dann denke ich, ist es noch nicht angekommen. Also bei einem Heavy Asset-Deal konnte ich mir nicht vorstellen, dass man großartig hier zweistellige Multiples zahlt, dafür. Aber ich bin doch immer wieder überrascht, dass es doch geht. Aber vielleicht auch nicht in unserem Bereich. Ich glaube, es ist noch nicht angekommen. Dass eigentlich schon so und so viel Cash Flow weggeht, schon alleine wegen der hohen Zinsen.
- 34 I: Ja, spannend, Aspekt. Wie sehen Sie das Thema Margen und Gebühren? Wie hat sich denn das entwickelt? Und welche Rolle spielt das Thema Zinssicherung in den Gesprächen?
- 35 PE2: Wahrscheinlich widerspreche ich da vielen, die sie auch interviewt haben. Aber ich denke, da hat sich ganz wenig getan in den Margen und Gebühren. Es versuchen Banken 50 bps mehr rauszuholen. Aber ich verstehe das Argument nicht und kriege das auch meistens wegdiskutiert. Also ich habe das Gefühl, ich bin mit meinen Deals auf dem gleichen Margen- und Gebühreenniveau wie vor Corona. Jetzt mache ich das Finanzierungsthema schon ein bisschen länger. Also jetzt 20 Jahre dann. Ich habe auch die Zeit erlebt, wo es 1,75% und 2,25% gegeben hat. Und habe auch die Zeit miterlebt mit 6,0%. Das geht up and down. Aber ich finde, dass wir dieses Niveau jetzt so mit den 3,75% bis 4,50% oder eher Bandbreite 3,25% bis 4,75% angefangen, je nachdem in welcher Größenordnung wir agieren. In dem Markt, in dem wir uns befinden. Also sprich bis maximal 100 Mio. EUR Enterprise Value, ist das relativ stabil in den letzten Jahren gewesen. Ich weiß, dass bei den größeren Deals Margen aufgerufen werden in den 5er Regionen. Margen und Gebühren bei den Debt Providern sind meines Erachtens leicht gefallen. (...) Was wahrscheinlich auch mit dem zunehmenden Wettbewerb darin zu tun gehabt hat, der vor dem Zinsanstieg deutlich zugenommen hat. Ich bin gespannt, was sich hier tut. Weil das Geldeinsammeln auch schwieriger ist für die Unitranche-Provider und die im Zweifel wieder mehr Zinsen verlangen müssten. (...) Und ob sich da nicht wieder komplette Änderungen in den Markt ergeben, wenn der Investor 4,5% auf der Bank bekommt. Ich verstehe nicht, warum die Margen nicht nach unten gehen. Eigentlich müssten sie das tun mit dem Zinsniveau. Mit dem gestiegenen Zinsniveau, weil die Bank ja auch wieder Geld verdient mit Einlagen und auch bei der Bundesbank ja wieder für die Einlagen was bekommt. Aber ich denke \. (...) Also entweder kommt es nachgelagert oder man sagt einfach, ich versuche das Niveau so lange wie möglich zu halten. Weil eigentlich spielt es der Bank momentan super in die Kasse, dass es auf beiden Seiten Geld zu verdienen gibt. Zinssicherung ist wieder ein Thema in den Verhandlungen. Hat angefangen letztes Jahr wieder Einzug zu finden, dass die Klausel mit 66,6% muss gehedged werden und so weiter. Ich diskutiere das nicht viel, weil ich verstehe es und wir wollen es ja auch selber.
- 36 I: Ja da besteht natürlich ein gegenseitiges Interesse.

- 37 PE2: Ja wenn ich diese Verpflichtung habe. (...) Das hilft mir sogar teilweise intern, es besser umsetzen zu können. (...) Weil manche Herren dann doch relativ weit weg sind vom Tagesgeschäft. Also finde ich einfach nur legitim, dass es wieder kommt.
- 38 I: Dann blicken wir Richtung Financial Covenants. Wie ist denn da so Ihre Einschätzung mit dem, was auch die Banken momentan fordern. Also zum Beispiel die Anzahl, Headrooms und Adjustments. Gibt es auch weiterhin Equity Cure Right?
- 39 PE2: Die Anzahl \. Also ich habe gerade aktuell die Diskussion, ob es zwei gibt oder einen. Die meisten wollen einen. Ich kriege es noch wegdiskutiert. Momentan bekomme ich es noch wegdiskutiert mit dem zweiten. Wie lange ich es noch wegdiskutiert, weiß ich nicht. Ich gehe davon aus, dass wir am Ende des Jahres wieder zwei Covenants haben. Also alles in unserer Größenordnung gesprochen. Ich glaube nicht, dass das, was ich alles sage, übertragbar ist auf Deals 200 Mio. und so weiter. Ich sehe den Ask danach, aber ich habe noch den Komfort, dem nicht nachgeben zu müssen, wenn ich nicht will. Headrooms (...) Das ist tatsächlich eine philosophische Frage. Also die 25% Headroom auf das EBITDA. Das kriege ich definitiv immer noch überall. Manchmal auch 30%. Und ich habe auch Banken, die sagen: Okay, lege mir das Modell vor und wir suchen uns eine Zahl aus. Dann können das in einem Jahr mal 40 sein, weil man sagt: Okay, in diesem Jahr hast du einen hohen Kapitaldienst. Und dafür ist es im Nachgang vielleicht enger. Wo ich mit einem höheren Headroom starte und dann nach unten komme. Da ist im Term Sheet dann auch der Headroom gestrichen und man geht auf die Einzelwerte. Was ich sehr sympathisch finde, ist natürlich doof in der Planungsphase. Wen suche ich aus, wenn ich einen Wettbewerb habe auf Bankenseite. Aber da weiß man dann auch mittlerweile. (...) Kommt man da zusammen oder nicht. Ist zum Beispiel \. (...) Wenn man ein Haus hat, das gerne mehr Term Loan A hat, dann kann ich das nachvollziehen. Dann mache ich halt in den ersten Jahren einen höheren Headroom und in den Folgejahren ziehe ich die Leine wieder an. Adjustments ja, da guckt gerade irgendwie jeder. Hat natürlich auch mit Corona zu tun. Was adjustiere ich, was adjustiere ich nicht. Was adjusted der Wirtschaftsprüfer? Der eine tut es, der andere tut es nicht. Auch was für Corona-Hilfen sind adjustbar und welche nicht? Ist eine Überbrückungshilfe adjustbar, keine Ahnung. Der eine WP sagt ja, der andere sagt nein. Da hängen wir hintendran, was der Wirtschaftsprüfer sagt. Wenn du dann am Ende einen findest, der es adjusted, dann gehst du damit haussieren. Basket 10% sehe ich nicht mehr, ich sehe 15%. Da ist aber auch nochmal das Thema, was für eine Art Unternehmen habe ich? Was für Strategie habe ich mit dem Unternehmen? Ich glaube das kann man in alle Richtungen verhandeln. Wenn ich eines habe, wo ich weiß, ich habe jetzt per se schon so und so viel Adjustments und habe dann eine Add-On-Plattform. Dann brauchen wir da nicht über 10% diskutieren. Bei jedem anderen \. Also ich habe auch Portfoliounternehmen wo das Adjustment halt mal nur 0,1% ist oder der Cap vielleicht auch deutlich mehr als 10% oder gar kein Cap. Aber ich sehe fast ausschließlich noch \. Also das vielleicht auch nochmal. Ich habe aber vor 2-3 Jahren noch dies gemacht und ohne Cap auf die Adjustments. Und jetzt sind sie da. Equity Cure, finde ich, ist unangetastet 3- bis 4-mal. Also da habe ich jetzt keine Veränderung festgestellt.
- 40 I: Wenn wir noch sprechen zu allgemeinen Baskets, sei es zur Veräußerung von Vermögenswerten, Aufnahme von Drittverschuldung außerhalb Kreditvertrag oder vielleicht auch zu Capex Restriktionen. Hat sich da eine Veränderung ergeben durch die Krisen?
- 41 PE2: Nein ich glaube nicht. Wenn man von Anfang an klar macht, dass es im Existing Debt aufzuführen ist und das halt dann im Initial Leverage erhöht ist. Also ich glaube,

die Diskussion ist eher nicht um die Höhe. Also ich rede jetzt speziell um die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten. Da geht es nicht darum, dass ich das behalte, sondern wo berechne ich es mit. Was mache ich in den Covenants-Definitionen mit einer Finanzierung, die außerhalb ist? Was ist mit einer separaten Sicherheit? Das habe ich in den letzten 3 Deals gemacht. Also, dass es bei Debt Funds-Finanzierungen nicht mehr das Super Senior Konzept gibt, sondern dass jemand eine separate Sicherheit hat und eigentlich außerhalb des großen Akquisitionsdarlehens eine weitere Finanzierung läuft. Es ist zwar keine Super Senior Verbindlichkeit mehr. Sondern es ist im Endeffekt eine separate, die erlaubt werden muss über so einen Basket. (...) Ich denke das ist deutlich besser abzuwickeln als alles, was wir bisher gemacht haben. Und finde ich auch super charmant und hoffe auch, dass dieser Trend dahin auch weitergeht und dass den die Banken mitgehen und auch die Hauptfinanzierer der Term Loans. Capex-Restriktionen (...) Ja, die sehe ich bei den Debt Funds. Also die haben halt immer ihren zweiten Covenants und dann sagen die: Dann nehmen wir doch den Capex-Covenant. Der tut am wenigsten weh. Zu den anderen Baskets. Da sehe ich eigentlich keine Veränderung. Das ist abhängig von der Unternehmensgröße und was es für ein Unternehmen ist.

42 I: Verstanden. Was mich noch interessieren würde, ist das Thema uncommitted-Linien. Gibt es ja in der Regel für Akquisitionen oder Investitionen. Hat sich da irgendwas verändert in der Vorgehensweise der Banken?

43 PE2: Nein eigentlich nicht. Nein. Das tut keinem weh. Solange ich es nicht hinterlegen muss, tut es keinem weh. (...) Es ist halt immer leidig, diese dann dazugehörigen Klauseln zu verhandeln. Wissend, dass es nie gefüllt werden muss, wenn man nicht will. Also das ist irgendwie eine Übung, wo ich nicht weiß, ob es zu viel bringt. Es hilft eigentlich nur, damit wir nicht nochmal die Kosten für die Anwälte aufmachen muss, weil es angelegt ist.

44 I: Dann kommen wir schon zur letzten Frage von diesem Block. Thema Ausschüttungen an PE-Investoren oder ich sage mal Gesellschafter allgemein. Hat sich da etwas verändert durch das Marktumfeld?

45 PE2: Nein, also das ist relativ stabil geblieben. Ob der Leverage da 2,0x oder 2,5x ist, da hat sich nichts verändert. Andere Perspektive ist vielleicht, wenn man Earn-Out-Zahlungen an bestehenden \. (...) Bei einem Add-On-Case zum Beispiel oder auch bei einem Entry. Was mache ich mit den Earn-Out-Zahlungen, wenn ich irgendwas vereinbare. Wie gehe ich damit um? Ich finde, das ist schwieriger geworden, weil das läuft ja dann auch unter Ausschüttung. Also wir versuchen jetzt soweit wie möglich ohne Earn-Out. Das klappt nicht immer. Das führt tatsächlich \. Da muss man tatsächlich sehr viel sprechen. Jetzt bei einem Add-On-Case, wo ich sage: Okay, ich kaufe das jetzt mal ohne Debt-Aufnahme und habe aber Earn-Out-Struktur. Da schauen die Banken super genau darauf. Was geht denn über die Laufzeit weg und passt es noch ins Modell?

46 I: Was sagen Sie zum Thema Recap in der aktuellen Marktphase? Ich habe gehört, dass es schwierig ist bis gar nicht mehr funktioniert. Haben Sie die letzten Monate Recap-Prozesse gesehen?

47 PE2: Ja, ich hatte selbst zwei und die liefen super. Also ich sehe auch, dass es momentan wenige Recaps am Markt gibt. Was aber wahrscheinlich auch daran liegt, dass es wenige Verkäufe gegeben hat in den letzten 1 bis 2 Jahren und man sagt dann im

Endeffekt: Okay, ich (...) gehe gleich in den Verkaufsprozess. (...) Aber wenn (...) es keine Verkaufsprozesse gegeben hat, dann ist es \. (...) Ich glaube, dass es daran besteht. Dann ist noch die Frage, gebe ich das Geld noch aus für einen Recap? Wie lange will ich es noch behalten? Ich weiß nicht, ob das die tatsächliche (...) Antwort darauf ist. Ich sehe, dass es weniger gibt. Ich habe letztes Jahr zwei gemacht und sogar bei einem Unternehmen, das so richtig schön einen Corona-Hit hatte. Mit KfW-Darlehen und so weiter. Eigentlich ein Case, bei dem die Uhr getickt hat. Bei anderen habe ich den Wettbewerb aufgemacht. Da lief der Verkaufsprozess super. Also wir haben versucht, den zu verkaufen. Der Verkaufsprozess lief super auf Bankenseite. Die hatten alle große Lust, den zu finanzieren. Aber da kam dann die Ukraine-Thematik auf. Da war es ein leichtes, diese Banken anzusprechen und zu sagen: Euer Angebot gilt doch auch für uns. Also die Meinung teile ich jetzt nicht. Also es kommt darauf an, auch auf die Branche. Ein Recap im Textil-Bereich ist jetzt glaube ich schwer.

48 I: Okay, vielen Dank für Ihre Meinung. Dann kommen wir zum letzten Themenblock des Interviews: Thema Syndizierung. Wie ist denn da Ihre Sicht? Ist das die letzten Monate insgesamt schwieriger geworden für die MLA zu syndizieren? Geht der Trend da vielleicht eher zu Club Deals? Da kommen wir nachher auch noch dazu, weil vielleicht das Thema Underwriting schwierig ist, momentan?

49 PE2: Das ist so ein Punkt. Ich habe ein einziges Mal einen Deal gemacht, der syndiziert werden musste. Eben auch wegen Geschwindigkeit. Wo ich mit 2 MLAs vorausgelaufen bin. (...) Ich habe keine Syndizierungen, da ich immer versuche, den Club zu bauen. Also den selbst zu machen. Ich bin nicht bereit oder wir sind nicht bereit, Geld dafür auszugeben, für ein Underwriting, um Geschwindigkeit zu halten. (...) Wenn ich sie alle gleichzeitig anspreche und laufen lasse, dann brauche ich keine Syndizierung. Dann brauche ich kein Underwriting. Das ist ein einziges Mal nicht aufgegangen. Ich kann diese Frage gar nicht wirklich beantworten, weil ich versuche in unseren Größenordnungen kein Underwriting zu nehmen. Außer jetzt Sparkassen. Da macht es natürlich teilweise Sinn. Aber ansonsten nicht.

50 I: Okay verstanden. Bekommen Sie es irgendwie am Markt insgesamt mit? Ob da Bereitschaft für Underwritings bestehen. Bei Sparkassen oder Landes- und Großbanken?

51 PE2: Nein, das interessiert mich dann auch zu wenig.

52 I: Verständlich ja. Dann würde ich die nächste Frage mal überspringen, da geht es auch um das Thema Syndizierung. Und dann kommen wir schon zur allerletzten. Thema einzelner Kreditgeber vs. Kreditkonsortium. Wenn Sie einen Deal mit einer einzelnen Bank machen im Vergleich beispielsweise zu einem Club Deal. Was sind die Vor- und Nachteile aus Ihrer Sicht. Vor allem in einer schwierigeren Marktphase? Haben Sie mir hier ein paar Punkte?

53 PE2: Ja gerne. Es kommt darauf an. Also ich habe gerne 2 Banken in einem Deal. Einfach aus dem Grund, dass ich sage, ich brauche vielleicht mal eine Erhöhung, ich brauche vielleicht mal einen Recap. Und das kann eine Bank nicht alleine stemmen mehr. Also ich habe gerne einen zweiten Partner. Ich habe auch schon Finanzierungen mit einem gemacht. Es ist natürlich deutlich einfacher in der Verhandlung. Es spart Kosten mit einer Partei zu verhandeln. Ich glaube diese Term Sheet-Phase, die kann man schnell abkürzen. Den Kreditvertrag nur mit einer Partei zu verhandeln und auch nur eine Partei zu haben, die sagt: Aber meine Marktfolge braucht \. Das ist deutlich

angenehmer. Ich bin tatsächlich durch das Restructuring gegangen mit einem Deal, wo dann nur eine Bank war. Die war nicht besonders geländegängig und das ist dann schwierig. Weil da finde ich hilft es ungemein, wenn die einen Austausch haben. Und wenn der eine kommerzieller denkt und der andere super konservativ und man erwischt genau diesen, der super konservativ ist, im Restructuring. Dann hat man verloren. Also ich finde auch im Restructuring ist es besser man hat 2 Abteilungen drauf, die darüber schauen und vielleicht auch different views haben. Ansonsten (...) Man kann halt \. Da muss ich speziell an eines denken. Wir hatten einen Deal mit einer Partei nur finanziert. Ja, da kann man dann halt auch mal Wald und Wiese machen im Kreditvertrag. Da muss man erstmal nicht mehr an irgendwie LMA-gebunden \. Da kann man tatsächlich auch mal völlig frei agieren.

54 I: Ja dann sind wir am Ende angekommen. Vielen Dank PE2 für das Interview und die spannenden Einblicke.

Anhang 7: Interview BA1

1	Interview BA1
2	Interviewpartner*in: BA1
3	Datum: 23.03.2023 um 10:00 Uhr
4	Dauer: 53 Minuten
5	Medium: Videokonferenz über Microsoft Teams; Aufnahme über Tonaufnahmegerät (iPhone)
6	-----
7	[Zu Beginn erfolgte eine Einleitung durch die interviewende Person (I) zu den Hintergründen der Masterarbeit. Dabei wurde u.a. auf die Ausgangslage, das Ziel der Arbeit, die Forschungsmethodik sowie die Forschungsfragen eingegangen. Anschließend wurde das mündliche Einverständnis zur Aufnahme des Interviews über das Tonaufnahmegerät (iPhone) eingeholt. Nach der Bestätigung durch interviewte Person wurde die Aufnahme gestartet.]
8	I: Ja dann nochmals vielen Dank, dass du bereit bist für das Interview. Ich habe einen Interviewleitfaden entwickelt, der anhand der 3 Hauptthemen Finanzierungsprozess, Strukturierung, Syndizierung durchgeht. Und wir steigen jetzt einfach mit dem Thema Finanzierungsprozess ein. Und da würde mich jetzt im ersten Schritt dein aktuelles Stimmungsbild interessieren. Bist du denn der Meinung, dass die Kreditvergabe für solche LBO-Finanzierungen im Bankensektor insgesamt restriktiver geworden sind? Wie ist das so deine Einschätzung?
9	BA1: Also ich glaube generell: Ja, das ist restriktiver geworden. Ich mache das immer so ein bisschen daran fest, anhand des Monitors Houlihan Lokey oder von Lincoln und wenn du da so andere Surveys anschaust. Ja, das scheint schon so zu sein, dass das restriktiver gesehen wird. Unsere Brille, Sparkassensektor. Also wir sind ja wirklich auch sehr aktiv in dem LBO-Geschäft. Wir sind ungebrochen stark unterwegs in dem Geschäftsfeld. Wollen es auch in diesem Jahr weitertreiben. Haben auch schon wirklich das ein oder andere gemacht dieses Jahr. Es ist nicht langweilig. Wir kriegen enorm vielen Anfragen auf den Tisch. Dennoch, ja, auch wir sind die Themen mehr am Prüfen. Auch am Verhandeln. Über Headrooms, über Leverages. Da kommen wir sicherlich nachher noch dazu. Also generell, ja restriktiver ist alles geworden. Ist unser Eindruck. Aber im Sparkassensektor, im Small Cap und Mid Cap, lower Mid Cap, weiterhin die Reise nach vorne.
10	I: Vielen Dank für deine Einschätzung. Siehst du denn da irgendwo Abhängigkeit, also Unterschiede in der Abhängigkeit von Geschäftsmodellen, Branchenzugehörigkeit und zum Thema Sitz des Unternehmen. Hier spiele ich generell auf das Thema Regionalprinzip bei den Sparkassen an. Fokussieren sich diese wieder ein Stück weit mehr vielleicht auf ihr primäres Geschäftsgebiet?

11 BA1: Also vom Grundsatz her ist es so (...), dass wir jetzt aus unserer Brille generell uns alle Branchen angucken. Ja, also vom \. Wir haben welche, die aktuell gar nicht unser Thema sind. Beispielsweise Automotive. Also ich will jetzt nicht sagen komplett rot. Aber ganz schwierig im Moment für uns. War auch schon vor Corona so. Covenants Holidays gehabt und solche Themen. Also tun wir uns schon \. Also der ganze Transformationsprozess. Das ist schwierig. Ansonsten gucken wir uns wirklich alles an. Ja, wir haben Branchenvorzüge vor allem IT, Tech muss ich sagen. Da fühlen wir uns gerade, wenn es jetzt sehr granulare Modelle sind mit vielen Kunden hintendran, viele recurring revenues, stabile Modelle. Ja da fühlen wir uns sehr wohl. Auch Pharma und Healthcare fühlen wir uns wohl, ungebrochen. Ja gleichwohl, wenn wir jetzt gerade den Herrn Lauterbach wieder hören mit Blick auf PEs. Dass er das nicht so gerne hat, wenn da so viele Margen verdient werden. Also da ist ja auch überall ein bisschen Druck auf den Sachen. Ja natürlich, was regionale Sparkasse angeht, das ist so. Vorzug hat natürlich die Region, wenn man wählen muss. Momentan vielleicht auch mehr der Fokus darauf. Aber für uns gesprochen, sind wir deutschlandweit unterwegs. Wir dürfen deutschlandweit unterwegs sein. Wir haben ein internes Limitsystem, gemessen am Rating und Sicherheiten. Versuchen aber immer irgendwie die Sparkasse vor Ort mit an Bord zu holen. Ja, zumindest anzufragen. Es sei denn, es gibt irgendwelche Themen im Prozess. Vertraulichkeit, bitte erst nach Closing ansprechen, Syndizierung. Dann ist das nachvollziehbar. Ansonsten genau (...). Ja sind das mal so die Themen.

12 I: Ja, vielen Dank für deine Einblicke BA1. Was mich auch interessieren würde, ist so das Zusammenspiel zwischen PE-Investor und Bank. Vor allem jetzt in dem aktuellen volatileren Marktumfeld. Wie siehst du denn das? Ist es ein Vorteil, wenn in der Vergangenheit schon mal der Private Equity Investor mit der Bank direkt zusammengearbeitet hat. Tut man sich da momentan leichter? Auch im internen Prozess? Was mich auch interessieren würde, ob ihr mitbekommt, ob am Markt breiter angesprochen wird. Also, dass Advisor oder Investoren hier direkt mehr Banken an Bord holen, um gewisse Sicherheit zu haben für die Finanzierung.

13 BA1: Also da tatsächlich ein bisschen aus unserer Brille, wie wir das wahrnehmen. Ja natürlich bestehen enorme Vorteile, wenn wir einen PE gut kennen, mit denen gearbeitet haben. Vielleicht sogar, wenn irgendwie mal was mit einem Waiver oder so war. Wie hat er sich verhalten? Equity Cure? Ist er weiterhin an Bord, bleibt er dabei? Natürlich ist das wichtig. Auch in der Strukturierung selbst. Es ist natürlich gut, wenn du schon irgendwie 2, 3 Precedents hast, auf denen du aufsetzt. Da kommst du deutlich schneller durch die Doku-Verhandlung durch. Das ist so. Ja wir gucken auch gerade bei den PEs \. Ja, wenn wir Kontakt zu denen haben. Haben wir schon etwas umgesetzt. Ich denke gerade an einen PE, der macht sehr viel im IT-/Tech-Bereich. Und da gucken wir natürlich darauf: Hat der selbst auch Spezialisten, die sich da auskennen? Das merkst du dann auch, weil die das Unternehmen dann nach vorne pushen wollen. Und vor allem, wenn wir wissen, dass ein PE zum Beispiel ein Unternehmen unterstützt hat, ein Reporting aufzubauen. Gerade bei den Small Caps manchmal, merkst du, dass das Reporting nicht so optimal ist. Da kann ein PE schon ganz gut unterstützen. Also kurzum: Ja das ist ein sehr, sehr großer Vorteil. Wird über die bestehenden Hausbanken mehr abgewickelt? Unsere Wahrnehmung: Wir merken immer wieder, und das überrascht uns eigentlich auch manchmal \. Auch wenn man denkt, man kennt doch den PE. Dann kommt er immer wieder mit einem Debt Advisor um die Ecke. Also der will da einfach die Competition scheinbar haben. Oder sagt halt: Das ist mir zu anstrengend, die Bankgespräche. Das soll der Debt Advisor machen. Ja oder er muss vielleicht seinen Fonds was zeigen. Hier, ich habe mehrere Angebote eingeholt. Das ist so. Gleichwohl merken wir, gerade wenn es um Add Ons geht. Da kriegen wir auch sehr, sehr viel auf den Tisch. Also gar nicht gar nicht mal so \. Primary bei uns auch. Aber gerade bei Add Ons.

Da kommen die größtenteils direkt auf uns zu. Ja, wandelt mir eine uncommitted-Linie in eine committed um und solche Themen. Aber im großen weiten Markt kann ich aktuell nicht sagen, wie da die PEs unterwegs sind. Aber so ist unsere Wahrnehmung oder Meinung. Das ist dann auch spannend, was du da herausfindest.

14 I: Was auch immer ein spannendes Thema ist. Das Thema Rückbeteiligung. Von Seiten Verkäufer oder Management. Das ist ja auch immer für den Investor wichtig. Glaubst du, dass das jetzt durch die unsichere Marktentwicklung noch mehr an Bedeutung gewonnen hat? Beziehungsweise auch wenn ihr jetzt in einem Finanzierungsprozess seid, ist es da auch eine Art Forderung von euch?

15 BA1: Also es ist keine Auflage von Marktfolge oder Kompetenzträger. Es muss immer Rückbeteiligung, es muss immer Verkäufendarlehen, es muss immer \. Das nicht. Aber natürlich ist das so. Und das war es auch schon vor der Krise. Wir fühlen uns sehr, sehr wohl, wenn Verkäufer oder das Management über Co-Investment irgendwie rückbeteiligt ist. Oder gerade das Management an Bord bleibt. Einfach im Sinne von \. Also nicht nach dem Motto: Man verlässt das sinkende Schiff. Da ist irgendwas. Die ziehen sich raus. Und vor allem Kontinuität im Unternehmen. Ja mit Kunden, Lieferanten, vor allem Mitarbeitern auch. Vor allem in den Small Caps. Da hängt doch schon sehr viel am Top Management. Dass dieses auch an Bord bleibt. Und dass eben auch der Verkäufer an Bord bleibt. Wenn das nicht so ist (...) Da gibt es gute, überzeugende Gründe dafür. Dann ist es, wie gesagt, kein Deal Breaker. Gucken wir uns natürlich auch an. Wir versuchen dann schon zu erfahren, bleibt der Verkäufer zumindest übergangsweise an Bord. Beratervertrag? Was macht er genau? Aber es ist uns sehr, sehr wichtig. Und ich glaube ja, es ist noch wichtiger geworden aktuell.

16 I: Vielen Dank für deine Einschätzung. Jetzt würde mich natürlich auch ein Stück weit die Brille von euch intern interessieren. Wenn ihr euch jetzt Deals anschaut, im Vergleich zu früher, hat das Thema Prüfung der Unterlagen noch mehr an Bedeutung gewonnen? Auch vor allem mit Blick auf mehr Rückfragen an die DD-Provider, zum Finanzmodell, et cetera.

17 BA1: Also der Umfang der Diligence, die wir fordern (...) Das ist vor der Krise, also ich sage mal vor Corona, Ukraine/Russland, Inflation, im Vergleich zu jetzt eigentlich nach wie vor identisch. Legal, Tax, Financial, Commercial vor allem auch. Was wir vermehrt machen, sind natürlich Stresstest-Rechnungen. Gerade mit Blick auf Financing Case. Das stellen wir auch in den Beschlüssen dar. Also was passiert. Finanzierungskosten gehen hoch, Rohertragsmarge geht runter. Was passiert, wenn ein Kunde wegbricht. Also da wird schon viel mehr gerechnet als früher. Das merke ich schon so. Gerade die Kollegen aus der Analyse, Marktfolge. Ja auch zunehmend machen wir wirklich DD-Calls. Und ich merke es auch nach der Management Presentation. Wenn da nochmals Calls danach sind. Da nehmen die PEs auch immer direkt die DD-Provider mit rein, um schon die Banken da abzuholen. Und auch hier machen wir tatsächlich vermehrt wirklich eine Art FAQ-Liste. Also früher war das so bisschen mehr: Hier ist eine DD, hier ist eine Flag. Da fragt man mal was nach, vereinzelt. Aber da machen wir schon ausführliche FAQ-Listen. Links die Fragen, rechts die Antworten. Die sind zum Teil schon auch mal mehrere Seiten, muss ich sagen. Das fällt mir schon auf, dass wir da so unterwegs sind. Oder da so rangehen. Was wir zusätzlich auch noch vermehrt sehen \. Nicht bei jedem Deal. Aber doch jetzt mal immer wieder sehen, ist eine ESG DD. Das wird auch zunehmend wichtig. Dass vor allem wir als Banken sowas beleuchten. Ja genau, so ist da unsere Wahrnehmung an der Stelle.

- 18 I: Wenn wir uns mal noch das Thema Geschwindigkeit anschauen. Ist ja auch mal ganz spannend, vor allem wenn man die letzten Jahre betrachtet. Da hatte man schon das Gefühl gehabt, Geschwindigkeit ist dort der größte Faktor. Wenn man schnell war, hatte man gute Chancen den Deal zu bekommen. Da würde mich interessieren, ob das Thema Geschwindigkeit immer noch die Rolle spielt wie früher. Und ob die Geschwindigkeit auch im Konflikt einer detaillierten Prüfung steht. Da würde mich mal deine Einschätzung oder Erfahrung interessieren.
- 19 BA1: Also Geschwindigkeit (...) Wenn ein gutes Target, gerade IT, Tech, Pharma sage ich mal, ist ungebrochen enormer Wettbewerb. So nehmen wir es wahr. Vor allem auch Debt Funds, die gehen nach wie vor in IT, Tech. Und das teilweise auch immer noch bis 5x, muss ich sagen. Da wo wir eher so bei 3x oder bisschen mehr unterwegs sind. Leverage also. Da ist ungebrochen hohe Geschwindigkeit. Vor der Krise und auch aktuell. Wo wir mit deutlich geringerer Geschwindigkeit momentan sehen \. Was wir sehr viel auf den Tisch bekommen, sind Refis. Ja wir bekommen sehr viele Refis auf den Tisch, wo auch Debt Funds gemacht haben. Wo aber aus unterschiedlichen Gründen \. Sicherlich die Zinskosten, die Finanzierungskosten zu hoch sind. Aber wo auch der Kunde sagt, es ist mir alles so komplex. Ja Vertrag, ich hätte gerne eine schlankere Senior-Struktur. Das merken wir. Hier ist die Geschwindigkeit deutlich rausgenommen. Zumindest das, was wir auf den Tisch bekommen haben. Ja, das wird länger vorbereitet. Du hast da einen viel entspannteren Prozess, muss ich sagen. Nachteil ist natürlich ein bisschen (...) Kriegst du nochmal ein umfassendes die DD-Paket? Vielleicht ein Factbook von einem externen Provider. Das ist immer so die Spannungslage. Ansonsten beliebte Targets nach wie vor ungebrochen hoher Zeitdruck. Und ja, es ist ja ein riesen Konflikt natürlich. Da Thema Risiko. Wie geht man mit allem um. Es ist ja auch eine große Unsicherheit. Vor allem, wie geht alles weiter? Was ist, wenn doch Ukraine/Russland noch mehr eskaliert. Oder China/Taiwan. Du hast halt viele Unbekannte in dem Thema und versuchst zu strukturieren. Auf der anderen Seite der Zeitdruck. Das war vorher schon so. Ja, das ist ein riesen Konflikt. Wie gehen wir damit um? Wir versuchen irgendwie den Mittelweg zu finden, uns mit der Marktfolge zu arrangieren. Im Deal-Team zu arbeiten. Aber ja, es ist herausfordernd. Wir haben mehr Diskussionen, muss ich dir sagen.
- 20 I: Dann haben wir den ersten großen Themenblock schon hinter uns. Dann steigen wir nun in die Strukturierung ein. Wir kommen gleich zu Detailfragen. Aber vorab ganz oberflächlich. Beziehungsweise auf höherer Flugebene. Da würde mich interessieren, was aus deiner Sicht momentan besonders wichtig ist bei der Strukturierung.
- 21 BA1: Also grundsätzlich haben sich unsere Terms gar nicht so viel verändert. Im Allgemeinen sage ich jetzt mal. Jetzt nicht irgendwie, dass wir anfangen, die Welt zu ändern. Im Sinne von: Wir machen LBO nicht mehr Non Recourse, sondern wir wollen noch eine Haftung vom PE oder irgendwie so was haben. Das hat sich nicht verändert. Die Grundstruktur ist weiterhin da. Was wir natürlich machen, ist, die Themen mehr zu verhandeln. Auf Leverage, Headroom, Adjustments. Solche Themen. Das gucken wir uns mehr an. Auch bei PE-Seite, zumindest das, was wir so mitbekommen über Re-Draftings zu Verträgen oder zu Term Sheets \. Da sind so die üblichen Redlines drin, die man kennt. Wo es sich um Themen ausgetauscht wird. Wesentliche Tochter bei E-BITDA 10% oder 8,5% oder solche Themen. Aber wir haben jetzt nicht irgendwelche Redlines gesehen, die gänzlich uns neu waren oder die sich geändert haben. Nur die bestehenden Themen werden mehr verhandelt. So ist da unsere Wahrnehmung. Ansonst ja so übergreifend. Was ist dem PE wichtig? Nach wie vor Zuverlässigkeit,

Schnelligkeit. Da sind wir wieder beim Thema. Um halt Transaktionssicherheit zu haben. Das ist nach wie vor das große Thema.

22 I: Okay BA1. Dann kommen wir jetzt mal auf ein paar Detailfragen zur Strukturierung zu sprechen. Du hast vorhin schon das Thema Leverage angesprochen. Wie hat sich denn der Leverage allgemein verändert? Vor dem Hintergrund der unsicheren Zeiten. Auch das Thema Eigenkapitaleinsatz des Investors. Was fordert ihr da? Und das Thema Tilgungsstruktur, Aufteilung Tranche A, Tranche B beispielsweise. Was hat sich da verändert?

23 BA1: Es ist ein großes Spannungsfeld. Weil gerade wir am Markt, wir strukturieren und wir wollen ja auch Geschäft machen. Aber die Marktfolge versucht genau die Themen \. Ja die würden jetzt eher sagen, es hat sich viel verändert. Ganz grundsätzlich ist es so: Wir haben immer so den Anspruch, Equity all in mit Nachrangkapital, Verkäuferdarlehen, wollen wir 45% haben. Das sehen wir auch durchaus. Wir haben auch Deals, da kommt deutlich größer als 50, 60%, zum Teil noch mehr rein. Die tun nur so bisschen leveragen. Das ist auch wieder gerade bei IT, Tech, etc. Da sind echt die Multiples weiterhin zweistellig. Ja sicherlich gucken die da mehr drauf. Ich kann schon auch sehen, dass der Leverage ein bisschen runtergegangen ist. Aber der ist weiterhin ungebrochen hoch. Die, die wir in dem Bereich sehen. Und Tilgungsstrukturen. Also was wir merken. Also dass die Lust haben auf die klassische Senior Bank. Also zumindest jetzt von den aktuellen Deals, die wir in Q1 gemacht haben. Wenn wir früher ganz oft über TLA, über Tilgungsbeginn und dann noch die Raten so, dass es mehr in Bullet rein geht. Also dass du so einen halben TLA Richtung TLB schon fast hast. Das wurde jetzt gar nicht mehr so diskutiert. Da ist jetzt eher so die Wahrnehmung, dass das akzeptiert wird. Ich bin mal gespannt, ob das jetzt ein Zufall ist. Aber das wurde gar nicht groß gedrahtet. Da wurden auch die Models entsprechend aufgestellt. Insofern, ja wir versuchen in den initialen Term Sheets das direkt so zu drahten. Wir hätten gerne eine gleichbleibende Struktur und solche Themen. Wir hätten gerne 50/50 TLA/TLB. Das ist so meistens unser Antritt. Dann können wir auch ein Stück mehr Richtung B gehen, wenn das gute Modelle sind. Das wird tatsächlich ein bisschen weniger verhandelt von der Gegenseite. Und initiale Leverages. Ja, auch da wieder Software, IT. Da sind wir bis zum 4fachen gegangen beim Opening. Zum Teil auch größer. Es ist jetzt nicht so, dass das jetzt bei uns irgendwo im Gebetsbuch steht: Wir dürfen jetzt nur bis dahin. Ich glaube, da gibt es auch manche. Ja, auch wir müssen ein bisschen gucken mit EBA-Guidelines und versuchen da, Korsetts so ein bisschen festzuzurren. Aber wir merken, ob das hier mit Leverages kleiner 4 klarkommen. Ja, dass das akzeptiert wird. Und wir versuchen natürlich ein bisschen in den Covenants, in den Headrooms, nach unten zu gehen. Also wenn wir gerade früher bei IT, Tech gesagt haben: Komm es geht auch über 30%, 32,5% (...) Oder sowas. Komm wir gehen das mit, wir finden das gut. Also da wird jetzt schon auch mal 25% gedrahtet. Das wird dann schon auch akzeptiert. Ich kann dir da jetzt gerne mal ein Update geben, ob sich das jetzt so verfestigt dieser Eindruck. Aber wir gehen da ungebrochen so dran. Mit der Änderung, es wird scheinbar akzeptiert. Aber wir haben jetzt nicht irgendwie: Es muss jetzt 80% TLA sein, wir wollen jetzt nicht mehr 45%, wir wollen 60% mindestens haben. Das hat sich bei uns nicht geändert.

24 I: Ja vielen Dank BA1 für deine Einschätzung. Jetzt bist du auch gerade schon auf das Thema Covenants und Headrooms eingegangen. Vielleicht da auch gleich auf diese Frage: Hat sich denn insgesamt auch die Anzahl der Covenants verändert? Also nehmt ihr mittlerweile eher 2, vielleicht sogar 3 mit rein in die Verträge? Wie geht ihr mit dem Thema EBITDA-Adjustierungen um?

25 BA1: Also das wir \. Wir haben eigentlich immer drin, den Net Leverage. Den haben wir immer drin. Weil dadurch denken wir, haben wir die P&L abgegriffen und wir haben die Bilanz abgegriffen. Also Liqui und Debt. Und da meinen wir eigentlich, damit können wir wirklich alles gut steuern. (...) Das machen wir nach wie vor so. Eigentlich haben wir nur diesen, Leverage. Neben eben den üblichen LMA Items. Das schon. Aber rein so bei den klassischen Finanzkennzahlen ist das das einzige. Was wir natürlich noch machen, gerade bei Buy-and-Build-Strukturen. (...) Dass wir entweder sagen, wir wollen eine Art Gearing-Level noch haben. Also wir wollen, dass das EK Schritt hält. Das wird aber auch nicht immer akzeptiert. Das muss ich sagen. Wir versuchen es manchmal. Es wird dann aber auch eher rausverhandelt, ja. Müssen wir gucken, immer wie wir mit dem Thema umgehen. Ja wir versuchen das aber immer. Jetzt aber nicht so, dass wir plötzlich anfangen mit 5,6 Covenants zu arbeiten. Ja noch den Debt Service Cover Ratio und sowas. Was ich alles gut finde. Aber wir sagen dann auch für uns immer so ein bisschen: Was wir machen. Wir machen klassische Small Caps, lower Mid Caps. Oft haben wir ein EBITDA 3 bis max. 10 Millionen. Das ist ja eher so unsere Range. Und wir wollen diese Deals ja auch nicht overengineeren. Ja wir wollen es ja möglichst so machen, dass es für alle verdaulich ist und dass man durchkommt. Also insofern, da hat sich in der Anzahl insofern nichts geändert. Nur in dem einzelnen, wie gesagt, Headrooms uns so Themen. Adjustments, ein riesen Thema. Da wird ganz viel und immer mehr diskutiert. Gerade auch bei Buy-and-Build. Add Ons, Synergieeffekte et cetera. Da haben wir permanent Themen, wo man besprechen \. Mir wäre wirklich am allerliebsten, man würde in so einem LMA-Vertrag alle möglichen Adjustments, die es irgendwo gibt, auflisten und definieren. Aber das geht ja nicht. Und ich frage mich da immer: Was ist, wenn du dir da mal ein Ei legst? Geht das dann vor ein Schiedsgericht oder so? Aber da hängt ja so viel dran. Der Breach dann, der zum Kündigungsrecht führt. Die Marge, die sich ja oft am Margin Grid orientiert. Aber das sind echt spannende Themen. Da tun wir sehr viel diskutiert. Was wir jetzt vor kurzem wirklich durchbekommen haben, bei einer Refi. Aber die wollten auch bei uns die Refi wirklich machen. Da haben wir die Adjustments insgesamt gecaped. Wir haben gesagt, wir lassen alles zu. Aber max. 20% waren es in dem Fall, auf das reported EBITDA dürfen adjusted werden. Ja, das wird aber nicht immer akzeptiert. Ja das ist schwierig, aber wenn wir sowas immer durchbekämen. Das wäre natürlich toll. Aber das bieten wir jetzt nicht standardmäßig an. Wir gucken halt, wie wir da im Wettbewerb sind und ob wir das durchbekommen. Und ansonsten, Thema Equity Cure Right. Das lassen wir nach wie vor zu. Das erlauben wir. Bestimmte Anzahl. Wir erlauben es dann nicht auf den Nenner, also nicht auf das EBITDA, sondern auf die Kasse. Das hat sich jetzt nicht groß geändert. So die üblichen LMA Items, die wir da haben.

26 I: Dann sprechen wir doch noch über Margen und Gebühren. Also wenn man sich den EURIBOR anschaut. Da hat sich die letzten Monate einiges getan. Was mich interessieren würde ist, ob sich auch bei den Margen etwas getan hat. Und wie deine Sicht bei den Einmalgebühren ist. Vielleicht auch vor dem Hintergrund, dass die Syndizierung möglicherweise schwieriger ist. Aber da kommen wir nachher noch drauf. Am Schluss dann noch die Frage, ob es mit Blick auf die Dokumentation Diskussionen beim Thema Zinssicherung gibt.

27 BA1: Ja, also Margen haben sich definitiv erhöht. Weniger aufgrund Thema (...), dass man sagt, das allgemeine Risiko hat sich erhöht. Das ist nach wie vor klassisch Rating, Geschäftsmodell und solche Themen, die da eine Rolle spielen. Was sich aber erhöht hat, ist die Refi, die Liqui-Kosten. Jeder kalkuliert das für sich intern individuell. Aber die haben sich halt einfach erhöht. Wahrnehmung ist da tatsächlich so ein bisschen, und so machen wir das auch. Also 25 bis 50 bps haben sich tatsächlich die Margen erhöht. Also wenn wir vorher bei einem wirklich guten Deal Startmargen 3,25% / 3,50%

TLA/TLB hatten, ist es jetzt eher so 3,75% TLA und bei TLB wirklich die 4 vorne dran. In der Startmarge versteht sich. Das wird auch akzeptiert. Margin Grid gucken wir auch eher, wenn wir so leverage-bezogen so im unteren Ratchet sind. Dass wir gucken, dass wir möglichst noch die 3 irgendwie vorne dranstehen. Auch im untersten Ratchet, wo du vorher auch mal 2,50% oder so geschrieben hast. Das wird auch akzeptiert. So zumindest aktuell unsere Wahrnehmung. Also da wird wirklich akzeptiert, weil ich glaube, der allgemeine Markt ist so. Wahrscheinlich auch im größeren Segment. Und Gebühren, Arrangement Fees: Im Regelfall steht immer eine 2 vorne dran, ja so 2,20% bis auch vielleicht etwas mehr. Wird aber tatsächlich diskutiert. Wird aber auch akzeptiert. Da ist wieder das Thema, wenn du einen bestehenden PE hast, mit dem du sehr viel machst, der dir ein sehr gutes Feeling gibt bezüglich Umsetzung. Exklusivität, Precedent. Wo du einfach das Gefühl hast, in der Arrangierung geht es einfach etwas standardisierter durch, dann sind wir da natürlich auch mal bereit, eine andere Fee (...). Ach ich weiß nicht, so 1,90% oder 1,80%. Je nachdem, wie du dich da dann positionierst. Aber ansonsten grundsätzlich unverändert bis leicht steigend, die Gebühren. Aber auch unverändert hoch, würde ich sagen. Und das wird auch akzeptiert. Thema Hedging. Ja, haben wir in der Vergangenheit so gemacht, mit Trigger Grenzen. Also war ja ganz schwierig in der früheren Negativlandschaft. Wie gehst du damit um. Da ist es aktuell so, bei vielen Bestandsfällen, wurde der Trigger ausgelöst. Bei ganz vielen hat man dann ein Hedging gemacht. Bei ganz vielen übrigens ein Cap. Also kein Swap. Viele wollten dann einfach einen Cap. Die Strikes dann gesetzt. Manche dann bei 3%, manche aber auch bei 4%. Also unterschiedliche Meinungen. Und wir hatten dann aber auch tatsächlich PEs, die gesagt haben, wir brauchen das nicht. Wir haben eine ganz andere Zinsmeinung. Könnt ihr da bitte darauf verzichten? Das haben wir dann mit Konsorten abgestimmt, haben einen Waiver-Antrag stellen lassen mit Begründung. Natürlich dann auch eine Waiver Fee berechnet. Und dann waren wir auch bereit, bei guten Modellen darauf zu verzichten. Wenn das so war. Der größte Teil hat das Hedging aber dann auch wirklich umgesetzt. Jetzt bei neuen Deals ist es tatsächlich so \. Da tun wir direkt ein verpflichtendes Hedging mit reinnehmen. Da aber jetzt nicht so, mit Blick auf Aufwand, direkt zum Closing. Weil dass du das hinbekommst ist \. Sicherlich auch nicht unüblich. Aber wir sind da eher so unterwegs, dass wir sagen: Innerhalb einer gewissen Frist nach Closing. Also so 60 / 90 Tage, dann wollen wir ein Hedging haben für mindestens x Euro und für so eine Laufzeit von (...) 3 Jahren sage ich jetzt mal. Ja und ich muss sagen, da wird auch einiges umgesetzt. Ja da wird wirklich viel gemacht. Jetzt vor kurzem haben wir sogar mal einen Swap gemacht. Aber es gibt unterschiedliche Meinungen bei den PEs. Das ist so unsere Wahrnehmung.

28 I: Das nächste Thema ist die unternehmerische Freiheit. Das sollte für das Management in den volatilen Zeiten zu einem wichtigen Thema gehören. Jetzt haben wir schon über Headrooms gesprochen. Wie sieht es denn bei Baskets aus? Wie geht ihr momentan damit um? Seid ihr da eher vorsichtiger beziehungsweise restriktiver geworden?

29 BA1: Also da muss ich sagen, da wird eher um die Prozentzahlen verhandelt, wenn man grower Baskets hat. Aber grower Baskets lassen wir weiterhin zu. Das haben wir schon. Nominale und bei Buy-and-Build-Cases auch grower Baskets. Da wird es in der Argumentation auch schwierig zu sagen: Nein, wir wollen immer beim Fixbetrag bleiben. Dann geht man irgendwo auf Prozent und das lassen wir auch im initialen Term Sheet zu. Da verhandelt man dann über die Höhen. Oft wird dann über die Schwelle diskutiert. Ist es das EBITDA, ist es das pro forma EBITDA. Da muss man auch immer so bisschen überlegen. Ist es ein Buy-and-Build-Case? Kann man das mitgehen? Also da kein wirklicher Unterschied, zwischen vor der Krise und der jetzigen Situation. Außer vielleicht bei den Prozentsätzen. Was wir gar nicht mögen ist so carry forward, carry backward. Weil du da einfach so den Überblick verlierst. Also, wenn das wirklich einer

unbedingt will und es gut begründet \. Da erinnere ich mich an einen Fall. Da konnten wir aber auch durchsetzen, dass wir wirklich in jedem Compliance Certificate die Ausnutzung dargestellt wollen. Das war ein bisschen tricky. Ansonsten, nein. Also wir verhandeln die Themen. Also auch da ist das Argument, dass wir es da auch nicht over-engineerieren wollen. Wenn du jetzt da irgendwie anfängst, erlaubt Finanzverbindlichkeiten \. Wenn du vorher, keine Ahnung, einen allgemeinen Basket von x hast. Jetzt sagst du: Nein, jetzt muss er aber y sein. Ja natürlich, das wird verhandelt. Die Marktfolge guckt, dass du runterkommst von allen Themen und wir versuchen den Deal aber auch zu machen, kompetitiv zu bleiben. Aber wir haben da jetzt nicht gänzlich eine andere Ausrichtung als vor einem Jahr.

30 I: Wie sieht es denn mit uncommitted-Linien aus deiner Sicht aus? Hat sich da jetzt eure Vorgehensweise verändert?

31 BA1: Also das ist eigentlich ganz interessant. Also auch schon vor der Krise, sage ich jetzt mal, haben wir gemerkt (...) Gerade in dem Segment, wo wir unterwegs sind. Small Cap, lower Mid Cap. Wenn du da Wettbewerb hast gegen die Geschäftsbanken. Dass denen der Deal zu klein ist, dass es in die große M&A Strukturierungsabteilung der Geschäftsbank kommt. Dann versuchen die den Deal in der Corporate Abteilung zu verarbeiten. So zumindest unser Eindruck. Und die tun sich schwer, dann irgendwelche uncommitted-Linien zu strukturieren. Das kennen die nämlich gar nicht, weil es eben auf der Ebene bearbeitet ist. Und da können wir dann richtig punkten mit unseren Term Sheets. Wir sagen: Wir erlauben das. Wir haben das Geschäftsmodell besser verstanden, et cetera. Und ja, wir sind weiterhin bereit, uncommitted-Linien direkt zuzulassen im Term Sheet und im LMA-Vertrag. Gerade bei Buy-and-Build-Strukturen. Auch da spielt eine Rolle, wenn wir den PE-Investor kennen und wissen, ja der macht Buy-and-Build. Natürlich wollen wir das machen. Es geht ja dann auch wirklich schlank, die Umsetzung. Wir wollen den ja begleiten. Dann ein einfaches Anfrageschreiben und Mitteilung an Agenten. Dann hast du das Ding eingerichtet. Ein bisschen platt jetzt gesagt. Klar, ein paar CPs musst du dann gucken. Aber wenn du da sagst: Nein, da fahren wir erst wieder einen komplett neuen Prozess und eine Änderungsdokumentation. Das macht ja auch keinen Sinn. Da würden wir uns glaub ein Eigentor schießen. Und wir wollen ja kompetitiv bleiben. Und ja, wir sind weiterhin bereit das zu tun. Machen wir auch gerne. Da ist halt nochmal, was ich vorhin auch sagte. Wir tun da übliche Voraussetzungen draftern. Sitz des Unternehmens, erlaubte Akquisition, bis zu welchem Leverage darf gezogen werden, wie ist der Verfügbarkeitszeitraum et cetera. Wir wollen dann auch eine Tilgung. Sowas wird nach wie vor verhandelt, unverändert. Das einzige, was bisschen neu ist, dass wir da wirklich versuchen nochmal, nicht nur Net Debt Leverage, sondern auch Equity Covenants noch mit reinzunehmen. Wenn dann aber Gearing oder sowas. Aber das wird nicht immer akzeptiert. Aber da haben wir auch momentan so ein bisschen Diskussionen mit unserer Marktfolge. Ich kann es ja auch verstehen. Man will, dass der Investor gebunden bleibt. Aber es ist da nicht so ganz einfach. Also kurzum: Ja wir sind dazu weiterhin bereit.

32 I: Okay. Dann kommen wir jetzt zum letzten Punkt aus dem Themenblock Strukturierung. Und zwar zu den Ausschüttungen an PE-Investoren oder Gesellschafter allgemein. Hat sich da etwas verändert aus deiner Sicht? Haben sich die Voraussetzungen geändert? Und wie siehst du das Thema Recap momentan?

33 BA1: Also Ausschüttungen generell unverändert. Lassen wir marktüblich zu. Also sprich, wenn gewisse Leverages eingehalten sind, wenn noch so viel Liquidität im Unternehmen bleibt und wir wollen so viel Pflichtondertilgungen haben, gleichlaufend.

Also tun wir unverändert zulassen. Da wird dann noch über die Schwellen et cetera verhandelt. Oder über die Voraussetzungen. Aber das lassen wir unverändert zu mit marktüblichen Beschränkungen. Klar, wir sind eine Bank. Gerne haben wir das nicht. Wir freuen uns, wenn das Cash im Unternehmen bleibt oder investiert wird. Aber da verschließen wir uns nicht, sowas zu verhandeln. Aber wir haben das selten gehabt, dass jetzt einer kommt und sagt, ich will jetzt mal was ausschütten. Was oft kommt, sind Recaps. Genau das, was du mich gerade fragst. Und da muss ich dir sagen, da tun wir uns irgendwie schwer mit der Story. Wir verstehen ein Unternehmen, dass dann plötzlich jetzt \. Ich bin nur noch bei 0,5x Leverage und will jetzt mal relevern. Und da freuen wir uns immer, relevern um zu wachsen, sprich Add Ons zu machen. Das ist cool. Da haben wir Lust. Aber wenn ich relevern und ausschütten will. Das ist immer schwierig von der Story. Dann geht es immer darum: Hat er sich schon rausgezogen, ist er noch motiviert drin zu bleiben? Es ist nicht so, dass wir das nicht machen, im Gegenteil. Also gucken wir uns natürlich an. Aber ist immer schwierig von der Story. Also ich würde es jetzt mal so sagen: Wenn wir jetzt einen komplett neuen Deal auf den Tisch bekämen. Zu einem neuen Target, neuer PE und da geht es um einen reinen Recap. Dann würden wir den von der Priorität unten ansiedeln, wenn wir andere dafür machen können. Also so würde ich es vielleicht sagen. Wenn wir aber PE kennen, Target auch und wir sind vielleicht schon seit Anfang an drin und es entwickelt sich super. Wenn der jetzt relevern möchte und es ist super nachvollziehbar. Dann machen wir das schon mal. Aber in einem vernünftigen Rahmen. Aber so viele Recaps kriegen wir aktuell auch gar nicht auf den Tisch. Was wir wirklich eher jetzt haben, sind Refis halt. Klassische Refis. Wo die natürlich relevern, aber wo die nicht Geld ausschütten wollen.

34 I: Ja, spannend zu hören. Dann schauen wir mal, wie sich das Thema in den nächsten Monaten weiter entwickeln wird. Dann kommen wir jetzt zum letzten Themenblock, der Syndizierung. Da interessiert mich natürlich deine Blickrichtung. Siehst du es so, dass die Syndizierung insgesamt schwieriger geworden ist im aktuellen Umfeld? Auch die Vorgehensweise von PE-Investoren oder von MLA, mögliche Syndizierungspartner früher mit an Bord zu nehmen, um eine gewisse Sicherheit zu haben. Also eher Richtung Club Deal? Teile da doch mal deine Erfahrungen mit mir.

35 BA1: Ja, also wir haben ja auch da eher den Blick auf Sparkassen- und GenoBanken-Welt. Und eher so im Small Cap Segment. Generell glaube ich, oder auch was ich so sehe, ist es schwieriger zu syndizieren. Das hängt daran, dass sich viele Institute zurückgezogen haben. Ich denke an die BayernLB, die am liebsten nur noch Corporates in Bayern macht. Oder ich glaube auch die APO Bank tut sich schwer mit LBO oder machen das nicht mehr. Also ich glaube, da hat sich schon ein bisschen was verändert. Dass du da nicht mehr ganz so die Syndizierung einfach hinbekommst. Wir in unserem Segment Small Cap, lower Mid Cap, merken eher das Gegenteil. Wir bekommen ganz viele Anfragen von Sparkassen und auch GenoBanken, die sagen: Wie macht ihr das? Dürfen wir mal bei euch mitmachen? Wie geht ihr da vor? Das liegt natürlich daran, dass Sparkassen margenträchtiges Geschäft suchen, Fees suchen. Die merken auch in anderen Geschäftssegmenten, Immobilienprojektierungen beispielsweise, wie schlecht oder schwierig das Geschäft geworden ist. Zinsanstieg, Exits schwierig, Immobilienvermarktung schwierig. Ja, versucht man sich vielleicht auch ein bisschen umzuorientieren. Auch Corporates nicht ganz leicht. Aber das ist vielleicht etwas griffiger, beständiger. Also da kriegen wir enorm viel. Und vor allem die Masse an Nachfolgen, die einfach anstehen in Deutschland. Gerade Small Caps und so und die Sparkassen sagen sich so: Das ist doch schade, das Geschäft zu verlieren an die Geschäftsbanken. Und da bekommen wir Anfragen mit der Bitte, es zu strukturieren, weil manche das noch nicht gemacht haben. Wir können andere Sachen besser, Asset bezogen. So und dann kommt die Bitte: Könnt ihr das strukturieren und wir machen mit. Sowas machen

wir natürlich sehr gerne. Da haben wir auch Lust darauf. Also kurzum: In unserem Geschäftsfeld geht das eher sehr gut. Was wir merken, bei uns. Das ist aber krisenunabhängig – diese enge Timeline. Das sind wir wieder bei der Timeline. Das können nur ganze wenige Sparkassen mitgehen. Einfach aufgrund der Prozesse. Ich weiß noch, wo wir da angefangen haben. Ich kann das auch nachvollziehen. Das ist schwierig. Wenn du da nicht ein eingespieltes Deal-Team hast und Prozesse und solche Themen. Wir haben Lust darauf, wenn Sie uns einen LOI geben oder wir eine gute Aussage bekommen: Ja wir haben da Lust. Ich dürft uns dort gerne einbinden und dann fragen wir das auch sehr frühzeitig beim PE an: Ist das in Ordnung vom Prozess? In der Regel ist das kein Problem. Dann kommen die nicht direkt dazu, sondern entweder nach Closing dazu. Oder kurz vor dem Closing. Das geht doch ungebrochen gut. Und das ist auch wichtig. Gerade bei uns Sparkassen, GenoBanken. Dass wir uns da immer mehr verbinden und auch unsere Power ausspielen, die wir da haben.

36 I: Definitiv, da bin ich ganz bei dir. Jetzt hast du gerade schon das Thema Underwriting gesagt. Hast sich da bei euch etwas geändert? Also in der Vorgehensweise? Klar LOI ist wichtig. Oder sagt ihr beispielsweise, trotz LOI habt ihr bisschen mehr Schmerzen als früher?

37 BA1: Ja, also, wir dürfen nach wie vor Teilunderwritings machen. Dann mit einem gemeinsamen Arrangeur zusammen. Wo man wirklich sagt: Wir stellen die Transaktions-sicherheit her. Aber wir wollen im Nachgang was absyndizieren. Das ist ein schwieriges Thema generell. Da geht es um Risiko und RWA und bekommt man das hin. Unser Vorstand ist da zum Glück immer sprechfähig. Und da bin ich froh darüber. Aber klar, das ist schwieriger geworden. Ich merke, wir brauchen mehr Argumente für die Gremien. Dass du sagst: Da ist schon ein Partner, da kriegst du was raus. Also nicht, dass man jetzt beauftragt: Ihr müsst bis in 3 Monaten. So viel muss raus und Auflagen und solche Themen. Sondern das ist nach wie vor, zum Glück, pragmatisch. Aber es wird natürlich mehr hinterfragt. Und auch in den Final Holds. Wir wachsen natürlich sehr stark. Aber das ist institutsbezogen. Wir haben halt auch viel Immo-Geschäft in der Vergangenheit gehabt und müssen jetzt wirklich so ein bisschen auf das Thema RWA-Unterlegung achten. Deshalb bleiben wir in den Final Holds lieber etwas niedriger. Aber wir dürfen explizit underwritten. Was wir auch tun. Es ist auch oft das Asset, dass du überhaupt die Timeline hinbekommst und die Transaktionssicherheit schaffst.

38 I: Ja, vielen Dank BA1 für deine Einschätzung. Noch ein relativ allgemeiner Punkt: Hat sich in den Parametern für eine erfolgreiche Syndizierung etwas verändert?

39 BA1: Also unserer Hauptsyndizierungspartner sind wirklich Sparkassen und auch GenoBanken. Also es ist jetzt nicht so, dass \. Wir haben zwar Best Partner Prinzip und wir haben auch schon mit Landesbanken gearbeitet. Aber ja natürlich, im Wesentlichen an Sparkassen. Denen ist es natürlich wichtig, sage ich mal \. Jeder muss natürlich seine eigene Kreditentscheidung treffen. Das ist uns auch ganz wichtig. Aber wenn du denen ein gutes Gefühl geben kannst. Das ist ordentlich und die können das gut nachvollziehen. Die Verträge sind in Ordnung, haben wir uns angeguckt. Und wir können ihnen nochmals so eine Guidance geben: So haben wir das eingeschätzt. Dann ist das denen wichtig. Denen ist es eben wichtig, dass sie das in ihre Prozesse reinbekommen. Dass sie ihre Ratings hinbekommen und dass sie das abgebildet bekommen. Dass es nicht zu kompliziert wird. Das war schon vor der Krise so, das ist auch jetzt so: Wenn sie sich da gut fühlen, dann funktioniert das nach wie vor. Was dann auch mal hinterfragt wird: Ist die Legal Opinion auch für uns gültig? Wer hat den Vertrag geprüft? Das ist aber krisenunabhängig. Generell was wir so ein bisschen merken: Die meisten

wollen sich mit Liquidität beteiligen. Manche fragen aber auch: Müssen wir jetzt wirklich diesem großen LMA-Vertrag beitreten? Können wir nicht bei euch auch eine Unterbeteiligung machen. Da fühlen sich doch manche ein bisschen wohler. Aber das ist unverändert. Vor der Krise, nach der Krise. Eher sogar aktuell deutlich vermehrt Nachfragen: Wie macht ihr das Geschäft? Können wir mal bei euch mitmachen?

40 I: Vielen Dank. Dann kommen wir schon zur allerletzten Frage im Interview. Thema einzelner Kreditgeber versus Konsortium. Wo siehst du jetzt im aktuellen Umfeld die Vor- und Nachteile für die Banken beziehungsweise auch PE-Investoren?

41 BA1: Also einzelner Kreditgeber ist halt für den Kunden, für den PE-Investor der Vorteil: Er hat einen Ansprechpartner, mit dem er alles auch verhandelt. Er hat jetzt nicht irgendwelche (...) Themen, wo er mal anfragt, wo der Kreditgeber erst abweist. Nach dem Motto: Wir müssen jetzt erst Majority anfragen oder solche Themen. Er ist da ein bisschen flexibler in der Verhandlung. Wenn das immer so gehen würde, würde sich wahrscheinlich immer jeder versuchen, auf einen Kreditgeber zu stützen. Gleichwohl wird man sich aber denken: Was ist, wenn der mal eine Strategieänderung hat und dann habe ich vielleicht auch auf Kreditgeberseite ein Klumpenrisiko. Das ist dann vielleicht wieder der Vorteil für ein Konsortium. Ja Konsortium ist halt der Vorteil, dass du größere Volumina machen kannst. Gerade bei uns Sparkassen. Das ist dann wieder für ihn der Vorteil, wenn er dann weiß: Ich habe einen guten MLA, der auch Agency und Sicherheiten-Treuhänder ist und das Konsortium gut führt. Oder auch mal Entscheidungen herbeiführen kann. Natürlich klar, auf Basis Majority-Themen. Aber der das Konsortium führt. Dann muss das gar nicht mal für ihn ein Nachteil sein, ein Konsortium zu haben. Eher im Gegenteil, wie ich gerade gesagt habe. Der hat eine Bandbreite an Kreditgebern. Und auch wenn er mal was anderes hat, kann sich auch da eine Geschäftsverbindung ergeben. Er erweitert dadurch seine Bankenlandschaft. Für uns als Bank oder Sparkasse ist halt der Vorteil des Konsortiums, dass du halt einfach größere Volumina abbilden kannst. Ja wenn du alleine bist, bist du einfach limitiert in deinen \. Was kannst du machen. Was natürlich auch ein Vorteil ist im Konsortium. Da sind wir wieder beim Thema. Wenn du außerhalb Geschäftsgebiet bist und die Sparkasse vor Ort \. Das gibt halt einfach ein gutes Gefühl, wenn die dabei ist. Zumal wenn die schon 30 Jahre Hausbank ist am besten. Das ist ja die halbe Due Diligence, wenn die sagen: Die sind gut, das hat immer funktioniert. Ja das ist ein gutes Gefühl. Auch für die Gremien. Wenn das nach LMA alles gut strukturiert ist, hat aus meiner Sicht der PE wiederum keine wirklichen Nachteile. Außer Entscheidungsthemen, wenn es da mal einzelne gibt, die ausscheren. Aber auch Reporting. Er steuert das über den Agenten, der verteilt alles. Er hat da im Prinzip einen Ansprechpartner. Und insofern es gibt Vor- und Nachteile für beides.

42 I: Ja BA1. Auch hierfür vielen Dank für deine Einschätzung zu diesem Thema. Dann sind wir jetzt schon am Ende angekommen. Vielen Dank für das Interview und deine Bereitschaft.

Anhang 8: Messmodell³⁴⁶

Theoretischer Begriff	Dimension	Indikator	Item	Messinstrument	Skalenniveau
Finanzierungsprozess	Kreditvergabe	Beschränkung	Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt?	deutlich restriktiver etwas restriktiver unverändert etwas toleranter deutlich toleranter	Ordinalskala
			Branche	Wie haben sich die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt?	Branchen: Pharma & Gesundheitswesen Technologie, Software und IT Bau & Bauwesen Konsumgüter Automobilindustrie Maschinenbau Skala: deutlich besser etwas besser unverändert etwas schlechter deutlich verschlechtert
		Vertrauen		Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen?	stark an Bedeutung gewonnen leicht an Bedeutung gewonnen unverändert leicht an Bedeutung verloren stark an Bedeutung verloren
Finanzierungsprozess	Prüfungsprozess	Geschäftsmodell	Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus?	Kriterien: Stabilität von Umsatz und Ertrag Profitabilität Cashflow-Größen Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario Kundenstruktur Lieferantenstruktur Beziehungen zu "kritischen" Ländern (Russland, Ukraine, China, Taiwan...) Markt- und Branchenumfeld Wettbewerbsumfeld Qualität des Managements Produkt- und Dienstleistungsportfolio USP (Alleinstellungsmerkmal) Skala: nicht wichtig weniger wichtig neutral wichtig sehr wichtig	Ordinalskala
			Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert?	deutlich aufwändiger und länger aufwändiger und länger unverändert leichter und schneller deutlich leichter und schneller Keine Angabe	Ordinalskala

346 Eigene Darstellung

	<p>Wie wichtig sind, aus Ihrer jeweiligen Perspektive, folgende Aspekte bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen im gegenwärtigen Umfeld?</p>	<p>Wichtigkeit</p>	<p>Finanzierungsstruktur</p>	<p>Ordinalskala</p>
<p>Aspekte: %ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes Rückbeteiligung Management Rückbeteiligung Verkäufer Initialer Leverage Aufteilung tilgende / entfallige Tranche Zinsmargen Einmalgebühren Anzahl der Financial Covenants Headrooms bei den Financial Covenants Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA Höhe der Baskets Möglichkeit von Gewinnausschüttungen</p> <p>Skala: nicht wichtig weniger wichtig neutral wichtig sehr wichtig</p>	<p>Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden?</p>	<p>Intensität</p>	<p>Verhandlungen</p>	<p>Ordinalskala</p>
<p>Aspekte: %ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes Initialer Leverage Zinsmargen Einmalgebühren Anzahl der Financial Covenants Headrooms bei den Financial Covenants Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA %ualer Anteil der tilgenden Tranche Möglichkeit von Gewinnausschüttungen Höhe der Baskets</p> <p>Skala: stark gesunken leicht gesunken unverändert leicht gestiegen stark gestiegen</p>	<p>Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Struktur / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet?</p>	<p>Veränderungen</p>	<p>Finanzierungsstruktur/ Dokumentation</p>	<p>Ordinalskala</p>

						deutlich einfacher etwas einfacher unverändert etwas schwieriger deutlich schwieriger keine Angabe	Ordinalskala
	Prozess	Schwierigkeit	Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?)	Werden mehr Banken pro Transaktion eingeladen als in der Vergangenheit?		deutlich weniger etwas weniger unverändert etwas mehr deutlich mehr keine Angabe	Ordinalskala
		Zeitlicher Aspekt	Werden Banken früher in den Transaktionsprozess eingebunden?			deutlich früher etwas früher unverändert etwas später deutlich später keine Angabe	Ordinalskala
Syndizierung		Bereitschaft Sparkassen / Genossenschaftsbanken	Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Sparkassen / Genossenschaftsbanken verändert?			Bereitschaft deutlich zugenommen Bereitschaft etwas zugenommen unverändert Bereitschaft etwas abgenommen Bereitschaft deutlich abgenommen keine Angabe	Ordinalskala
		Bereitschaft Landesbanken / Großbanken	Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Landesbanken / Großbanken verändert?			Bereitschaft deutlich zugenommen Bereitschaft etwas zugenommen unverändert Bereitschaft etwas abgenommen Bereitschaft deutlich abgenommen keine Angabe	Ordinalskala
	Konsortien	Vertrauen	Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen?			stark an Bedeutung gewonnen leicht an Bedeutung gewonnen unverändert leicht an Bedeutung verloren stark an Bedeutung verloren keine Angabe	Ordinalskala

			<p>Wo sind Sie aktuell beschäftigt?</p>	<p>Sparkasse Genossenschaftsbank Landesbank Großbank Debt Advisor Private Equity Investor Anwaltskanzlei M&A-Beratung Sonstiges mit Textfeld</p>	<p>Nominalskala</p>
			<p>Bei Antwort "Sparkasse, Genossenschaftsbank, Landesbank, Großbank"; In welchem Bereich sind Sie tätig?</p>	<p>Unternehmenskunden (Markt) Strukturierte Finanzierungen / Corporate Finance / Acquisition Finance / Leveraged Finance Risikoanalyse (Marktförge) Vorstand Sonstiges mit Textfeld</p>	<p>Nominalskala</p>
			<p>Bei Antwort "Sparkasse, Genossenschaftsbank, Landesbank, Großbank"; Welche Rolle nimmt Ihr Institut überwiegend bei LBO-Finanzierungen ein?</p>	<p>Mandated Lead Arranger Teilnehmerbank keine Angabe</p>	<p>Nominalskala</p>
			<p>Bei Antwort "Sparkasse, Genossenschaftsbank, Landesbank, Großbank" Über welche Bilanzsumme verfügt Ihr Institut?</p>	<p>< 5 Mrd. Euro 5 - 15 Mrd. Euro 15 - 30 Mrd. Euro > 30 Mrd. Euro</p>	<p>Ordinalskala</p>
			<p>Seit wie vielen Jahren ist Ihr Unternehmen im LBO-Markt aktiv?</p>	<p>< 1 Jahr 1 - 5 Jahre 5 - 15 Jahre > 15 Jahre keine Angabe</p>	<p>Ordinalskala</p>
			<p>Seit wie vielen Jahren sind Sie persönlich im LBO-Markt aktiv?</p>	<p>< 1 Jahr 1 - 5 Jahre 5 - 15 Jahre > 15 Jahre keine Angabe</p>	<p>Ordinalskala</p>
<p>Einordnung</p>	<p>Unternehmen</p>				
<p>Sonstiges</p>	<p>Allgemein</p>	<p>Ist Ihnen darüber hinaus etwas besonders aufgefallen? Gibt es sonstige Anmerkungen?</p>		<p>Freies Textfeld</p>	<p>-</p>

Anhang 9: Fragebogen³⁴⁷

Fragebogen

1 Einführung

Sehr geehrte*r Teilnehmer*in,

im Rahmen meines berufsbegleitenden Masterstudiums an der FH Vorarlberg befinde ich mich momentan in der Erstellung meiner Masterthesis. Dabei untersuche ich die **Auswirkungen** der, durch die Corona-Pandemie und den Ukraine/Russland-Konflikt (nachfolgend "Krisen") verursachten, **makroökonomischen Entwicklungen** auf den LBO-Markt.

Der konkrete Fokus liegt dabei auf **Bankenfinanzierungen (Akquisitionsfinanzierungen)** von Private Equity Investoren gesponsorten LBO-Transaktionen im deutschen Mittelstand.

Die Umfrage richtet sich an Banken, Debt Advisor, Private Equity Investoren, Anwaltskanzleien und alle Personen, die sich mit LBO-Finanzierungen befassen.

Die Beantwortung der Fragen nimmt ca. 5-7 Minuten in Anspruch und ist selbstverständlich anonym. Ich bedanke mich herzlich für Ihre Teilnahme!

Bei Fragen stehe ich Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung (tobias.matheis@students.fhv.at oder tobias.matheis@ksk-bc.de).

Freundliche Grüße
Tobias Matheis

2 PG Seite 1

Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt?

- deutlich restriktiver
 - etwas restriktiver
 - unverändert
 - etwas toleranter
 - deutlich toleranter
-

3 PG Seite 2

³⁴⁷ Auszug aus Unipark

Wie haben sich die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt?

	deutlich besser	etwas besser	unverändert	etwas verschlechtert	deutlich verschlechtert
Pharma & Gesundheitswesen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Technologie, Software & IT	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Beu & Bauwesen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Konsumgüter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Automobilindustrie	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Maschinenbau	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

4 PG Seite 3

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen?

- stark an Bedeutung gewonnen
- leicht an Bedeutung gewonnen
- unverändert
- leicht an Bedeutung verloren
- stark an Bedeutung verloren

5 PG Seite 4

Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus?

	nicht wichtig	weniger wichtig	neutral	wichtig	sehr wichtig
Stabilität von Umsatz und Ertrag	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Profitabilität	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cashflow-Größen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kundenstruktur	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lieferantenstruktur	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Beziehungen zu "kritischen" Ländern (Russland, Ukraine, China, Taiwan,...)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Markt- und Branchenumfeld	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wettbewerbsumfeld	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Qualität des Managements	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Produkt- und Dienstleistungsportfolio	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
USP (Alleinstellungsmerkmal)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

6 PG Seite 5

Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert?

- deutlich aufwändiger und länger
- aufwändiger und länger
- unverändert
- leichter und schneller
- deutlich leichter und schneller
- keine Angabe

7 Strukturierung Seite 1

Wie wichtig sind, aus Ihrer jeweiligen Perspektive, folgende Aspekte bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen im gegenwärtigen Umfeld?

	nicht wichtig	weniger wichtig	neutral	wichtig	sehr wichtig
%ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rückbeteiligung Management	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rückbeteiligung Verkäufer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Initialer Leverage	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Aufteilung tilgende / endfällige Tranche	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zinsmargen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Einmalgebühren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anzahl der Financial Covenants	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Headrooms bei den Financial Covenants	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Höhe der Baskets	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

8 Strukturierung Seite 2

Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden?

- deutlich intensiver
- etwas intensiver
- unverändert
- etwas entspannter
- deutlich entspannter

9 Strukturierung Seite 3

Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Struktur / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet?

	stark gesunken	leicht gesunken	unverändert	leicht gestiegen	stark gestiegen
%uale Höhe des Eigenkapitaleinsatzes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Initialer Leverage	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zinsmargen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Einmalgebühren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anzahl der Financial Covenants	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Headrooms bei den Financial Covenants	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
%ualer Anteil der tilgenden Tranche	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Höhe der Baskets	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

10 Syndizierung Seite 1

Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert? (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?)

- deutlich einfacher
- etwas einfacher
- unverändert
- etwas schwieriger
- deutlich schwieriger
- keine Angabe

11 Syndizierung Seite 2

Werden mehr Banken pro Transaktion eingeladen als in der Vergangenheit?

- deutlich weniger
- etwas weniger
- unverändert
- etwas mehr
- deutlich mehr
- keine Angabe

Werden Banken früher in den Transaktionsprozess eingebunden?

- deutlich früher
 - etwas früher
 - unverändert
 - etwas später
 - deutlich später
 - keine Angabe
-

12 Syndizierung Seite 3

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Sparkassen / Genossenschaftsbanken verändert?

- Bereitschaft deutlich zugenommen
 - Bereitschaft etwas zugenommen
 - Bereitschaft unverändert
 - Bereitschaft etwas abgenommen
 - Bereitschaft deutlich abgenommen
 - keine Angabe
-

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Landesbanken / Großbanken verändert?

- Bereitschaft deutlich zugenommen
 - Bereitschaft etwas zugenommen
 - Bereitschaft unverändert
 - Bereitschaft etwas abgenommen
 - Bereitschaft deutlich abgenommen
 - keine Angabe
-

13 Syndizierung Seite 4

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen?

- stark an Bedeutung gewonnen
- leicht an Bedeutung gewonnen
- unverändert
- leicht an Bedeutung verloren
- stark an Bedeutung verloren
- keine Angabe

14 Einordnung Seite 1

Wo sind Sie aktuell beschäftigt?

- Sparkasse
- Genossenschaftsbank
- Landesbank
- Großbank
- Debt Advisor
- Private Equity Investor
- Anwaltskanzlei
- M&A-Beratung
- Sonstiges

15 Einordnung Seite 2

In welchem Bereich sind Sie tätig?

- Unternehmenskunden (Markt)
- Strukturierte Finanzierungen / Corporate Finance / Acquisition Finance / Leveraged Finance
- Risikoanalyse (Marktfolge)
- Vorstand
- Sonstiges

Seit wie vielen Jahren ist Ihr Unternehmen im LBO-Markt aktiv?

- < 1 Jahr
- 1 - 5 Jahre
- 5 - 15 Jahre
- > 15 Jahre
- keine Angabe

Seit wie vielen Jahren sind Sie persönlich im LBO-Markt aktiv?

- < 1 Jahr
- 1 - 5 Jahre
- 5 - 15 Jahre
- > 15 Jahre
- keine Angabe

16 Einordnung Seite 3

Über welche Bilanzsumme verfügt Ihr Institut?

- < 5 Mrd. Euro
- 5 - 15 Mrd. Euro
- 15 - 30 Mrd. Euro
- > 30 Mrd. Euro

Welche Rolle nimmt Ihr Institut überwiegend bei LBO-Finanzierungen ein?

- Mandated Lead Arranger
- Teilnehmerbank
- keine Angabe

Ist Ihnen darüber hinaus etwas besonderes aufgefallen? Gibt es sonstige Anmerkungen?

17 Endseite

Vielen Dank für Ihre Teilnahme!

Anhang 10: Codebuch³⁴⁸

Codebuch (Projekt "Masterthesis: Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen auf den Leveraged Finance Markt")

Anzeigeoptionen

Info: Hier können Sie optional die Anzeigeoptionen verändern.

- Anzeigeoptionen einstellen:
- Filter anzeigen
 - Trigger anzeigen
 - Plausichcks anzeigen
 - Ausblendbedingungen anzeigen
 - Direktlinks zum Editieren anzeigen
 - Ausfüllanweisungen anzeigen
 - Inhaltsverzeichnis anzeigen
 - Bespaltungsinformation (z. B. für Quantum) anzeigen aus Exportvorlage
 - Projekt komplett
 - Spaltenbreiten in Exportvorlage für diesen Exportvorgang an Größe der Daten anpassen (ohne Missing-Werte)
 - Teilnehmervariablen anzeigen
 - Umfragevariablen anzeigen
 - Gruppen und Gruppenzugehörigkeit von Items und Gruppen anzeigen

Einstellungen speichern

Sprache auswählen

Variablenamen bearbeiten

Exportieren

Masterthesis: Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklungen auf den Leveraged Finance Markt

Projekt-ID	2818
URL der Umfrage	https://unipark.fhv.at/uc/Tobias_Matheis/lbo/
Datum	02.05.2023 17:48:34
Anzahl der Variablen in der Umfragetabelle	119 (Anzahl kann sich durch Generieren verändern)

1 Seite: System (PGID 5558)

3 Seite: Einführung (PGID 5561)

4 Seite: PG Seite 1 (PGID 5562)

Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt? (q_8176 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_1	v_1		
		1	deutlich restriktiver
		2	etwas restriktiver
		3	unverändert
		4	etwas toleranter

³⁴⁸ Auszug aus Unipark

5 deutlich toleranter

5 Seite: PG Seite 2 (PGID 5563)

Wie haben sich die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt? (q_8177 - Typ 311)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Pharma & Gesundheitswesen
v_2	v_2	1	deutlich besser
		2	etwas besser
		3	unverändert
		4	etwas verschlechtert
		5	deutlich verschlechtert
Variablenname	Externer Variablenname	int	Technologie, Software & IT
v_3	v_3	1	deutlich besser
		2	etwas besser
		3	unverändert
		4	etwas verschlechtert
		5	deutlich verschlechtert
Variablenname	Externer Variablenname	int	Bau & Bauwesen
v_4	v_4	1	deutlich besser
		2	etwas besser
		3	unverändert
		4	etwas verschlechtert
		5	deutlich verschlechtert
Variablenname	Externer Variablenname	int	Konsumgüter
v_5	v_5	1	deutlich besser
		2	etwas besser
		3	unverändert
		4	etwas verschlechtert
		5	deutlich verschlechtert
Variablenname	Externer Variablenname	int	Automobilindustrie
v_6	v_6	1	deutlich besser
		2	etwas besser
		3	unverändert
		4	etwas verschlechtert
		5	deutlich verschlechtert
Variablenname	Externer Variablenname	int	Maschinenbau
v_7	v_7	1	deutlich besser
		2	etwas besser

	3	unverändert
	4	etwas verschlechtert
	5	deutlich verschlechtert

6 Seite: PG Seite 3 (PGID 5564)

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen? (q_8178 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_8	v_8		
		1	stark an Bedeutung gewonnen
		2	leicht an Bedeutung gewonnen
		3	unverändert
		4	leicht an Bedeutung verloren
		5	stark an Bedeutung verloren

7 Seite: PG Seite 4 (PGID 5565)

Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus? (q_8179 - Typ 311)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Stabilität von Umsatz und Ertrag
v_9	v_9		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname	Externer Variablenname	int	Profitabilität
v_10	v_10		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname	Externer Variablenname	int	Cashflow-Größen
v_11	v_11		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname	Externer Variablenname	int	Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario
v_12	v_12		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral

		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_13	Externer Variablenname v_13	int	Kundenstruktur
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_14	Externer Variablenname v_14	int	Lieferantenstruktur
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_15	Externer Variablenname v_15	int	Beziehungen zu "kritischen" Ländern (Russland, Ukraine, China, Taiwan,...)
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_16	Externer Variablenname v_16	int	Markt- und Branchenumfeld
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_17	Externer Variablenname v_17	int	Wettbewerbsumfeld
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_18	Externer Variablenname v_18	int	Qualität des Managements
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig

Variablenname	Externer Variablenname	int	Produkt- und Dienstleistungsportfolio
v_19	v_19		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname	Externer Variablenname	int	USP (Alleinstellungsmerkmal)
v_20	v_20		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig

8 Seite: PG Seite 5 (PGID 5566)

Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert? (q_8181 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_21	v_21		
		1	deutlich aufwändiger und länger
		2	aufwändiger und länger
		3	unverändert
		4	leichter und schneller
		5	deutlich leichter und schneller
		6	keine Angabe

9 Seite: Strukturierung Seite 1 (PGID 5567)

Wie wichtig sind, aus Ihrer jeweiligen Perspektive, folgende Aspekte bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen im gegenwärtigen Umfeld? (q_8183 - Typ 311)

Variablenname	Externer Variablenname	int	%ualer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes
v_22	v_22		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname	Externer Variablenname	int	Rückbeteiligung Management
v_23	v_23		
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig

Variablenname v_24	Externer Variablenname v_24	int	Rückbeteiligung Verkäufer
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_25	Externer Variablenname v_25	int	Initialer Leverage
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_26	Externer Variablenname v_26	int	Aufteilung tilgende / endfällige Tranche
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_27	Externer Variablenname v_27	int	Zinsmargen
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_28	Externer Variablenname v_28	int	Einmalgebühren
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_29	Externer Variablenname v_29	int	Anzahl der Financial Covenants
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_30	Externer Variablenname v_30	int	Headrooms bei den Financial Covenants
		1	nicht wichtig

		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_31	Externer Variablenname v_31	int	Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_32	Externer Variablenname v_32	int	Höhe der Baskets
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig
Variablenname v_33	Externer Variablenname v_33	int	Möglichkeit von Gewinnausschüttungen
		1	nicht wichtig
		2	weniger wichtig
		3	neutral
		4	wichtig
		5	sehr wichtig

10 Seite: Strukturierung Seite 2 (PGID 5568)

Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden? (q_8184 - Typ 111)

Variablenname v_34	Externer Variablenname v_34	int	Einfachauswahl untereinander
		1	deutlich intensiver
		2	etwas intensiver
		3	unverändert
		4	etwas entspannter
		5	deutlich entspannter

11 Seite: Strukturierung Seite 3 (PGID 5569)

Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Struktur / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet? (q_8185 - Typ 311)

Variablenname v_35	Externer Variablenname v_35	int	%uale Höhe des Eigenkapitaleinsatzes
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken

		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_38	Externer Variablenname v_38	int	Initialer Leverage
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_37	Externer Variablenname v_37	int	Zinsmargen
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_38	Externer Variablenname v_38	int	Einmalgebühren
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_39	Externer Variablenname v_39	int	Anzahl der Financial Covenants
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_40	Externer Variablenname v_40	int	Headrooms bei den Financial Covenants
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_41	Externer Variablenname v_41	int	Möglichkeit von Adjustierungen bei Berechnung EBITDA
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen

Variablenname v_42	Externer Variablenname v_42	int	%ualer Anteil der tilgenden Tranche
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_43	Externer Variablenname v_43	int	Möglichkeit von Gewinnausschüttungen
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen
Variablenname v_44	Externer Variablenname v_44	int	Höhe der Baskets
		1	stark gesunken
		2	leicht gesunken
		3	unverändert
		4	leicht gestiegen
		5	stark gestiegen

12 Seite: Syndizierung Seite 1 (PGID 5570)

Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert? (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?) (q_8186 - Typ 111)

Variablenname v_45	Externer Variablenname v_45	int	Einfachauswahl untereinander
		1	deutlich einfacher
		2	etwas einfacher
		3	unverändert
		4	etwas schwieriger
		5	deutlich schwieriger
		6	keine Angabe

13 Seite: Syndizierung Seite 2 (PGID 5571)

Werden mehr Banken pro Transaktion eingeladen als in der Vergangenheit? (q_8187 - Typ 111)

Variablenname v_46	Externer Variablenname v_46	int	Einfachauswahl untereinander
		1	deutlich weniger
		2	etwas weniger
		3	unverändert
		4	etwas mehr
		5	deutlich mehr

6 keine Angabe

Werden Banken früher in den Transaktionsprozess eingebunden? (q_8188 - Typ 111)

Variablenname v_47	Extermer Variablenname v_47	int	Einfachauswahl untereinander
		1	deutlich früher
		2	etwas früher
		3	unverändert
		4	etwas später
		5	deutlich später
		6	keine Angabe

14 Seite: Syndizierung Seite 3 (PGID 5572)

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Sparkassen / Genossenschaftsbanken verändert? (q_8189 - Typ 111)

Variablenname v_48	Extermer Variablenname v_48	int	Einfachauswahl untereinander
		1	Bereitschaft deutlich zugenommen
		2	Bereitschaft etwas zugenommen
		3	Bereitschaft unverändert
		4	Bereitschaft etwas abgenommen
		5	Bereitschaft deutlich abgenommen
		6	keine Angabe

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Landesbanken / Großbanken verändert? (q_8190 - Typ 111)

Variablenname v_49	Extermer Variablenname v_49	int	Einfachauswahl untereinander
		1	Bereitschaft deutlich zugenommen
		2	Bereitschaft etwas zugenommen
		3	Bereitschaft unverändert
		4	Bereitschaft etwas abgenommen
		5	Bereitschaft deutlich abgenommen
		6	keine Angabe

15 Seite: Syndizierung Seite 4 (PGID 5573)

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen? (q_8192 - Typ 111)

Variablenname v_51	Extermer Variablenname v_51	int	Einfachauswahl untereinander
		1	stark an Bedeutung gewonnen
		2	leicht an Bedeutung gewonnen
		3	unverändert

	4	leicht an Bedeutung verloren
	5	stark an Bedeutung verloren
	6	keine Angabe

16 Seite: Einordnung Seite 1 (PGID 5574)

Wo sind Sie aktuell beschäftigt? (q_8193 - Typ 111)

Variablenname v_52	Externer Variablenname v_52	int	Einfachauswahl untereinander
		1	Sparkasse
		2	Genossenschaftsbank
		3	Landesbank
		4	Großbank
		5	Debt Advisor
		6	Private Equity Investor
		7	Anwaltskanzlei
		8	M&A-Beratung
		9	Sonstiges
Variablenname v_60	Externer Variablenname v_60	varchar	Sonstiges

17 Seite: Einordnung Seite 2 (PGID 5575)

In welchem Bereich sind Sie tätig? (q_8194 - Typ 111)

Variablenname v_53	Externer Variablenname v_53	int	Einfachauswahl untereinander
		1	Unternehmenskunden (Markt)
		2	Strukturierte Finanzierungen / Corporate Finance / Acquisition Finance / Leveraged Finance
		3	Risikoanalyse (Marktfolge)
		4	Vorstand
		5	Sonstiges
Variablenname v_54	Externer Variablenname v_54	varchar	Sonstiges

Seit wie vielen Jahren ist Ihr Unternehmen im LBO-Markt aktiv? (q_8195 - Typ 111)

Variablenname v_55	Externer Variablenname v_55	int	Einfachauswahl untereinander
		1	< 1 Jahr
		2	1 - 5 Jahre
		3	5 - 15 Jahre
		4	> 15 Jahre
		5	keine Angabe

Seit wie vielen Jahren sind Sie persönlich im LBO-Markt aktiv? (q_8196 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_56	v_56		
		1	< 1 Jahr
		2	1 - 5 Jahre
		3	5 - 15 Jahre
		4	> 15 Jahre
		5	keine Angabe

18 Seite: Einordnung Seite 3 (PGID 5576)

Über welche Bilanzsumme verfügt Ihr Institut? (q_8197 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_57	v_57		
		1	< 5 Mrd. Euro
		2	5 - 15 Mrd. Euro
		3	15 - 30 Mrd. Euro
		4	> 30 Mrd. Euro

Welche Rolle nimmt Ihr Institut überwiegend bei LBO-Finanzierungen ein? (q_8198 - Typ 111)

Variablenname	Externer Variablenname	int	Einfachauswahl untereinander
v_58	v_58		
		1	Mandated Lead Arranger
		2	Teilnehmerbank
		3	keine Angabe

Ist Ihnen darüber hinaus etwas besonderes aufgefallen? Gibt es sonstige Anmerkungen? (q_8199 - Typ 142)

Variablenname	Externer Variablenname	blob	Textbereich
v_59	v_59		

Anhang 11: Antworten Online-Umfrage – „Einordnung“³⁴⁹

Wo sind Sie aktuell beschäftigt?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
Sparkasse	82	67,8%
Genossenschaftsbank	4	3,3%
Landesbank	1	0,8%
Großbank	0	0,0%
Debt Advisor	6	5,0%
PE-Investor	22	18,2%
Anwaltskanzlei	6	5,0%
M&A-Beratung	0	0,0%
GESAMT	121	100%

In welchem Bereich sind Sie tätig?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
Unternehmenskunden	24	27,6%
Strukturierte Finanzierungen	46	52,9%
Risikoanalyse	16	18,4%
Vorstand	0	0,0%
Sonstiges	1	1,1%
GESAMT	87	100%

Seit wie vielen Jahren ist Ihr Unternehmen im LBO-Markt aktiv?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
< 1 Jahr	1	0,8%
1 – 5 Jahre	22	18,2%
5 – 15 Jahre	45	37,2%
> 15 Jahre	47	38,8%
keine Angabe	6	5,0%
GESAMT	121	100%

³⁴⁹ Eigene Darstellung

Seit wie vielen Jahren sind Sie persönlich im LBO-Markt aktiv?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
< 1 Jahr	1	0,8%
1 – 5 Jahre	61	50,4%
5 – 15 Jahre	39	32,2%
> 15 Jahre	17	14,0%
keine Angabe	3	2,5%
GESAMT	121	100%

Über welche Bilanzsumme verfügt Ihr Institut?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
< 5 Mrd. Euro	4	4,6%
5 – 15 Mrd. Euro	63	72,4%
15 – 30 Mrd. Euro	15	17,2%
> 30 Mrd. Euro	4	4,6%
keine Angabe	1	1,1%
GESAMT	87	100%

Welche Rolle nimmt Ihr Institut überwiegend bei LBO-Finanzierungen ein?

Kategorie	Häufigkeit absolut	Häufigkeit prozentual
MLA	46	52,9%
Teilnehmerbank	38	43,7%
keine Angabe	3	3,4%
GESAMT	87	100%

Anhang 12: Antworten Online-Umfrage – „Finanzierungsprozess“³⁵⁰

Wie hat sich die Kreditvergabe für LBO-Transaktionen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) aus Ihrer Sicht entwickelt?

	deutlich restriktiver		leicht restriktiver		unverändert		leicht toleranter		deutlich toleranter		gesamt	Mittelwert	Standard-abweichung	Median	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %					
	26	21,5	84	69,4	10	8,3	1	0,8	0	0	121	100	1,88	0,566	2

Wie haben sich die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und die Finanzierungsstrukturen in verschiedenen Branchen durch die Krisen entwickelt?

	deutlich besser		etwas besser		unverändert		etwas verschlechtert		deutlich verschlechtert		gesamt	Mittelwert	Standard-abweichung	Median	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %					
Pharma & Gesundheitswesen	11	9,2	53	44,5	34	28,6	20	16,6	1	0,8	119	100	2,55	0,909	2
Technologie, Software & IT	16	13,3	46	38,5	39	32,5	16	13,3	1	0,8	120	100	2,52	0,985	2
Bau & Bauwesen	2	1,7	2	1,7	12	10,1	45	37,8	58	48,7	119	100	4,3	0,849	4
Konsumgüter	1	0,8	8	6,7	46	38,7	43	36,1	21	17,6	119	100	3,63	0,862	4
Automobilindustrie	0	0	2	1,7	9	7,6	44	37,3	63	53,4	118	100	4,42	0,709	5
Maschinenbau	0	0	4	3,4	28	23,5	65	54,6	22	18,5	119	100	3,88	0,738	4

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Investor beim Abschluss neuer Finanzierungen an Bedeutung gewonnen?

	stark an Bedeutung gewonnen		leicht an Bedeutung gewonnen		unverändert		leicht an Bedeutung verloren		stark an Bedeutung verloren		gesamt	Mittelwert	Standard-abweichung	Median	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %					
	35	28,9	55	45,5	31	25,6	0	0	0	0	121	100	1,97	0,841	2

Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus?

	nicht wichtig		weniger wichtig		neutral		wichtig		sehr wichtig		gesamt	Mittelwert	Standard-abweichung	Median	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %					
Stabilität von Umsatz und Ertrag	0	0	3	2,5	9	7,4	51	42,1	58	47,9	121	100	4,36	0,729	4
Profitabilität	0	0	1	0,8	9	7,5	73	60,8	37	30,8	120	100	4,22	0,611	4
Cashflow-Großen	0	0	1	0,8	14	11,6	59	48,8	47	38,8	121	100	4,26	0,69	4
Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario	0	0	4	3,3	9	7,5	49	40,8	59	48,3	120	100	4,34	0,761	4
Kundenstruktur	0	0	2	1,7	24	20	73	60,8	21	17,5	120	100	3,84	0,666	4
Lieferantenstruktur	0	0	6	5	27	22,3	67	55,4	21	17,4	121	100	3,85	0,76	4
Beziehungen zu "kritischen" Ländern (Russland, Ukraine, China, Taiwan,...)	0	0	2	1,7	17	14	54	44,6	48	39,7	121	100	4,22	0,747	4
Markt- und Branchenumfeld	0	0	3	2,5	29	24,2	68	56,7	20	16,7	120	100	3,88	0,705	4
Wettbewerbsumfeld	0	0	4	3,3	43	35,5	65	53,7	9	7,4	121	100	3,65	0,667	4
Qualität des Managements	0	0	3	2,5	16	13,4	55	46,2	45	37,8	119	100	4,19	0,762	4
Produkt- und Dienstleistungsportfolio	0	0	2	1,7	30	24,8	71	58,7	18	14,9	121	100	3,87	0,67	4
USP (Alleinstellungsmerkmal)	0	0	4	3,3	28	23,1	52	43	37	30,6	121	100	4,01	0,822	4

Wie hat sich der Prüfungs- und Genehmigungsprozess bei Banken Ihrer Meinung nach verändert?

	aufwändiger und länger		unverändert		leichter und schneller		deutlich leichter und schneller		keine Angabe		gesamt	Mittelwert	Standard-abweichung	Median	
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %					
	6	5	81	66,9	31	25,6	1	0,8	0	0	121	100	2,23*	0,544*	2*

* ohne "keine Angabe"

Anhang 13: Antworten Online-Umfrage – „Strukturierung“³⁵¹

Wie wichtig sind, aus Ihrer jeweiligen Perspektive, folgende Aspekte bei der Strukturierung von LBO-Finanzierungen im gegenwärtigen Umfeld?

	nicht wichtig		weniger wichtig		neutral		wichtig		sehr wichtig		gesamt		Mittelwert	Standard- abweichung	Median
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
%uialer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes	1	0,8	2	1,7	13	10,8	66	55	38	31,7	120	100	4,15	0,741	4
Rückbeteiligung Management	1	0,8	12	9,9	47	38,8	49	40,5	12	9,9	121	100	3,49	0,638	4
Rückbeteiligung Verkäufer	2	1,7	24	20	54	45	33	27,5	7	5,8	120	100	3,16	0,87	3
Initialer Leverage	0	0	0	0	22	18,5	65	54,6	32	26,9	119	100	4,08	0,671	4
Aufteilung ligende / endrällige Tranche	1	0,8	8	6,6	38	31,4	62	51,2	12	9,9	121	100	3,63	0,787	4
Zinsmargen	0	0	4	3,3	16	13,2	83	68,6	18	14,9	121	100	3,95	0,644	4
Einmalgebühren	1	0,8	5	4,1	33	27,3	69	57	13	10,7	121	100	3,73	0,742	4
Anzahl der Financial Covenants	0	0	11	9,2	56	47,1	43	36,1	9	7,6	119	100	3,42	0,765	3
Headrooms bei den Financial Covenants	0	0	8	6,7	30	25	65	54,2	17	14,2	120	100	3,76	0,778	4
Möglichkeit von Adjustierungen bei	0	0	19	15,8	31	25,8	54	45	16	13,3	120	100	3,56	0,915	4
Berechnung EBITDA	0	0	13	10,8	65	54,2	40	33,3	2	1,7	120	100	3,26	0,667	3
Höhe der Baskets	4	3,4	10	8,4	54	45,4	41	34,5	10	8,4	119	100	3,36	0,88	3
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen															

Sind die Verhandlungen, mit Blick auf das Term Sheet und die Dokumentation, intensiver geworden?

	deutlich intensiver		etwas intensiver		unverändert		etwas entspannter		deutlich entspannter		gesamt		Mittelwert	Standard- abweichung	Median
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
	15	12,5	75	62,5	25	20,8	5	4,2	0	0	120	100	2,17	0,69	2

Welche Veränderungen haben Sie mit Blick auf die Struktur / Dokumentation von LBO-Finanzierungen seit Krisenbeginn 2020 (Corona-Pandemie + Ukraine/Russland-Konflikt) beobachtet?

	stark gesunken		leicht gesunken		unverändert		leicht gestiegen		stark gestiegen		gesamt		Mittelwert	Standard- abweichung	Median
	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
%uialer Anteil des Eigenkapitaleinsatzes	0	0	4	3,4	34	29,3	72	62,1	6	5,2	116	100	3,69	0,624	4
Initialer Leverage	4	3,4	59	50,9	32	27,6	20	17,2	1	0,9	116	100	2,61	0,842	2
Zinsmargen	1	0,9	2	1,7	15	12,8	72	61,5	27	23,1	117	100	4,04	0,712	4
Einmalgebühren	0	0	3	2,6	58	50	52	44,8	3	2,6	116	100	3,47	0,597	3
Anzahl der Financial Covenants	0	0	5	4,3	66	57,4	42	36,5	2	1,7	115	100	3,36	0,595	3
Headrooms bei den Financial Covenants	0	0	34	29,6	57	49,6	22	19,1	2	1,7	115	100	2,93	0,746	3
Möglichkeit von Adjustierungen bei	4	3,4	38	32,8	59	50,9	13	11,2	2	1,7	116	100	2,75	0,768	3
%uialer Anteil der tilgenden Tranche	1	0,9	7	6	56	47,9	49	41,9	4	3,4	117	100	3,41	0,697	3
Berechnung EBITDA	3	2,6	32	27,6	71	61,2	8	6,9	2	1,7	116	100	2,78	0,686	3
Möglichkeit von Gewinnausschüttungen	1	0,9	17	14,7	86	74,1	11	9,5	1	0,9	116	100	2,95	0,557	3
Höhe der Baskets															

351 Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

Anhang 14: Antworten Online-Umfrage – „Syndizierung“³⁵²

Wie hat sich der Syndizierungsprozess für Arrangeure (MLA) im volatilen Marktumfeld verändert? (Sofern Sie keine MLA-Funktion ausführen: Wie wird der Syndizierungsprozess aus Ihrer Sicht wahrgenommen?)

deutlich einfacher		etwas einfacher		unverändert		etwas schwieriger		deutlich schwieriger		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
1	0,8	2	1,7	18	14,9	64	52,9	22	18,2	14	11,6	121	100	3,97*	0,733*	4*

Werden mehr Banken pro Transaktion eingeladen als in der Vergangenheit?

deutlich weniger		etwas weniger		unverändert		etwas mehr		deutlich mehr		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
1	0,8	3	2,5	42	34,7	55	45,5	10	8,3	10	8,3	121	100	3,63*	0,725*	4*

Werden Banken früher in den Transaktionsprozess eingebunden?

deutlich früher		etwas früher		unverändert		etwas später		deutlich später		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
3	2,5	55	45,5	50	41,3	2	1,7	0	0	11	9,1	121	100	2,46*	0,585*	2*

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Sparkassen / Genossenschaftsbanken verändert?

Bereitschaft deutlich zugenommen		Bereitschaft etwas zugenommen		Bereitschaft unverändert		Bereitschaft etwas abgenommen		Bereitschaft deutlich abgenommen		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
0	0	12	9,9	30	24,8	44	36,4	7	5,8	28	23,1	121	100	3,49*	0,816*	4*

Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings bei Landesbanken / Großbanken verändert?

Bereitschaft deutlich zugenommen		Bereitschaft etwas zugenommen		Bereitschaft unverändert		Bereitschaft etwas abgenommen		Bereitschaft deutlich abgenommen		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
1	0,8	5	4,1	24	19,8	33	27,3	8	6,6	50	41,3	121	100	3,59*	0,839*	4*

Hat das Vertrauensverhältnis zwischen den Banken bei der Zusammenstellung des Konsortiums an Bedeutung gewonnen?

stark an Bedeutung gewonnen		leicht an Bedeutung gewonnen		unverändert		leicht an Bedeutung verloren		stark an Bedeutung verloren		keine Angabe		gesamt		Mittelwert	Standardabweichung	Median
absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %	absolut	in %			
31	25,6	52	43	27	22,3	2	1,7	0	0	9	7,4	121	100	2*	0,771*	2*

Anhang 15: Antworten Online-Umfrage – „Sonstige Anmerkungen“

Die nachfolgende Übersicht listet die Angaben der Umfrageteilnehmer*innen auf, welche im Rahmen der Fragen „Ist Ihnen darüber hinaus etwas besonderes aufgefallen? Gibt es sonstige Anmerkungen“ abgegeben wurden.

1	Mehr Sparkassen haben am Geschäft Interesse
2	das Handling der MLA unterscheidet sich deutlich
3	Sparkassen-Konsortien finden sich frühzeitig und partizipieren vom jeweiligen Input
4	Landes- und Großbanken als MLA strukturieren das Fremdkapital in Abstimmung mit dem Investor (berufen sich also eher/viel mehr auf ihr eigenes KnowHow bzw. gehen ggfs. voll ins eigene Risiko und bieten genehmen / bewährten / bekannten Konsortialpartnern am Ende des Strukturierungsprozesses oder gar im Nachgang eine Quote an)
5	die Zurückhaltung bei LBO- aber auch MBO-Transaktionen im Zuge/in Folge von Pandemie (ab 03/2020) und dann Krieg (ab 03/2022) ist sicherlich einer gewissen Euphorie gewichen, welche durch Inflation/konjunktureller Stagnation sowie der stetig zunehmenden Regulatorik (Themen u.a. EBA-Guideline, EK-Ausstattung ...), aber auch durch einen leergefegten (wenig lukrativen) Markt makroökonomisch eingebremst wird
6	Syndizierungsbedürfnis von Sparkassen nimmt aufgrund zunehmender Bedeutung der Allokation von Eigenkapital stark zu während in der Vergangenheit oftmals bilaterales Kreditgeschäft präferiert wurde.
7	Die Finanzierung ist vom Commodity zum Game Changer geworden. Investoren beginnen aber noch immer viel zu spät im Prozess damit den Finanzierungs-Workstream anzustoßen.
8	Bzgl. Möglichkeit der Gewinnausschüttung: unverändert bei uns nicht gegeben bei Leverage > 2,0x. Finanzierungsstrukturen werden häufiger von PE's akzeptiert, was grundsätzlich auf ein eingeschränkteres Wettbewerbsumfeld hindeutet.
9	Banken sind stark bemüht Neugeschäft zu machen und bieten daher immer öfters Underwritings an, auch um gegen Debt Funds im Beauty Contest zu bestehen.

Anhang 16: Auswertung quantitative Forschung – Weitere Darstellungen zu den einzelnen Kategorien

Zu 6.2.2 Finanzierungsprozess

Geschäftsmodell - Hinweis: Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (nicht wichtig) bis 5 (sehr wichtig).

Rang	Kriterium	Mittelwert	Standardabweichung	Median
1	Stabilität von Umsatz und Ertrag	4,36	0,729	4
2	Kapitaldienstfähigkeit im Stresstest-Szenario	4,34	0,761	4
3	Cashflow-Größen	4,26	0,690	4
4	Profitabilität	4,22	0,611	4
5	Beziehungen zu „kritischen“ Ländern	4,22	0,747	4
6	Qualität des Managements	4,19	0,762	4
7	USP (Alleinstellungsmerkmal)	4,01	0,822	4
8	Kundenstruktur	3,94	0,665	4
9	Markt- und Branchenumfeld	3,88	0,705	4
10	Produkt- und Dienstleistungsportfolio	3,87	0,670	4
11	Lieferantenstruktur	3,85	0,760	4
12	Wettbewerbsumfeld	3,65	0,667	4

Darstellung 24: Frage "Welche Kriterien stehen bei der Prüfung des Geschäftsmodells des Targets für Sie im aktuellen Marktumfeld besonders im Fokus?"³⁵³

Zu 6.2.4 Syndizierung

Underwriting - Hinweis: Die Antwortmöglichkeiten reichten von 1 (Bereitschaft deutlich zuge-nommen) bis 5 (Bereitschaft deutlich ab abgenommen). Die Antwortmöglichkeit 6 (keine An-gabe) wurde bei der Berechnung nicht berücksichtigt.

Bankentypen	Mittelwert	Standardabweichung	Median
Sparkassen / Genossenschaftsbanken	3,41	0,734	3
Landesbanken / Großbanken	3,79	0,977	4

Darstellung 25: Frage "Hat sich die Bereitschaft zur Übernahme kurzzeitiger Underwritings verändert?" Ohne Berücksichtigung der Antworten von Teilnehmer*innen aus Banken.

³⁵³ Eigene Darstellung – Berechnung mit SPSS

Anhang 17: Gütekriterien

Nachweis der Gütekriterien für die qualitative Untersuchung: Hierbei wurde auf die Gütekriterien nach Marying abgestellt.³⁵⁴

Kriterium	Anwendung	Erfüllung
<i>Verfahrensdokumentation</i> : Alle notwendigen Schritte, die im Rahmen der qualitativen Forschung durchgeführt werden, müssen ausführlich dokumentiert werden. Dabei ist eine umfassende Darstellung der Stichprobenauswahl, der Datenerhebung und der Datenauswertung zu berücksichtigen.	Die Vorgehensweise der qualitativen Forschung wurde im Rahmen der vorliegenden Masterarbeit ausführlich beschrieben, sodass dieses Kriterium hier erfüllt ist.	
<i>Argumentative Interpretationsabsicherung</i> : Diese bezieht sich auf die Absicherung der Interpretation, z.B. durch nachvollziehbare Erläuterungen oder die Verwendung von Gegenargumenten.	Diesem Kriterium wurde durch die Rückverknüpfung der Argumentation an die theoretischen Vorüberlegungen, spätestens im Rahmen der anschließenden quantitativen Analyse, Rechnung getragen.	
<i>Regelgeleitetheit</i> : Die Durchführung der qualitativen Forschung muss nach klaren Regeln und Schritten erfolgen, um die Güte und die Vergleichbarkeit der Ergebnisse sicherzustellen.	Bei allen Interviewtexten wurde das gleiche Analyseverfahren nach Braun und Clarke angewendet, sodass auch dieses Kriterium vollumfänglich erfüllt ist.	
<i>Nähe zum Gegenstand</i> : Dieses Kriterium bezieht sich auf die Wichtigkeit, einen engen Bezug zu den untersuchten Gegenständen und Personen herzustellen. Es soll eine Anknüpfung an die Alltagswelt hergestellt werden, um ein besseres Verständnis und tiefere Einblicke in die untersuchten Aspekte zu erlangen.	Durch die Auswahl der Interviewpartner*innen, die allesamt langjährige Expert*innen im LBO-Markt sind und über die notwendige Expertise und praktische Erfahrung verfügen, wurde dieses Kriterium ebenfalls eingehalten.	

³⁵⁴ Vgl. Mayring 2016, S. 144 ff.

<p><i>Kommunikative Validierung:</i> Um die Gültigkeit der Ergebnisse zu überprüfen und zu bestätigen, sollten die Ergebnisse und Interpretationen den Befragten noch einmal vorgelegt werden.</p>	<p>Auf eine erneute Präsentation der Ergebnisse an die interviewten Personen wurde verzichtet, da dies aufgrund des Zeitrahmens und der weiteren Prozessschritte nicht möglich war. Darüber hinaus fließen die Ergebnisse in die quantitative Forschung ein, sodass über diese die Validität überprüft werden kann. Die Vorgehensweise wird daher als vertretbar angesehen.</p>	
<p><i>Triangulation:</i> Um die Qualität der Forschung zu erhöhen, sollten mehrere Datenquellen, Theorien und Methoden verwendet werden. Dies erhöht die Validität und Reliabilität der Daten sowie die Aussagekraft der Schlussfolgerungen.</p>	<p>Im Rahmen des Mixed-Methods-Ansatzes wird nach der qualitativen Forschung eine quantitative Untersuchung mit einer größeren Stichprobe durchgeführt. Daher wird auch dieser Punkt als erfüllt angesehen.</p>	

Nachweis der Gütekriterien für die quantitative Untersuchung:

Kriterium	Anwendung	Erfüllung
<p>Die <i>Objektivität</i> bezieht sich auf die Unabhängigkeit der Ergebnisse von der forschenden Person. Diese kann in drei Teilbereiche unterteilt werden: Durchführungs-, Auswertungs- und Interpretationsobjektivität.³⁵⁵</p>	<p>Die Unabhängigkeit in der Durchführung der quantitativen Forschung wird dadurch gewährleistet, dass alle Befragten den gleichen standardisierten Online-Fragebogen erhalten. Allerdings bestehen hier gewisse Beschränkungen hinsichtlich der Antwortvorgaben und der Reihenfolge der Fragen. Die Auswertungsobjektivität wird durch die Standardisierung und eine sorgfältige Dokumentation der Datenaufbereitung, -modifikation und -verarbeitung im Rahmen dieser Forschung gewährleistet. Ebenso soll die Interpretation der Ergebnisse unabhängig von</p>	

³⁵⁵ Vgl. Krebs; Menold 2022, S. 550 f.; Mayer 2013, S. 90; Raithel 2008, S. 45 f.

	<p>der forschenden Person erfolgen. Dem wird durch die Anwendung statistischer Auswertungsverfahren Rechnung getragen. Dennoch kann nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass die Interpretationen zum Teil subjektiven Einschätzungen unterliegen.³⁵⁶</p>	
<p>Die <i>Reliabilität</i> bezieht sich auf die Zuverlässigkeit der Messung bei wiederholter Durchführung unter gleichen Bedingungen. Eine klare und eindeutige Formulierung der Fragen sowie eine standardisierte Erhebung tragen zur Zuverlässigkeit bei. Grundsätzlich gibt es verschiedene Methoden zur Schätzung der Reliabilität, wie z.B. die Test-Retest-Methode, die Paralleltest-Methode und die Methode der Testhalbierung.³⁵⁷</p>	<p>Durch das standardisierte Vorgehen sowie die Berücksichtigung der Empfehlungen bei der Formulierung der Fragen wurde in der vorliegenden Forschung ein entsprechender Beitrag zur Erfüllung der Reliabilität geleistet. Auf die Anwendung der umfangreichen und aufwändigen Testverfahren wird aufgrund des begrenzten Zeitrahmens verzichtet. Dies ist auch aufgrund der ohnehin eingeschränkten Interpretierbarkeit solcher Testergebnisse vertretbar.³⁵⁸</p>	
<p>Die <i>Validität</i> ist das wohl wichtigste Gütekriterium der quantitativen Forschung.³⁵⁹ Diese bezieht sich auf die korrekte Anwendung der Messinstrumente in Bezug auf die zu untersuchenden Dimensionen bzw. theoretischen Begriffe.³⁶⁰ Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Validität von Messinstrumenten zu überprüfen: Expertenvalidität, Known group, Inhaltsvalidität, Kriteriumsvalidität, Konstruktvalidität. Es gibt jedoch kein spezifisches Maß</p>	<p>Um diesem Kriterium Rechnung zu tragen, wurde bei der Entwicklung des Fragebogens schrittweise und detailliert vorgegangen. So wurde u.a. ein Messmodell entwickelt, welches in Anhang 8 zu finden ist. Hierbei wurden die Inhalte sowohl mit wenigen Expert*innen als auch mit dem Betreuer besprochen bzw. abgestimmt.</p>	

³⁵⁶ Vgl. Krebs; Menold 2022, S. 550 f.; Mayer 2013, S. 90; Raithel 2008, S. 45 f.

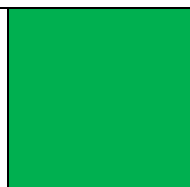
³⁵⁷ Vgl. Krebs; Menold 2022, S. 551 ff.; Mayer 2013, S. 90; Raithel 2008, S. 46 f.

³⁵⁸ Vgl. Krebs; Menold 2022, S. 559 f.; Mayer 2013, S. 90.

³⁵⁹ Vgl. Raithel 2008, S. 47.

³⁶⁰ Vgl. Mayer 2013, S. 90.

zur Bestimmung der Validität, so-
dass diese nur in Bezug auf be-
stimmte andere Messungen beur-
teilt werden kann.³⁶¹



³⁶¹ Vgl. Raithel 2008, S. 48 f.

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich vorliegende Masterarbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Stellen sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher weder in gleicher noch in ähnlicher Form einer anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Dornbirn, am 07.07.2023

Tobias Matheis