

Corporate Finance Fokus

Übernahmefinanzierungen – Auf die richtige Mischung kommt es an



Inhaltsverzeichnis

Überblick: Das Übernahmerad dreht sich weiter.....	2
1. Schritt für Schritt – Alles Gute braucht seine Zeit.....	3
2. Die Qual der Wahl bei der Finanzierung.....	6
3. Die Strukturierung der Passivseite ist entscheidend.....	10
4. Zusammenfassung und Ausblick.....	12
Exkurs: M&A-Markt.....	13

HEAD OF RESEARCH

UWE BURKERT GROUP CHIEF ECONOMIST
 (+49) 711 127-73462 uwe.burkert@LBBW.de
 LBBW RESEARCH auf Bloomberg LBBK <GO>

HEAD OF CORPORATE/ RETAIL DEVELOPMENTS

MARCO GÖCK EXECUTIVE DIRECTOR
 (+49) 711 127-70493 marco.goeck@LBBW.de

AUTOREN

MARTIN DRESP
 CORPORATE DEVELOPMENTS, ANALYST
 (+49) 711 127-48938 martin.dresp@LBBW.de
NIKLAS JEHLE
 CORPORATE DEVELOPMENTS

Auf einen Blick:

- Wir haben die 52 größten Übernahmen deutscher Unternehmen seit 2014 untersucht, um aktuelle Entwicklungen bei der Finanzierung aufzuzeigen.
- Mehr als zwei Drittel des Transaktionsvolumens wurde über kurzfristiges Fremdkapital gesichert.
- Günstige Marktbedingungen treiben Anleiheemissionen. Rund die Hälfte des ausfinanzierten Volumens wurde über Anleihen abgedeckt.
- Blaupause für den Mittelstand: Schuldscheinmarkt boomt auch aufgrund der regen M&A-Aktivitäten.
- Übernahmefinanzierungen wollen gut geplant werden – vom Zeitpunkt der Ankündigung bis zur letzten Finanzierungsmaßnahme vergeht teilweise deutlich mehr als ein Jahr.

Überblick: Das Übernahmerrad dreht sich weiter

Die Mischung macht's: Vor allem bei hohem Finanzierungsbedarf

Eine Übernahmefinanzierung lässt sich generell in zwei Phasen aufteilen. In der ersten Phase wird die Finanzierung durch kurzfristige Brückenkredite gesichert, die anschließend in Phase zwei langfristig ausfinanziert werden. Hierbei liegt der Fokus bei der Schuldendiversifikation vor allem auf den Finanzierungsmitteln, die zur Ausfinanzierung einer Akquisition dienen. Die meistverwendeten Finanzierungsinstrumente auf der Fremdkapitalseite waren Anleihen, Konsortialkredite sowie Schuldscheine.

Längere Laufzeiten gefragt

Bei Anleihen und Schuldscheinen zeigt sich eine klare Entwicklung weg von kurzen, hin zu mittel- und langfristigen Laufzeiten. Die Anzahl der zur Akquisitionsfinanzierung emittierten Anleihen mit Laufzeiten bis zu 3 Jahren hat sich von 2014 bis 2016 halbiert. Insgesamt war die Anleihe mit knapp der Hälfte des gesamten, ausfinanzierten Volumens das beliebteste Finanzierungsinstrument. Vor allem börsennotierte Großkonzerne nutzten sie sehr häufig.

Schuldscheine als Anleihealternative für den Mittelstand

Je kleiner die Transaktionen, desto mehr rückte jedoch der Schuldschein in den Fokus. Schuldscheine werden insbesondere von mittelständischen Unternehmen häufig genutzt. In den letzten Jahren rückte der Schuldschein aber auch als Anleihealternative bei Großkonzernen ins Blickfeld. Da Schuldscheine bereits in ver-

gleichsweise geringen Volumen begeben werden und im Vergleich zur Anleihe geringere Anforderungen im Hinblick auf Transparenz und dem damit verbundenen Aufwand mit sich bringen, kann der Schuldschein als eine Alternative zur Anleihe, insbesondere für mittelständische Unternehmen, gesehen werden. Mit Blick auf die Laufzeiten fand auch hier eine Entwicklung hin zu längeren Laufzeiten ab fünf Jahren statt.

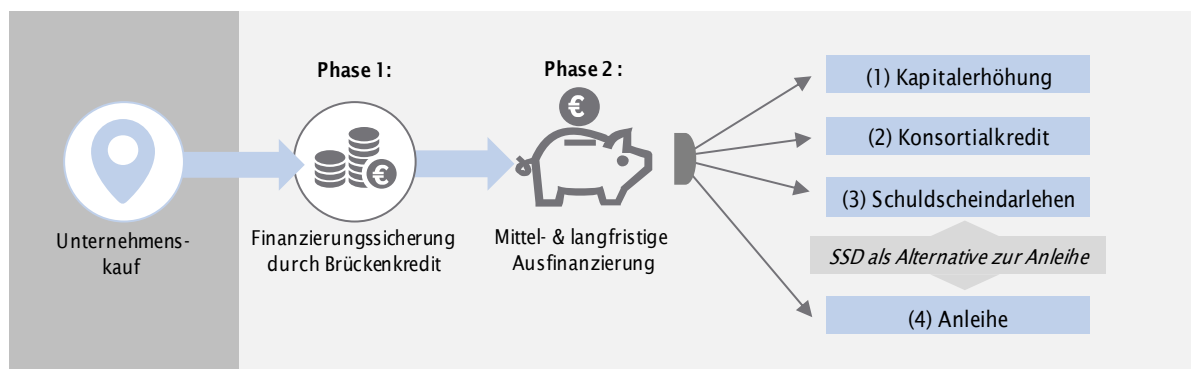
Zeitlicher Aufbau einer Akquisitionsfinanzierung

Klassischerweise werden Akquisitionen durch einen Brückenkredit gesichert und zwischenfinanziert. Falls der Kaufpreis teilweise durch frisches Eigenkapital finanziert wird, wie bspw. mit einer Kapitalerhöhung, werden solche EK-Maßnahmen zuerst durchgeführt. Mit etwas größerem Zeitabstand wird Fremdkapital aufgenommen. Ursächlich hierfür ist, dass die Aufnahme von Eigenkapital die Kapitalstruktur der Firma verbessert. Dadurch wird i.d.R. ermöglicht, Fremdkapital zu besseren Konditionen aufnehmen zu können. Zudem spielt bei gerateten Unternehmen häufig die Stabilität der Ratingnote eine Rolle bei der Strukturierung des Finanzierungsmixes.

Update mit erweiterter Datenbasis

Diese Studie ist ein Update der 2016 erschienenen Studie „Akquisitionsfinanzierungen - Strukturierung des Finanzierungsmixes“. Dazu wurden die größten, seither stattgefundenen bzw. angekündigten M&A-Transaktionen hinzugefügt, womit die Zeitreihe erweitert und ein Vergleich über den Zeitverlauf ermöglicht wird.

Typische Phasen der Finanzierung eines Unternehmenskaufs



Quelle: LBBW Research

1. Schritt für Schritt – Alles Gute braucht seine Zeit

In den letzten Jahren ist der weltweite M&A-Markt kontinuierlich gewachsen. Akquisitionen sind dabei ein Mittel für anorganisches Unternehmenswachstum und können vor allem durch Synergieeffekte zu erheblichen Umsatz- und Gewinnsteigerungen führen. Oftmals stellt die Finanzierung des Kaufpreises eine immense Herausforderung dar. Die Frage nach dem richtigen Finanzierungsmix ist meist eine der leitenden Fragen bei Unternehmensübernahmen. Um dieser Frage etwas näher auf den Grund zu gehen wurden die 52 größten, von deutschen Unternehmen getätigten Akquisitionen der letzten knapp vier Jahre untersucht. Dabei zeigen sich interessante Trends zur Schuldendiversifikation durch verschiedene Finanzierungsprodukte.

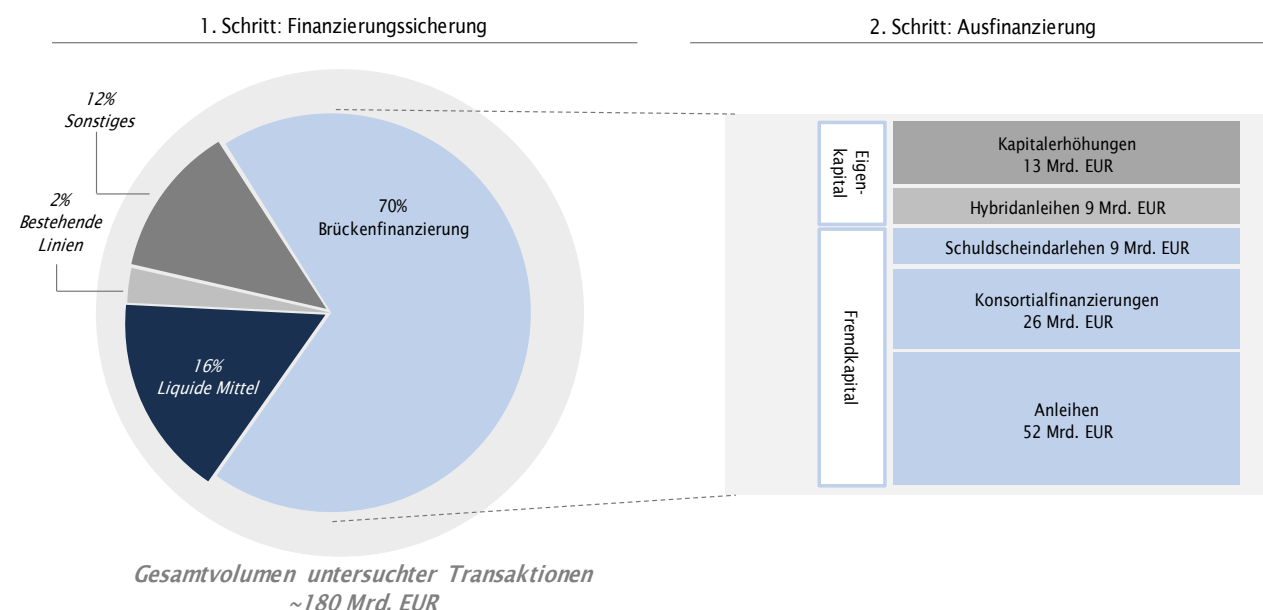
Gut zu wissen: Aufbau der Studie

In dieser Studie wurden die 52 größten – gemäß Bloomberg - von deutschen Unternehmen getätigten Akquisitionen untersucht. Private Equity-Unternehmen und Akquisitionen aus dem Finanz- und Immobiliensektor wurden nicht berücksichtigt. Das Gesamtvolumen, der im Zeitraum 2014 bis Juli 2017 untersuchten Übernahmen beträgt rd. 180 Mrd. EUR.

Akquisitionsfinanzierung in zwei Schritten

Klassischerweise lässt sich die Akquisitionsfinanzierung in zwei Phasen unterteilen, die wir First und Second Step nennen. Hierbei dient der First Step primär zur kurzfristigen Finanzierungssicherung, wohingegen im Second Step diese dann durch längerfristige Finanzierungsmittel, die sogenannten Take-Out Produkte, ausfinanziert werden. Typisch für den First Step sind sogenannte Brückenkredite, meist Konsortialfinanzierungen mit kurzen Laufzeiten, die i.d.R. bereits vor der offiziellen Ankündigung einer Akquisition abgeschlossen werden. Diese dienen als Finanzierungsnachweis. Etwa ein Drittel der Unternehmen nutzten einen Brückenkredit zur Finanzierungssicherung und knapp 70% des gesamten Akquisitionsvolumens wurde durch Brückenkredite zwischenfinanziert. Der aktuelle Kassenbestand ist ein weiteres Finanzierungsmittel, das dem First Step zugeordnet wird. Bei ausreichenden Liquiditätsreserven werden diese zur Bezahlung des Kaufpreises verwendet. Aufgrund der positiven Konjunkturentwicklung in den letzten Jahren verfügen viele Unternehmen über große Liquiditätspolster. Dadurch konnte etwa ein Fünftel der Übernahmen komplett mit den vorhandenen Mitteln finanziert werden. In diesen Fällen ist eine Ausfinanzierung durch weitere Finanzierungsmaßnahmen nicht zwingend notwendig. Zuletzt ist die Ausnutzung bestehender Kreditlinien eine weitere Möglichkeit, die Transaktion zu Beginn sicherzustellen.

Von der kurz- zur langfristigen Finanzierung



Quelle: Unternehmen, LBBW Research

Den Second Step bilden die sogenannten Take-Out Produkte, die zur mittel- bis langfristigen Finanzierung einer Akquisition dienen. Die beliebtesten Take-Out Produkte sind Konsortialkredite, Schuldscheindarlehen (SSD), Anleihen und Kapitalerhöhungen.

Die Abbildung auf der vorigen Seite stellt dazu die Finanzierungsvolumina der einzelnen Schritte dar und welche Instrumente dabei verwendet wurden.

Frontloading zur frühzeitigen Kapitalaufnahme

In einigen Fällen kommt es vor, dass die typischen Finanzierungsinstrumente des First Steps gar nicht oder nur teilweise verwendet werden. Dies war zum Beispiel bei der Übernahme von VNG durch den Energiekonzern EnBW der Fall. Teile der Akquisition wurden durch einen Aktientausch finanziert. Somit war eine Zwischenfinanzierung durch einen Brückenkredit nicht notwendig. In anderen Fällen kam es vor, dass Unternehmen schon Wochen vor Ankündigung einer Akquisition Kapital aufnahmen, um diese Mittel in naher Zukunft für anorganisches Wachstum zu nutzen. Ein Beispiel hierfür ist das Telekommunikationsunternehmen Freenet. Freenet nahm ein Schuldscheindarlehen in Höhe von 560 Mio. EUR auf, um dieses u.a. für zukünftige Akquisitionen, wie die spätere Übernahme der Sunrise Communications Group, zu nutzen. Diese Vorgehensweise ist auch unter dem Begriff des Frontloadings bekannt. Dabei wird frisches Kapital für zukünftige Investitionen bereits im Voraus aufgenommen. Bei Erwartung steigender Zinsen kann es sich zudem lohnen, die Finanzierung bereits im Vorfeld teilweise zu sichern. Bei diesen Sonderfällen wurden in der vorangehenden Abbildung die Finanzierungsvolumina dem Bereich Sonstige zugeordnet.

Den Second Step bilden die sogenannten Take-Out Produkte, die zur mittel- bis langfristigen Finanzierung einer Akquisition dienen. Auf die einzelnen Instrumente wird im Folgenden noch näher eingegangen. Die Differenz zwischen First und Second Step liegt u.a. darin begründet, dass manche Akquisitionen noch nicht abgeschlossen wurden und somit auch die Ausfinanzierung noch nicht vervollständigt wurde. So sorgt bspw. die Monsanto-Übernahme durch Bayer für größere Differenzen. Bayer hat bereits durch einen Konsortialkredit i.H.v. 57 Mrd. EUR die Zwischenfinanzierung gesichert. Dieser wurde jedoch noch nicht vollständig durch Take-Out Produkte ausfinanziert. Da die vollständige Ausfinanzierung meist über einen längeren Zeitraum vollzo-

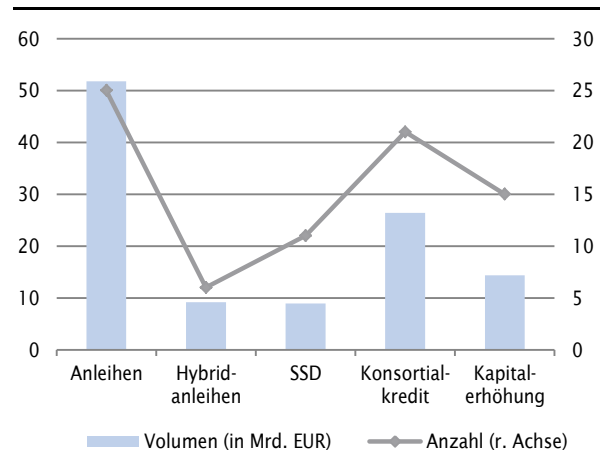
gen wird, sorgen auch stetige Cashflows der Unternehmen zur Schuldentrückführung, wodurch die Akquisition nicht vollständig durch Take-Out Produkte ausfinanziert werden muss. Zudem werden bei der Nutzung von bereits vorhandenen liquiden Mittel diese häufig nicht ausfinanziert, was zu weiteren Diskrepanzen der abgebildeten Volumina führt.

Hinzuzufügen ist, dass in manchen Fällen Teile der zur Brückenfinanzierung dienenden Konsortialkredite bereits längerfristige Laufzeiten beinhalten und somit schon als erster Teil der Ausfinanzierung zu sehen sind. In diesen Fällen wird das Kreditvolumen sowohl als eine Brückenfinanzierung im First Step als auch ein Take-Out Produkt im Second Step gewertet.

Take-Out Produkte zur Schuldendiversifikation

Die Schuldendiversifikation rückt für Unternehmen bei der Finanzierung, v.a. von größeren Investitionen, immer mehr in den Fokus. Daher richtet sich nachstehend unser Augenmerk auf die am häufigsten genutzten Finanzierungsinstrumente.

Finanzierungsinstrumente im Vergleich



Quellen: LBBW Research, Unternehmen

Hierbei fällt zuallererst auf, dass das am häufigsten verwendete Finanzierungsprodukt die Anleihe ist. Mit 46% stehen Anleihen für fast die Hälfte des gesamten Take-Out Volumens. Vor allem für größere Firmen, die meist auch größere Akquisitionen tätigen, ist die Anleihe ein beliebtes Mittel. 16 der 25 emittierten Anleihen hatten ein Volumen von über 1 Mrd. EUR und knapp 70% der Akquisitionen im Wert von über 1 Mrd. EUR wurden zumindest teilweise durch Anleihen finanziert. Ein weiteres beliebtes Finanzierungsmittel sind Schuld-

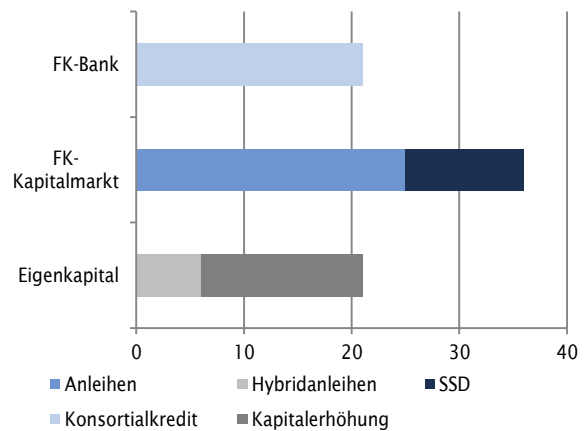
scheindarlehen. Knapp 15% der von Unternehmen verwendeten Finanzierungsmittel waren Schuldscheindarlehen, das 8% des gesamten Take-Out Volumens ausmachten. Die Differenz zwischen der Anzahl und dem Volumen zeigt, dass Schuldscheindarlehen tendenziell in kleineren Volumina und somit auch meist bei vergleichsweise kleineren Akquisitionen verwendet wurden. Dies zeigt, dass Schuldscheine vor allem für mittelständische Unternehmen interessant sind. Dennoch gab es auch Ausnahmen, die bestätigen, dass der Schuldschein auch bei größeren Akquisitionen Verwendung findet. Ein Beispiel hierfür ist das Schuldscheindarlehen des Automobilzulieferers ZF Friedrichshafen in Höhe von 2,2 Mrd. EUR, das zum Kauf von TRW Automotive diente. Oder auch das Schuldscheindarlehen in Höhe von 1,1 Mrd. EUR, das zur Finanzierung der Übernahme der Affinia Group durch den Automobilzulieferer Mann+Hummel aufgenommen wurde.

Der Konsortialkredit als weiteres Finanzierungsinstrument steht für einen Großteil aller Brückenkredite und ist mit knapp einem Viertel des Gesamtvolumens sowie der Anzahl das am zweithäufigsten verwendete Take-Out Produkt. Der Konsortialkredit dient somit nicht nur zur kurzfristigen Zwischenfinanzierung, sondern ist auch zur mittel- und langfristigen Ausfinanzierung geeignet.

Neben Fremdkapital- werden auch Eigenkapitalmaßnahmen, wie Kapitalerhöhungen und Hybridanleihen zur Akquisitionsfinanzierung verwendet. Bei jeder fünften untersuchten Transaktion wurde eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Hybridanleihen stehen für 8% des Gesamtvolumens, wurden jedoch nur von wenigen Unternehmen genutzt. Die Emissionen waren dafür in Milliardenhöhe.

Ein wichtiger Aspekt beim Finanzierungsmix ist das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Die folgende Grafik stellt dar, in welcher Anzahl Unternehmen von verschiedenen Fremd- und Eigenkapitalinstrumenten Gebrauch gemacht haben.

Fremdkapitalmaßnahmen dominieren



Quellen: LBBW Research, Unternehmen

Dabei ist auffällig, dass deutsche Unternehmen deutlich stärker Fremd- als Eigenkapital nutzen. Mehr als drei Viertel der verwendeten Take-Out Produkte waren Fremdkapitalmaßnahmen. Dennoch kommt es oft vor, dass der Kaufpreis zumindest teilweise durch Eigenkapitalmaßnahmen finanziert wird. Dies ist vor allem dann von großer Bedeutung, wenn es um den Erhalt des Unternehmensratings geht. Ein Beispiel hierfür ist die Akquisition von Dematic durch KION, bei der zur Akquisitionsfinanzierung neben Fremdkapital auch zwei Kapitalerhöhungen in Höhe von insgesamt 1 Mrd. EUR durchgeführt wurden.

Bei Fusionen und Übernahmen kann es auch aufgrund kartellrechtlicher Bedenken zu Besonderheiten kommen. Ein Beispiel hierfür ist die HeidelbergCement AG, die aufgrund von EU- und US-Auflagen beim Kauf von Italcementi Unternehmensteile in Höhe von 890 Mio. EUR veräußern mussten. Die Erlöse dienten wiederum zur Finanzierung der Akquisition. Mit einer Pflichtwandelanleihe in Höhe von 4 Mrd. EUR verwendete Bayer zur Übernahme von Monsanto ein weiteres, eher selten genutztes Finanzierungsmittel. Die Pflichtwandelanleihe stellt aufgrund der Pflicht zur Wandlung in Bayer-Aktien eine zeitverzögerte Eigenkapitalmaßnahme dar. Ein letztes, einmalig vorkommendes Beispiel bildet die eigenkapitalneutrale Wandelanleihe in Höhe von 500 Mio. EUR, die Fresenius zur Übernahme der spanischen Krankenhausgruppe Quirónsalud emittierte.

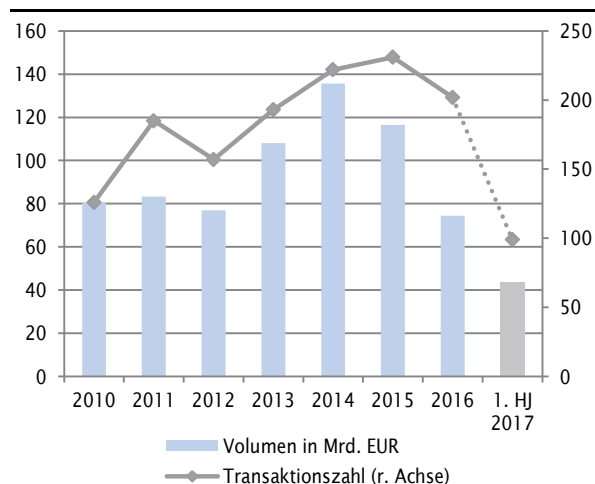
2. Die Qual der Wahl bei der Finanzierung

Nachdem die genutzten Finanzierungsinstrumente genannt wurden, soll im Folgenden der Frage nachgegangen werden, weshalb diese Instrumente verwendet wurden und welche Eigenschaften damit einhergehen.

Der Konsortialkredit bietet Finanzierungssicherheit

Seit der Finanzkrise ist der Konsortialkredit mit leicht zyklischem Verhalten im Aufwärtstrend. 2014 war mit einem Konsortialkreditvolumen von 136 Mrd. EUR und einer Anzahl von 222 vergebenen Krediten das erfolgreichste Jahr für den Konsortialkredit seit der Krise. 2015 und 2016 gab es einen Rückgang beim Konsortialkreditvolumen, wohingegen die Anzahl an vergebenen Krediten in 2015 nochmals einen Höhepunkt erreichte. Die gestiegene Anzahl bei niedrigerem Volumen zeigt, dass die durchschnittliche Höhe der Konsortialfinanzierungen rückläufig ist. Wesentlicher Treiber des sinkenden Durchschnittsvolumens ist eine verstärkte Nachfrage aus dem breiten Mittelstand. Der Trend zu einem ausgewogenen Finanzierungsmix setzte sich die vergangenen Jahre weiter fort. Die Folge ist u.a. am Konsortialkreditmarkt deutlich erkennbar. Aufgrund der stärkeren Nachfrage mittelständischer Unternehmen, werden zunehmend auch kleinere Finanzierungen ab einem Volumen von ca. 20 Mio. EUR im Rahmen standardisierter Verträge angeboten. Unter der Annahme, dass der Markt den bisherigen Jahresverlauf fortsetzt, dürfte das Volumen von 2016 überschritten werden.

Konsortialkreditmarkt Deutschland



Quellen: Bloomberg, LBBW Syndication, LBBW Research

Die Relevanz des Konsortialkredites zeigte sich in den vergangenen Jahren auch bei Übernahmefinanzierungen. Dies sowohl bei der kurzfristigen Finanzierungssicherung als auch bei der mittel- und langfristigen Ausfinanzierung. Mit Blick auf die Ausfinanzierungsmaßnahmen war der Konsortialkredit das am zweithäufigsten verwendete Finanzierungsinstrument und stand auch volumenmäßig an zweiter Stelle. Was den Konsortialkredit bei Übernahmefinanzierungen so attraktiv macht, ist vor allem die Finanzierungssicherheit, die Konsortialkredite aufgrund ihrer Struktur bieten. Die Dokumentations- und Vertragsgestaltung orientiert sich in der Regel an den internationalen Standards der Loan Market Association (LMA). Dies hat den Vorteil, dass schnell ein großer, internationaler Bankenkreis involviert und dieser gegebenenfalls auch erweitert werden kann. Durch sogenannte Covenants können klare Regeln für Kreditnehmer und Kreditgeber festgelegt werden. Der Bruch eines Covenants stellt normalerweise einen Kündigungsgrund dar. Jedoch ist es in diesem Fall üblich, durch einen offenen Austausch der beteiligten Parteien, die Ursachen für den Covenantbruch zu finden und eine gemeinsame Lösung zu erarbeiten. Des Weiteren ist für eine Kündigung eine zwei Drittel Mehrheit des Konsortiums nötig. Dies führt dazu, dass Konsortialkredite erfahrungsgemäß nur in den seltensten Fällen gekündigt werden, was dem Unternehmen langfristige Finanzierungssicherheit bietet. Hohe Flexibilität bei der strukturellen Gestaltung sowie eine individuelle und bedarfsorientierte Finanzierung sind weitere Punkte, die Konsortialkredite bei der Akquisitionsfinanzierung attraktiv machen. So werden neben Darlehenstranchen meist auch Betriebsmittellinien für den Working Capital Bedarf strukturiert.

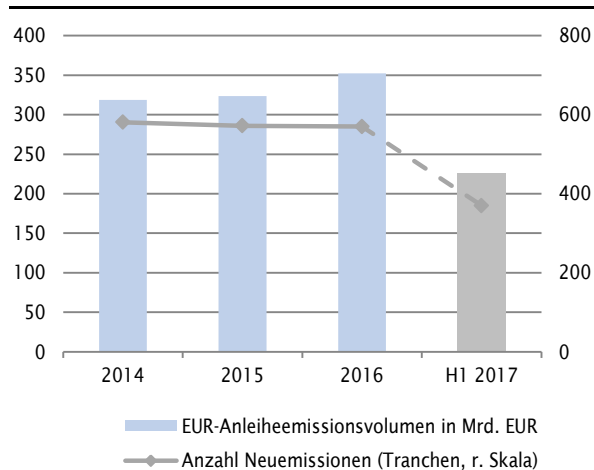
Der Anleihemarkt ist auf Wachstumskurs

Der Markt für EUR-Anleihen ist auf Wachstumskurs. Wie die Grafik auf der folgenden Seite zeigt, ist das Anleihenvolumen seit 2014 stetig gestiegen. Setzt der Anleihemarkt sein bisheriges Wachstum fort, wird das aktuelle Jahr ein weiteres Rekordjahr. Der Positivtrend des EUR-Anleihemarktes lässt sich durch das günstige Zinsumfeld sowie die hohe Investorennachfrage, die unter anderem durch das Anleihekaufprogramm der EZB getrieben wird, erklären.

Zum Jahresende allerdings rechnen Analysten mit einer rückläufigen Emissionstätigkeit. Die Anzeichen deuten

das Ende der ultralockeren Geldpolitik der EZB an, womit das Zinsniveau im Euroraum wieder steigen dürfte.

EUR-Anleihemarkt wächst konstant



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

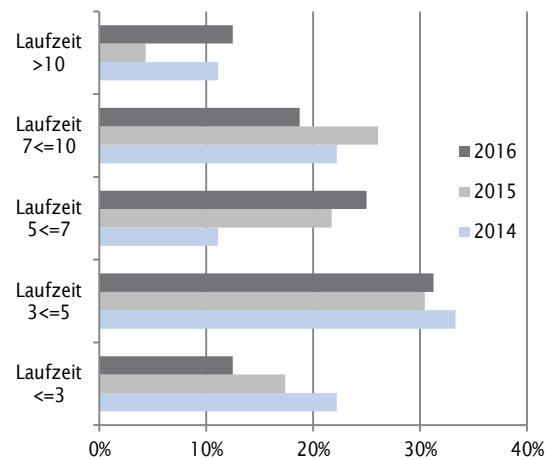
Die Bundesbank führt in ihrem Juli-Monatsbericht 2017 zudem die Verschiebung von Bankfinanzierungen hin zu Finanzierungen über den Kapitalmarkt als weiteren Grund für das enorme Wachstum an. Hier bleibt abzuwarten, ob sich dieser Trend nachhaltig etabliert.

Längere Laufzeiten werden stärker nachgefragt

Anleihen werden oft in verschiedenen Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten emittiert. Dies ermöglicht eine breite Verteilung der Fälligkeiten über einen längeren Zeitraum. Die nachfolgende Grafik stellt hierzu die Verteilung der Laufzeiten bei den zur Akquisitionsfinanzierung emittierten Anleihen dar.

Am beliebtesten waren Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren. Knapp ein Fünftel der emittierten Anleihen fiel in diesen Zeitraum. Insgesamt entsprechen die Anleihen dem Marktstandard mit Laufzeiten von drei, fünf, sieben und zehn Jahren. 33 der 53 untersuchten Tranchen fielen in diese Zeiträume. Ein Beispiel hierfür ist die Siemens AG, die zur Übernahme des US-amerikanischen Kompressoren- und Turbinenherstellers Dresser Rand 2014 Anleihen in Rekordhöhe von 7,75 Mrd. USD emittierte. Das Volumen teilte sich in 5 Tranchen von drei, fünf, sieben, zehn, und dreißig Jahren auf.

Kurze Laufzeiten weniger gefragt



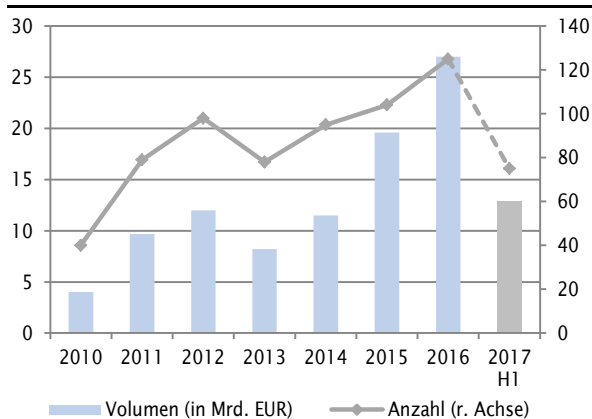
Prozentualer Anteil der Anleihen, die zur Akquisitionsfinanzierung genutzt wurden; Laufzeit in Jahren; Quellen: Bloomberg, LBBW Research, Unternehmen

Schaut man sich die Entwicklung der Laufzeiten in den letzten drei Jahren an, so lassen sich einige Tendenzen erkennen. Zum Beispiel hat sich der prozentuale Anteil der Anleihen mit kürzeren Laufzeiten (<=3 Jahre) fast halbiert. Der Anteil fiel von mehr als 22% 2014 auf knapp 12% 2016. Im Gegensatz dazu haben die 5-7-jährigen Anleihen deutlich an Gewicht gewonnen. Deren Anteil stieg von knapp 11% auf 25%. Dies lässt erkennen, dass Unternehmen u.a. aufgrund des günstigen Finanzierungsumfelds immer mehr dazu tendieren, Akquisitionen über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum zu finanzieren.

Schuldscheinmarkt bricht alle Rekorde

Wie der Konsortialkredit- und Anleihemarkt erlebte auch der Schuldscheinmarkt eine Phase starken Wachstums. Die Schuldscheinvolumina haben sich seit 2013 fast verdoppelt und auch die Anzahl Transaktionen stieg von 78 auf 125 an. Der wachsende Schuldscheinmarkt lässt sich unter anderem auf die weiterhin niedrigen Zinsen und auch eine stabile Konjunktur in Europa zurückführen. Besonders für mittelständische Unternehmen sind Schuldscheine eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit und können als Alternative zur Anleihe gesehen werden. Schuldscheine werden in vergleichsweise geringeren Volumina begeben, wodurch sie auch für kleinere Akquisitionen als ein Finanzierungsmittel dienen können. Zusätzlich fordern Schuldscheine im Vergleich zur Anleihe ein geringeres Maß an Transparenz. Dadurch sind Schuldscheine mit weniger Aufwand verbunden und die laufenden Kosten sind geringer.

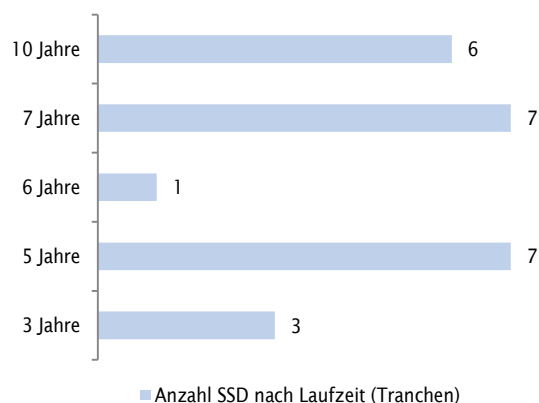
Schuldschein-Boom geht weiter



Quellen: LBBW Corporate Debt Origination, LBBW Research

Bei den zu Akquisitionszwecken aufgenommenen Schuldscheindarlehen entsprechen die Laufzeiten dem allgemeinen Marktstandard. Mehr als drei Viertel der Tranchen wurden mit den Laufzeiten 5, 7 und 10 Jahren ausgestattet. Dabei ist bei den elf untersuchten Schuldscheinen seit 2014 keine nennenswerte Veränderung bei den Laufzeiten erkennbar.

Marktstandard dominiert bei Laufzeitwahl



Anmerkung: Berücksichtigung der SSD, die der Übernahmefinanzierung dienen;
Quellen: LBBW Research

Am Gesamtmarkt hat sich der Anteil der SSD mit Laufzeiten bis zu 3 Jahre jedoch seit 2013 halbiert und ist von 20% auf unter 10% zurückgegangen. Somit gilt auch hier analog zum Anleihemarkt, dass kürzere Laufzeiten weniger gefragt sind.

Gut zu wissen:

Der Wachstumstrend am Schuldscheinmarkt ist ungebrochen. Zur aktuellen Marktentwicklung veröffentlichen wir quartalsweise Studien.

Bei Interesse wenden Sie sich gerne an Ihre Beraterin / Ihren Berater oder direkt an uns.

Eigenkapitalfinanzierung als Alternative

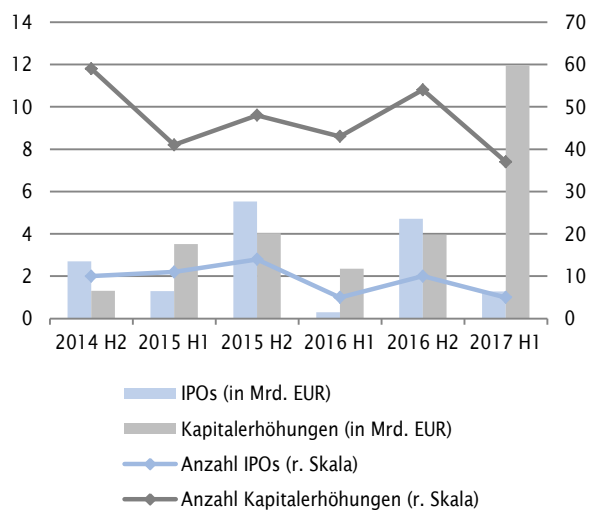
Bisher wurde der Schwerpunkt der behandelten Finanzierungsinstrumente auf typische Arten der Fremdfinanzierung gelegt. So zählen u.a. Kredite, Schuldscheindarlehen und Anleihen zu Fremdfinanzierungsmaßnahmen. Die Eigenfinanzierung wurde bisher nur am Rande betrachtet: Als Eigenfinanzierung kann sowohl die Finanzierung aus den erwirtschafteten Gewinnen als auch die Aufnahme von frischem Eigenkapital bspw. mittels einer Kapitalerhöhung oder Beteiligungskapital von Private Equity-Gesellschaften bezeichnet werden.

Börsengang in Deutschland weiterhin eine Besonderheit

Der Börsengang, im englischen Sprachraum als Initial Public Offering (IPO) bezeichnet, ist in Deutschland weit weniger populär als in anderen Ländern. 2017 wagten bisher sechs deutsche Unternehmen den Schritt an die Börse, darunter der Lieferservice Delivery Hero (866 Mio. EUR) und die Restaurantkette Vapiano (553 Mio. EUR). Laut EY gingen im ersten Halbjahr 2017 weltweit 772 Firmen an die Börse, wobei die Hälfte der Unternehmen aus China und den USA kamen.

Das Volumen, das über Kapitalerhöhungen aufgenommen wurde, betrug im ersten Halbjahr 2017 mit knapp 12 Mrd. EUR etwa das Fünffache vom entsprechenden Vorjahreszeitraum. Die Anzahl an Kapitalerhöhungen ging jedoch zurück. Wesentlicher Treiber für die Volumenentwicklung war die Kapitalerhöhung der Deutschen Bank mit einem Volumen von 8 Mrd. EUR.

IPOs und Kapitalerhöhungen



Prime/General Standard sowie Deutsche Börse Scale (früher Entry Standard);
 Quellen: Börse Frankfurt, Bloomberg, PwC, LBBW Research

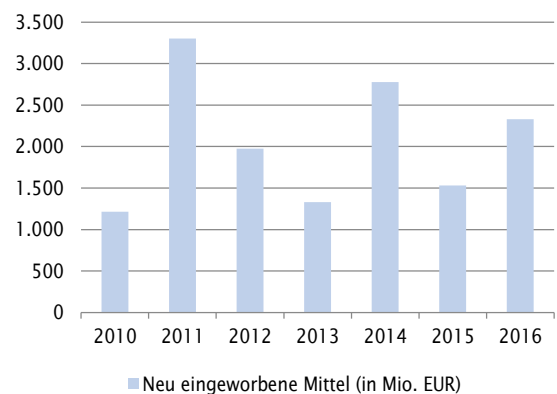
Beteiligungskapital als Alternative

Für nicht-börsennotierte Unternehmen stellt Beteiligungskapital eine Alternative zur Eigenkapitalbeschaffung dar. Beteiligungskapital, im Englischen Private Equity genannt, wird überwiegend von institutionellen Anlegern über Beteiligungsgesellschaften investiert. Gründe für den Verkauf von Anteilen tauchen häufig im Rahmen der Nachfolgeplanung auf, aber auch bei der Ausgliederung einer Tochtergesellschaft. Insbesondere für Jungunternehmen, die Kapital zur Umsetzung ihrer Ideen benötigen, stellen Private Equity-Fonds eine wichtige Finanzierungsquelle dar.

Nach Daten des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften erhielten die Mitglieder des Verbands vergangenes Jahr rund 46.500 Anfragen von Eigenkapital suchenden Unternehmen. Zum Jahresende 2016 hielten die Mitglieder 7.100 Beteiligungen an Unternehmen im In- und Ausland.

Im vergangenen Jahr sammelten die Beteiligungsgesellschaften über 2,3 Mrd. EUR neues Kapital ein. Das sog. Fundraising konnte somit im Vergleich zu 2015 um mehr als 50% zulegen.

Fundraising wächst deutlich



Quellen: European Data Cooperative, BVK, LBBW Research

Insgesamt ist das Klima am deutschen Beteiligungsmarkt weiterhin sehr positiv. Der von der KfW und dem BVK quartalsmäßig veröffentlichte Private Equity Barometer markierte zum Halbjahr 2017 ein neues Stimmungshoch. Die positive Stimmung spiegelt sich auch am Markt wider. Mit 7,3 Mrd. € investierten Beteiligungsgesellschaften so viel Private Equity in Deutschland wie noch nie in einem Halbjahr. Damit ist der deutsche Markt auf dem besten Weg, in diesem Jahr einen neuen Investitionsrekord aufzustellen.

Beteiligungskapital bleibt zwar weiterhin eher die Ausnahme als die Regel, wird aber von einer zunehmenden Anzahl von Unternehmen in ihre Überlegungen miteinbezogen.

3. Die Strukturierung der Passivseite ist entscheidend

Eigen- vor Fremdkapitalmaßnahmen

Nachdem die einzelnen Bausteine bei Akquisitionsfinanzierungen betrachtet wurden, stellt sich anschließend die Frage, ob eine zeitliche Abfolge der Finanzierungsmaßnahmen zu erkennen ist. Hierzu wurden alle Finanzierungsmaßnahmen der 52 untersuchten Deals analysiert und in eine zeitliche Reihenfolge gebracht. Zu Beginn einer Transaktion werden meist mit der Ankündigung einer Akquisition Vereinbarungen für einen Brückenkredit mit einer Laufzeit von mind. einem Jahr getroffen, die häufig eine oder mehrere Optionen zur Verlängerung um bspw. 3 Monate enthalten. Dieser dient als Grundstein und Nachweis der Finanzierung und sichert diese zumindest kurzfristig ab. Als erste Take-Out Maßnahme folgt im Durchschnitt knapp einen Monat später der längerfristige Konsortialkredit. Allerdings werden im Rahmen der Vereinbarungen für eine kurzfristige Brückenfinanzierung häufig bereits längerfristige Konsortialfinanzierungen abgeschlossen, wodurch die Zeitangabe verzerrt wird. Werden diejenigen Konsortialkredite ausgeschlossen, die simultan mit dem Brückenkredit miteingeschlossen wurden, liegt der durchschnittliche Wert bei 79 Tagen nach Ankündigung der Akquisition. Die ersten Refinanzierungsmaßnahmen sind in der Regel Eigenkapitalmaßnahmen durch Kapitalerhöhungen oder Hybridanleihen. Hintergrund hierfür ist, dass die Aufnahme von Eigenkapital meist auch zu einer besseren Kapitalstruktur führt. Dies ermöglicht es, das anschließende Fremdkapital zu meist besseren

preislichen wie auch strukturellen Konditionen aufzunehmen. Anschließend folgen weitere Fremdkapitalmaßnahmen, wie das Schulscheindarlehen und die Anleihe. Diese werden meist erst einige Zeit später aufgenommen. So wird die Anleihe im Durchschnitt erst ein halbes Jahr später emittiert.

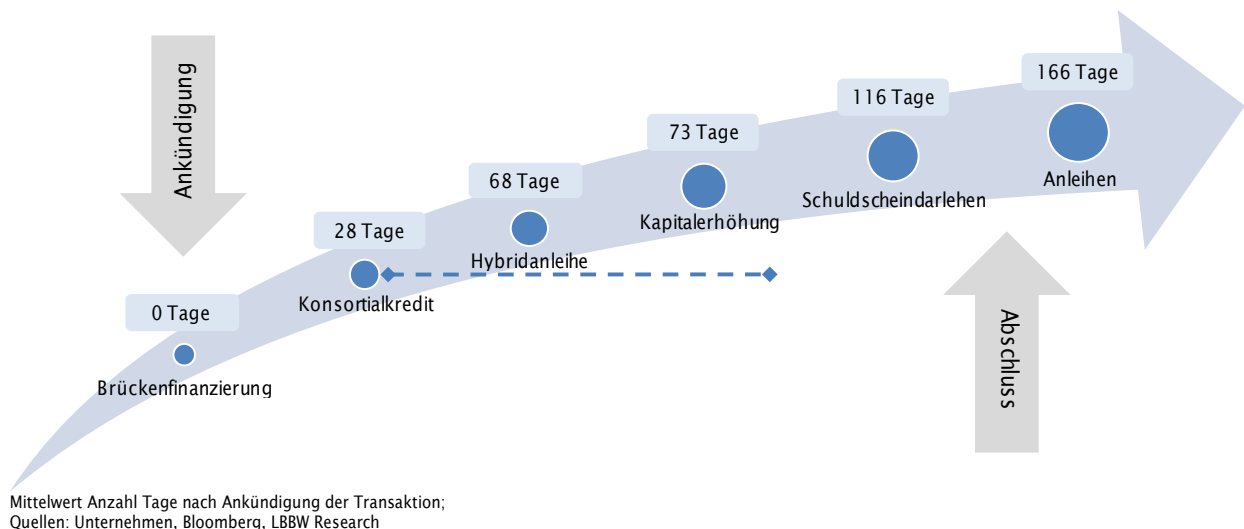
Der untenstehende Zeitstrahl verdeutlicht, dass bis zum vollständigen Abschluss der Finanzierungsmaßnahmen im Zuge eines Unternehmenskaufs reichlich Zeit vergeht. Teilweise verging mehr als ein Jahr, bis der letzte Finanzierungsbaustein abgeschlossen wurde.

Zwei Akquisitionsfinanzierungen im Detail

Wie genau der Ablauf einer Akquisitionsfinanzierung in der Praxis aussehen könnte, soll anhand von zwei beispielhaft ausgewählten Akquisitionen dargestellt werden.

Eine dieser Akquisitionen ist die Übernahme des spanischen Klinikbetreibers Quirónsalud in Höhe von 5,76 Mrd. EUR durch den deutschen Gesundheitskonzern Fresenius. Ziel der Akquisition war der Einstieg in den spanischen Markt für private Kliniken und die Hebung von Synergien der beiden Gesundheitskonzerne. Zur Sicherung der Finanzierung diente ein kurzfristiger Brückenkredit in Höhe von 3,75 Mrd. EUR. Außerdem emittierte Fresenius Aktien in Höhe von 400 Mio. EUR und gab diese an den Chef und Mitgründer von Quirónsalud ab. Der Brückenkredit wurde anschließend durch mehrere Take-Out Produkte ausfinanziert. Als erstes Finanzierungsinstrument diente ein weiterer Konsortialkredit mit längerer Laufzeit in Höhe von 1,2 Mrd. EUR, dessen Aufnahme nur wenige Tage nach der

Eigen- vor Fremdkapital – zeitlicher Ablauf der Finanzierungsmaßnahmen



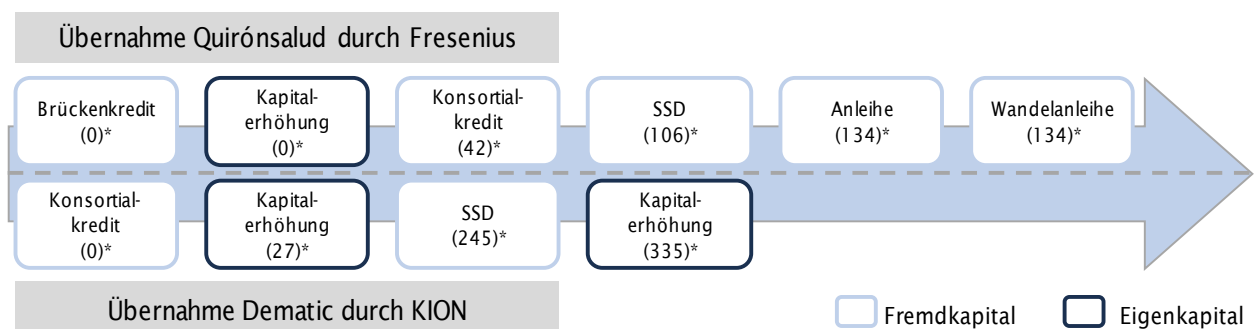
Brückenfinanzierung verkündet wurde. Dabei wurde eine bereits bestehende Kreditvereinbarung aus dem Jahr 2013 erweitert. Mehr als 40 Banken haben an der Syndizierung teilgenommen. Anschließend folgten weitere Fremdkapitalmaßnahmen. Fresenius nahm ein Schuldscheindarlehen in Höhe von 1 Mrd. EUR auf, bestehend aus festen und variablen Tranchen mit Laufzeiten von fünf, sieben und zehn Jahren. Überdies wurden Anleihen in Höhe von 2,6 Mrd. EUR mit Laufzeiten von fünf, sieben, zehn und fünfzehn Jahren und eigenkapitalneutrale Wandelanleihen im Wert von 500 Mio. EUR emittiert.

Ein weiterer Milliarden-Deal war die Akquisition von Dematic i.H.v. rund 2,85 Mrd. EUR durch den hessischen Gabelstaplerhersteller KION. Ziel der Akquisition war es, sich in die Regionen der Software- und Automatisierungslösungen vorzuarbeiten, um auch in diesem Bereich Produkte aus eigener Hand anbieten zu können. KION sicherte sich die Finanzierung mit einem Brückenkredit von 3 Mrd. EUR. Mit Hilfe einer Kapitalerhöhung von 10%, die 459 Mio. EUR einbrachte, wurde die Brückenfinanzierung reduziert. Ein Schuldscheindarlehen in Höhe von 1 Mrd. EUR, das erst nach Abschluss der Akquisition abgeschlossen wurde und eine weitere Kapitalerhöhung über knapp 600 Mio. EUR bilden die restlichen Take-Out Maßnahmen.

Bei einem Vergleich dieser Akquisitionen fallen einige Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede auf. Beide Unternehmen nutzten Konsortialkredite, um sich die Finanzierung kurzfristig zu sichern. Zudem entschieden sich beide Unternehmen, Teile des Kaufpreises mit frischem Eigenkapital zu finanzieren. Die Emission neuer Aktien war jeweils die erste Ausfinanzierungsmaßnahme. KION führte knapp ein Jahr nach Ankündigung der Akquisition sogar eine zweite Kapitalerhöhung

durch. Überdies setzten beide auf Schuldscheine als einen Finanzierungsbaustein. Der wesentliche Unterschied zeigte sich vor allem mit Blick auf den Finanzierungsmix aus Fremd- und Eigenkapital. KION setzte mit knapp einem Drittel des Finanzierungsvolumens auf Eigenkapital, wohingegen Fresenius mit mehr als 90% des Kaufpreises die Akquisition nahezu vollständig mittels Fremdkapital finanzierte. Mit Blick auf die externen Ratingeinschätzungen der drei großen Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch hatten weder für KION noch für Fresenius die Übernahmen Auswirkungen. Dies ist kein Zufall, denn die Finanzierung wird von den Unternehmen meist so gewählt, dass keine negativen Ratingauswirkungen mit der Übernahme einhergehen.

Zeitlicher Finanzierungsablauf

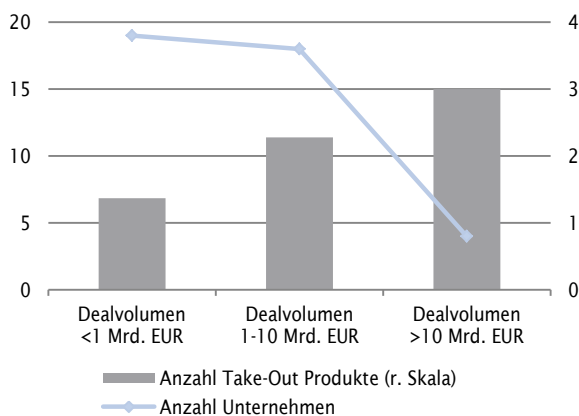


*Anzahl Tage nach Ankündigung;
 Quellen: Bloomberg, Unternehmen, LBBW Research

4. Zusammenfassung und Ausblick

Insbesondere bei hohem Finanzierungsbedarf, wie im Zuge von Unternehmenskäufen, spielt die Schuldendiversifikation eine wichtige Rolle. Dabei sind vor allem die Produkte von Bedeutung, die zur Ausfinanzierung verwendet werden. Eine Untersuchung der Anzahl verwendeter Take-Out Produkte in Relation zum Dealvolumen zeigt, dass mit steigendem Finanzierungsbedarf vermehrt unterschiedliche Instrumente zur Finanzierung genutzt werden und damit auch die Schuldendiversifikation relevanter wird.

Je größer desto mehr



Quellen: Unternehmen, LBBW Research

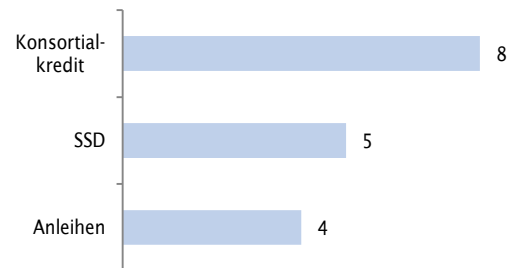
So werden bei Akquisitionen von unter 1 Mrd. EUR im Durchschnitt 1,4 Take-Out Produkte verwendet, wohingegen bei Akquisitionen zwischen 1-10 Mrd. EUR 2,3 und bei Akquisitionen über 10 Mrd. EUR im Durchschnitt sogar 3 Take-Out Produkte verwendet werden. Hierbei wurden Akquisitionen, die rein aus liquiden Mitteln finanziert wurden, nicht berücksichtigt.

Mit Blick auf die Entwicklung in den vergangenen Jahren zeigt sich dabei ein Trend zu mehr Finanzierungsinstrumenten. Bei Transaktionen im Wert von 1-10 Mrd. EUR wurden 2014 im Durchschnitt noch 1,9 Take-Out Produkte verwendet, zwei Jahre später waren es bereits 2,6.

Wie das Ergebnis zeigt, ist die Schuldendiversifikation nicht nur für Großunternehmen von Bedeutung, sondern auch für mittelständische Unternehmen. Bei 19 der 27 untersuchten Akquisitionen unter 1 Mrd. EUR wurden Take-Out Produkte zur Schuldendiversifikation

verwendet und bei mehr als einem Drittel sogar zwei oder mehr in Kombination.

Finanzierungsprodukte bei kleineren Akquisitionen



Quellen: Unternehmen, LBBW Research

Der Konsortialkredit ist bei Übernahmen im Wert von weniger als 1 Mrd. EUR das meist verwendete Finanzierungsmittel. Bei 8 der 19 getätigten Akquisitionen machten Unternehmen davon Gebrauch. Dass der Schuldschein häufiger als die Anleihe zur Ausfinanzierung genutzt wurde, bestätigt nochmals die Hypothese, dass Schuldscheine vor allem für mittelständische Unternehmen interessant sind und häufig als Alternative zur Anleihe fungieren.

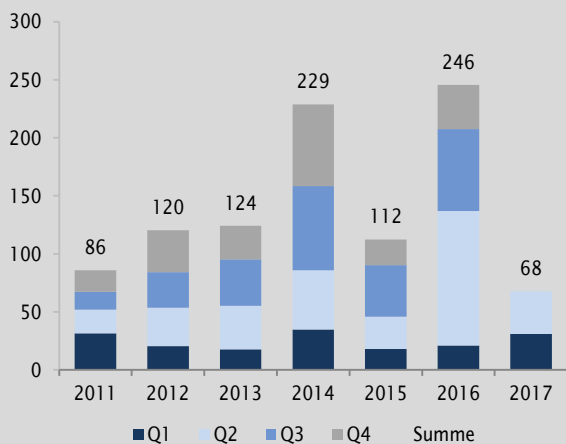
Exkurs: M&A-Markt

Weltweiter M&A-Markt auf Rekordniveau

Nach dem Einbruch in Folge der Finanzkrise 2009 sind das Volumen sowie die Stückzahl an M&A-Transaktionen kontinuierlich gestiegen. 2015 und 2016 erreichte das Volumen sogar neue Rekordstände. Auch im laufenden Jahr ist eine Fortsetzung des positiven Trends vorstellbar, da die positiven Rahmenbedingungen bisher unverändert geblieben sind bzw. sich die konjunkturellen Perspektiven weltweit sogar etwas aufgehellt haben.

Mit Blick auf Deutschland zogen auch hierzulande die M&A-Aktivitäten im vergangenen Jahr deutlich an. Für das außergewöhnlich starke zweite Quartal 2016 ist insbesondere die noch nicht abgeschlossene Übernahme von Monsanto durch Bayer verantwortlich.

M&A-Transaktionen mit dt. Beteiligung



Angaben in Mrd. EUR;
Quellen: Thomson Reuters, Allen & Overy, LBBW Research

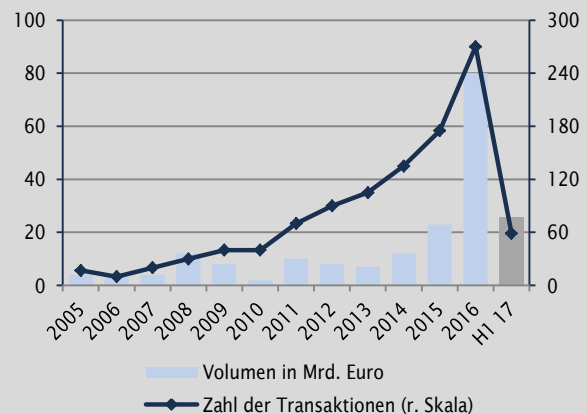
Obige Grafik zeigt die Entwicklung von M&A-Aktivitäten mit deutscher Beteiligung auf Quartalsbasis. Nach der Finanzkrise und dem darauffolgenden Tief gab es seit 2011 einen deutlichen Anstieg, der in etwa zu einer Verdoppelung des Volumens 2014 und 2016 gegenüber dem jährlichen Volumen von 2013 und 2015 führte. Hierbei prägten häufig einzelne große Transaktionen das Volumen, so u.a. die erwähnte Übernahme von Monsanto durch Bayer im zweiten Quartal 2016. Auch das erste Quartal 2017 startete erfolgsversprechend mit einem deutlich über Vorjahr liegenden Volumen. Das zweite Quartal brachte dagegen einen Rückgang um 74% gegenüber dem Vorjahr, da die Vorjahreszahlen durch die Monsanto-Übernahme durch Bayer ver-

zerrt waren. Aufgrund dieser Verzerrung im Vorjahr schätzen wir, dass auch auf Gesamtjahresbasis in 2017 das Vorjahresvolumen nicht erreicht werden dürfte. Aufgrund der günstigen Rahmenbedingungen rechnen wir aber grundsätzlich mit einer Fortsetzung der positiven Marktentwicklung, auch wenn einzelne größere Deals immer wieder zu Verzerrungen führen dürften.

China mit spektakulären Übernahmen auf dem deutschen M&A-Markt

In den letzten Jahren ist mit China ein neuer, großer Akteur in den weltweiten M&A-Markt eingetreten. Besonders der Hochtechnologiestandort Deutschland stand im Fokus und chinesische Unternehmen haben eine ganze Reihe spektakulärer Komplett- oder Mehrheitsübernahmen (z.B. Kuka, Teilübernahme bei KION, EEW, Kraus Maffei, u.a.) durchgeführt. Die Übernahmen haben allerdings nicht nur Deutschland, sondern ganz Europa betroffen. Besonders 2016 stiegen die Zahl und das Volumen von Übernahmen mit chinesischer Beteiligung stark an.

M&A mit chinesischer Beteiligung in Europa



Quellen: Thomson Reuters, Mergermarket, LBBW Research

Gut zu wissen:

Eine ausführliche Studie zum brummenden M&A-Markt, den attraktiven Rahmenbedingungen und den steigenden Bewertungsniveaus ist kürzlich erschienen. Bei Interesse wenden Sie sich an Ihre Beraterin/ Ihren Berater oder direkt an uns.

Ansprechpartner

Ansprechpartner Produktlösungen

Corporate Finance Origination
Anleihen, Schuldscheine, Syndizierte Kredite, Eigenkapitalmaßnahmen
+49 711 127-78746

Corporate Finance Spezial
ABS, Akquisitionsfinanzierung
+49 711 127-49379

Zahlungsverkehrslösungen
SEPA, AZV, Cash-Management, Karten, Konten, E-Commerce
+49 711 127-46565

International Business
AZV, Trade and Export Finance, Internationales Netzwerk
+49 711 127-41440

ZWRM
Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement
+49 711 127-75677

SüdLeasing
Mobilienleasing, Vendorleasing, Fördermittel, Mietkauf
+49 711 127-15152

SüdFactoring
Forderungsankauf, Finanzierung, Debitorenmanagement
+49 711 127-78953

LBBW Research

Uwe Burkert
Chefvolkswirt
+49 711 127-73462
uwe.burkert@LBBW.de

Strategy Research

Marco Göck
Leiter der Gruppe Corporate/
Retail Developments
+49 711 127-70493
marco.goeck@LBBW.de

Barbara Ambrus
+49 711 127-73461
barbara.ambrus@LBBW.de

Clemens Bundschuh
+49 711 127-74029
clemens.bundschuh@LBBW.de

Martin Dresp
+49 711 127-48938
martin.dresp@LBBW.de

Martin Güth
+49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

Thomas Hollenbach
+49 711 127-42794
thomas.hollenbach@LBBW.de

Hans-Peter Kuhlmann
+49 711 127-70563
hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

Antje Laschewski
+49 711 127-73064
antje.laschewski@LBBW.de

Dr. Katja Müller
+49 711 127-42106
katja.mueller@LBBW.de

Rolf Schäffer
Leiter der Gruppe
Strategy/ Macro
+49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Wolfgang Albrecht
+49 711 127-73258
wolfgang.albrecht@LBBW.de

Christian Götz
+49 711 127-74470
christian.goetz@LBBW.de

Jan Hofmeister
+49 711 127-79392
jan.hofmeister@LBBW.de

Frank Klumpp
+49 711 127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Michael Köhler
+49 711 127-42664
michael.koehler@LBBW.de

Dr. Frank Schallenberger
+49 711 127-77436
frank.schallenberger@LBBW.de

Martin Siegert
+49 711 127-76182
martin.siegert@LBBW.de

Uwe Streich
+49 711 127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Elmar Völker
+49 711 127-76369
elmar.voelker@LBBW.de

Dirk Chlench
+49 711 127-76136
dirk.chlench@LBBW.de

Matthias Krieger
+49 711 127-73036
matthias.krieger@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
+49 711 127-76371
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Julian Trahorsch
+49 711 127-76683
julian.trahorsch@LBBW.de

Manfred Wolter
+49 711 127-42816
manfred.wolter@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann
+49 711 127-71640
guido.zimmermann@LBBW.de

X-Asset Research

Dr. Thomas Meißner
Managing Director
+49 711 127-73574
thomas.meissner@LBBW.de

Corporates

Gerhard Wolf
Executive Director
+49 711 127-48078
gerhard.wolf@LBBW.de

Financials / Covered Bonds / Agencies

Alexandra Schadow
Executive Director
+49 711 127-78951
alexandra.schadow@LBBW.de

Impressum

Redaktion: Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Telefon: +49 711 127-70493

Die LBBW unterliegt den Aufsichtsbehörden Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn/Postfach 50 01 54, 6039 1 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden und erfüllt die Anforderungen des § 4 Abs. 4 WpDVerOV im Hinblick auf Aussagen zu früheren Wertentwicklungen der behandelten Finanzinstrumente, Finanzindexe oder Wertpapierdienstleistungen nicht.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.