

Leveraged-Buyout- Transaktionen: die Rolle von Finanz- intermediären und Aspekte der Finanzstabilität

Die Anzahl der überwiegend mit Fremdkapital finanzierten Unternehmensübernahmen unter Beteiligung von Finanzinvestoren (Leveraged Buyouts: LBOs) hat zuletzt auch in Deutschland stark zugenommen. Spezielle Finanzierungsstrukturen in Verbindung mit günstigen ökonomischen Rahmenbedingungen und einer hohen Nachfrage nach alternativen Anlagen erlauben es, Übernahmen mit einem immer größeren Fremdkapitalanteil durchzuführen. Die an LBO-Transaktionen beteiligten deutschen Banken behalten meist zwar nur einen geringen Teil der dabei entstehenden Kreditrisiken in ihren eigenen Bilanzen und betreiben grundsätzlich ein angemessenes Risikomanagement.¹⁾ In der Zeitspanne bis zur Risikoweitergabe an die Investoren sehen sie sich aber einem beträchtlichen Risiko ausgesetzt. Zugleich ist fraglich, ob das zuletzt rasch wachsende Marktsegment eine nachhaltige Ertragsquelle darstellen kann. Unter Finanzstabilitätsgesichtspunkten steht der mit LBO-Transaktionen verbundenen Diversifikation und Risikostreuung überdies auch als Nachteil gegenüber, dass die endgültige Verteilung der weitergereichten Kreditrisiken intransparent ist und die Gefahr nicht risikoadäquater Preise zunimmt. Darüber hinaus geht mit der hohen Verschuldung der Zielunternehmen eine Risikoerhöhung einher.

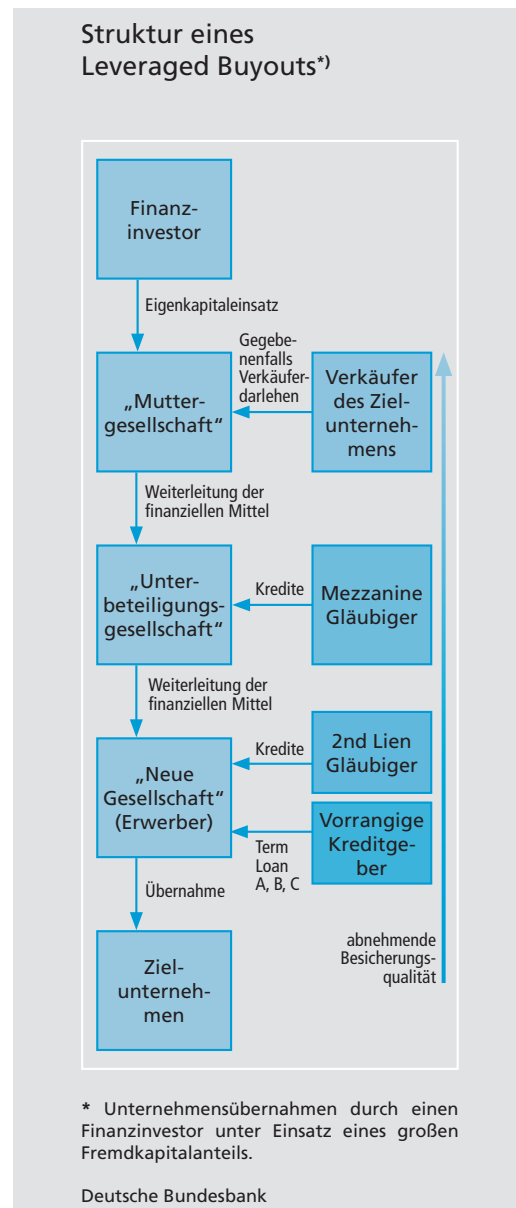
¹ Ergebnisse einer im Jahr 2006 unter deutschen Banken durchgeführten Umfrage.

Begriffsbestimmung und Grundlagen

Private-Equity bezeichnet im engeren Sinne Beteiligungskapital, das ein Unternehmen ohne Einschaltung von Börsen aufnimmt. Hierzu sammelt ein Finanzinvestor – auch Private-Equity-Gesellschaft genannt – Kapital von vermögenden Privatpersonen²⁾ und institutionellen Anlegern ein und erwirbt damit Unternehmensbeteiligungen. Ein Venture-Capital-Fonds entsteht, wenn der Finanzinvestor die Mittel für Zielunternehmen bereitstellt, die neu gegründet wurden oder Produkte weiterentwickeln, die die Marktreife noch nicht erreicht haben. Ein LBO-Fonds hingegen verwendet diese Mittel für LBOs, also üblicherweise für komplette Übernahmen etablierter Unternehmen unter Einsatz eines größeren Fremdkapitalanteils.³⁾ Der Bericht befasst sich mit diesen LBOs, weil sie hauptsächlich das rasante Wachstum des Private-Equity-Markts treiben und weil in dem hohen Fremdkapitalanteil besondere Risiken für die beteiligten Akteure begründet sind.

Struktur eines Leveraged Buyouts

Für den Aufbau der Transaktionen und die zugrunde liegende Finanzierungsstruktur hat sich der nachfolgend beschriebene Typus herausgebildet: Das vom LBO-Fonds eingesammelte Eigenkapital wird in Form von Anteilen oder Gesellschafterdarlehen in eine neu gegründete „Muttergesellschaft“ investiert. Diese beteiligt sich zu 100 % an einer „Unterbeteiligungsgesellschaft“, die wiederum Eigentümerin der ausschließlich zum Zweck des Erwerbs der Zielgesellschaft gegründeten „Neuen Gesellschaft“ wird.



Dieser Transaktionsaufbau ist eng mit der Finanzierungsstruktur verbunden, da die Positionierung der Gläubiger an bestimmten Stellen der Transaktion und die vertraglichen Beziehungen untereinander die Güte der Absicherung determinieren. So werden vorran-

² Seit einiger Zeit existieren zudem börsennotierte Fonds, die einem breiteren Publikum die direkte Investition in Private-Equity ermöglichen.

³ Die Finanzierung des Fremdkapitalanteils durch Banken bezeichnet der Begriff „LBO-Finanzierungen“.

gige Kredite an die „Neue Gesellschaft“ gewährt, was den Zugriff auf laufende Zahlungen und Sicherheiten erleichtert. Innerhalb der vorrangigen Darlehen ist die Term Loan A genannte Tranche üblicherweise amortisierend, während die übrigen Tranchen (Term Loan B und C) erst bei Fälligkeit zurückgezahlt werden. Ebenfalls auf Ebene der „Neuen Gesellschaft“ werden zunehmend auch sogenannte Second Lien Loans eingesetzt. Diese sind gegenüber den Term-Loan-Tranchen in Bezug auf die laufenden Zahlungen gleichrangig, begründen aber einen lediglich nachrangigen Zugriff auf die Sicherheiten. Aufgrund der schwächeren Besicherung und des damit einhergehenden größeren Risikos weisen Second Lien Loans eine deutlich höhere Verzinsung als die vorrangigen Tranchen auf. Eine noch höhere Rendite weisen nachrangige Darlehen beziehungsweise eigenkapitalähnliche (mezzanine) Instrumente auf. Sie sind jedoch auch am schwächsten abgesichert, zumal sie typischerweise von der „Unterbeteiligungsgesellschaft“ aufgenommen werden. Üblicherweise unbesicherte Kredite können ferner vom Verkäufer auf Ebene der „Muttergesellschaft“ zur Verfügung gestellt werden; diese Darlehen können als gestundete Kaufpreisforderung angesehen werden.

*Nutzung
des Leverage-
Effekts*

Ziel des umfangreichen Einsatzes von Fremdkapital ist es, den sogenannten Leverage-Effekt⁴⁾ auszunutzen. Damit lassen sich für die Eigenkapitalgeber des LBO-Fonds Renditechancen erzielen, die über denen der nachrangigen Fremdkapitalgeber liegen. Allerdings sehen sie sich dabei auch einem entsprechend hohen Risiko ausgesetzt, da sie

Beispielhafter Aufbau einer LBO-Finanzierung

Tranche	%	Spread (Basispunkte)	Laufzeit
Term loan A	11	200	7 Jahre, amortisierend
Term loan B	31	250	8 Jahre, endfällig
Term loan C	31	300	9 Jahre, endfällig
Vorrangige Kredite	73	–	–
Second Lien	11	475	9,5 Jahre, endfällig
Vorrangige Kredite und Second Lien	84	–	–
Mezzanine	16	9 % Cash/PIK (pay in kind)	10 Jahre, endfällig
Gesamtverschuldung	100	–	–

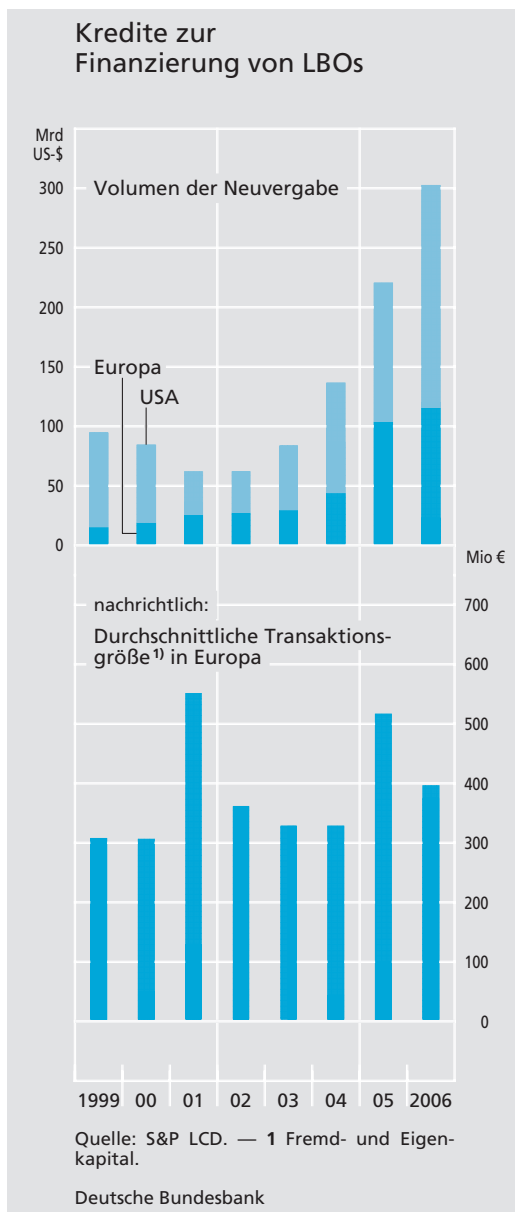
Deutsche Bundesbank

bei einem Scheitern der Transaktion auch mit dem Totalverlust des eingesetzten Kapitals rechnen müssen.

Aus Sicht der Zielunternehmen kann der Einstieg eines Finanzinvestors wesentliche Vorteile bieten. Durch die Transaktion können erforderliche Finanzmittel – unter anderem für Investitionen – bereitgestellt werden. Das starke Interesse des Investors an einer Steigerung des Unternehmenswertes gibt Anreize, durch operative Verbesserungen und eine Optimierung der Finanzierungsstruktur die Ertragskraft des Unternehmens nachhaltig zu steigern. Um diese Ziele zu erreichen, üben

*Rolle der
Finanz-
investoren*

⁴ Unter Leverage-Effekt wird die Hebelwirkung des Verhältnisses von Fremdkapital zu Eigenkapital verstanden. Diese Hebelwirkung tritt dann ein, wenn die Fremdkapitalzinsen unter der Rendite der Investitionen liegen.



die Fonds üblicherweise einen aktiven und betriebswirtschaftlich häufig positiv zu bewertenden Einfluss auf die Unternehmensführung des Zielunternehmens aus.

Endpunkt einer LBO-Transaktion ist die Auflösung des finanziellen Engagements des LBO-Fonds, der sogenannte Exit. Dieser kann die Form eines Börsengangs oder eines Weiterverkaufs an einen anderen finanziellen

Sponsor (Secondary/Tertiary) beziehungsweise an einen strategischen Investor annehmen. Möglich ist auch die Durchführung einer Rekapitalisierung, bei der sich der Finanzinvestor einen Teil des Eigenkapitals des Zielunternehmens ausschütten lässt und dabei zusätzliche Schulden aufnimmt. Ziel bei allen Exit-Varianten ist es, hohe Verkaufs- beziehungsweise Ausschüttungswerte zu erzielen, um letztendlich die Rendite für die Investoren des LBO-Fonds zu maximieren.

Entwicklungen am internationalen beziehungsweise europäischen LBO-Markt

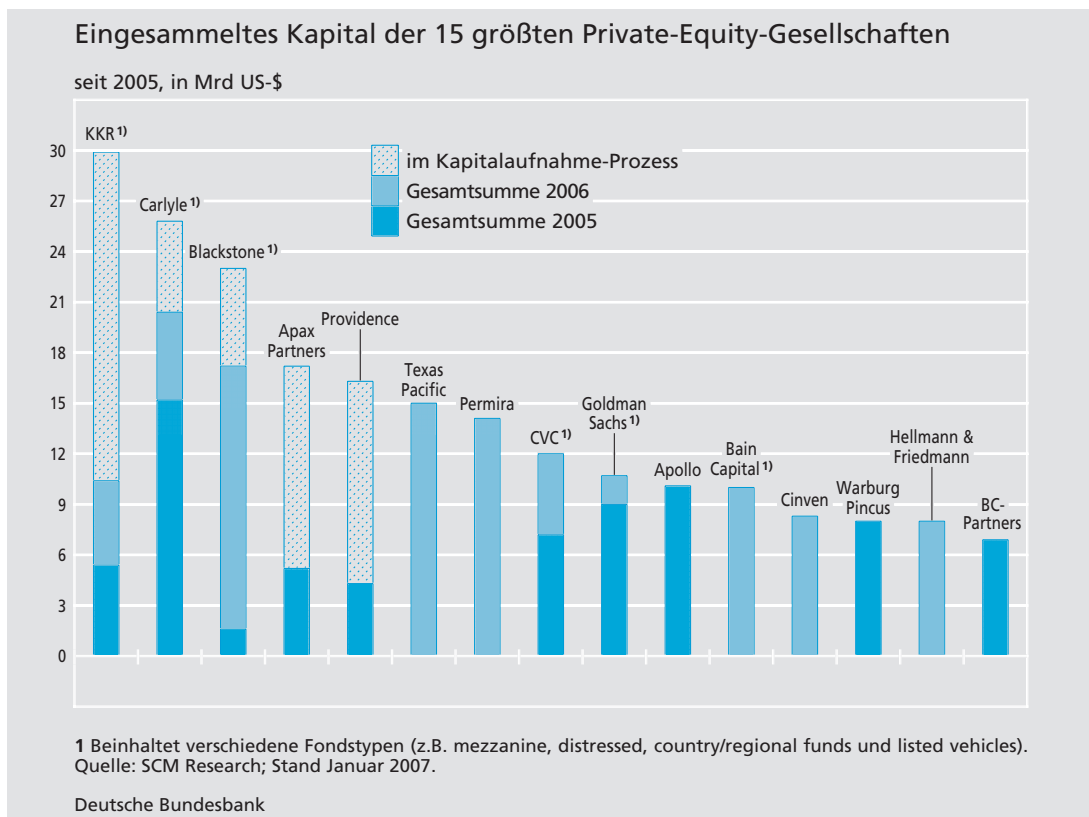
Das Volumen der neu vergebenen Kredite zur Finanzierung von LBO-Transaktionen hat sich in den letzten Jahren dynamisch entwickelt. Dabei hat der europäische Markt inzwischen ein beträchtliches Volumen von 116 Mrd US-\$ im Jahr 2006 erreicht; nach wie vor ist aber der US-amerikanische Markt mit einem Volumen von 187 Mrd US-\$ erheblich größer.

*Dynamische
Volumen-
entwicklung*

Die durchschnittliche Größe der LBO-Transaktionen hat in Europa im Zeitablauf kaum zugenommen. Dieses ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass es bisher kaum vergleichbare Großtransaktionen (sog. Mega-deals) wie in den USA gegeben hat.

Gründe für die Volumenzunahme sind in der günstigen wirtschaftlichen Entwicklung, der niedrigen Inflation und dem starken Wettbewerbsdruck auf Seiten der Finanzintermediäre zu sehen. Diese haben zu sinkenden Renditeaufschlägen an den Finanzmärkten geführt und die Risikoneigung der Investoren

*Gründe für
die Volumen-
zunahme*



erhöht. Die Private-Equity-Gesellschaften konnten für die von ihnen aufgelegten Fonds hohe Mittelzuflüsse verzeichnen und so die Grundlage für das rasante Marktwachstum legen. In der Spitze ist es einigen angelsächsischen Private-Equity-Gesellschaften seit 2005 gelungen, Eigenmittel in der Größenordnung deutlich zweistelliger Milliarden-US-Dollar-Beträge einzusammeln.

Im Ergebnis haben sich neue Möglichkeiten für die strukturierte Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital ergeben; diese Finanzierungsformen beruhen typischerweise auf einem verstärkten Einsatz der Hebefunktion des Fremdkapitals (Leverage-Effekt). Parallel dazu erlauben innovative Finanzinstrumente eine Strukturierung von Verbindlichkeiten, die es ermöglicht, das Rendite-Risiko-Profil

speziell auf die spezifischen Investorenbedürfnisse zuzuschneiden. Damit hat sich die Aufnahmefähigkeit der Finanzmärkte für LBO-Finanzierungen stark ausgeweitet. Im Ergebnis haben diese Entwicklungen auch dazu geführt, dass die Unternehmen ihre Verschuldung besser an ihre erwarteten Zahlungsströme (Cash Flows) anpassen und damit letztlich ein höheres Verschuldungsniveau eingehen können.

Der Risikogehalt der Transaktionen nimmt in dem Maße zu, wie Fremdkapital zur Steigerung der Eigenkapitalrenditen eingesetzt wird. Die Leverage Multiples – üblicherweise als Verhältnis der Schulden zum Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögenswerte (EBITDA) definiert – stellen da-

*Steigende
Leverage
Multiples*

Durchschnittliche
Gesamtverschuldung der
LBO-Unternehmen
im Verhältnis zum EBITDA *)
in Europa



Quelle: S&P LCD. — * Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögenswerte.

Deutsche Bundesbank

her ein wichtiges Risikomaß dar. Das EBITDA wird als Schätzgröße für den zur Bedienung der Schulden verfügbaren Zahlungsstrom (Cash Flow) genutzt. Seit dem Jahr 2001 haben die Leverage Multiples kontinuierlich zugenommen. Den Zielunternehmen wurde im Verhältnis zu ihrer anhand des EBITDA gemessenen Rückzahlungsfähigkeit eine immer größere Schuldenlast aufgeladen. Für das Jahr 2006 betragen die Leverage Multiples in Europa im Durchschnitt das 5,42-fache des EBITDA; für das vierte Quartal 2006 wurde allerdings ein leicht niedriger Wert von 5,36 gemeldet.

Die Volumenzunahme an LBO-Finanzierungen ist insofern nicht nur Ausdruck einer größeren Anzahl an Transaktionen, sondern – vor dem Hintergrund gestiegener Leverage

Multiples – auch von Finanzierungen mit zunehmend höherem Fremdkapitalanteil. Entsprechend ist das im Rahmen von LBO-Transaktionen zur Verfügung gestellte Eigenkapital gesunken. Der durchschnittliche Eigenkapitalanteil bei LBO-Finanzierungen erreichte für das Jahr 2006 nur noch 34 %, ⁵⁾ nachdem Anfang dieses Jahrzehnts noch Werte von knapp 40 % üblich waren.

Zwei Entwicklungen am Markt gehen mit dem steigenden Fremdkapitalanteil einher: die zunehmende Anzahl von Rekapitalisierungen einerseits und Weiterverkäufe der Zielunternehmen an andere Finanzinvestoren (Secondaries/Tertiaries)⁶⁾ andererseits: Im Rahmen so bezeichneter Rekapitalisierungen entziehen die LBO-Fonds den Zielunternehmen Eigenkapital und ersetzen dieses durch weiteres Fremdkapital.⁷⁾ Dadurch ist es möglich, dass der LBO-Fonds und die dahinter stehenden Investoren schon vor dem eigentlichen Exit das ursprünglich eingesetzte Eigenkapital oder zumindest Teile davon wieder zurück erhalten. Zum Zweck der Ausschüttung einer Sonderdividende muss sich das Zielunternehmen möglicherweise höher verschulden; andererseits kann die „Rekapitalisierungsfähigkeit“ auch ein Indiz für eine günstige wirtschaftliche Entwicklung des Zielunternehmens sein.

Rekapitalisierungen...

5 Quelle: S&P LCD.

6 Nach Angaben von S&P LCD waren in Europa in 2006 19 % aller Transaktionen Rekapitalisierungen; Secondaries/Tertiaries nahmen einen Anteil von 45 % ein. Siehe: LCD EuroStats January 2007, S. 3.

7 Im ersten Halbjahr 2006 fanden in den USA und in Europa 63 Rekapitalisierungen statt, die zu Ausschüttungen in Höhe von 25,4 Mrd US-\$ führten. Davon wurden 24,1 Mrd US-\$ durch Bankkredite und 1,3 Mrd US-\$ durch Anleihen finanziert. Vgl.: S&P Ratingsdirect, The Dividend Recap Game: Credit Risk vs. the Allure of Quick Money, 7. August 2006.

... und
Secondaries/
Tertiaries

Bei sogenannten Secondaries/Tertiaries verkauft der LBO-Fonds ein Unternehmen an andere Finanzinvestoren. Im Zuge solcher Transaktionen werden üblicherweise die Leverage Multiples nochmals erhöht. Derartige Exit-Formen traten in jüngerer Zeit in immer kürzeren Zeitabständen auf.⁸⁾ In diesem Zusammenhang erscheint die Frage berechtigt, ob Secondaries tatsächlich weitere operative Verbesserungen oder Effizienzsteigerungen in der Kapitalstruktur – die den Kern der gesamtwirtschaftlichen Funktion LBO-finanzierter Übernahmen bilden – bewirken oder ob lediglich eine signifikante Risikohöherhöhung durch den verstärkten Einsatz von Fremdkapital zur Finanzierung des Unternehmens eintritt.

Für einzelne LBO-Fonds sind Secondaries allerdings wichtig, da die Fonds von vornherein nur für einen bestimmten Zeitraum aufgelegt sind und daher spätestens nach einigen Jahren (üblicherweise innerhalb von fünf bis sieben Jahren) ihre Anlage verkaufen müssen. Ein Versiegen dieses Exit-Kanals⁹⁾ könnte daher den Finanzinvestoren Probleme bereiten. Die bereits erreichte Höhe der Leverage Multiples deutet aber darauf hin, dass diese Strategie nicht ad infinitum fortsetzbar sein wird.

Einsatz von
Pay-in-Kind-
Anleihen

Zudem kommt es zum verstärkten Einsatz von Pay-in-Kind- (PIK-) Anleihen im Rahmen der Finanzierungsstruktur. Diese Instrumente räumen dem Emittenten das Wahlrecht ein, die daraus resultierenden Verpflichtungen (z.B. Zinszahlungen) entweder in bar zu leisten oder durch die Ausgabe neuer Anleihen zu bedienen. Ein Vorteil dieser Konstruktion

für das Zielunternehmen liegt darin, dass während der Laufzeit der Anleihe keine verpflichtenden Zahlungen anfallen und so die Liquidität nicht belastet wird. Allerdings müssen die noch nicht geleisteten Zinszahlungen am Ende der Laufzeit nachgeholt werden, wenn die Anleihen nicht vor Ende der Laufzeit durch neue günstigere Kredite abgelöst werden. Dabei ist von besonderer Bedeutung, dass sich die Beteiligten darüber im Klaren sind, dass die Zahlungsverpflichtungen nur verschoben wurden.

Überdies ist zunehmend zu beobachten, dass Finanzierungen mit fester Endfälligkeit der Darlehen vereinbart werden. Insbesondere für die Gläubiger nachrangiger Kredite ist damit jedoch ein beträchtliches Risiko verbunden, weil sie erst nach der Befriedigung der vorrangigen Gläubiger Anspruch auf Rückzahlung haben. Im Falle von Zahlungsschwierigkeiten kann dies jedenfalls die Verwertungsrate (Recovery Rate) für die nachrangigen Gläubiger mindern.

Auch neuartige Vereinbarungen über die vertraglichen Verpflichtungen des Kreditnehmers (Financial Covenants)¹⁰⁾ beeinflussen das Risikoprofil von LBO-Transaktionen. So

*Zunehmende
Endfälligkeit*

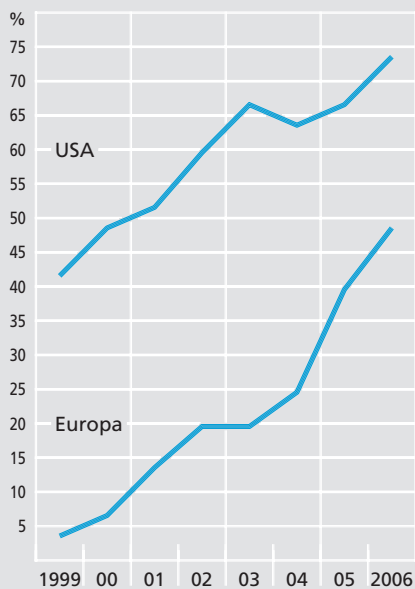
*Abschwächung
der Financial
Covenants*

⁸ In Großbritannien hat sich die durchschnittliche Zeit bis zu einem Secondary von 84 Monaten in 2003 auf 71 Monate in 2005 verkürzt. Vgl.: Centre for Management Buy-out Research (2006), Exit, Issue 7.

⁹ Das Centre for Management Buy-out Research schätzt, dass in Europa bereits über 50% der Exits Secondaries sind. Vgl.: CMBOR, Record Start to the Year for Continental European Buy-out Market but UK Stalls, Presseerklärung vom 29. August 2006.

¹⁰ Mit Financial Covenants werden Bestimmungen in den Kreditverträgen bezeichnet, die dem Schutz der Gläubiger dienen. So muss das Zielunternehmen beispielsweise bestimmte Kennzahlen einhalten. Bei einer Verletzung dieser Bestimmungen haben die Gläubiger in der Regel Kündigungs- oder erweiterte Gläubigerrechte.

Anteil institutioneller Investoren am Primärmarkt für Leveraged Loans



Quelle: S&P LCD.

Deutsche Bundesbank

kann im Rahmen sogenannter Cash-Sweep-Vereinbarungen¹¹⁾ festgelegt werden, dass der Umfang der freien Zahlungsmittel, der für Rückzahlungen genutzt werden muss, verringert wird. Die Liquidität, die sich durch diese Einschränkungen beim Cash Sweep einsparen lässt, wird verstärkt für Dividendenzahlungen eingesetzt. Eine weitere Verschlechterung aus Sicht der Kreditgeber ist die Einführung sogenannter Covenant Cures, die es dem LBO-Fonds erlauben, dem Unternehmen bei einem Verstoß gegen die in den Financial Covenants getroffenen Vereinbarungen zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Dadurch wird den Gläubigern die Möglichkeit verwehrt, die Kontrolle über ein Unternehmen im vorübergehenden Zahlungsrückstand zu übernehmen.¹²⁾

Insgesamt deuten die Veränderungen beim Aufbau der Transaktionen und bei den Financial Covenants auf eine verbesserte Verhandlungsposition der Finanzinvestoren. Dies bedeutet gleichzeitig, dass sich das Risiko für die Fremdkapitalgeber erhöht.

Die Bedeutung institutioneller Investoren als Kreditgeber hat sich in den letzten Jahren erheblich ausgeweitet. 1999 war ihre Stellung als Käufer von Leveraged Loans am Primärmarkt in Europa noch vernachlässigbar (ca. 4 %); Ende 2006 hatten sie hingegen bereits einen Anteil von knapp 50 % erreicht. In den USA beträgt der Anteil sogar bereits knapp 75 %.¹³⁾

*Rolle
institutioneller
Investoren*

Bedeutende institutionelle Investoren sind Versicherungen, sogenannte CLO-Fonds¹⁴⁾ und inzwischen auch verstärkt Hedgefonds. Die institutionellen Investoren zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass sie in die risikoreicheren Tranchen investieren (Second Lien, Mezzanine).

¹¹ Cash-Sweep-Vereinbarungen legen fest, dass ein verfügbarer freier Cash Flow bis zu einem bestimmten Umfang verwendet werden muss, um die bestehenden Verbindlichkeiten zu tilgen. Dadurch werden auch endfällige Darlehen während der Laufzeit teilweise zurückgezahlt.

¹² Vgl.: Standard & Poor's, Ratcheting up the risk: European LBO loan documentation gives borrowers an easy ride, 27. September 2006.

¹³ Quelle: S&P LCD.

¹⁴ Bei CLO-Fonds handelt es sich um Gesellschaften, die Kredite aufkaufen, um auf dieser Grundlage zumeist strukturierte Anleihen zu begeben. Die Rückzahlung der Anleihen wird über die Bedienung der Kredite sichergestellt.

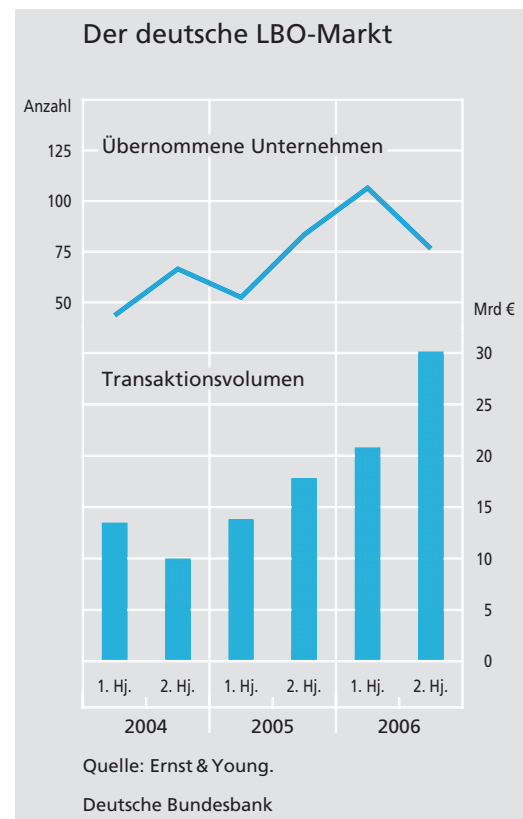
Der deutsche LBO-Markt

Bedeutung von LBOs in Deutschland

Im deutschen Markt für LBOs¹⁵⁾ hat das Volumen der veröffentlichten Transaktionen im zweiten Halbjahr 2006 weiter auf 30,1 Mrd € zugenommen. Dies entspricht einer Steigerung gegenüber dem ersten Halbjahr 2006 um 44,7% und im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2005 um 69,1%; der Wachstumstrend setzte sich damit fort. Die Anzahl der mittels LBO übernommenen Unternehmen erhöhte sich von 139 im Jahr 2005 auf 186 im Jahr 2006.¹⁶⁾

Der deutsche LBO-Markt wird nach wie vor von ausländischen Finanzinvestoren bestimmt. Nach Angaben von Ernst & Young waren diese im Jahr 2006 für einen Anteil von 48,8 Mrd € am Gesamtvolumen der veröffentlichten Transaktionen von insgesamt 50,9 Mrd € verantwortlich, also für knapp 96%. Von den 23 bekannten Buyouts mit einem jeweiligen Volumen von mindestens 500 Mio € entfielen 20 auf ausländische Investoren.

Deutsche Beteiligungsgesellschaften haben sich hingegen verhältnismäßig erfolgreich im Segment der kleinen und mittleren Unternehmen betätigt, das offenbar für größere ausländische Fonds relativ uninteressant ist. Sie wiesen zwar im Jahr 2006 nur einen geringen Anteil von 2,1 Mrd € (knapp 4%) am gesamten Transaktionsvolumen in Deutschland auf, kamen aber mit 76 Transaktionen auf einen Anteil von gut 40% an der Gesamtzahl der Transaktionen (186).¹⁷⁾ Dabei entfiel knapp ein Drittel des gesamten deutschen Transaktionsvolumens auf einen einzigen LBO.¹⁸⁾



Die bei den LBO-Finanzierungen eingesetzte Fremdkapitalhebelung hat in den letzten Jahren auch in Deutschland weiter zugenommen und ist damit dem internationalen Trend gefolgt. So stieg 2006 der durchschnittliche Leverage Multiple¹⁹⁾ weiter auf das 5,03-fache des EBITDA, verglichen mit dem 3,86-fachen im Jahr 2003.²⁰⁾

Die deutlich zunehmende Bedeutung der LBOs in Deutschland zeigt sich in ihrem wach-

¹⁵ Hierbei werden Transaktionen erfasst, die deutsche Zielunternehmen betreffen.

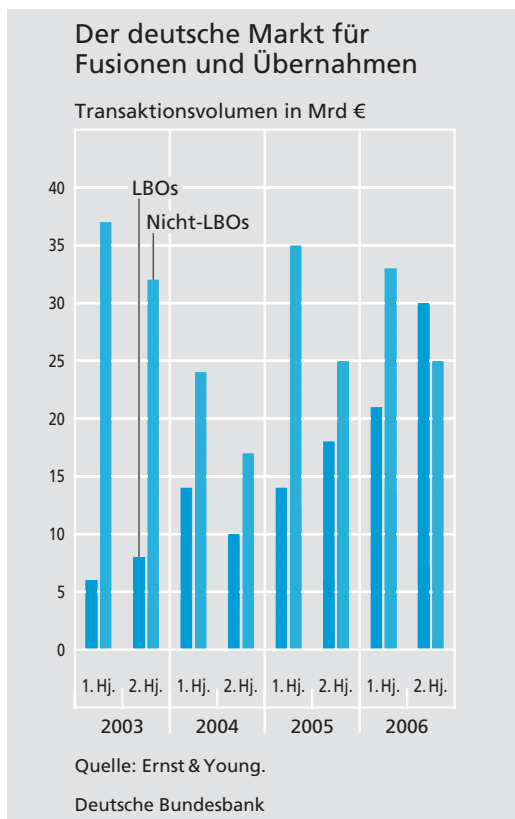
¹⁶ Siehe: Ernst & Young, German Private Equity Activity 2006, Januar 2007.

¹⁷ Vgl.: Ernst & Young, German Private Equity Activity 2006, Januar 2007.

¹⁸ Vgl.: Ernst & Young, German Private Equity Activity June 2006, Juli 2006.

¹⁹ Berechnet als Gesamtverschuldung geteilt durch das EBITDA.

²⁰ Vgl.: Standard & Poor's, LCD European Leveraged Buyout Review 4Q06, Januar 2007.



senden Anteil am deutschen Markt für Fusionen und Übernahmen insgesamt. Im zweiten Halbjahr 2006 überstieg zum ersten Mal das Volumen der LBOs den Betrag der Nicht-LBO-Transaktionen.

Die Rolle der Finanzintermediäre und ihre Risiken

Rolle von Kreditinstituten

Am LBO-Markt können Kreditinstitute verschiedene Aufgaben übernehmen: die Vergabe von Krediten, eigene Anlagen in LBO-Fonds und verschiedene andere Dienstleistungen bei der Durchführung von Transaktionen. Die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht haben im Rahmen einer Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen

Systems der Zentralbanken eine Umfrage unter sechs in diesem Geschäftsfeld besonders aktiven Banken über die damit verbundenen Risiken durchgeführt. Hierbei wurde die gesamte Kreditvergabe dieser Banken zur Finanzierung von LBOs erfasst, nicht nur diejenige im Zusammenhang mit deutschen Zielunternehmen.

Kreditvergabe

In der Bereitstellung von Krediten für LBO-Transaktionen dürfte das bedeutendste Risikopotenzial für die Banken aus diesem Geschäftsfeld liegen.²¹⁾ Das gesamte Kreditvolumen (inkl. Kreditzusagen) gaben die befragten Institute für Juni 2006 mit 22 Mrd € an. Im Rahmen von LBO-Transaktionen können einzelne Banken vor der Weitergabe an die eigentlichen Investoren Underwriting-Positionen²²⁾ eingehen, die ein beträchtliches Risiko – das sog. Warehousing Risk²³⁾ – darstellen können. Bis eine Bank nach Abschluss einer Transaktion den Ausgangsbestand an Risiken auf den von ihr gewünschten Umfang reduziert hat, können durchaus Wochen oder gar Monate vergehen. Im Rahmen der Umfrage zeigte sich, dass die Kreditinstitute bei ihren jeweils fünf größten Transaktionen – für diese standen detaillierte Informationen

²¹ In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie sich ein LBO auf die Altgläubiger auswirkt, die bereits vor dem Verkauf des Unternehmens an den Finanzinvestor aktiv waren. So könnte der verstärkte Einsatz von Fremdkapital bei Buyouts dazu führen, dass sie nach Abschluss der Transaktion ein größeres Risiko zu tragen hätten. Allerdings wird im Rahmen eines Buyouts typischerweise eine komplett neue Finanzierungsstruktur beim Zielunternehmen verwirklicht. Daher werden die vorhandenen Altgläubiger üblicherweise ausgezahlt. Nur wenn dieses nicht der Fall ist, könnte sich für die Altgläubiger eine Risikoerhöhung ergeben.

²² Die Banken geben dabei eine Übernahmezusage für ein bestimmtes Kreditvolumen zu vorher festgelegten Konditionen ab.

²³ Risiko, dass bis zur Weitergabe der Risikoposition ein Wertverlust eintritt.

zur Verfügung – innerhalb von 120 Tagen das Kreditvolumen um knapp 80 % reduziert hatten.

Liquide Syndizierungsmärkte

Die Existenz liquider Syndizierungs- und Sekundärmärkte gibt den Kreditinstituten die Möglichkeit, ihr Kreditportfolio aktiv zu managen. Davon machen die Banken regen Gebrauch. Die befragten Institute gaben in Bezug auf die fünf größten von ihnen durchgeführten Transaktionen an, dass sie in über 90 % der Fälle Mitglieder eines Syndikats waren. Sie legen Limite für ihr gesamtes Portfolio an LBO-Finanzierungen und für einzelne Kreditengagements unter Berücksichtigung der Bonität fest. Einige Institute gaben zudem an, dass sie bei Krediten Wert auf vorrangige und besicherte Positionen²⁴⁾ legen. Die Risiken aus den einzelnen Transaktionen werden unter den Banken und auf andere Marktteilnehmer verteilt. Die Kreditinstitute verfügen deshalb in der Regel über relativ gut diversifizierte Portfolios, die sich zum überwiegenden Teil aus vorrangigen Forderungen zusammensetzen.

Due Diligence und Kreditanalyse

Die Angaben der Banken zeigen, dass sie im Bereich der LBO-Finanzierung typischerweise über wesentlich umfangreichere und aussagekräftigere Informationen als im sonstigen Unternehmenskreditgeschäft verfügen. Über die intensive Prüfung der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse (Due Diligence), auf deren Ergebnisse nicht nur die LBO-Fonds, sondern auch die arrangierenden Banken zurückgreifen, erhalten sie einen tiefen Einblick in das Unternehmen. In Bezug auf das Zielunternehmen werden unter anderem der Geschäftsplan, die voraussichtliche

Marktentwicklung, die Wettbewerbssituation, der Investitionsbedarf und vor allen Dingen die Fähigkeit, Zahlungsströme (Cash Flows) zu generieren, analysiert. Insbesondere von dem letztgenannten Merkmal hängt die maximale Höhe der Schulden ab, die zum Erwerb des Zielunternehmens bereitgestellt werden kann. Wichtig ist dabei einzuschätzen, ob und inwieweit die Schuldendienstfähigkeit auch bei ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen gegeben ist. Als wichtiger Faktor fließt in die Kreditanalyse zudem die Erfolgsbilanz (Track Record) des LBO-Fonds mit ein. Auch werden eine Reihe von quantitativen Kennzahlen (z. B. das Verhältnis des Zahlungsstroms zur Zinsbelastung) bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt. Die Ergebnisse der Umfrage zeigen ebenfalls, dass alle befragten Institute in Ergänzung zur Due-Diligence-Prüfung eine eigene Analyse als Grundlage für die Kreditentscheidung durchführen. Einige Banken wiesen darauf hin, dass sie ferner direkte Gespräche mit dem Zielunternehmen und den Due-Diligence-Experten führen.

Neben der oben beschriebenen umfassenden erstmaligen Analyse führen die befragten Banken eine laufende Überwachung ihrer Engagements durch. Die Kreditinstitute erhalten unterjährig (zum Teil monatlich) Informationen über die Zielunternehmen, zum Beispiel Angaben über Zahlungsströme (Cash Flow), betriebswirtschaftliche Auswertungen

Laufende Überwachung der Engagements

²⁴ Als Sicherheit gilt bei LBO-Transaktionen grundsätzlich die Fähigkeit des Zielunternehmens, Cash Flows zu generieren, die für die Bedienung der aufgenommenen Schulden genutzt werden können. Zusätzlich kommt es zu einer Verpfändung der Anteile am Zielunternehmen durch den LBO-Fonds sowie einer Verpfändung der Aktiva des Zielunternehmens an die Kreditgeber.

und (Zwischen-)Bilanzen des Unternehmens. Für die Unternehmensleitung werden zudem regelmäßig Berichte (mindestens einmal im Jahr) über die Entwicklung des LBO-Portfolios erstellt.

Stresstests

Im Rahmen der Finanzierung von LBO-Transaktionen setzen die Institute zudem Stress-tests ein, um die Auswirkungen von ungünstigen Ereignissen (z.B. Zinsänderungen, Abflauen der wirtschaftlichen Entwicklung) auf die Schuldendienstfähigkeit des Unternehmens besser einschätzen zu können. Auch wenn derartige Stresstests ihrerseits gewissen Einschränkungen unterliegen, sind sie ein wichtiges komplementäres Instrument der Risikoanalyse.

Banken als Investoren bzw. Dienstleister

Die eigenen Anlagen in Private-Equity-Fonds spielten bei den befragten deutschen Banken nur eine untergeordnete Rolle. Im Juni 2006 betrug das von diesen Instituten in LBO-Fonds investierte Kapital weniger als 2 Mrd €. Daher dürften aus diesem Geschäft derzeit auch nur in begrenztem Umfang Verlustrisiken bestehen. Durch ihre Rolle als Arrangeure, Agenten oder Berater von LBO-Transaktionen erzielen die betreffenden Banken Provisionserträge, die durch das starke Wachstum in diesem Geschäftsfeld eine beträchtliche Größenordnung erreicht haben. Daraus resultieren allerdings auch Ertragsrisiken, die aufgrund einer möglicherweise hohen Volatilität und Konjunktursensitivität des LBO-Geschäfts bedeutsam sein können.

Versicherungen als Investoren in Private-Equity

Zu den aktiven institutionellen Investoren zählen in Deutschland insbesondere die Versicherer: In einer aktuellen Umfrage von Feri

Rating und Research²⁵⁾ im November 2006 gaben 93 % aller befragten Versicherungen an, Investitionen in Beteiligungsgesellschaften getätigt zu haben; 13 % davon mit mehr als 2 % des Gesamtvermögens. Hingegen gaben nur 31% der befragten Banken an, sich als Private-Equity-Investoren zu engagieren, davon aber immerhin 23 % mit mehr als 2 % des Gesamtvermögens. Das Interesse der Investoren an dieser Anlageform nimmt weiter zu: So gaben zum Beispiel 80 % der befragten Versicherungen und 31 % der Banken an, in den nächsten sechs Monaten in Private-Equity-Fonds investieren zu wollen. Die deutschen Versicherer hielten zwar zum Jahresende 2005 nur 2,9 Mrd € in Private-Equity-Beteiligungen, also einen Anteil von 0,3 % an der Gesamtsumme ihrer Kapitalanlagen;²⁶⁾ insbesondere bei den großen Unternehmen zeigt sich aber eine Tendenz, diesen Anteil weiter auszubauen.

Auswirkungen auf die Finanzstabilität

Die Finanzstabilitätswirkungen von LBO-Finanzierungen sind differenziert zu betrachten. Einerseits ist positiv zu sehen, dass durch die für LBO-Transaktionen typische Refinanzierungsstruktur eine relativ breite Streuung von Kreditrisiken im Finanzsystem erreicht werden kann. Andererseits wird zunehmend intransparent, von wem die Risiken letztlich gehalten werden. Deshalb lässt sich nicht eindeutig nachvollziehen, ob über derartige

Einfluss auf Risikoverteilung unklar

²⁵ Befragt wurden 89 Altersversorgungseinrichtungen, Genossenschaftsbanken und Sparkassen sowie Industrieunternehmen und Versicherer mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt 385 Mrd €.

²⁶ Quelle: Jahresbericht der BaFin 2005, S. 88.

Transaktionen insgesamt eine tragfähige Risikoverteilung im Finanzsystem erreicht wird.

*Banken geben
Risiken
weiter, ...*

Die mit der Initiierung von LBO-Transaktionen befassten Kreditinstitute behalten üblicherweise nur einen geringen Teil der Risiken in den eigenen Büchern. Im Rahmen der Syndizierung werden umfangreiche Kreditrisiken an andere Marktteilnehmer (andere Banken, aber auch vermehrt institutionelle Investoren) weitergereicht. Ein zunehmend liquider Sekundärmarkt erlaubt es, übernommene oder zurückbehaltene Risiken auch nach Abschluss einer Transaktion weiterzugeben.

*... unterliegen
aber dem
Warehousing
Risk*

Die Umfrage unter deutschen Banken zeigt zudem, dass es sich bei den zur Finanzierung von LBOs zurückgehaltenen Krediten zu 90 % um vorrangige Forderungen handelt und die Kreditinstitute an einzelnen Transaktionen in der Regel nur geringe Anteile halten, so dass granulare Portfolios entstehen. Dieser konservative Ansatz bei der Finanzierung von LBOs sollte dazu führen, dass bei einem Ausfall eines von Finanzinvestoren übernommenen Unternehmens die einzelne Kredit gewährenden Bank nur in einem geringen Umfang betroffen sein sollte. Alle in diesem Geschäft aktiven Banken sind allerdings temporär einem beträchtlichen Risiko bis zur endgültigen Weiterplatzierung (Warehousing Risk) ausgesetzt. Zudem können bei fehlender Weiterplatzierungsmöglichkeit Konzentrationsrisiken bei den Banken entstehen, die in diesem Fall unbeabsichtigt mehr Anteile an LBO-Finanzierungen selbst halten.

Direkte Investitionen der Banken in LBO-Fonds finden kaum statt, so dass hier kein

materielles Risiko besteht. Auch mögliche Auswirkungen der veränderten Schuldenstruktur auf die Altgläubiger sind begrenzt, da in der überwiegenden Zahl der Fälle ihre Kredite bei Durchführung der Transaktion zurückgezahlt werden, um die Passivseite der Bilanz des Zielunternehmens grundlegend neu strukturieren zu können.

Die übernommenen Unternehmen selbst können aber aufgrund der höheren Verschuldung in ihrer Widerstandsfähigkeit gegenüber schwierigeren Wirtschaftslagen und steigenden Zinsen geschwächt werden. Der in den letzten Jahren deutlich gestiegene Fremdkapitalhebel – diese Entwicklung wird sowohl durch die Marktdaten als auch durch die Angaben der Banken bestätigt – stellt eines der Hauptrisiken des LBO-Markts dar. Gleichzeitig kann der typischerweise kurze Zeithorizont, innerhalb dessen Finanzinvestoren ihre Renditeziele erreichen wollen, dazu führen, dass eher kurzfristig angelegte unternehmerische Entscheidungen in den Vordergrund treten. Auch kann die Beteiligung einer zunehmenden Anzahl von Investoren mit unterschiedlichen Interessenlagen (zusätzlich gefördert durch die Strukturierung der Kredite) im Falle einer krisenhaften Entwicklung bei einem Zielunternehmen Lösungen erschweren.

Darüber hinaus bleibt die Frage, ob manche Investoren unter dem Eindruck geringer Ausfallraten in den letzten Jahren zu bereitwillig Risiken übernahmen. Entwicklungen wie die deutlich gestiegenen Leverage Multiples könnten darauf hindeuten. Gleichzeitig dürfte sich die Risikoposition der Fremdkapi-

*Potenzielle
Risiken für die
übernommenen
Unter-
nehmen...*

*... für die ins-
titutionellen
Investoren
und...*

talgeber aufgrund der schleichenden Aus-
höhlung der Financial Covenants verschlech-
tert haben. Grundsätzlich besteht ferner die
Gefahr einer Fehlbepreisung von Risiken.
Nicht auszuschließen ist auch, dass Investo-
ren, die strukturierte Produkte erwerben, den
Risikogehalt ihres Portfolios unterschätzen
und unentdeckte Risikokonzentrationen be-
stehen, die im Falle des Ausfalls eines Ziel-
unternehmens weitere Ausfälle nach sich
ziehen können.

... für die
Banken

Im Falle einer krisenhaften Entwicklung
müsste wohl außerdem mit Zweitrundeneff-
ekten gerechnet werden. Risiken, von deren
definitiver Ausplatzerung die Banken aus-
gegangen waren, könnten zurückschlagen
über Rechtsrisiken oder verschlechterte
Kreditqualität bei anderen Geschäftsbezie-

hungen. Ferner dürfte ein Ausfall einzelner
Kreditnehmer auch die Liquidität des Sekun-
därmarkts beeinträchtigen und damit die
Fähigkeit der Banken zum Risikotransfer pers-
pektivisch verschlechtern.

Diesen Risiken steht vor allem die Qualität der
in der Umfrage beleuchteten Risikomanage-
mentstechniken der Banken gegenüber, so
dass aktuell vom deutschen Markt für LBO-
Finanzierungen kaum erhöhte Risiken für die
Stabilität des Finanzsystems ausgehen sollten.
Dieses Finanzierungssegment profitiert je-
doch in besonderem Maße von der aktuell
günstigen wirtschaftlichen Entwicklung und
der guten Aufnahmefähigkeit der Sekundär-
märkte für Risiken. Der nach wie vor junge
Markt für LBO-Finanzierungen hat insofern
eine wirkliche Belastungsprobe noch vor sich.

*Risiken für
Stabilität des
Finanzsystems
begrenzt, aber
Belastungs-
probe steht
noch aus*