

## RISIKEN AUS DER FINANZIERUNG VON LEVERAGED-BUYOUT-TRANSAKTIONEN (LBOS)

Deutsche Banken haben in den letzten Jahren ihre Kreditvergabe zur Finanzierung von Leveraged Buyouts stark ausgeweitet. Deshalb haben die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – im Rahmen einer Initiative des Bankenaufsichtsausschusses (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken – eine Umfrage unter sechs in diesem Geschäftsfeld aktiven deutschen Banken über die damit verbundenen Risiken durchgeführt.<sup>1)</sup>

Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass noch nie so viele LBOs durchgeführt wurden wie aktuell und dass auch die Volumina neu vergebener Kredite für LBOs Höchststände erreichen (siehe nebenstehendes Schaubild). Treibende Kräfte sind die nach wie vor reichliche Liquidität an den Finanzmärkten, niedrige Fremdfinanzierungskosten und die große Nachfrage seitens institutioneller Investoren. Der zuletzt deutlich gestiegene Fremdkapitalanteil bei LBOs dürfte bereits als Ausdruck einer Überhitzung zu werten sein. Auch spielen sogenannte Rekapitalisierungen eine immer größere Rolle, das heißt neue Eigentümer lassen sich hohe, über zusätzliche Schulden finanzierte Sonderdividenden ausschütten, zum Teil gleich mehrfach binnen kurzer Frist.<sup>2)</sup> Zudem schlagen Investoren ihr eingesetztes Eigenkapital zunehmend schneller um.<sup>3)</sup>

LBOs können zu Lasten der ursprünglichen Gläubiger der Unternehmen gehen, wenn ihre Kredite im Zuge der Transaktion nicht abgelöst werden und in der Folge der Verschuldungsgrad

ansteigt.<sup>4)</sup> Einige der übernommenen Unternehmen könnten wegen der zusätzlichen Kredite bei einer Eintrübung der wirtschaftlichen Lage an den Rand der Zahlungsunfähigkeit geraten. Der Anstieg der Quote von Schuldenstand zum Betriebsergebnis (EBITDA)<sup>5)</sup> ist in dieser Hinsicht ein Warnzeichen. Erste Untersuchungen von Ratingagenturen deuten auf eine vergleichsweise hohe Ausfallrate bei von Rekapitalisierungen betroffenen Unternehmen hin.<sup>6)</sup>

Die Umfrage bestätigt, dass das Geschäftsfeld LBO auch bei deutschen Banken expandiert.

### NEU BEWILLIGTE SYNDIZIERTE KREDITE FÜR LBOS IN WESTEUROPA UND DEN USA



1 Stichtag der Umfrage war Ende Juni 2006. — 2 Finanziert werden Rekapitalisierungen in erster Linie durch Bankkredite. Im ersten Halbjahr dieses Jahres 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

DEUTSCHE BUNDESBANK

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, 07. August 2006. — 3 Im ersten Halbjahr 2006 zogen LBO-Investoren in Europa mittels Rekapitalisierungen im Durchschnitt binnen knapp zwei Jahren 86 %

Bemerkenswert ist die große Bedeutung großvolumiger (> 1 Mrd €) Transaktionen, die bei den befragten Banken 29% der finanzierten Transaktionen ausmachen.

Die befragten deutschen Institute geben allerdings an, die begebenen Kredite nur zu einem geringen Teil selbst in den Büchern zu halten; dabei handle es sich – aus Sicht der Unternehmen – zu 90% um vorrangige Verbindlichkeiten (Senior Debt). Dies bestätigt die Markteinschätzung, dass institutionelle Investoren, unter anderem Hedgefonds, einen immer größeren Teil insbesondere des nachrangigen Fremdkapitals erwerben. Selbst bei einem raschen Weiterreichen der Kredite an andere Investoren bleiben Banken als Underwriter während der Halteperiode dem Risiko eines Marktumschwungs ausgesetzt (Warehousing Risk).

Die Mehrzahl der Banken berichtet ferner von einer merklichen Zunahme der Leverage Multiples<sup>7)</sup> und sieht darin – insbesondere im Fall eines Zinsanstiegs – den wesentlichen Risikofaktor für den LBO-Markt. Auch wenn die Kreditverträge bei LBO-Finanzierungen in der Regel für wesentliche Teile des Kreditvolumens Zinsabsicherungen mit mehrjährigen Laufzeiten vorsehen, seien Restrukturierungen infolge hoher Zinsaufwendungen nicht auszuschließen. Auch könne sich als problematisch erweisen, dass die Anlagehorizonte sowie Gläubigerinteressen institutioneller Investoren, wie CDO-Fonds oder Hedgefonds, von denen der Banken abweichen. Dieses Konfliktpotenzial könne gegebenenfalls bei Abstimmungen

über Restrukturierungsmaßnahmen zum Tragen kommen.

Die Banken setzen diverse Risikomanagementinstrumente ein. So werden Limitbeschränkungen für einzelne LBO-Transaktionen festgelegt, die auf den Ergebnissen interner Ratingverfahren basieren. Ergänzend führen die Banken vor der Kreditvergabe Stresstests für die einzelnen Engagements durch. Dabei wird unter anderem geprüft, inwieweit sich bestimmte Ereignisse (z. B. Zinsänderungen) auf die Schuldendienstfähigkeit des übernommenen Unternehmens auswirken.

Die Umfrage stützt die Vermutung, dass die Banken die Kreditrisiken aus LBO-Transaktionen nur in geringem Umfang in den eigenen Büchern halten. Naturgemäß kann aus der Umfrage jedoch keine Einschätzung hinsichtlich der Angemessenheit der Kreditstandards abgeleitet werden. Die Tatsache, dass institutionelle Investoren außerhalb des Bankensektors einen beträchtlichen Teil der Kreditrisiken übernehmen, ist mit Blick auf die Diversifikation positiv zu werten. Dies kann aber auch zu verringerter Transparenz über die Verteilung von Verlustpotenzialen führen. Es ist offen, ob es den Banken auch in einem veränderten Marktumfeld gelingt, im Rahmen von LBO-Transaktionen übernommene Risiken weiterzureichen. Unabhängig hiervon wird zu beobachten sein, ob die Banken über Kreditgewährungen an Hedgefonds und andere institutionelle Anleger einen Teil der übertragenen Risiken indirekt wieder übernehmen.

ihres eingesetzten Eigenkapitals wieder heraus. Vgl.: Fitch Ratings, Keep on Churning: Recapitalised LBOs in 2006, 23. August 2006. — 4 Wegen des vermehrten Einsatzes von endfälligen Krediten findet bei diesen Transaktionen immer öfter kein vorheriger Schuldenabbau statt. — 5 Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern,

Abschreibungen auf Sachanlagen und auf immaterielle Vermögenswerte. — 6 Vgl. S&P Ratingsdirect, a.a.O. — 7 Leverage Multiples werden als Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital oder als Verhältnis der Schulden zum EBITDA des Unternehmens definiert.