

Günstiges Geld für Banken und Private-equity-Investoren – Fremdfinanzierte Übernahmen derzeit grösstes Einzelrisiko für Obligationäre

# Frühwarnsysteme und Klauseln bieten dem Anleger Schutz

Von Peter Jeggli und Daniel Pfister

Die Akquisition von RJR Nabisco durch Kohlberg, Kravis & Roberts' im Jahre 1988 über 25 Mrd. \$ gilt bis heute als grösster Leveraged buyout (fremdfinanzierte Übernahme, LBO) der Geschichte. Wir gehen davon aus, dass dieser Rekord noch heuer gebrochen wird.

In Zeiten tiefer Zinsen und enger Risikozuschläge für Obligationen sind die Herausforderungen an das Portfolio- und Risikomanagement enorm gestiegen. Schuldenfinanzierte Übernahmeangebote für Unternehmen wie ISS, TDC, VNU, BAA, Marks & Spencer oder Portugal Telecom haben in jüngster Zeit unter den Investoren eine grosse Verunsicherung ausgelöst. Angesichts der gewaltigen Anlagegelder, die den Private-equity-Gesellschaften zur Verfügung stehen, ist nicht davon auszugehen, dass dieser für den Altobligationär nachteilige Trend schnell abbrechen wird.

Ohne weitere analytische Hilfsmittel setzen sich Obligationäre heute dem gleichen Risiko aus wie in der Periode 1988 bis 1991. Damals fiel die Bonität von American Medical (A), Federated Department Stores (AA) oder RJR Nabisco (A) über Nacht auf Junk-Niveau (B), weil diese Unternehmen durch eine LBO-Transaktion privatisiert und mit viel Fremdkapital ausgestattet wurden. Auch heute stimmen die Rahmenbedingungen für Private-equity-Investoren wieder. Dazu gehören Gesellschaften wie Blackstone, KKR, Carlyle, Apollo, Warburg Pincus, CVC u. a. Sie haben in den vergangenen zwölf Monaten rekordhohe Zuflüsse an Neugeldern (weltweit 134 Mrd. \$) zur Investition erhalten. Die Finanzierungsbedingungen sind dank rekordtiefen Zinsen und Risikoprämien weiterhin attraktiv.

Die gute Geschäftsfrage der Banken lässt hochprofitable, aber risikoreiche Finanzierungsformen wieder aufleben. Dieses «Fenster» könnte sich nun langsam schliessen. Die Zinsen in der EU, den USA und Japan steigen. Das dämpft mittel-

fristig die Risikobereitschaft. Die Devise lautet deshalb: Finanzieren, solange dies zu günstigen Konditionen noch möglich ist! Der grosse Wettbewerb unter den Private-equity-Häusern (alle kämpfen um den besten Deal) und unter den Banken (rekordhohe Gewinne verleiten zur Aufweichung der Kreditlimiten) lässt vorderhand aber den Risikoappetit wachsen und somit den Herdentrieb weiter zunehmen. 2006 hat daher das Zeug, als bahnbrechendes Jahr in die Bonitätsgeschichte einzugehen. Wie kann man sich als Gläubiger gegen Bo-

nitätsfallen schützen, ohne sich aus dem Bereich der Unternehmensanleihen zu verabschieden? Wir haben in unserem Modell (vgl. Textkasten) die LBO-Gefahr für 200 europäische Unternehmen erfasst, gemessen und gewichtet und Übernahmekandidaten ermittelt (vgl. Grafik).

Kronfavorit für eine Übernahme ist Unilever. Der Cash-flow ist hoch und stabil. Das Unternehmen ist angemessen gross, breit diversifiziert und deshalb leicht filetierbar. Zudem wird das Restrukturierungspotenzial wegen der unterdurch-

schnittlichen Rentabilität im Branchenvergleich als gross betrachtet. Die Aktienperformance seit 1. Januar 2004 von +13% gegenüber dem Euro-Stoxx-Food-Index, der im gleichen Zeitraum um 40% gestiegen ist, sowie ein Discount (Abschlag) von 15% zu reinen Nahrungsmittel- und ein Discount von 25% zu reinen Haushalt- und Textilpflegegesellschaften (auf Basis von Kurs-Gewinn-Verhältnis) sind weitere Indizien für unausgeschöpftes Renditepotenzial.

Auf Grund der starken Eigentumsverhältnisse (Staat, Aktionärfamilie) sind Swisscom, Belgacom und Casino sowie wegen der tiefen Produktdiversifikation Peugeot und Michelin ebenfalls nicht als geeignete LBO-Kandidaten zu betrachten. Gemäss unseren Scoring-Werten wären alle diese Unternehmen eigentlich dazu prädestiniert. Interessant sind die Resultate sicherlich auch mit Blick auf die Privatisierungsdiskussionen um Swisscom. Ebenfalls hohe Scoring-Werte erzielen Telecomgesellschaften wie Deutsche Telekom, France Telecom oder Vodafone sowie der Ölmulti Royal Dutch. Mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Mrd. € sind sie aber eher nicht als LBO-Kandidaten einzustufen.

Ratingverschiebungen auf Grund von fundamentalen Einflussfaktoren lassen sich vielfach zuverlässig durch voraus-eilende Indikatoren (Strategieentscheide, Veränderungen der Bilanz- und Gewinnqualität, Marktdaten) erkennen, bevor diese von den Ratingagenturen angezeigt

werden. Trotz gegenüber den Vorjahren deutlich gestiegenen LBO-Risiken erhalten Obligationäre aber weder von den Ratingagenturen noch vom Markt (durch höhere Risikoprämien) Frühwarnsignale. Es ist höchste Zeit, das Risikomanagement zu verstärken und die Portfolios proaktiv zu bearbeiten. Dabei stehen folgende Überlegungen im Vordergrund: Aufbau eines eigenen Frühwarnsystems, Reduktion potenzieller LBO-Kandidaten über Unternehmen mit tieferem LBO-Risiko (z. B. Versorger), Erhöhung der Portfolioabsicherung durch den Kauf von Credit default swaps (CDS), Kauf von Anleihen mit Anlegerschutz (Change of control, Kontrollwechselklausel).

Eine Change-of-control-Klausel zwingt in der Regel die Emittenten zur Rückzahlung der Anleihen zum Nominalwert, wenn die Bonität durch eine Akquisition auf Junk-Niveau (tiefer als Baa3/BBB-) fällt. Jüngste Beispiele für den Einsatz einer Schutzklausel waren Emissionen der SCA, BAA, KPN, Scania oder im letzten Jahr Syngenta und Wienerberger. In der Schweiz trägt die Anleihe 2<sup>1</sup>/<sub>8</sub>% SIG 2011 eine Klausel, die den Federführer verpflichtet, für die Interessen der Obligationäre einzustehen. In allen Fällen ist es ratsam, die einzelnen Schutzklauseln im Anleihenprospekt genau zu studieren. Obligationäre sind gut beraten, ihren Einfluss gegenüber den Investmentbanken geltend zu machen, um Anleihen mit entsprechenden Sicherheitsklauseln ausstatten zu lassen.

Von sieben in der letzten Woche begebenen Investment-grade-Euro-Anleihen weisen lediglich zwei eine Klausel auf. Angesichts der steigenden Anzahl Übernahmen, die wir in den letzten Monaten erlebt haben und in Anbetracht jener Transaktionen, die in naher Zukunft noch auf uns zukommen dürften, stimmt das nachdenklich.

Peter Jeggli und Daniel Pfister sind Inhaber der Independent Credit View, einer unabhängigen Bonitäts- und Researchgesellschaft, Zürich.

## Wie kann man LBO-Kandidaten frühzeitig erkennen?

### Tiefe Aktienbewertung

Aktien von Gesellschaften mit tiefem Verhältnis von Börsenkapitalisierung zu Buchwert, geringer Ertragsbewertung und enttäuschender Aktienperformance lassen Raum für Kurssteigerungen. Dies ist die Motivation von Private-equity-Gesellschaften, die eine Verdoppelung des Unternehmenswerts über einen Zeitraum von maximal drei bis vier Jahren anstreben. Ein hoher Aktienpreis ist deshalb ein guter Schutz gegen LBO.

### Tiefe Verschuldung

Private-equity-Gesellschaften zielen in einer Transaktion darauf ab, möglichst wenig Eigenkapital einzusetzen. Als Faustregel gelten 20 bis 30%, der Rest wird mit Fremdkapital finanziert. Je tiefer die bestehende Verschuldung einer Gesellschaft ist, desto mehr Fremdmittel können für ein LBO eingesetzt werden. Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrad sind deshalb Messinstrumente.

### Hohe Rentabilität

Ziel von Private-equity-Investoren ist, das Risiko durch Schuldenabbau und anschliessenden Ausstieg rasch zu mindern. Dazu müssen die Rentabilität gesteigert und auch die Bilanzverhältnisse verbessert werden. Gesellschaften, die sich durch einen hohen und stabilen Cash-flow auszeichnen, können Schulden schnell tilgen. Als Messinstrumente dienen daher der Cash-flow sowie die Rentabilität im Verhältnis zu den Kapitalkosten.

### Angemessene Grösse

Für den schnellen Schuldenabbau ist der Verkauf von Unternehmensteilen oder -bereichen von Vorteil. Je breiter ein Unternehmen geografisch oder produktmässig abgestützt ist, desto grösser sind die Chancen, das Unternehmen aufzuteilen. Als Messinstrument eignet sich hier neben der Umsatzgrösse auch die Bewertung der einzelnen Teilbereiche.

Um erkennen zu können, welche Unternehmen besonders gefährdet sind, werden die Kennzahlen aus der Aktien- und der Bonitätsanalyse zusammengetragen, gewichtet und mit einem Scoring-Verfahren (Punktfahren) priorisiert.

Quelle: I-CV LBO Risk Tracker

## Die 20 Top-LBO-Kandidaten

Belgacom	Unilever
Swisscom	Thyssen
Boots	Clariant
Valéo	UPM-Kymmene
Kingfisher	Pearson
Valora	Norsk Hydro
Ciba SC	BT Group
Peugeot	VNU
Vivendi	DSM
Portugal Telecom	Rieter

Quelle: Independent Credit View