

m INSTITUTIONAL **money**

Alchemie der Rohstoffanlage

Vier Index-Provider – vier Lösungen

ETFs für Emerging Markets

Beta aus den Wachstumsregionen

BlackRock und seine Verfolger

Vermögensverwalter im Größenvergleich

Convertible Bonds

Von wegen ausgereizt

»Ich hatte noch kein Minusjahr«

GLG-Manager Karim Abdel-Motaal im Interview

Unternehmensanleihen

Wird das Liquiditätsrisiko abgegolten?

Gab es ein **LIBOR-Kartell?**

Dr. Rolf Majcen
Eduard Pomeranz,
FTC Capital GmbH

TOP/FLOP:

- ▲ JPM Global Focus Fund
- ▼ ACMBernstein Global Equity Blend Portfolio

► **FTC STARTET DEN JAHRHUNDERTPROZESS**

Refinanzierungs-Tsunami

Auf die **Private-Equity**-Branche rollt bis 2016 eine 814 Milliarden US-Dollar schwere Refinanzierungswelle zu, die ihren Höhepunkt 2014 haben wird. Die Branche selbst sieht jedoch genügend Spielraum für Anschlussfinanzierungen.

Der 45-Milliarden-Dollar-Deal, bei dem Texas Pacific Group und KKR & Co den amerikanischen Energiegiganten TXU übernahmen, stellte die Spitze des Leveraged-Buy-out-Booms dar; das war im Februar 2007. Angesichts der damals gegebenen Überliquidität war das Hebeln bekanntlich keine Sache, über die man sich den Kopf zerbrach. Insbesondere die großen Transaktionen im Private-Equity-Bereich sparten nicht mit Leverage. Da Kredite aber eine begrenzte Laufzeit haben, stellt sich die Frage, wie es nach deren Fälligkeit weitergeht; ob die Kredite von den Banken verlängert werden und welche Sicherheiten die Firmen angesichts der inzwischen angezogenen Kreditprüfungs- und Eigenkapitalunterlegungsvorschriften der Banken bringen müssen. Positiv dürfte sich auswirken, dass Hoch-



» Bei den jetzigen Fälligkeiten werden einige Firmen ihre Mezzanine-Finanzierungen nicht zurückzahlen können.«

Michael Pels Leusden, Partner Steinbeis Consulting Mergers & Acquisitions

zinsanleihen zur Finanzierung auch von neuen fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-outs – LBOs) im aktuellen Marktumfeld eine breitere Akzeptanz finden. Negativ wirken allerdings die derzeitigen Regulierungsoffensiven. So wird Basel III das Kreditvergabevolumen der Banken sicherlich dämpfen.

hervor, dass in den kommenden sechs Jahren Kredite für LBOs mit einem Gesamtvolumen von weltweit über 814 Milliarden US-Dollar fällig werden. Allein im Lauf des Jahres 2011 stehen international Kredite in Höhe von über 80 Milliarden Dollar zur Refinanzierung an. „Den Höhepunkt des Refinanzierungsbedarfs sehen wir voraus-

Die internationale Anwaltssozietät Freshfields Bruckhaus Deringer hat im März eine Studie über fällig werdende Kredite im Private-Equity-Bereich veröffentlicht, die demnächst wie eine große Welle über die Branche schwappen werden. Aus der Studie geht

sichtlich im Jahr 2014 mit annähernd 200 Milliarden Dollar“, erklärt Yorck Jetter, Finanzierungsexperte bei Freshfields Bruckhaus Deringer. Diese Entwicklung betrifft dabei nahezu ausschließlich Europa und die USA. Auf europäische Private-Equity-Portfolioesellschaften entfallen mehr als die Hälfte der bis 2016 fällig werdenden LBO-Forderungen (rund 424 Milliarden Dollar); in den USA werden im gleichen Zeitraum etwa 43 Prozent der weltweiten Kredite für LBOs fällig, nämlich rund 352 Milliarden Dollar (siehe Tabelle).

In Europa stehen im Jahr 2015 mit 110 Milliarden Dollar knapp fünfmal so viele Kredite zur Refinanzierung an wie noch im Jahr 2010 (26 Milliarden Dollar). Deutschland rangiert dabei mit einem Refinanzierungsbedarf bei Portfolioesellschaften im Umfang von etwa 73 Milliarden bis 2016, beziehungsweise fünf Milliarden Dollar 2011 auf Platz zwei in Europa. In Großbritannien dagegen sind Private-Equity-Gesellschaften

Zahl und Volumen der LBO-Fälligkeiten von 2012 bis 2015 nach Region

Die Welle der Kreditfälligkeiten betrifft nahezu ausschließlich Europa und die USA.

Deal-Region	2012 Deal-Volumen in		2013 Deal-Volumen in		2014 Deal-Volumen in		2015 Deal-Volumen in	
	US\$ (Mio.)	Anzahl	US\$ (Mio.)	Anzahl	US\$ (Mio.)	Anzahl	US\$ (Mio.)	Anzahl
Afrika	892,34	9					600,00	3
Austral-/Asien	72.282,07	21	6.874,66	47	837,05	9	1.995,25	14
Karibik			505,00	5	680,00	4		
Europa	37.657,55	447	68.014,68	683	95.756,99	839	110.036,79	757
Indischer Subkont.		25,00	1	85,00	1			
Japan	141,07	2	1.310,17	2	1.788,43	10	3.654,87	11
Lateinamerika			20,00	1				
Nordamerika	49.658,34	465	93.373,54	561	93.356,71	401	38.484,98	249
Nordasien	521,94	9	3.416,97	10	2.916,48	24	710,85	5
Südostasien	518,31	4	553,16	5	1.149,57	5	190,00	2
Summe	92.201,62	963	174.328,18	1.314	195.805,23	1.288	155.672,74	1.041

Die Einzeltransaktionen sind in den USA oft größer. Dort ist bei einer ähnlichen Gesamtkreditsumme die Anzahl der Deals geringer.

Quelle: Freshfields Bruckhaus Deringer

mit einem Refinanzierungsbedarf von 120 Milliarden Dollar bis 2016 deutlich größerem Druck ausgesetzt als ihre Pendanten in den übrigen europäischen Ländern. Die Branchen mit dem höchsten Refinanzierungsbedarf kommen dabei aus der herstellenden Industrie.

Wirtschaftliche Erholung hilft

Die Private-Equity-Branche selbst sieht die Finanzierungsthematik aufgrund der raschen Erholung nach der Finanzkrise allerdings gar nicht so düster, wie es auf den ersten Blick scheinen könnte. So erklärt Hanns Ostmeier, Präsident des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): „Fällige Kredite in Private-Equity-Investitionen stehen bei Maturität zur Refinanzierung an. Eine Rückführung erfolgt in aller Regel im Zusammenhang mit dem Exit des Investors. Angesichts der positiven Geschäftsentwicklung in den finanzierten Gesellschaften sowie der guten Liquidität am Kapitalmarkt und des nach wie vor niedrigen Zinsniveaus ist von einer guten Refinanzierbarkeit auszugehen. In Einzelfällen ist sogar zu erwarten, dass die Refinanzierung zu günstigeren Konditionen als der Ursprungskredit erfolgen kann.“

Auch Jetter von Freshfields ist optimistisch: „Die Prognosen für die Bewältigung der Refinanzierungswelle sind gut, nachdem bei der Finanzkrise das Schlimmste überstanden scheint. Private-Equity-Häuser finden jedoch eine völlig neue Finanzierungssituation vor. Patentlösungen gibt es bei den anstehenden Refinanzierungen nicht, und Banken agieren nach wie vor zurückhaltend. Mit Hochzinsanleihen und der Verlängerung von Kreditlinien zu veränderten Konditionen stehen aber alternative Finanzierungsstrategien zur Verfügung. Dabei können etwa Kreditgeber bessere Konditionen erhalten, wenn die Darlehenslaufzeiten verlängert werden. Denkbar sind auch Strukturen, bei denen Anteilseigner mehr Kapital einbringen, wodurch der Fremdkapitalanteil reduziert wird.“ Er sieht er in der Branche jedoch auch eine nachhaltige Veränderung der Fokussierung: „Es wird

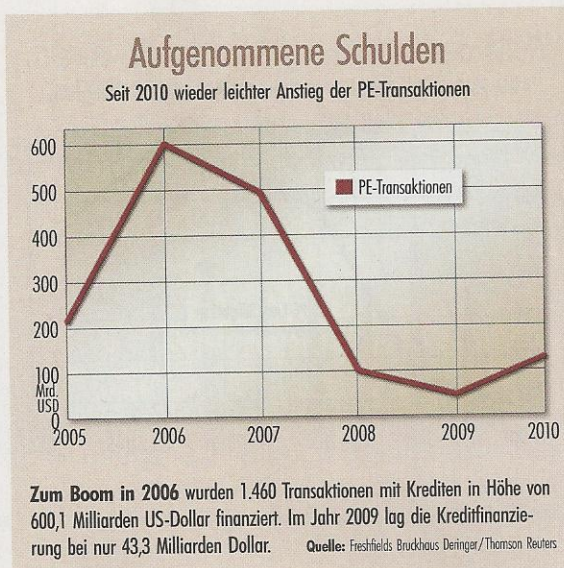


Es werden in den nächsten Jahren zwar viele Kredite fällig, aber dank der wirtschaftlichen Erholung nach der Finanzkrise werden die meisten Private-Equity-Unternehmen in der Lage sein, ihre fällig werdenden Kredite zurückzuzahlen oder zu verlängern.

eine neue Normalität im Private-Equity-Markt geben. In der Boomphase 2006 und 2007 wurde der Mehrwert nicht zuletzt durch Leverage erzielt; jetzt müssen die Werte wieder durch das operative Geschäft geschaffen werden.“ Das bedeutet, dass in den Unternehmen neue Managementstrukturen gefunden, Synergieeffekte erreicht

und sonstige Anpassungen vorgenommen werden müssen, um das EBITDA anzuhoben. „Da diese Dinge nicht von heute auf morgen aufs Ergebnis durchschlagen, vermute ich, dass wir zukünftig wieder Haltdauern von fünf, sechs und sieben Jahren sehen. Die Zeiten des ganz schnellen Turnarounds, bei denen innerhalb von einem Jahr mit Profit an die nächste Private-Equity-Gesellschaft verkauft werden konnte, sind vorbei“, erklärt Jetter die zu erwartenden Veränderungen.

Die Transaktionen nehmen auch wieder zu. „Von der zweiten Hälfte 2008 bis Mitte 2010 war der Markt ziemlich müde. Jetzt sehen wir hingegen wieder deutlich mehr Aktivitäten im Markt, die auch in Abschlüssen münden“, beobachtet Rechtsanwalt Jan-Peter Heyer von der auf Private Equity spezialisierten Kanzlei BMH Bräutigam & Partner in Berlin und fährt fort: „Es ist einfach Geld im Markt vorhanden, das unter anderem auch in Private-Equi-



ty-Investitionen fließt. Allenfalls müssen sich Investoren von den Gewinnvorstellungen verabschieden, die vor der Krise geherrscht haben.“ In der Industrie hat sich die Profitabilität der Unternehmen so weit wieder erholt, dass die Anschlussfinanzierungen offenbar kein großes Problem darstellen. „Ich gehe allerdings davon aus, dass das im Bereich Property Private Equity teilweise schwieriger wird. Hier sind die üblichen Anlagehorizonte länger als die Kreditlaufzeiten. Es könnte also die Situation eintreten, dass Property-Private-Equity-Unternehmen demnächst Anschlussfinanzierungen zu den vor der Krise üblichen Konditionen brauchen, sie aber nicht erhalten. Banken geben derzeit nämlich keine Forward-Finanzierung auf zwei oder drei Jahre. Da die Einnahmenseite im Property-Bereich nur begrenzt anpassbar ist, können hoch geleveragte Unternehmen hier in eine Schieflage geraten“, meint Heyer. Dies könnte dazu führen, dass sich die Fonds von einem Teil ihrer Investments trennen müssen, was die Immobilienpreise drücken würde.

Mehrere Lösungswege

Auch Charles Magnay, Praktiker aus der Private-Equity-Szene, ist gelassen: „Nicht wir, sondern die Private-Equity-Manager, denen wir das Geld unserer Investoren anvertrauen, müssen sich mit dem Thema auseinandersetzen. Aber sie haben verschiedene Lösungsmöglichkeiten. Beispielsweise können Portfoliofirmen von Private-Equity-Fonds einzelne Geschäftsbereiche verkaufen, um mit dem Verkaufserlös den Kredit zurückzuzahlen. Oder Kredite werden in Eigenkapital umgewandelt. In dem Fall sind weitere Private-Equity-Investoren zu finden, oder ein Börsengang ist vorzubereiten. Die Stimmung dafür hat sich auch wieder aufgehellt. Daneben gibt es weitere Lösungen wie eine Refinanzierung auf dem

aktuell sehr regen Markt für Hochzinsanleihen. Auf jeden Fall ist es natürlich einfacher, eine Refinanzierung auf der Eigen- oder Fremdkapitalseite zu organisieren, wenn die Performance des Portfoliounternehmens stimmt. Wenn sie schwach ist, wird der Private-Equity-Fonds gegebenenfalls eine Restrukturierung der Passivseite

Obwohl sich die Pipeline für LBOs nach der Krise wieder zu füllen scheint, weil sich das wirtschaftliche Umfeld und die Bedingungen für die Kreditvergabe verbessert haben, ist es vielfach trotzdem schwierig, Deals auf den Weg zu bringen. Dr. Ludwig Leyendecker, Leiter der weltweiten Fachgruppe Private Equity bei Freshfields



» Auch der aktuell sehr rege Markt für Hochzinsanleihen bietet Lösungen bei der Refinanzierung. «

Charles Magnay, Partner bei Altius Associates



» Jetzt müssen die Werte wieder durch das operative Geschäft geschaffen werden und nicht nur über Leverage. «

Yorck Jetter, Finanzierungsexperte bei Freshfields Bruckhaus Deringer

vornehmen müssen, entweder über Verhandlung eines Schuldennachlasses oder einen Debt-Equity-Swap.“ Charles Magnay ist Partner bei Altius Associates, ein auf Private Equity und Real Assets spezialisierter Anbieter von Dachfonds- und Managed-Account-Lösungen, der seit der Gründung im Jahre 1998 auf dem deutschen Private-Equity-Markt und seit 2008 auch auf dem deutschen institutionellen Anlegermarkt aktiv ist.

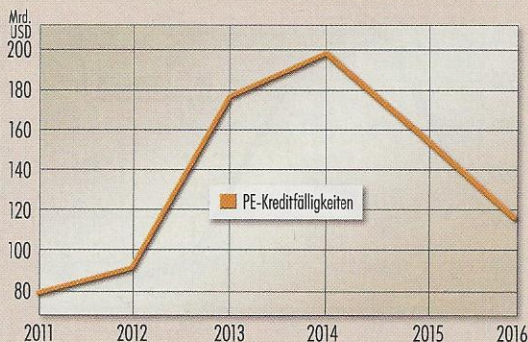
Bruckhaus Deringer, erklärt dazu: „Im Markt erweisen sich Einzelhandel und Technologie als beliebte Anlageziele, im Immobiliensektor kehren die Aktivitäten allmählich zurück. Dazu kommen diejenigen Bereiche, die vom vorübergehenden Rückgang der Deal-Aktivitäten ohnehin weniger betroffen waren. Infrastruktur und Netze, aber auch Pharma und Medizintechnik zählen dazu.“ Leyendecker fährt fort: „Außerdem fangen PE-Häuser an, mit ihren Dry-Powder-Reserven zu arbeiten. Dies sind eingeworbene Mittel, die noch nicht investiert sind. Ihr Volumen wird weltweit auf eine Billion US-Dollar geschätzt.“

Prequin Alternative Assets Intelligent Data führt im „2011 Global Private Equity Report“ die Gesellschaften mit den höchsten Dry-Powder-Reserven auf. Darunter sind Namen wie TPG (18,2 Milliarden Dollar), Carlyle Group (16,6 Milliarden Dollar), CVC Capital Partners (15,2 Milliarden Dollar) und Blackstone Group (15,2 Milliarden).

Das Problem auslaufender Kredite betrifft auch Mezzanine-Finanzierungen. Das ist eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital oder

Welle der Kreditfälligkeiten im PE-Bereich

Allein 2014 werden Kredite im Wert von 196 Milliarden US-Dollar fällig.



Die Kredite, die zu Boomzeiten zu sehr günstigen Konditionen aufgenommen wurden, kommen in den folgenden sechs Jahren zur Fälligkeit.

Quelle: Freshfields Bruckhaus Deringer/Dealogic Data

– vereinfacht gesagt – Kredite ohne nennenswerte Sicherheiten, die dafür besonders hoch verzinst werden. „2007 und 2008 gab es einen Boom bei Mezzanine-Finanzierungen, als die Firmen ihr Wachstum finanzieren wollten, ohne Anteilseignern Mitspracherechte einzuräumen, wie es bei Finanzinvestoren aus dem Private-Equity-Bereich

viele Mezzanine-Fonds, die die Finanzierung verlängern könnten. Die Investoren der bestehenden Mezzanine-Fonds erwarten nämlich ihr Geld zurück, und neue Mezzanine-Fonds gibt es so gut wie nicht auf dem Markt, weil diese aufgrund der fehlenden Verbriefungsmöglichkeiten nicht mehr aufgelegt wurden“, so Pels Leusden weiter.

men. „Aber gerade das wollte der Unternehmer durch das Mezzanine-Kapital eigentlich umgehen“, zeigt Pels Leusden die Schwierigkeit auf und fährt fort: „Außerdem könnten sie das Unternehmen oder Teile davon an einen strategischen Investor verkaufen. Die Möglichkeit der Kapitalerhöhung oder die Aufnahme eines Gesellschafterdarlehens

wäre ebenso Lösungsansätze wie die Ausgabe einer Anleihe oder die Forderungsfinanzierung (Factoring). Bei einigen Unternehmen mit einer Bonität unterhalb Investment Grade und schlechten Refinanzierungsmöglichkeiten könnte aufgrund der auslaufenden Mezzanine-Finanzierung aber schließlich keine dieser Möglichkeiten fruchten und folglich die Insolvenz drohen.“ Diese Problematik ist bislang noch nicht gelöst. Es ist also davon auszugehen, dass sich bei den vielen auslaufenden Kredi-

» Wir sehen jetzt wieder deutlich mehr Aktivitäten im Markt, die auch in Abschlüssen münden.«

RA Jan-Peter Heyer, BMH Bräutigam & Partner

» Angesichts der positiven Geschäftsentwicklung in den finanzierten Gesellschaften ist von einer guten Refinanzierbarkeit auszugehen.«

Dr. Hanns Ostmeier, Präsident BVK



der Fall ist“, erklärt Michael Pels Leusden, Partner beim Consultingunternehmen Steinbeis Consulting Mergers & Acquisitions. Die Kredite wurden meist mit einer Laufzeit von fünf, sechs oder sieben Jahren abgeschlossen. „Bei den jetzigen Fälligkeiten können einige Firmen – weil die prognostizierten Erträge in den Jahren der Krise ausblieben – oft die Mezzanine-Finanzierung nicht zurückzahlen. Es gibt nämlich nicht

Die Firmen mit Mezzanine-Kapital haben verschiedene Refinanzierungsmöglichkeiten, von denen aber viele in Praxis nicht umsetzbar scheinen. Sie können die Kredite zum einen aus dem Cashflow zurückzahlen – aber der ist bei einigen Unternehmen dürftig. Sie könnten auch Bankkredite aufnehmen – allerdings sind dazu freie Sicherheiten nötig. Alternativ könnten die Firmen einen Private-Equity-Gesellschafter aufneh-

den in den kommenden Jahren sowohl im Bereich PE als auch bei Unternehmen mit Mezzanine-Kapital sehr klar die Spreu vom Weizen trennen wird. Dies ist insbesondere in Ländern der Fall, die ein geringeres Wirtschaftswachstum haben als Deutschland. Ein Mangel an Transaktionen ist hingegen nicht zu beobachten, sondern fast ist zu befürchten, dass wir wieder in eine heiße Phase hineinlaufen.

