

Dividenden durch Schulden

Rekapitalisierung bringt schnelle Rendite – aber die Kreditqualität leidet

Von Maria Bissinger

In den vergangenen drei Jahren haben Private-Equity-Eigner immer häufiger hohe Dividendenzahlungen erklärt, die nicht aus den laufenden Erträgen, sondern über zusätzliche Verschuldung in Form von Anleihen oder Bankkrediten finanziert wurden – ein Vorgang, der in der Branche als Rekapitalisierung bezeichnet wird. Die zusätzlichen Schulden wirken sich zwar negativ auf die Bonität der betroffenen Unternehmen aus. Aber dennoch haben die Fremdkapitalmärkte diese Transaktionen begrüßt. Denn aufgrund anhaltend niedriger Renditen stieg die Nachfrage von Fremdkapitalinvestoren nach Papieren mit niedrigerem Rating, dafür aber höheren Kupons stetig an.

Wie aber läßt sich das Vorgehen der Private-Equity-Investoren erklären? Vor allem konnten sie auf der Eigenkapitalseite nicht mehr auf die Ausstiegsstrategie Börsengang vertrauen, weil es in den Jahren 2002 und 2003 sehr wenige Börsengänge gab. Mit anderen Worten: Die Eigenkapitalmärkte zeigten sich nicht aufnahmefähig. Obwohl sich dies seit Ende vergangenen Jahres wieder etwas verändert hat, bleibt die Rekapitalisierung mit dem Ziel der Dividendennahme weiterhin eine attraktive Option für Private-Equity-Investoren. Unternehmen, bei denen Dividenden-Rekapitalisierungen vergleichsweise häufig vorkommen, weisen im allgemeinen niedrige Investitionsaufwendungen und hohe, stabile Cash-flows auf. Die Größe der Unternehmen spielt dabei kaum eine Rolle.

Bisher war die Zahl der tatsächlichen Zahlungsausfälle bei solchen Transaktionen mit 6 Prozent zwar gering. Dennoch ist erkennbar, daß viele betroffene Unternehmen unter der Schuldenlast ächzen, die ihre Bonität erodiert hat. Dies erhöht die Anfälligkeit gegenüber Zinsänderun-

gen und verringert die Widerstandskraft, falls unerwartete Geschäftsrisiken auftauchen. Endfällige Transaktionsstrukturen, deren Zinsen nicht unterjährig bedient werden, führen zwangsläufig zu einer Erhöhung der Gesamtverschuldung und bergen besondere Gefahren. Ohne sorgfältiges Finanzmanagement können solche Verbindlichkeiten gravierende Folgen haben – nämlich dann, wenn Tilgung nebst aufgelaufenen Zinsen letztlich refinanziert oder aus erwirtschafteten Cash-flows bedient werden müssen.

Die Ratings zahlreicher Unternehmen mußten als Folge einer Rekapitalisierung herabgestuft werden.

Es ist noch zu früh, sich ein umfassendes Bild vom möglichen Umfang künftiger Liquiditätseingüsse zu machen, denn viele dieser Transaktionen sind noch recht jung, und die Auswirkungen der Dividenden-Rekapitalisierungen können sich erst noch einstellen. Standard & Poor's geht jedoch von einer steigenden Gefahr aus. So mußten die Ratings zahlreicher Unternehmen als Folge einer Rekapitalisierung herabgestuft werden, worin sich das erhöhte Ausfallrisiko widerspiegelt. Zum Vergleich: Das Ausfallrisiko eines mit „BBB“ gerateten Emittenten liegt bei etwa zwei bis drei Prozent, während solche mit einem Rating in der BB-Kategorie über einen Fünf-Jahres-Zeitraum hinweg ein Ausfallrisiko von über zehn Prozent aufweisen.

Bevorzugt werden Rekapitalisierungen über Bankkredite finanziert. Nach Recherchen von Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data (S&P LCD) wurden zu diesem Zweck im ersten Halbjahr dieses Jahres 63 Bankkredite mit einem

Volumen von 24 Milliarden Dollar eingesetzt, während lediglich ein Volumen von insgesamt 1,3 Milliarden Dollar über Anleiheemissionen finanziert wurde.

Die Banken profitieren von den Transaktionsgebühren, halten die Risiken jedoch nicht notwendigerweise in ihren Büchern. In Europa wird etwa die Hälfte dieser Kredite an institutionelle Investoren weiterveräußert. Der Rest verbleibt bei den Banken, wobei auch hier eine Weiterplazierung unter den Banken üblich ist. Daher geht Standard & Poor's davon aus, daß selbst bei massiven Ausfällen solcher Kredite die Bankenlandschaft nicht so stark beeinträchtigt würde, wie es noch vor Jahren der Fall gewesen wäre, als solche Syndizierungen noch nicht an der Tagesordnung waren.

Die Ausfallquoten erscheinen bislang niedrig. Laut S&P LCD gab es zwischen 1995 und 2003 bei den 52 durch institutionelle Kredite finanzierten Rekapitalisierungen eine Ausfallrate von sechs Prozent oder drei Transaktionen. Im Vergleich dazu waren bei 18 der 158 LBO-Transaktionen mit institutionellen Tranchen im gleichen Zeitraum Zahlungsstörungen zu verzeichnen, was einer Ausfallquote von elf Prozent entspricht.

Abschließend soll darauf hingewiesen werden, daß neben einer Reihe von Negativbeispielen, bei denen Rekapitalisierungen als lohnend für alle Beteiligten erwiesen haben. Bei einem starken Geschäftsprofil und günstigem Marktumfeld kann eine Rekapitalisierung mit Dividendenausschüttung durchaus ein erfolgreicher Baustein in der Rückzugsstrategie der privaten Geldgeber sein. Wichtig ist aber, daß der Investor sich dann auch des erhöhten Risikos in einem Umfeld steigender Zinsen und adverser Marktbedingungen bewußt ist, um rechtzeitig reagieren zu können.

Chance für klamme Kommunen

ÖPP-Gesetz öffnet Public Private Partnerships für privates Eigenkapital

Von A. Haak, P. Hellich und E. v. Beauvais

Public Private Partnerships, kurz PPPs, sind für die öffentliche Hand eine Alternative zur konventionellen Beschaffung durch den Staat oder der vollständigen Privatisierung. Sie bieten sich beispielsweise an bei der Sanierung oder dem Neubau von Schulen und Hochschulen, Autobahnen, Justizvollzugsanstalten, Verwaltungsgebäuden, Krankenhäusern oder Verkehrseinrichtungen.

Für privates Beteiligungskapital (Private Equity) bieten PPPs damit zusätzliche Investitionsziele – und das in einem hart umkämpften Markt für großvolumige Projekte, die ihren Renditeerwartungen entsprechen. Der Anlagebedarf der Private-Equity-Häuser trifft oft die Bedürfnisse gerade solcher Kommunen, die sich wegen ihrer schlechten Haushaltslage nicht mehr über Kommunalkredite finanzieren können, und bietet ihnen so teilweise die einzige Möglichkeit, Infrastrukturprojekte zu finanzieren und rasch umzusetzen. Vor allem in Großbritannien zeigt sich, daß diese Kombination aus PPP und Private Equity funktioniert.

Der deutsche Gesetzgeber hat inzwischen reagiert und mit dem ÖPP-Gesetz weitere Möglichkeiten privater Finanzierung durch Eigenkapitalbeteiligungen geschaffen. Als Arten privater Finanzierung kommen Eigen- und Fremdkapital sowie das – zwischen (unbesichertem) Eigenkapital und (i.d.R. besichertem) Fremdkapital stehende – Mezzanine-Kapital in Betracht.

So erweitert das ÖPP-Gesetz die Anlagemöglichkeiten offener Immobilienfonds und verstärkt damit das Potential privater Investitionen im PPP-Bereich. Danach dürfen offene Immobilienfonds jetzt auch Nießbrauchsrechte an Grundstücken der öffentlichen Hand erwerben. Vorerst allerdings nur bis zu zehn Prozent des Wertes des Sondervermögens. Zum Schutz der Anleger ist die Beteiligung auch nur in der

sogenannten Betreiberphase möglich, also nach Erstellung des Infrastrukturprojekts oder nach dessen Sanierung. Nach altem Recht konnten solche Fonds nur in Immobilien investieren, an denen sie Eigentum oder Erbbaurechte begründen konnten. Dadurch waren Gemeinden benachteiligt, denen es durch ihre Gemeindeordnungen verboten ist, Gebäude an Private zu veräußern oder mit Erbbaurechten zu belasten.

Für Private-Equity-Investoren kann insbesondere auch die Beteiligung an PPPs im öffentlichen Dienstleistungsbereich attraktiv sein. So zeigen Kooperationen zwischen Private-Equity-Investoren und ehemals kommunalen Unternehmen im öffentlichen Personennahverkehr, daß

Public Private Partnerships

Public Private Partnerships (PPPs) etablieren sich zunehmend als innovatives Instrument zur Verwirklichung von Infrastrukturprojekten bei angespannter Haushaltssituation von Bund, Ländern und Gemeinden. Allein im öffentlichen Hochbau sollen nach Schätzungen der Bauindustrie bis Ende des Jahrzehnts Projekte in einer Größenordnung von 6 Milliarden Euro im Rahmen von PPPs realisiert werden können. Aber auch in anderen Bereichen ist eine Zunahme von PPPs zu erwarten. Das neue „Gesetz zur Beschleunigung der Umsetzung von Öffentlich Privaten Partnerschaften“, kurz: „ÖPP-Gesetz“, hat eine Reihe von Rechtsunsicherheiten beseitigt. Vor allem hat es auch die Möglichkeiten der privaten Finanzierung von PPPs durch Eigenkapitalbeteiligung erweitert und damit den Markt für Private-Equity-Investoren und andere private Kapitalgeber, die sich über PPPs an der Erfüllung öffentlicher Aufgaben beteiligen, weiter geöffnet.

PPP-Modelle sowohl für die öffentliche Hand als auch für den Finanzinvestor rentabel sein können.

Bei der Entscheidung für PPPs bleibt es aber dabei, daß die öffentliche Hand haushaltsrechtlich verpflichtet ist, Effizienzvorteile bei Beschaffung und Betrieb zu gewährleisten. Die private Kapitalbereitstellung gerät dabei in den Zielkonflikt, daß ihre Finanzierungskosten nominal regelmäßig höher ausfallen als bei der klassischen Finanzierung der öffentlichen Hand durch Kommunalkredite. Dennoch kann die private Finanzierung vorteilhaft sein. Denn neben der reinen Bereitstellung von Liquidität gehört zu ihr auch die unternehmerische Begleitung durch den Kapitalgeber in allen PPP-Phasen, der durch streng betriebswirtschaftliches Handeln Kostenvorteile erzielen kann.

Dazu muß der private Investor – soweit Kommunal- oder Landesrecht dies zulassen – im gesellschaftsrechtlichen Innenverhältnis allerdings die Entscheidungshoheit im Tagesgeschäft haben. Dies verlangt vom kommunalen Mitgesellschafter in der Praxis einige Anpassung, ist er doch an seine bisherige Mehrheit und an das auch nach Umstellung des kommunalen Rechnungswesens auf die Doppik noch immer anzutreffende kameralistische Denken nach dem Haushaltsprinzip gewöhnt. Kostenvorteile können schließlich auch deshalb entstehen, weil die einzelnen PPP-Phasen mit einer fortlaufenden finanziellen Prüfung („Financial Due Diligence“) durch den Investor einhergehen, die den Kommunen zuvor fremd war.

Es zeichnet sich ab, daß Eigenkapitalbeteiligungen durch das ÖPP-Gesetz zunehmen und sich als alternative Finanzierungsform von PPPs etablieren. Gelingt es, vor allem die verbliebenen vergabe-, steuer- und haushaltsrechtlichen Unsicherheiten zu beseitigen, könnten sich PPPs sodann auch für die Refinanzierung über den Kapitalmarkt als geeignet erweisen.

INTERVIEW

„Noch vor kurzem unmöglich“

Christian Harreiner über Aussichtsräder in China als Anlagemöglichkeit



Immobilienfonds einmal anders – das gilt für das Beteiligungskonzept „Global View“. Anleger werden hierbei Miteigentümer an Aussichtsradern, die an touristisch attraktiven Standorten weltweit aufgestellt werden. Der erste Standort Peking steht bereits fest: Dort soll sich pünktlich zu den Olympischen Sommerspielen 2008 das „Great Beijing Wheel“ drehen. Erfahrung hat der Projektentwickler zuvor unter anderem mit dem Aussichtsrad „Singapore Flyer“ gesammelt, dessen Bau 2005 begonnen wurde. Initiator des Global-View-Fonds ist Delbrück Bethmann Maffei, die zur niederländischen ABN AMRO gehört. Wir sprachen mit Christian Harreiner, Geschäftsführer von Delbrück Bethmann Maffei Fonds Invest (DBM Fonds Invest), über die Hintergründe des Konzepts.

Schon heute haben deutsche Anleger unzählige Möglichkeiten, um in geschlossene Immobilienfonds weltweit zu investieren. Warum sollten sie sich jetzt auch noch an einem Aussichtsradprojekt in China beteiligen?

Viele Kunden haben den Blick immer nur in eine Richtung gelenkt: die Niederlande, die Vereinigten Staaten, Kanada – kurz: nach Westen. Doch dort, wo wirklich die Kugel rollt, nämlich in Asien, gab es bis vor kurzem so gut wie keine Investitionsmöglichkeiten in geschlossene Immobilienfonds. Das hat sich erst mit dem Singapore Flyer geändert.

Ist so etwas vor allem für denjenigen gedacht, der schon alles hat?

Man sollte bei diesem Investment an die Streuung des Vermögens denken. Sicherlich lassen sich die Risiken auch durch Investitionen in Polen oder Australien streuen. Nur: Die Märkte dort bieten eine ähnliche Rendite wie in Deutschland. Muß man dafür unbedingt in Australien investieren? Wer im Ausland anlegt, will doch vor allem auch, daß die Rendite stimmt.

Wie offen sind Anleger für Immobilieninvestitionen im Fernen Osten?

Bei unserem ersten Fonds in Singapur haben uns die Interessenten geradezu überrannt. Wir waren zwar optimistisch – wurden aber vom Erfolg dennoch überrascht. Und nun merken wir, wie sehr das Thema China die Menschen beschäftigt. Viele Anleger hören von Global View und fragen, wann das Produkt kommt, weil sie dabei sein möchten.

Klingt beinahe so, als könnte man alles verkaufen, wenn man „China“ drauschreibt. So einfach ist es sicher nicht, auch wenn bei geschlossenen Fonds die Investmentstory eine wesentliche Rolle spielt. Emotionen sind dabei ähnlich wichtig für die Anleger wie das wirtschaftliche Kalkül. Beispiel Singapur: Die Vorstellung vieler Kunden von Singapur als dem saubersten Land der Welt hat dem Fondsverkauf sicher nicht geschadet. Beide Kriterien, die emotionale Zugkraft und der wirtschaftliche Ertrag, müssen auch bei Produkten aus China erfüllt sein. Wichtig sind – neben allen Emotionen – auch die Partner des Projektes.

Spielt für Kunden eigentlich auch eine Rolle, welches politische System in dem Land herrscht, in dem sie anlegen?

In der Regel spielt für Investoren die Vermögensstreuung eine große Rolle – ist eine neue Anlage eine gute Ergänzung für das Portfolio? Außerdem wollen Anleger in ein Land mit Zukunft investieren. Dazu gehört eine gewisse politische Stabilität. Das kann so aussehen wie etwa in Osteuropa, wo gerne in die Länder investiert wird, die nun zur EU gehören. China wiederum bietet politische Perspektiven, weil sich das Land geöffnet hat. Noch vor wenigen Jahren wäre es unmöglich gewesen, in ein Projekt dieser Art in China zu investieren.

Schon allein aufgrund mangelnder Rechtssicherheit?

Rechtssicherheit ist wichtig, auch für Investments in China. Aber wo gibt es

eine absolute steuerliche und rechtliche Sicherheit? Denken Sie an Deutschland, hier werden neuerdings sogar Steuergesetze rückwirkend geändert. Oder an Italien, hier sind die Freibeträge gestrichen worden.

Was hat Sie an China überzeugt?

Vor allem die unglaubliche Dynamik, die man dort vom ersten Augenblick an spürt. Die Wirtschaft boomt, und die Gesellschaft wandelt sich rasant. Es ist kaum zu glauben, wie sich das Stadtbild von Peking verändert, welcher Verkehr dort herrscht, welche Geschäfte es inzwischen gibt. China – das ist Zukunft.

Wo sollen sich außer in Peking noch Aussichtsräder drehen?

Ein weiterer Standort soll Tsingtao sein, die ehemalige deutsche Kolonie. Dort werden die Segelregatten während der Olympischen Spiele stattfinden. Tsingtao ist das Saint Tropez von China, dorthin fahren auch viele Japaner und Koreaner, um Kurzurlaub zu machen. Das dritte Objekt wird höchstwahrscheinlich in Dubai stehen, das vierte möglicherweise in Berlin.

Ein solcher Fonds ist sicher nicht als Basisinvestment gedacht – an welche Klientel richtet er sich?

Es handelt sich um ein unternehmerisches Investment, die Mindestanlagensumme wird bei 10 000 Euro liegen. Wer 10, 12 oder 15 Prozent Rendite nach Steuern erwartet, muß auch bereit sein, höhere Risiken einzugehen. Aber passieren kann auch hier etwas. Ein Beispiel ist der scheinbar risikoärmere Markt Niederlande: Vor fünf Jahren war es „in“, dort in Immobilien zu investieren. Wer aber heute dort ein Objekt verkaufen will, tut sich schwer. Jeder Investor sollte immer nur einen Teil seines Vermögens in unternehmerische Beteiligungen anlegen – egal, ob sie in Asien oder Europa stehen.

Das Gespräch führte Alexander Schneider.

EUROHYPO | Die führende Spezialbank für Immobilien und Staatsfinanzierung

Best Commercial Bank – Global.
Und es gibt noch viel unerschlossenes Terrain.*

EUROMONEY
2006
Real Estate
Awards

*Mars: Oberfläche 144 Mio. km², durchschnittl. Temperatur –63 °C, Marsjahr: 687 Tage.

a passion for solutions.

EURO
HYPO