

München, 16. Dezember 2025. Aggressive Liability Management Exercises (LMEs) gewinnen für hochverschuldete Unternehmen und deren Eigentümer stark an Bedeutung - und werden gleichzeitig für viele Anleiheinvestoren zum erhöhten Risiko. Neue rechtliche Verfahren und kreative Finanzierungswege, oft inspiriert vom US-Markt, führen zu tiefgreifenden Veränderungen bei Anleihebedingungen und Sicherheiten. Für Investoren bedeutet das grundsätzlich erhöhte Risiken, die eine genaue Analyse und schnelles Handeln erfordern, aber eben auch Chancen auf attraktive Renditen.

In der Vergangenheit hat beispielsweise ein europäisches Internet- und Telekommunikationsunternehmen mit hoher Verschuldung eine umfassende Liability Management Exercise (LME) durchgeführt. Für bestimmte Anleiheinvestoren bedeutete dies spürbare Eingriffe in bestehende Strukturen – etwa in Form von verlängerter Laufzeit, veränderten Konditionen oder einer nachteiligen Behandlung einzelner Gläubigergruppen. Dieses Beispiel zeigt, wie schnell sich Risiken für High-Yield-Investoren materialisieren können und warum es sich lohnt, genauer hinzuschauen: Was genau sind LMEs – und weshalb gewinnen sie gerade jetzt an Bedeutung?

Was sind LMEs und was zählt als „aggressive“ LME?

Liability Management Exercises (kurz: LMEs) sind außergerichtliche Maßnahmen zur Anpassung der Kapitalstruktur von Unternehmen, die in Refinanzierungsschwierigkeiten geraten können oder bereits geraten sind. Mit ihnen können hochverschuldete Emittenten Liquidität beschaffen, Fälligkeiten strecken, Covenants umgehen oder die Rangfolge ihrer Verbindlichkeiten neu ordnen. Das Instrument ist nicht neu, jedoch gewinnt die Bandbreite kreativer Strukturen momentan deutlich an Dynamik.

„Aggressiv“ werden LMEs dann, wenn die Transaktion nicht-pro-rata wirkt und gezielt Teilnehmer bevorzugt und Nichtteilnehmer benachteiligt werden. In der Praxis wird hier von „creditor-on-creditor violence“ gesprochen.

Warum LMEs gerade jetzt an Dynamik gewinnen: drei strukturelle Treiber

LMEs beschäftigen den Markt aktuell stark, doch neu sind sie keineswegs. Was neu ist, ist die Aggressivität. Warum aber sind sie gerade so dominant?

1. **Covenant-Lite-Dokumentation:** Damit sind Anleihebedingungen gemeint, die sehr schwache Covenants (Vertragsabreden/Verpflichtungen) für Gläubiger enthalten. Der Kreditnehmer ist nur in einem geringen Ausmaß an harte Finanzkennzahlen gebunden und die meisten Bedingungen lassen Schlupflöcher und einen großen Interpretationsspielraum zu. Gerade während der Nullzinsphase war hier ein Trend zur Aufweichung von entsprechenden Bedingungen erkennbar.
2. **Zinsanstieg:** Die gestiegenen Zinsen haben die Finanzierungskosten der Unternehmen seit 2022 deutlich erhöht.
3. **Höhere Kosten:** Die schwächere Entwicklung der Wirtschaft in den vergangenen Jahren sowie die gestiegenen Input-Kosten (wie bspw. Rohstoffe und Löhne), insbesondere nach der Inflationswelle in den letzten Jahren, drückt auf die Profitabilität der Unternehmen. Für sie wird es immer mühsamer, ihre Kapitalkosten zu verdienen, was eine Refinanzierung deutlich erschweren kann.

Die USA legen vor, Europa zieht nach

Die USA verzeichneten bereits 2023 eine Welle aggressiver LMEs. Dort haben spezialisierte Anwaltskanzleien damit begonnen, die Spielräume dieser Anleihedokumentation gezielt für Unternehmen, deren Eigentümer oder bestimmte Bondholder auszunutzen. Einige haben dabei sehr aggressive Konstruktionen gewählt: Werthaltige Vermögenswerte, wie etwa profitable Tochtergesellschaften oder wichtige Markenrechte, wurden aus der ursprünglichen Anleihestruktur herausgelöst und in neue Vehikel übertragen. Auf diese neuen Gesellschaften wurde dann eine frische, oftmals besicherte Anleihe aufgelegt. Das hat bereits zu zahlreichen Konflikten geführt, teils mit dem Ergebnis, dass ganze Bondholder-Gruppen verdrängt oder „nahezu enteignet“ wurden.

Besonders bekannt wurde der Fall eines Schweizer Automatenbetreibers, der ein LME-Modell nach US-Vorbild einsetzte. Beispiele wie dieses zeigen, dass auch europäische Emittenten zunehmend den Trend aus den USA adaptieren, obwohl rechtliche und kulturelle Unterschiede bestehen. Beispielsweise sind LMEs in Europa oft komplexer, da die Gläubigerstrukturen fragmentierter sind und lokale Rechtsrahmen zusätzliche Hürden schaffen. Dennoch nutzen Eigentümer aggressive Strukturen, um Eigenkapitalwerte zu schützen.

Die gängigsten aggressiven LME-Strukturen mit Beispielen aus Europa

Uptiering (Priming / Pari-Plus):

Beim Uptiering führt der Emittent neue, ranghöhere („super-senior“) Kredite ein und stellt damit ökonomisch bestehende gleichrangige Gläubiger schlechter. Teilnehmende Gläubiger erhalten bessere Sicherheiten und Konditionen, während Nichtteilnehmer faktisch nachrangig werden. In Europa war diese Technik lange seltener als in den USA, gewinnt aber seit 2024/25 sichtbar an Bedeutung. Als Beispiel für eine derartige europäische Strukturierung wird häufig ein europäischer Dessous-Konzern genannt, bei der selektive Teilnahme und neu priorisierte Sicherheiten den Ausschlag gaben. Zudem hat der bereits genannte Schweizer Automatenbetreiber 2025 eine besonders aggressive LME vollzogen, das Uptier-Elemente mit weiteren Bausteinen kombinierte und in New York sogar kartellrechtliche Klagen ausgelöst hat.

Asset Drop-Down (J. Crew-Style):

Beim Drop-Down werden werthaltige Vermögenswerte aus dem Kreis der Besicherung in unbesicherte Tochtergesellschaften übertragen und dienen dort als Sicherheit für neue Finanzierungen. Dadurch wird das ursprüngliche Sicherheitenpaket aus Sicht der Altgläubiger schwächer, während bestimmte Investoren exklusiven Zugriff auf hochwertige Sicherheiten erhalten. In Europa gilt ein großer französischer Telekommunikationsanbieter als prominentes Beispiel: Der Konzern nutzte Asset-Transfers, band gleichzeitig Gläubiger durch Kooperationsabkommen zusammen und erreichte später eine einvernehmliche Schuldenreduktion mit Laufzeitverlängerungen gegen Eigenkapital-Zugeständnisse.

Double-Dip / Double Lien:

Bei Double-Dip-Strukturen werden über unternehmensübergreifende Darlehen und Garantieketten doppelte Ansprüche auf denselben Sicherheiten-Pool konstruiert. Neue Gläubiger partizipieren gleich zweifach an Cashflows und Assets. In Europa ist der Einsatz bislang punktuell, doch das Instrument gewinnt an Relevanz bei grenzüberschreitenden Kapitalstrukturen mit mehreren Rechtsordnungen.

Extend-& -Exchange (nicht-pro-rata):

Bei Extend-&-Exchange werden bestehende Schudttitel selektiv gegen neue mit längeren Laufzeiten und angepassten Covenants/Sicherheiten getauscht. Diese werden allerdings nur einem exklusiven Kreis an Investoren angeboten.

Welche Risiken LME-Strukturen für Gläubiger bergen

Aggressive LMEs bergen für Anleiheinvestoren eine Reihe von Risiken, die weit über die unmittelbare Transaktionsstruktur hinausgehen. Das erste und wohl gravierendste Risiko ist die Rang- und Sicherheitenverwässerung. Bestehende Gläubiger können plötzlich nachrangig gestellt werden, während neue Finanzierungen bevorzugt werden. Dies führt zu einer erheblichen Schwächung der Sicherheitenbasis und kann die erwarteten Rückzahlungswerte drastisch reduzieren. Für Investoren, die nicht aktiv teilnehmen, bedeutet dies eine signifikante Verschlechterung ihrer Position im Insolvenzfall. Ein weiteres zentrales Risiko sind „Mark-to-Market-Schocks.“

Die Ankündigung einer aggressiven LME löst häufig sofortige Kursverluste bei bestehenden Schuldtiteln aus. Diese Preisreaktionen spiegeln die veränderte Risikostruktur wider und können zu erheblichen Bewertungsverlusten in Portfolios führen. Für Portfolio- und Fondsmanager bedeutet das eine erhöhte Volatilität und potenziell negative Auswirkungen auf die Performance, insbesondere, wenn Positionen nicht schnell angepasst werden können.

Ein weiterer Faktor ist die Dokumentationskomplexität. Aggressive LMEs greifen oft auf vertragliche Schlupflöcher in Kreditverträgen zurück, wodurch die Risikoanalyse für Investoren erheblich anspruchsvoller wird. Fehlinterpretationen oder mangelnde Transparenz können dazu führen, dass Risiken unterschätzt werden und strategische Entscheidungen auf unvollständigen Informationen basieren. Die Fähigkeit, Dokumentationen präzise zu prüfen und rechtliche Implikationen zu verstehen, wird damit zu einem entscheidenden Erfolgsfaktor.

Ein strukturelles Problem ist das Selektionsrisiko und die Fragmentierung der Gläubigergruppen. Aggressive LMEs begünstigen häufig eine Spaltung in Teilnehmer und Nichtteilnehmer. Dieses „Prisoner's Dilemma“ kann dazu führen, dass einzelne Investoren taktisch benachteiligt werden, wenn sie nicht rechtzeitig handeln oder überhaupt handeln können.

Darüber hinaus besteht ein erhebliches operatives Risiko. LMEs sind primär finanzielle Maßnahmen, die Zeit verschaffen sollen. Sie lösen jedoch keine fundamentalen operativen Probleme des Unternehmens. Wenn die zugrunde liegende Geschäftsentwicklung schwach bleibt, drohen trotz LME weitere Restrukturierungen oder Insolvenzen, was die langfristige Werthaltigkeit der Investition gefährdet. Investoren müssen daher nicht nur die Struktur, sondern auch die operative Sanierungsfähigkeit des Emittenten kritisch bewerten.

Doch LMEs bergen nicht nur Risiken, sondern auch selektive Chancen

Grundsätzlich entstehen durch (aggressive) LMEs nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. So eröffnen sie attraktive Renditechancen für Investoren, die aktiv und dokumentationsicher agieren. Ein typisches Beispiel hierfür ist die Senioritäts-Arbitrage: Die Investitionen in neue Anleihen aus einer aggressiven LME-Transaktion kann eine ranghöhere Stellung, oft mit starker Besicherung verschaffen. Dadurch entsteht ein asymmetrisches Risiko-Rendite-Profil, das Altpositionen deutlich überlegen sein kann.

Zudem können LMEs eine Brücke zu einem operativen Turnaround bilden. Sie verlängern die finanzielle Laufzeit des Unternehmens, stabilisieren Investitionen und entlasten das Working Capital. Richtig eingesetzte LMEs können somit ein strukturierter Hebel sein, um Werte neu zu ordnen und Investitionen abzusichern.

Ausblick: Welche Entwicklungen bei LMEs absehbar sind und was das für Investoren bedeutet

In den kommenden 12 bis 24 Monaten dürfte die LME-Aktivität hoch bleiben. Auch das aktuelle Zinsniveau wird voraussichtlich anhalten und den Refinanzierungsdruck für Eigentümer weiter erhöhen. Somit entsteht ein Umfeld, das außergerichtliche Lösungen begünstigt. Für High-Yield-Investoren bedeutet dies, sich intensiv mit den rechtlichen Strukturen und Auslegungsspielräumen von Anleihedokumentationen auseinanderzusetzen und potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen. Grundsätzlich sollten Fondsmanager, die nicht über ein rechtliches Setup verfügen, hohe Positionsgrößen bei einzelnen Anleihen halten können und zur Not Eigenkapital zur Verfügung stellen können, entsprechende Anleihen von potentiellen LMEs-Kandidaten meiden.

Gleichzeitig verdichten sich Anzeichen für sogenannte „Next-Gen-Blocker“. Das sind neuartige Klauseln in Anleihedokumentationen, die zukünftig bestimmte Arten von LMEs verhindern sollte. Der Gläubigerschutz wird somit langfristig gestärkt und die Qualität von High-Yield Anleihen (Hochzinsanleihen) verbessert.

Über den Autor



Dr. Tobias Spies
Senior Fund Manager
tobias.spies@laiqon.com
+49 151 522 04 614

Tobias Spies ist Fund Manager der Rentenfonds in der LAIQON Gruppe. Er hat über 13 Jahre Erfahrung im Management von Anleihefonds und ist auf die Verwaltung von Anleihefonds mit Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken spezialisiert. (Foto: LAIQON AG)

Über die LAIQON Gruppe

Die LAIQON AG (LQAG, ISIN: DE000A12UP29) ist ein stark wachsender Premium Wealth Spezialist mit Fokus auf nachhaltige Kapitalanlagen mit einem treuhänderisch verwalteten Vermögen von rund 10,2 Mrd. EUR (Stand: August 2025).

Das 1995 gegründete, bankenunabhängige Unternehmen ist seit 2005 an der Börse vertreten. Seit März 2017 ist die LAIQON AG im Segment Scale (ISIN: DE000A12UP29) der Deutschen Börse in Frankfurt gelistet.

Die LAIQON-Gruppe mit Sitz in Hamburg und Büros in Frankfurt, München und Berlin bietet institutionellen und privaten Anlegern über seine Plattform ein breites Portfolio an Produkten und Lösungen an. Dazu zählen beispielsweise aktiv- und KI-gemanagte Publikums-/Spezialfonds, standardisierte als auch ganzheitliche, individuelle Vermögensverwaltung, Wealth Management-Kooperationen bis hin zu einem Consulting für strategische Asset Allocation. Die KI-Tochter LAIC® und der selbst entwickelte LAIC ADVISOR® zählt zu den Vorreitern für Künstliche Intelligenz im Wealth Management.

Mit seinen Prozessen und im Datenmanagement setzt LAIQON auf modernste Plattform-Technologie. Die Digital Asset Plattform (DAP 4.0) ermöglicht der LAIQON-Gruppe sämtliche Dienstleistungen vom Asset- und Risikomanagement, über das Onboarding bis zum Kundenreporting vollständig digital abzubilden. LAIC kann damit beliebig auf höchste Volumina skalieren und stellt ihre Produkte und Services Dritten als White Label-Partner zur Verfügung.

Disclaimer und rechtliche Hinweise

Die in dieser Information zur Verfügung gestellten Informationen dienen ausschließlich Informations- und Werbezwecken. Die in dieser Information vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassung der LAIQON Gruppe dar und können sich jederzeit ändern. Solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Die enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf öffentlich zugänglichen Informationen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Den in dieser Information enthaltenen Angaben liegen historische Marktdaten sowie die Einschätzung der künftigen Marktentwicklung durch die LAIQON Gruppe zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Die Informationen beruhen auf Quellen, die die LAIQON Gruppe für zuverlässig hält, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen wurden. Die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die LAIQON Gruppe kann für ihre Richtigkeit und ihr Eintreten keine Gewähr und keine Haftung übernehmen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Mit dieser Information wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung, keine Finanzanalyse oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen keine individuelle Anlageberatung. Hinweis auf potenzielle Interessenkonflikte: Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass im Rahmen dieser Pressemitteilung auch Wertpapiere und Unternehmen aufgeführt sein können, in die von der LAIQON Gruppe gemanagte Investmentvermögen investiert haben und möglicherweise weiter investieren. Eine positive Kursentwicklung dieser Wertpapiere und Unternehmen wirkt sich ggf. auch positiv auf das jeweils investierte Investmentvermögen und damit den Leistungs- und Vergütungserfolg des Fondsmanagements aus. Zu einer solchen positiven Kursentwicklung könnte ggf. auch eine positive Darstellung dieser Wertpapiere und Unternehmen im Rahmen dieser Information beitragen.

Investor Relations: LAIQON AG, Hendrik Duncker, An der Alster 42, 20099 Hamburg

Vertrieb: LAIQON Solutions GmbH, An der Alster 42, 20099 Hamburg, www.laiqon.com

Stand: Okt. 2025/ Dok.A1

Weiterführende Links: Mehr zu den Risiken und rechtlichen Hinweisen unter

<https://laiqon.com/rechtliche-hinweise>, das Glossar unter <https://laiqon.com/glossar>