

## GASTBEITRAG

# Finanzierungsstrukturen und -bedingungen haben sich signifikant verändert

Börsen-Zeitung, 26.8.2008  
Nur kurz sei in Erinnerung gerufen, wie sich die Finanzierungsmärkte für insbesondere sogenannte „Leveraged Loans“ vor dem Credit Crunch präsentiert haben: Liquidität in allen Ausformungen, bereitgestellt von einer Vielzahl von Darlehensgebern und Kapitalmarktinvestoren mit ganz unterschiedlichem Ertrags-Risiko-Profil, war überreichlich vorhanden. Die Margen und Gebühren befanden sich in einer deutlichen Abwärtsbewegung. Auf der anderen Seite standen Private-Equity-Fonds, aber auch andere Fonds, unter einem enormen Druck, die von den Investoren eingesammelten Gelder anzulegen.

### Kreditrisiko stärker im Fokus

Der Finanzierungsmarkt hat sich im Gefolge der Krise in signifikanter Weise von einem Markt, der in weiten Teilen durch die Ausplatzierung von durch Kreditengagements übernommen Risiken gekennzeichnet war, zu einem Markt entwickelt, der das Kreditrisiko in allen Phasen des Darlehenszyklus wieder stärker in den Fokus stellt. Was die Kreditqualität betrifft, so ist diese, zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedenfalls, unverändert gut, und Ausfallraten sind auf einem historischen Tiefstand. Die Nachfrage nach Kreditpositionen aus dem Bereich der institutionellen Investoren, mit Ausnahme von mezzaninen Finanzierungsmitteln, ist weitflächig weggefallen. Syndiziert wird zurzeit ganz überwiegend im Bankenmarkt, wobei hier indes ein sehr selektives und stark risikoorientiertes Vorgehen festzustellen ist.

### Sekundärmarktpreise unten

Die Sekundärmarktpreise sind in den Keller gegangen: Ausgehend von einem sehr starken Sekundärmarkt mit Preisen leicht über dem Nominalwert werden nunmehr 90 Cent (und weniger) für 1 Euro Nominalwert auch für beste Kreditqualitäten gezahlt. Mezzanine Finanzierungsformen sind zurückgekehrt und werden insbesondere von darauf spezialisierten Marktteilnehmern angeboten, während „Second Lien“, also ein wei-

teres von institutionellen Investoren bereitgestelltes nachrangiges Finanzierungsmittel (in Darlehensform, aber auch als Schuldverschreibung), im Grunde aus dem Markt verschwunden ist.

Die in der Industrie beliebten „Dividend Recaps“, mit denen der Investor einen partiellen Exit durch Herausnahme von Cash aus der Unternehmensgruppe zu einem frühen Zeitpunkt umsetzt, sind ebenfalls praktisch aus dem Markt verschwunden. Und auch die von den Investoren stets gern gesehene weitere Flexibilisierung der „Pre Credit Crunch“ Finanzierungsdokumentation im Hinblick auf z. B. Kapitalinvestitionen, den Zukauf weiterer Unternehmen, die Möglichkeit zu Vermögensveräußerungen oder Dividendenzahlungen durch eine günstigere Refinanzierung ist nicht mehr möglich.

Unverändert ist der M&A-Markt ganz überwiegend von straff geführten Auktionsverfahren gekennzeichnet (obwohl das Jahr 2007 auch eine ganze Reihe von prominenten Direktverkäufen gesehen hat). Insbesondere benötigt der Bieter weiterhin zu einem möglichst frühen Zeitpunkt eine verbindliche Finanzierungsaussage seiner Banken, will er seine Erfolgsaussichten nicht gefährdet sehen. So genannte „Certain Funds“-Regelungen, wonach der Finanzierer für einen bestimmten Zeitraum eine verbindliche Finanzierungszusage abgibt und von seiner Verpflichtung, zu finanzieren, nur dann zurücktreten kann, wenn auf der Ebene der Erwerbergruppe (also im Kontrollbereich des Erwerbers liegend) aus Sicht der Bank nachteilige wesentliche Veränderungen eingetreten sind, sind weiterhin Marktstandard. Zurückhaltend geworden sind die Banken nur bei der Länge des Zeitraums, für den die Finanzierung zugesagt wird. Im Zusammenhang mit der Verhandlung des Term Sheet und der Ausgestaltung der Finanzierungsdokumentation hat sich die „Balance of Power“ nicht verändert. Insbesondere im Private-Equity-Bereich geben die Finanzinvestoren den Rhythmus vor, präsentieren den präferierten Banken ein selbst erstelltes Term Sheet.

### Vorsichtiges Underwriting

Was das Underwriting-Risiko betrifft, das Banken bei der Kreditvergabe einzugehen bereit sind, so war die Situation vor der Kreditkrise für das „Large Cap“-Marktsegment dergestalt, dass ein alleiniges „Underwriting“ bis über die 2-Mrd.-Euro-Grenze *Conditio sine qua non* für eine Mandatierung war. Nach ganz einhelliger Auffassung sind auf absehbare Zeit Transaktionen im zweistelligen Milliardenbereich nicht finanzierbar. Die „Machbarkeit“ von Finanzierungen endet nach allgemeiner Einschätzung bei 1 bis 2 Mrd. Euro, während vor dem Credit Crunch Finanzierungsvolumen von 40 Mrd. Euro als darstellbar angesehen wurden.

Ein 100-prozentiges Underwriting ist für eine Reihe von Banken die Ausnahme geworden. Nur im Mid-Cap-Bereich und/oder bei guter Vorkennntnis der Zielgesellschaft sind Banken noch bereit, das Underwriting-Risiko allein zu übernehmen. Bei den sogenannten „Club Deals“, die alternativ von den Banken zum Zweck der Risikoaufteilung und -minimierung stärker in den Markt hineingetragen worden sind, von der Investorenseite aber mit einer gewissen Zurückhaltung aufgenommen werden, teilen sich die Kreditgeber das Underwriting-Risiko auf.

Im Hinblick auf die Konditionengestaltung gibt es im Bereich der kleinen und mittelgroßen Transaktionen hinreichend „Benchmarking“-Gelegenheiten. Der Deal-Fluss ist in diesem gerade auch in Deutschland bedeutsamen Marktsegment durchaus lebhaft. Auf der anderen Seite existieren unverändert nur wenige Strukturelemente und Einzelregelungen in der Finanzierungsdokumentation, die zwischen Investor und Finanzierer nicht kontrovers diskutiert werden können. Die von den Finanzierern verlangten Beiträge zum Eigenkapital bewegen sich zwischen 30 und 35%, liegen also über den 20 bis 30%, die man im Markt gesehen hat. Die Verschuldungsmultiples sind zurückgegangen. Durchschnittlich lag Mitte 2007 das entsprechende Verhältnis von Ebitda

zur Verschuldung bei 6,6. Ratingagenturen berichteten in den letzten Monaten von Rückgängen auf unter 6. Nicht überraschend sind im Akquisitionsförderungsgeschäft Tilgungstranchen zurückgekommen. Diese machen aktuell wieder mehr als 30% des Gesamtkreditvolumens aus.

#### Risikoprämie gestiegen

Die Risikoprämie hat sich spürbar erhöht und reflektiert nach einheitlicher Einschätzung des Marktes nunmehr wieder stärker das Kreditrisiko. Market-Flex-Regelungen, die vor der Kreditkrise Bestandteil einer jeglichen Finanzierungsdokumentation waren, aber kaum zur Anwendung gelangten, sind von großer Bedeutung geworden: So erlaubt es bei-

spielsweise der „OID (Original Issue Discount) Flex“ der arrangierenden Bank, die Strukturierungsgebühr unter bestimmten Voraussetzungen zu erhöhen.

#### Keine Aufweichung mehr

Im Bereich der Steuerung des Kreditrisikos ist insbesondere die Aufweichung von Finanzkennzahlen im Hinblick auf das Erfordernis des Vorliegens eines Grundkatalogs von Kennzahlen (Zinsdeckungsgrad, Schuldendienstdeckung, Verschuldungsgrad sowie Capex) und die Regelmäßigkeit ihrer Überprüfung nicht mehr diskussionsfähig. Bei den syndizierten Krediten außerhalb der LBOs konnte bis zum Beginn der Kreditkrise auch ein am unteren Rand des Investment-Grade-Spektrums ge-

ratetes Unternehmen einen vollständigen Verzicht auf Finanzkennzahlen durchsetzen. Sogenannte „Equity Cure Rights“, mit deren Hilfe die Nichteinhaltung von Finanzkennzahlen geheilt werden kann, gehören weiterhin zum Marktstandard, wenn auch in abgespeckter Form.

Die vor der Kreditkrise stark unter Druck geratene Möglichkeit der Darlehensgeber, ihre Kreditposition an andere Marktteilnehmer frei zu übertragen, ist nunmehr wieder Standard. Zustimmungsrechte des Kreditnehmers, mit denen diese verhindern können, dass beispielsweise ein unerwünschter Investor aus dem institutionellen Bereich weiterer Darlehensgeber wird, sind aus dem Markt verschwunden.