

## ■ Transaktionsfinanzierung durch Unitranchen – eine Bestandsaufnahme

**Dr. Klaus Petersen (BlueBay Asset Management), Dr. Jens Linde und Michael Schuhmacher (beide P+P)**



Oben, von links:

Dr. Jens Linde (P+P),

Dr. Klaus Petersen (BlueBay Asset Management),

Michael Schuhmacher (P+P)

Unitranchen wurden in den vergangenen Jahren als neuer „Trend in der europäischen Unternehmensfinanzierung“ und als „Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung“ angekündigt. Der Begriff „Unitranche“ ist kein Rechtsbegriff. Er ist vielmehr ein Marketing- und Produktbegriff. Man versteht darunter die langfristige Zurverfügungstellung von Fremdkapital in einer Tranche, durch die sowohl vorrangiges als auch nachrangiges Fremdkapital abgedeckt wird. Unitranchen werden auf Grundlage einer einheitlichen Finan-

zierungsdokumentation und zu einem gemittelten Zinssatz durch einen oder mehrere Kreditfonds ausgereicht.

Derzeit sind rund 95 solcher Kreditfonds in Europa aktiv. Europaweit gab es im Jahr 2014 etwa 60 Unitranche-Finanzierungen. Davon werden 13 Finanzierungen dem deutschen Markt zugeordnet. Deutschland ist damit, nach Großbritannien und Frankreich, der drittgrößte Unitranche-Markt in Europa.

Ein weiterer Anstieg ist zu erwarten, auch weil die BaFin die direkte Kreditvergabe durch Kreditfonds unter bestimmten Voraussetzungen jüngst ausdrücklich erlaubt hat (vgl. hierzu auch den Beitrag auf Seite 49).

Es ist also an der Zeit, um einige der abgeschlossenen Unitranche-Finanzierungen dahingehend zu untersuchen, ob sich die in diese Finanzierungsform gesetzten Erwartungen erfüllt haben.

### Hohe Erwartungen an Unitranche-Finanzierungen

Die an Unitranche-Finanzierungen gestellten Erwartungen waren hoch. Es wurde davon ausgegangen, dass sich Unitranchen als echte Alternative zur Bankenfinanzierung etablieren.

Zum einen wurde dies mit den strengeren Eigenkapitalanforderungen für Banken begründet. Die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe wurde als Chance zum Markteintritt für Unitranche-Anbieter gesehen.

Zum anderen sah man Unitranche-Finanzierungen aufgrund geringerer Transaktionskosten,



höherer Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit, flexiblerer Tilgungs- und Finanzkennzahlenstrukturen sowie der Möglichkeit, höhere Verschuldungsgrade zu vereinbaren, gegenüber Bankenfinanzierungen im Vorteil.

Dabei wurden die Nachteile gegenüber Bankenfinanzierungen nicht außer Acht gelassen. Dazu zählen die höheren Finanzierungskosten und die Nichtverfügbarkeit klassischer Bankendienstleistungen.

#### Die Erwartungen haben sich größtenteils erfüllt

Unitranche-Anbieter finanzieren vornehmlich mittelgroße Unternehmensakquisitionen. Zudem sind sie bei Refinanzierungen und Rekapitalisierungen aktiv. Die Finanzierungssummen liegen zwischen EUR 20 Mio. und EUR 150 Mio. Höhere Finanzierungssummen bildeten bisher die Ausnahme.

Die Erwartungen in Bezug auf eine (wesentlich) höhere Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit sowie geringere Transaktionskosten haben sich etwas relativiert.

Ohne Zweifel bestehen Sicherheits-, Geschwindigkeits- und Kostenvorteile gegenüber klassischen Senior-Mezzanine-Finanzierungen. Anstatt Bankenclubs oder Konsortien stehen den Kreditnehmern meist nur ein oder zwei Unitranche-Anbieter gegenüber. Auf den Syndizierungsmarkt muss keine Rücksicht genommen werden. Dies beschleunigt die Abstimmungs- und Entscheidungsprozesse und erhöht die Flexibilität.

Die Erwartung, mit der Unitranche-Finanzierung eine Finanzierung „aus einer (einzigen) Hand“ – mit einer auf das Wesentliche

## Auch Unitranche-Anbieter schließen sich zu kleinen Konsortien zusammen

beschränkten Finanzierungsdokumentation – zu erhalten, hat sich allerdings nur in wenigen Fällen erfüllt.

Auch Unitranche-Anbieter schließen sich ab bestimmten Finanzierungssummen zu kleinen Konsortien zusammen. Zudem bedienen sie sich zum Teil externer Dienstleister. Diese werden mit der Verwaltung der Kredite und Sicherheiten beauftragt. Dies erweitert den Kreis der Parteien,



mindert die Sicherheit und Geschwindigkeit von Transaktionen und erhöht die Kosten.

Die Anzahl der Parteien sowie Umfang und Komplexität der Finanzierungsdokumentation nehmen auch dann zu, wenn eine Bank in die Unitranche-Finanzierung eingebunden werden muss.

Bisher durften Kreditfonds aus aufsichtsrechtlichen Gründen keine Betriebsmittelkredite zur Verfügung stellen. Deshalb fungieren in vielen Unitranche-Finanzierungen Banken als Betriebsmittelkreditgeber. Diese Kredite stellen Banken nur auf vorrangiger Basis (Super Senior) zur Verfügung. Dies macht den Abschluss von Interkreditorenvereinbarungen erforderlich. Die

Erwartungen bezüglich Transaktionssicherheit, Transaktionsgeschwindigkeit und Transaktionskosten in zunehmendem Maße erfüllen werden.

#### **Laufzeiten und Tilgungsstrukturen**

Unitranchen haben Laufzeiten zwischen 5 und 8 Jahren. Sie sind in einem Betrag am Ende der Laufzeit zurückzuzahlen.

Erwartungsgemäß flexibel zeigen sich Unitranche-Anbieter hinsichtlich der Verwendung etwaiger Cashflow-Überschüsse. Sie sind eher bereit, die Verwendung dieser Überschüsse für die Finanzierung weiteren Wachstums und zusätzlicher Akquisitionen zu erlauben.

Zeitlich begrenzte Rückzahlungsverbote (sog. Non-call Periods), wie bei Mezzanine-Krediten üblich, finden sich bei Unitranche-Finanzierungen seltener als erwartet. Dagegen enthalten Unitranche-Finanzierungen regelmäßig die Verpflichtung zur Zahlung einer Gebühr bei (zu) frühzeitiger Rückzahlung (sog. Prepayment Fee). Diese Gebühr ist regelmäßig bei Rückzahlungen innerhalb von 12 bis 24 Monaten nach Zurverfügungstellung der Finanzierungsmittel zu leisten. Sie beträgt in den untersuchten Unitranche-Finanzierungen zwischen 1,00 % und 3,00 %.

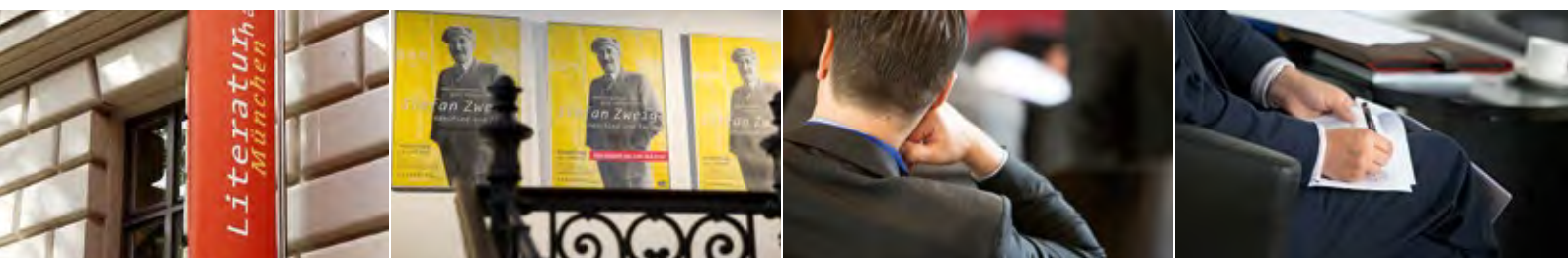
#### **Finanzkennzahlen**

Im Hinblick auf die Finanzkennzahlen haben sich die Erwartungen bezüglich flexiblerer Finanzkennzahlstrukturen und Covenant-lite-Aspekte ebenfalls erfüllt.

## **Viele Erwartungen an Unitranche-Finanzierungen haben sich erfüllt**

Verhandlungen der Interkreditorenvereinbarungen gestalten sich mangels einheitlicher Markt- und Dokumentationsstandards schwierig. Sie verlangsamen die Transaktionen.

Mittlerweile haben sich die neuralgischen Punkte bei der Verhandlung der Interkreditorenvereinbarungen herauskristallisiert, was die Verhandlungen beschleunigen wird. Es ist daher zu erwarten, dass sich die ursprünglich gehegten







Wie Banken nutzen Unitranche-Anbieter die vier üblichen Finanzkennzahlen Verschuldungsgrad, Schuldendienstdeckungsgrad, Zinsdeckungsgrad und Capital Expenditure. Dabei beschränken sie sich aber meist auf zwei oder drei der genannten Finanzkennzahlen.

Die Verschuldungsgrade bewegen sich bei den untersuchten Unitranche-Finanzierungen zwischen 4,5x und 5,5x EBITDA. Sie liegen damit oberhalb der derzeit bei Bankenfinanzierungen vereinbarten Verschuldungsgrade von 3,5x bis 4,0x EBITDA.

Zudem werden Finanzkennzahlen höhere Schwankungsbreiten (Headrooms) eingeräumt.

#### Finanzierungskosten

Wie erwartet, fallen die Finanzierungskosten bei

Unitranche-Finanzierungen höher als bei traditionellen Bankenfinanzierungen aus.

Verzinst werden Unitranche-Finanzierungen auf der Basis von EURIBOR bzw. LIBOR zuzüglich einer Marge. Diese liegt zwischen 5,5 % und 8 %. Margengitter wurden in der Regel nicht vereinbart. Dafür werden häufig Mindestzinssätze (Floors) zwischen 0,00 % und 1,25 % und Minimum Returns festgesetzt, die dem Kreditgeber eine Mindestrendite sichern.

#### Unitranche-Finanzierungen als Alternative zur Bankenfinanzierung

Viele der an Unitranche-Finanzierungen gestellten Erwartungen haben sich erfüllt. Unitranche-Finanzierungen sind tatsächlich eine Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung.

Dabei haben sich allerdings auch Partnerschaften zwischen Unitranche-Anbietern und Banken entwickelt. Banken können mit ihren traditionellen Dienstleistungen wie z.B. revolvingierenden Betriebsmittelkreditlinien und Absicherungsgeschäften (Hedging) einen Mehrwert schaffen. Zudem können sie als Agent oder Sicherheitstreuhänder agieren.

Es bleibt abzuwarten, ob die Zahl der Unitranche-Finanzierungen und die Finanzierungssummen im neuen regulatorischen Umfeld weiter steigen. Insbesondere für die Finanzierung kleinerer und mittlerer Unternehmen werden Unitranche-Finanzierungen als Alternative zur Bankenfinanzierung dringend benötigt.

Von links:

Dr. Jens Linde (P+P),  
Dr. Klaus Petersen (BlueBay  
Asset Management),  
Michael Schuhmacher (P+P)

