

# Gute Zeiten für Kreditnehmer

## Akquisitionsfinanzierungen im aktuellen Marktumfeld

Dr. Jens Linde und Michael Schuhmacher (beide P+P)



rotz eines weitgehend stabilen Marktumfeldes, niedriger Zinsen und hoher Liquidität schwächt der Markt für Akquisitionsfinanzierungen im Jahr 2016. Grund dafür ist vor allem die zu geringe Anzahl an fremdfinanzierten M&A-Transaktionen.

Aufgrund des hohen Wettbewerbs- und Investitionsdrucks sind die Preise für Unternehmen im deutschen Markt in den vergangenen Monaten stark angestiegen. Infolgedessen haben sich einige der potentiellen Käufer eine gewisse Zurückhaltung auferlegt. Diese Zurückhaltung schlägt sich unmittelbar am Akquisitionsfinanzierungsmarkt nieder, der am Tropf des M&A-Marktes hängt. Auch das Abebben der Restrukturierungs- und Refinanzierungswelle, die noch 2015 für einen lebendigen Finanzierungsmarkt sorgte, erhöht den Bedarf an neuen M&A-Transaktionen. Hinzu kommt, dass immer mehr potentielle Kreditgeber auf den Akquisitionsfinanzierungsmarkt drängen und Akquisitionsfinanzierungen anbieten. Entsprechend kann man den Akquisitionsfinanzierungsmarkt aktuell als Kreditnehmermarkt bezeichnen.

### Unitranche-Finanzierungen haben sich am Akquisitionsfinanzierungsmarkt etabliert

Unitranche-Finanzierungen sind im Bereich der Akquisitionsfinanzierung europaweit weiterhin auf dem Vormarsch. So konnten die sechs größten Kreditfonds die Zahl ihrer europäischen Kreditgeschäfte im vergangenen Jahr um durchschnittlich 36 % steigern. Dabei entfiel der überwiegende Teil der Kreditvergaben auf Unitranche-Finanzierungen. Im Gegensatz zum europaweiten Trend stagniert der Marktanteil der

Kreditfonds in Deutschland allerdings, u.a. wegen Spekulationen über eine stärkere Regulierung. Nachdem die neuen Anforderungen an Kreditfonds nun auf dem Tisch liegen, bleibt abzuwarten, ob diese Stagnation im Jahr 2016 überwunden werden kann. Einige Banken haben auf den Vormarsch der Unitranche-Finanzierungen reagiert, indem sie Kooperationen mit Kreditfonds eingegangen sind und sich als Super-Senior-Kreditgeber an den Unitranche-Finanzierungen beteiligt haben. Andere versuchten, dem Vormarsch der Kreditfonds mit besseren Konditionen, mehr Flexibilität und einer Aufweichung der

### Die Konkurrenz zwischen Banken und Kreditfonds wächst

Kreditbedingungen entgegenzutreten. Unabhängig von Konditionen und Kreditbedingungen kann aus Kreditnehmersicht eine klassische Bankenfinanzierung einer Unitranche-Finanzierung vorzuziehen sein. Durch ein Bankenkonsortium verringert sich die Abhängigkeit von einzelnen Kreditgebern. Investoren und Unternehmen schätzen zudem die Verbindlichkeit der Finanzierungszusagen von Banken, auch wenn sich der Kreditgenehmigungsprozess mitunter als schwierig und langwierig erweist. Banken können im Gegensatz zu Kreditfonds auch die Bedürfnisse der kreditnehmenden Unternehmen nach klassischen Bankdienstleistungen – wie z.B. Fremdwährungskonten und Zins- und Wechselkurssicherungsgeschäften – befriedigen. Die ersten Erfahrungen mit externen Agenten und Sicherheitstreuhändern, derer sich Kreditfonds teilweise bedienen müssen, haben zudem gezeigt, wie wertvoll eine in der Erfüllung dieser Aufgaben erfahrene Bank



Dr. Jens Linde (P+P), Nina Siegfried (ING Bank), Gerd Bieding (Altium Capital), Michael Schuhmacher (P+P)

sein kann. Wenige bis keine Erfahrungen gibt es bisher dazu, wie sich Kreditfonds verhalten, wenn ein Kreditnehmer in eine Krise gerät. Auch dies lässt Investoren und Unternehmen bei der Auswahl ihres Finanzierungspartners (wieder) genauer hinschauen. Zusammenfassend kann man daher sagen, dass sich die von Kreditfonds angebotenen Unitranche-Finanzierungen mittlerweile als Alternative zur klassischen Bankenfinanzierung auf dem Akquisitionsfinanzierungsmarkt etabliert haben. Der erste Hype um die Unitranche-Finanzierungen hat sich allerdings wieder etwas gelegt. Kreditnehmer wägen Vor- und Nachteile genau ab, bevor sie zur teureren Unitranche greifen.

### Keine Abkehr von der strukturellen Subordination

In struktureller Hinsicht sind die im derzeitigen Marktumfeld diskutierten Trends überschaubar. Dem US-Trend folgend versuchen Kreditnehmer vereinzelt, in den Verhandlungen anstatt einer sogenannten strukturellen Subordination nur eine vertragliche Subordination zu erreichen. In europäischen Akquisitionsfinanzierungen finden sich üblicherweise doppelstöckige Finanzierungsstrukturen. Die Doppelstöckigkeit in der Struktur ermöglicht die strukturelle Subordination verschiedener Kreditgeber- bzw. Gläubigergruppen. Unter dem Begriff der strukturellen Subordination versteht man einen in der gesellschaftsrechtlichen Struktur begründeten Nachrang einer Gläubigergruppe gegenüber einer anderen Gläubigergruppe. Ein Nachrangverhältnis kann aber auch durch bloße vertragliche Regelungen, also durch eine sogenannte vertragliche Subordination erreicht werden.

### Ein Nachrangverhältnis kann auch durch bloße vertragliche Regelungen erreicht werden

Im Unterschied zur strukturellen Subordination gewähren bei einer vertraglichen Subordination die nachrangigen und vorrangigen Gläubiger auf der gleichen gesellschaftsrechtlichen Ebene Kredite. In Europa, insbesondere in Kontinentaleuropa, ist die strukturelle Subordination die Regel. Ein wichtiger Grund dafür liegt darin, dass in einigen europäischen Rechtsordnungen Zweifel an der Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit vertraglicher Nachrangregeln im Fall einer Insolvenz des Kreditnehmers bestehen. Auch wenn in den USA die vertragliche Subordination üblich ist, bleibt in Europa die strukturelle Subordination die Marktpraxis. Eine Abkehr von der strukturellen Subordination ist, auch angesichts der beschriebenen Rechtsunsicherheiten, nicht zu erkennen.

### Angriff auf den Zero Floor

Bei Akquisitionsfinanzierungen ist der zu zahlende Zins üblicherweise an einen Referenzzinssatz wie EURIBOR oder LIBOR gekoppelt. Im aktuellen Marktumfeld liegen diese Referenzzinssätze im negativen Bereich. In Zeiten ohnehin dünner Kreditmargen frisst ein negativer Referenzzinssatz die Zinsmargen der Kreditgeber noch zusätzlich

auf. Kreditverträge enthalten deshalb standardmäßig sogenannte Zero-Floor-Klauseln. Mit diesen legen die Kreditgeber vertraglich fest, dass der Referenzzinssatz gleich null ist, falls er negativ wird. Der Kreditgeber erhält also immer mindestens die Marge. Kreditnehmer nutzen das aktuell für sie günstige Marktumfeld und greifen diese Standardklausel aus mehreren Gründen an. Zum einen kann ein Zero Floor dazu führen, dass die Regelungen, die im Kreditvertrag

### Aktuell wird am Akquisitionsmarkt vereinzelt wieder über Second-Lien-Kredite gesprochen

und einem unter dem Kreditvertrag verpflichtend abzuschließenden Zinnsicherungsgeschäft zur Zahlung von negativen Zinsen getroffen werden, auseinanderfallen. Kommen z.B. bei einem Zinsswap anders als im Kreditvertrag negative Zinsen in Anrechnung, so können sich die Finanzierungskosten für den Kreditnehmer erhöhen. Zum anderen ist es Kreditnehmern wirtschaftlich kaum zu vermitteln, dass sie auf ihre Einlagen Strafzinsen zahlen, bei ihren Kreditverbindlichkeiten aber nicht von den negativen Referenzzinssätzen profitieren sollen.

### Second-Lien- und Mezzanine-Finanzierungen spielen keine große Rolle

Besonders in den Jahren 2005 bis 2007 wurden nachrangige Finanzierungselemente wie Mezzanine-, PIK- oder Second-Lien-Kredite bei Akquisitionsfinanzierungen zur Schließung von Finanzierungslücken zwischen Kaufpreis und Seniorekreditlinien verwendet. Nach Ausbruch der Finanzkrise verschwanden diese nachrangigen Finanzierungselemente weitestgehend vom Markt. Aktuell wird am Akquisitionsfinanzierungsmarkt vereinzelt wieder über Second-Lien-Kredite gesprochen. Mezzanine-Kredite sieht man weiterhin kaum. Angesichts der hohen Liquidität am Finanzierungsmarkt ist mit einem erneuten Erstarken der Second-Lien- und Mezzanine-Kredite auch in naher Zukunft nicht zu rechnen.



## Trend zu kreditnehmerfreundlicheren Vertragsbestimmungen

Das kreditnehmerfreundliche Marktumfeld schlägt sich auch in der Dokumentation von Akquisitionsfinanzierungen nieder. Kreditnehmer bedienen sich nicht nur kreditnehmerfreundlicherer Kreditvertragsbestimmungen aus dem amerikanischen Markt, sondern übernehmen auch kreditnehmerfreundlichere Konzepte aus Unternehmensfinanzierungen in die Akquisitionsfinanzierungsdokumentation. Bildlich ausgedrückt picken sich Kreditnehmer die Rosinen aus den Dokumentationen heraus. Besonders intensiv wird in diesem Zusammenhang die Marktüblichkeit sogenannter Covenant-lite- bzw. Covenant-loose-Kreditverträge diskutiert. Was unter den Begrifflichkeiten Covenant-lite und Covenant-loose genau zu verstehen ist, ist unklar, sie werden für höchst unterschiedliche Vertragsge-

## Zurück zu Covenant-loose-Kreditverträgen

staltungen verwendet. Allgemein umschreiben sie Gestaltungen in Kreditverträgen, mit denen den Kreditnehmern ein „weniger enges Korsett“ an Finanzkennzahlen auferlegt wird. Schon mangels eines einheitlichen Begriffsverständnisses lässt sich nur schwer sagen, ob im aktuellen Marktumfeld Covenant-lite- oder Covenant-loose-Kreditverträge marktüblich sind. Traditionell gibt es auf dem

europäischen Markt, vor allem im Mid-Cap-Bereich, nur sehr wenige Covenant-lite- bzw. Covenant-loose-Kreditverträge. Insbesondere Banken halten an dieser Tradition fest. Allerdings schwappt auch dieser Trend zunehmend vom amerikanischen auf den europäischen Markt über. So wird im europäischen Akquisitionsfinanzierungsmarkt das Jahr 2015 teilweise als Jahr der Covenant-loose-Kreditverträge bezeichnet. Eine steigende Risikofreudigkeit der Kreditgeber und ein kreditnehmerfreundlicheres Umfeld drücken sich eben auch durch einen geringeren Einsatz und eine weniger restriktive Überprüfung von Finanzkennzahlen aus. Vor allem die beiden Kennzahlen Verschuldungsgrad und Zinsdeckungsgrad halten sich aber noch hartnäckig in den Kreditverträgen.

## Hoffnung auf Anziehen des M&A-Marktes

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld, gesunde Bilanzen und profitable Unternehmen nähren weiterhin die Erwartung, dass der M&A-Markt zum Ende des Jahres 2016 hin anzieht. Dies wird auch den Akquisitionsfinanzierungsmarkt beleben. Dabei werden die niedrigen Zinsen, die hohe Liquidität und der Wettbewerbsdruck die Konditionen und Kreditbedingungen im Akquisitionsfinanzierungsmarkt weiter aufweichen. Die Europäische Zentralbank beobachtet diese Entwicklung bereits jetzt mit gewisser Sorge. Da das Risikoprofil von Akquisitionsfinanzierungen sich doch erheblich vom Risikoprofil solider Unternehmensfinanzierungen unterscheidet, werden dabei nicht alle kreditnehmerfreundlichen Trends ihren Weg in die Akquisitionsfinanzierungsdokumentation finden.

