

# Aktuelle Entwicklungen am Konsortialkreditmarkt

Von Dr. Philipp Schäfer



**Dr. Philipp Schäfer**  
ist Rechtsanwalt  
in der Kanzlei  
CMS Hasche Sigle.

***Der Konsortialkreditmarkt in Deutschland kommt wieder in Schwung. Flexibilität ist gefragt, um mit den sich ständig ändernden Anforderungen des Marktes Schritt zu halten.***

Langsam, aber sicher nimmt der mit der Finanzkrise unter Druck geratene Konsortialkreditmarkt in Deutschland wieder Fahrt auf. Die Marktteilnehmer sind zwar nach wie vor ausgesprochen vorsichtig. Auch werden Restrukturierungen und Refinanzierungen die Praxis schon mit Blick auf die vielfach auslaufenden Senior- und Mezzanine-Finanzierungen weiter beschäftigen. Doch sind Anzeichen dafür nicht zu übersehen, dass der Primärmarkt sich belebt. Gerade Projektfinanzierungen für erneuerbare Energien werden verstärkt angefragt. Der anziehende M&A-Markt bringt Akquisitionsfinanzierungen mit sich.

In den vergangenen drei Jahren stand der europäische Konsortialkreditmarkt auf dem Prüfstand. Die gängige Marktpraxis, die allgemeinen Einschätzungen und Annahmen zu den Markt-, Kredit- und Rechtsrisiken und die Dokumentationsstandards mussten kritischer Überprüfung standhalten. Bei zukünftigen Finanzierungen und Investitionsentscheidungen sowie der dazugehörigen rechtlichen Dokumentation ist den vorläufigen Ergebnissen dieser Überprüfung Rechnung zu tragen. Es ist also an der Zeit, einen Blick auf die aktuellen Entwicklungen zu werfen und die neuen Standards zu hinterfragen.

## **Loan Market Association**

Der Dokumentationsstandard der Loan Market Association (LMA) ist auch in Deutschland

nach wie vor das Maß der Dinge. Die aktuellen Bemühungen der großen Bankengruppen und der Frankfurt School of Finance & Management, einen eigenen deutschsprachigen Standard zu erarbeiten, haben noch nicht zu marktrelevanten Ergebnissen geführt. Ob es Sinn ergibt, sich in Deutschland vom europäischen Standard zu lösen, ist überdies fraglich. Zielführender wäre es, zusammen mit der LMA deren Dokumentation offiziell auf das deutsche Recht hin zu überprüfen und anzupassen. Bislang hält die LMA nur ein Multicurrency Term and Revolving Facility Agreement nach deutschem Recht vor.

Im aktuellen deutschen wie auch im englischen Multicurrency Term and Revolving Facility Agreement, wie auch bei den anderen Vertragsmustern der LMA, sind kaum wesentliche Änderungen zu finden. Lediglich die Regelung zur Geheimhaltung ist stark überarbeitet und ausgebaut worden. Außerdem gab es einige wenige Anpassungen der steuerrechtlichen Regelungen. Für bestimmte Hedging-Transaktionen und Zins- oder Währungsmanagementoperationen sieht die negative Pledge-Klausel nun eine Ausnahme vor. Kreditnehmer haben jetzt unter besonderen Umständen das Recht, den Austausch eines Kreditgebers zu verlangen. Kreditgeber dürfen ihre Rechte aus den Finanzierungsdokumenten zur Sicherheit für Verbindlichkeiten abtreten, verpfänden oder sonst belasten. Aus Sicht der den Ton angegebenden Kreditgeberseite scheint sich die Finanzkrise auf die Konsortialkreditdokumentation kaum auszuwirken. Inso-

weit erweist sich die Dokumentation als weitgehend krisensicher.

## **Refinanzierungen und Restrukturierungen**

Ein Blick auf die bei Refinanzierungen und Restrukturierungen gerne diskutierten Themen bestätigt diesen Eindruck. Überwiegend geht es um kaufmännische Fragen: Über Zins- und Margenanpassungen, die Gebühren, die Laufzeit und die Rückzahlungsmodalitäten wird intensiv verhandelt. Im gleichen Zug passen die Beteiligten auch die Informations- und Berichtspflichten sowie die finanziellen und generellen Pflichten des Kreditnehmers an. Regelmäßig wird die Befugnis, außerhalb des normalen Geschäftsgangs über wesentliche Vermögensgegenstände zu verfügen oder diese zu belasten, weiter eingeschränkt. Werden die maßgeblichen Finanzierungsverträge – allen voran der Kreditvertrag selbst – einmal angefasst, so bietet sich mitunter die Gelegenheit, die Verträge insgesamt an den Marktstandard anzugleichen.

Herausgegriffen sei der Trend zur variablen Marge sowie zur Behandlung von in die Krise geratenen Kreditgebern: Die Kapitalbeschaffungskosten hängen bei variablem Zinssatz maßgeblich von Zins und Marge ab. Der Zinssatz richtet sich bei Euro-Darlehen nach dem Euro-InterBank-Offered-Rate-Zinssatz (Euribor) für Termingelder im Interbankengeschäft. Die Marge vereinbaren die Parteien nicht selten fix. Immer häufiger werden die Margen aber auch variabel ausgestaltet. Abgestellt wird dabei auf ausgesuchte Finanzkennzahlen des Kreditnehmers, insbesondere den Verschuldungsgrad. Unter Umständen spielt der Kreditausfallversicherungs-Spread oder -Index eine Rolle. Zugleich definieren die Vertragspartner meist eine Unter- wie auch eine Obergrenze der Marge. Durch die variable Ausgestaltung der Marge soll eine risikogerechtere Verzinsung erreicht werden. Die Untergrenze der Marge hat sich gerade in schwieriger Marktumfeld als wichtiger Anreiz für die Kreditgeberseite erwiesen,

sich an Finanzierungen überhaupt zu beteiligen. Strengere Regeln für den Fall von Marktverwerfungen unterstützen das Bestreben, den Kreditmarkt bei markt- und risikogerechter Verzinsung aufrechtzuerhalten und wieder in Schwung zu bringen.

An einem in die Krise geratenen Kreditgeber muss der Kreditnehmer nicht mehr festhalten. Unter besonderen Umständen räumen die LMA-Standards daher dem Kreditnehmer das Recht ein, den Austausch eines Kreditgebers zu verlangen. Damit einher geht das Interesse der übrigen Kreditgeber, nicht mehr mit einem kritischen Kreditgeber zusammenarbeiten zu müssen. Harte Kriterien, nach denen bewertet wird, ob sich ein Kreditgeber in der Krise befindet, haben sich noch nicht herausgebildet. Spannend zu beobachten wird sein, ob und inwieweit zwischen dem säumigen Kreditgeber und dem lediglich in Schieflage gekommenen Kreditgeber unterschieden wird. Als Vorstufe zum Austausch mag es gerade beim noch nicht säumig gewordenen Kreditgeber im Interesse aller Beteiligten sein, zunächst lediglich die Rechte des betroffenen Kreditgebers einzuschränken, etwa durch Einschränkung der Stimmrechte und Anpassung der Ausschüttungsmechanismen.

## **Syndizierung**

Zur Hochzeit der Krise gab es auffallend viele Club Deals, die wiederum ein durchschnittlich höheres Volumen erreichten als in Vorkrisenzeiten. Das Engagement der finanzierenden Banken war stark regional ausgerichtet, institutionelle Investoren hielten sich zurück. Zwischenzeitlich hat der in Europa traditionell vorherrschende Underwritten Deal wieder nahezu die Alleinherrschaft übernommen. Hierbei sagt der Arrangeur in einem ersten Schritt die komplette Finanzierung zu, um in einem zweiten Schritt den Kredit zu syndizieren. Nicht zu verkennen ist dabei allerdings eine Tendenz zur Platzierung ohne Risikoübernahme durch das Konsor-

tium. Die Konditionen der Finanzierungszusage werden verstärkt flexibel ausgestaltet. Sollte der Kredit sich als nicht syndizierbar erweisen, kann der Kreditgeber, der die Finanzierung zugesagt hat, in Grenzen die Gebühren oder sogar die Marge anpassen. Das in den USA schon länger zu beobachtende Instrument der Market-flex Language konnte sich in Europa lange nicht durchsetzen. Erst kurz vor der Finanzkrise waren erste Anpassungsmechanismen zu beobachten. Von der überschießenden Liquidität im Markt und den damit einhergehenden verbesserten Konditionen haben so vor allem die Kreditnehmer profitiert. Zwischenzeitlich lassen Market-flex-Klauseln Anpassungen in beide Richtungen zu. Während der Krise verschärfen sich in der Regel die Kreditkonditionen.

Neben der flexibleren Ausgestaltung der Kreditzusage wird die Finanzierung strukturell flexibler ausgestaltet. Nicht zuletzt um die Syndizierung des Kredits zu erleichtern, erhält der Kreditgeber und Arrangeur vermehrt die Möglichkeit, die Struktur der Finanzierung auf Kreditgeberseite den konkreten Marktbedingungen entsprechend anzupassen. Die Verteilung zwischen erster, zweiter (first und second Lien) sowie Mezzanine-Tranche kann je nach Liquidität im Markt so geändert werden, dass im Interesse des Kreditgebers, der die Finanzierung zu-

sagt, eine Beteiligung weiterer Kreditgeber ermöglicht wird. Im Interesse des Kreditnehmers bleiben die Finanzierungskosten so möglichst gering. Second Lien Loans spielen dabei allerdings derzeit praktisch keine Rolle.

### **Belastbare Dokumentationsstandards**

Restrukturierungen und Refinanzierungen stehen auch weiterhin im Mittelpunkt des Interesses. Vielfach verändern die Beteiligten dabei lediglich die Konditionen. Mitunter ist es aber unumgänglich, stärker in die Strukturen der Finanzierung einzugreifen. Der Versuch, allen abstrakt denkbaren Szenarien gerecht zu werden und jedes Risiko der Beteiligten abzufangen, wird allerdings scheitern. Immerhin kommt der Markt etwa durch die flexible Ausgestaltung der Gebühren und Margen und durch die Stärkung der Kreditnehmerrechte im Falle der Säumnis eines Kreditgebers einer risiko- und interessengerechten Ausgestaltung der Kreditdokumentation etwas näher. Zugleich wird der Wunsch aller Beteiligten deutlich, den sich ständig ändernden Anforderungen des Marktes möglichst flexibel begegnen zu können. Die Vertragsdokumentation neuer Finanzierungen trägt diesem Trend schon jetzt Rechnung. Insgesamt haben sich die Dokumentationsstandards als rechtlich belastbar erwiesen.