

Grosskredite könnten in der Schweiz billiger sein

Zu moderater Wettbewerb um Finanzierungsstrukturen – Optimierung von Kosten und Risiken

Daniel H. Brüllmann

In Europa nutzen die Unternehmen die Gunst der Stunde, um ihre Finanzierungsstrukturen zu einmalig günstigen Konditionen längerfristig selbst zu sichern und zu optimieren. Die Schweiz ist in dieser Hinsicht für die meisten Unternehmen noch eine durch beschränkte Eigeninitiative tolerierte Hochpreisinsel.

Trotz geringer Beanspruchung des Kapitalmarkts für Unternehmensanleihen werden, obschon wenig Bedarf an neuem Geld besteht, flexiblere Kredite wie kaum zuvor abgeschlossen. Die bereits im letzten Jahr günstigen Bedingungen haben sich nochmals zu Gunsten der Kreditnehmer verbessert. Die von Loan Pricing Corp. berechnete durchschnittliche Marge europäischer syndizierter Kredite, deren Volumen in Europa im ersten Quartal mit 227 Mrd. \$ dank vorzeitigen Refinanzierungen auf einem Höchst ist, fiel mit einem BBB-Rating erstmals seit der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre klar unter 0,3%.

Wirksame Eigeninitiative

Schweizer Unternehmen scheinen die Gunst der Stunde weniger zu nutzen als ihre aggressiveren europäischen Gegenspieler. Es gibt jedoch Ausnahmen wie Holcim, die sich mit einem BBB+-Rating im ersten Quartal 1,6 Mrd. £ zu 0,275–0,30% über Libor gesichert hat. Auch Clariant konnte die erst vor Jahresfrist zu 0,75% abgeschlossene Finanzierung über 750 Mio. Fr. durch eine wie-

derum fünfjährige zu 0,3% mit Überzeichnung ablösen.

Selbstbewusste Unternehmen haben auch, statt günstiger zu refinanzieren und die sofortige Abschreibung von früher wesentlichen einmaligen Kosten auszulösen, die gleichen Ziele mit Amendments, also Anpassungen der bestehenden Verträge, verfolgt und in der Regel problemlos erreicht. Die mit einem Rating von BB eingeschätzte Alcatel hat die Mitte 2004 vereinbarten Margen um ein Drittel reduziert und die Laufzeit wesentlich verlängert.

Nicht weniger kreditnehmerfreundlich ist der Markt für fest zu übernehmende Kredite mit höherem Verschuldungsgrad. Da sind die bis vor einem Jahr nur in seltenen Ausnahmen erhältlich gewesenen Konditionsanpassungen in Form von Reverse flexes zu Gunsten der Kreditnehmer während der Plazierung nun fast zur Regel geworden. Auch in der Schweiz soll in der im März gemachten Refinanzierung der Hirslanden-Gruppe für die britische BC Partners deswegen keine Bank abgesprochen sein. So genannte Self arranged oder Club deals, die vom Kreditnehmer selbst oder von einem bankenunabhängigen Berater koordiniert sind, haben sich in den letzten zwei Jahren, vorab in Deutschland und Frankreich, nach dem Muster britischer Pioniere wie Vodafone und BAT etabliert. Beispiele sind Metro und Accor.

In Grossbritannien kommt bereits über ein Viertel aller syndizierten Kredite ohne eine Bank in der Rolle des echten Federführers aus. Die durchaus guten Erfahrungen haben dazu geführt, dass Kreditnehmer rea-

lisiert haben, dass so neben wesentlichen Kosteneinsparungen auch kleinere Syndikate mit stärker engagierten Teilnehmern entstehen, welche ihren Bedürfnissen besser entsprechen. Ohne Zusatzkosten für den Kreditnehmer wird den mit den grössten Beträgen partizipierenden Banken, ungeachtet ihrer wirklichen Rolle, der Titel des Arrangers angeboten, damit sie zumindest auf dem Papier ihre Ränge in den League tables behalten können.

Arranger statt Federführer

Den Banken entgehen neben den Honoraren auch die lukrativen Möglichkeiten des Federführers, wegen der Nachfrage kleinerer, oft opportunistischer Teilnehmer stark reduzierte Abschlusskommissionen zu entrichten oder sogar die Zinsmargen nur teilweise weiterzugeben. Die Standardisierung der Dokumentationen hat dazu geführt, dass die früher stark vom Federführer abhängige Akzeptanz von Kreditstrukturen und -verträgen heute einfacher zu erreichen ist. Dies gilt auch für Anpassungen bestehender Kredite.

Banken und auf Kredite spezialisierte Anlagefonds verfügen zurzeit über grosse Liquidität und oft ungestillten Appetit nach Kreditrisiken, die in den besseren Bonitätsklassen oder sonst im angestrebten Kreditportfolio untervertreten sind. Letzteres trifft in der Schweiz vorab für ausländische Anbieter zu.

Preiskampf und Trend zu Club deals können auch für gewisse verbleibende Banken vorteilhaft sein. In kleineren, von den

Kreditnehmern bestimmten Syndikaten sichern sie sich einen wesentlich besseren Zugang zu den Entscheidungsträgern für Zusatzgeschäfte als in grossen, die durch die Federführer dominiert werden. Dennoch sind in der Schweiz ohne federführende Bank strukturierte Syndikatskredite noch rar. Zum einen sind sie für den Treasurer Neuland und aufwendig, sofern nicht die Koordination gleichwohl ausgelagert wird. Zum anderen wird das Geschäft in der Schweiz, mit Ausnahme jenes mit einigen Grosskonzernen, noch von wenigen dominierenden Banken geprägt. Sobald der Glaube an die Rolle der grössten Hausbank als Retter in der Not schwinden sollte, dürfte auch deren Prädestinierung zum bestbezahlten Federführer wie in unseren Nachbarländern schwinden.

Die Entwicklung der Treasury-Systeme wird weitere Massnahmen auslösen, die Optimierungen von Kosten und Risiken auf beiden Seiten der Bilanz aufzeigen. Dies erfordert – und begünstigt – adäquate Finanzierungsstrukturen auf Konzernebene. Oft können aber nicht alle verfügbaren Möglichkeiten durch die intern zur Verfügung stehenden Ressourcen mit der gewünschten Geschwindigkeit bewältigt werden, haben doch die mit dem Wachstum des operativen Geschäfts enger zusammenhängenden Aufgaben wie Akquisitionen in der Regel eine höhere Priorität.

Dr. Daniel H. Brüllmann, Zug, ist Initiator von arranger.ch. Während der letzten Jahre leitete er die Kreditsyndizierung einer Grossbank.