

Attraktive Konditionen syndizierter Kredite

Investmentbanken erhoffen sich lukrative Zusatzgeschäfte

Von Daniel H. Brüllmann*

Das Emissionsvolumen syndizierter Bankkredite übersteigt in der Schweiz jenes der Unternehmensanleihen deutlich. Ein Grossteil dieser Kredite stammt von Unternehmen mit guter Bonität und wird vor allem unter Banken aufgeteilt. Dagegen werden die risikoreichen Tranchen zunehmend von professionellen Anlegern nachgefragt.

Übersteigt ein Kredit die Risikokapazität einer Bank, wird er typischerweise unter verschiedenen Kreditgebern aufgeteilt. Bei dieser sogenannten Syndizierung wird der Kredit durch einen oder mehrere Federführer («Arranger») in einzelne Tranchen strukturiert. Den Federführern tritt darauf eine Vielzahl von Kreditgebern bei, welche durch einen «Bookrunner» zu einer oder mehreren Syndikationsrunden eingeladen werden. Die ersten an einem solchen Syndikat beteiligten Banken können als «Underwriter» innerhalb kurzer Zeit Finanzierungszusagen in Milliardenhöhe abgeben, wie dies beispielsweise für Firmenübernahmen grösseren Ausmasses notwendig ist. Ein guter Arranger versteht es, solide Kreditstrukturen zu bilden und die Syndikate so zusammenzustellen, dass deren längerfristige Stabilität gewährleistet ist. So können die Teilnehmer ein enges Verhältnis zu den Kreditgebern aufbauen, welches über deren Investition geht und somit auch unvermeidliche schlechtere Zeiten übersteht.

Kostengünstige Finanzierungsquelle

Obschon manche Kreditnehmer über einen guten Zugang zum Anleihenmarkt verfügen, nehmen sie auch syndizierte Kredite auf. Im Gegensatz zu Anleihen müssen syndizierte Kredite nicht zwingend beansprucht werden. Die Verfügbarkeit der Mittel wird aber über die ganze Laufzeit zu vereinbarten Konditionen sichergestellt. Dieser Abschluss von mittel- bis langfristigen Kreditlimiten wird in der Regel sowohl von Rating-Agenturen als auch vom Aktienmarkt positiv honoriert. Allein in der Schweiz werden syndizierte Kredite – ab 50 Mio. Fr. pro Transaktion – im Umfang von jährlich rund 30 Mrd. Fr. neu aufgelegt. Dies übersteigt das Volumen der Neuemissionen von Unternehmensanleihen deutlich. Die Konditionen für syndizierte Kredite sind in der Schweiz zurzeit günstig. Zum einen nehmen die Unternehmen – konjunkturell bedingt – tendenziell weniger Kredite auf. Zum anderen sind Investmentbanken vermehrt an einer prominenten, langjährigen Präsenz in einem Syndikat interessiert. Sie erhoffen sich lukrative Zusatzgeschäfte. Für Kreditnehmer mit Anlagequalität («investment grade») bewegen sich die Margen, die über den Liborzinssatz hinaus bezahlt werden, in der Regel im tiefen zweistelligen Basispunkte-Bereich. Dies ist vergleichbar mit den Spreads, welche Unternehmen mit gleicher Bonität bei Anleihen über den Swap-Satz zahlen.

Vergleicht man den ereignisbezogenen, also beispielsweise für Akquisitionen benötigten Anteil an syndizierten Krediten mit dem nichtereignisbezogenen, für allgemeine Betriebsfinanzierung eingesetzten Anteil, stellt man fest, dass letzterer in den vergangenen Jahren klar überwiegt. In der Schweiz fanden in der jüngeren Vergangenheit relativ wenig kreditfinanzierte Grossakquisitionen statt.

Nischenmarkt für Hedge-Funds

In letzter Zeit wurden syndizierte Kredite vermehrt mit Hedge-Funds in Zusammenhang gebracht (vgl. NZZ vom 8. 7. 04). Dies betrifft jedoch nur einen vergleichsweise kleinen Teil des Marktes, denn ein Grossteil der syndizierten Kredite stammt von Unternehmen mit guter Bonität und wird grösstenteils von Banken bereitgestellt. Bei den riskanteren Krediten handelt es sich um die risikoreichsten Tranchen von syndizierten Krediten mit hohem Verschuldungsgrad. Kredite, welche bis an die Grenzen der Verschuldungskapazität eines Unternehmens gehen, werden in der Regel in Tranchen strukturiert, um deren gestaffelte Rückzahlung sicherzustellen. Solche Tranchen unterscheiden sich bisher hauptsächlich nach der Art der Benutzung: fest oder variabel, in Form von Vorschüssen, Garantien oder nach Laufzeit. Tranchen mit längeren Laufzeiten über fünf bis acht Jahre, welche oft an die Grenzen des Risikoappetits der Banken stossen, werden zunehmend von Nichtbanken gezeichnet. In den USA waren dies bisher hauptsächlich Hedge-Funds, in Europa Versicherungen und spezialisierte Fonds. Während sich Letztere beim Einsatz ihrer Mittel an genaue Vorschriften halten müssen, sind Hedge-Funds weitgehend frei. In der Schweiz wurde diese Entwicklung durch fiskalische Bestimmungen zu Stempel- und Verrechnungssteuer gehemmt.

Unterangebot hochverzinslicher Kredite

In letzter Zeit gleichen sich in den Vereinigten Staaten die rückläufigen Margen langsam dem europäischen Niveau an. Da diese für Hedge-Funds knapp werden, weichen sie nun oft auf weitere, besser rentierende nachrangige Tranchen aus. Im Konkursfall erhalten die Gläubiger in den sogenannten Second-Lien-Tranchen erst nach jenen in den vorangehenden Tranchen, jedoch noch vor den unbesicherten oder nachrangigen Gläubigern Zugriff auf die Aktiven, welche den Kredit sicherstellen. Diese Differenzierung bedeutet bessere Konditionen der vorangehenden Tranchen, in der Regel Margen über dem Liborzinssatz bis rund 3%, und Margen von 5% bis 8% für die Second-Lien-Tranchen, die so das Interesse von Hedge-Funds wecken. In den USA hat sich die Nische für Second-Lien-Tranchen bereits zu einen Milliardenmarkt entwickelt. In Europa kamen solche Instrumente erst wenige Male und nur bei anspruchsvolleren Transaktionen zum Zug. Und auch dort sprachen hauptsächlich Hedge-Funds aus den USA auf das Angebot an. Zurzeit herrscht Skepsis, ob dem hiesigen Markt für Second-Lien-Tranchen der Durchbruch gelingen wird. Eine grundlegende Veränderung dürfte aufgrund der bereits reichlich vorhandenen Liquidität kaum realistisch sein. Daran wird sich nichts ändern, solange die Margen im Verhältnis mit dem bescheidenen Potenzial zur Optimierung des Portfoliomanagements und der Kapitalunterlegung so knapp wie heute bleiben.

Anders sieht es heute dank ständig fortschrei-

tender Standardisierung der Dokumentation im Sekundärmarkt aus. Dort ist eine vermehrte Tätigkeit von Hedge-Funds im Handel mit syndizierten Krediten, die mit einem Abschlag zum Nominalwert gehandelt werden, zu beobachten. Dabei handelt es sich sowohl um Funds, die auf «Distressed Assets» spezialisiert sind, als auch um solche, deren Strategien auf «Relative Value» basieren und welche die relativ träge Reaktion der Kreditbewertungen gegenüber jenen von Anleihen durch Arbitrage auszunützen versuchen.

* Dr. Daniel H. Brüllmann ist «Head of Loan Syndication» bei UBS Wealth Management & Business Banking in Zürich.