

Grundlagen der Fremdfinanzierung

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Verzinsungs- und Tilgungsmodalitäten

Der **Idealtyp eines Fremdfinanzierungskontraktes** kann in der Weise charakterisiert werden, dass

- die während der Kontraktlaufzeit bestehenden Zins- und Tilgungsansprüche unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Schuldnerunternehmens fest vereinbart sind,
- dem Geldgeber keinerlei Mitwirkungs- und Kontrollrechte zustehen und
- dem Geldgeber bei Insolvenz des Schuldnerunternehmens, die Position eines (vorrangigen) Gläubigers zukommt.

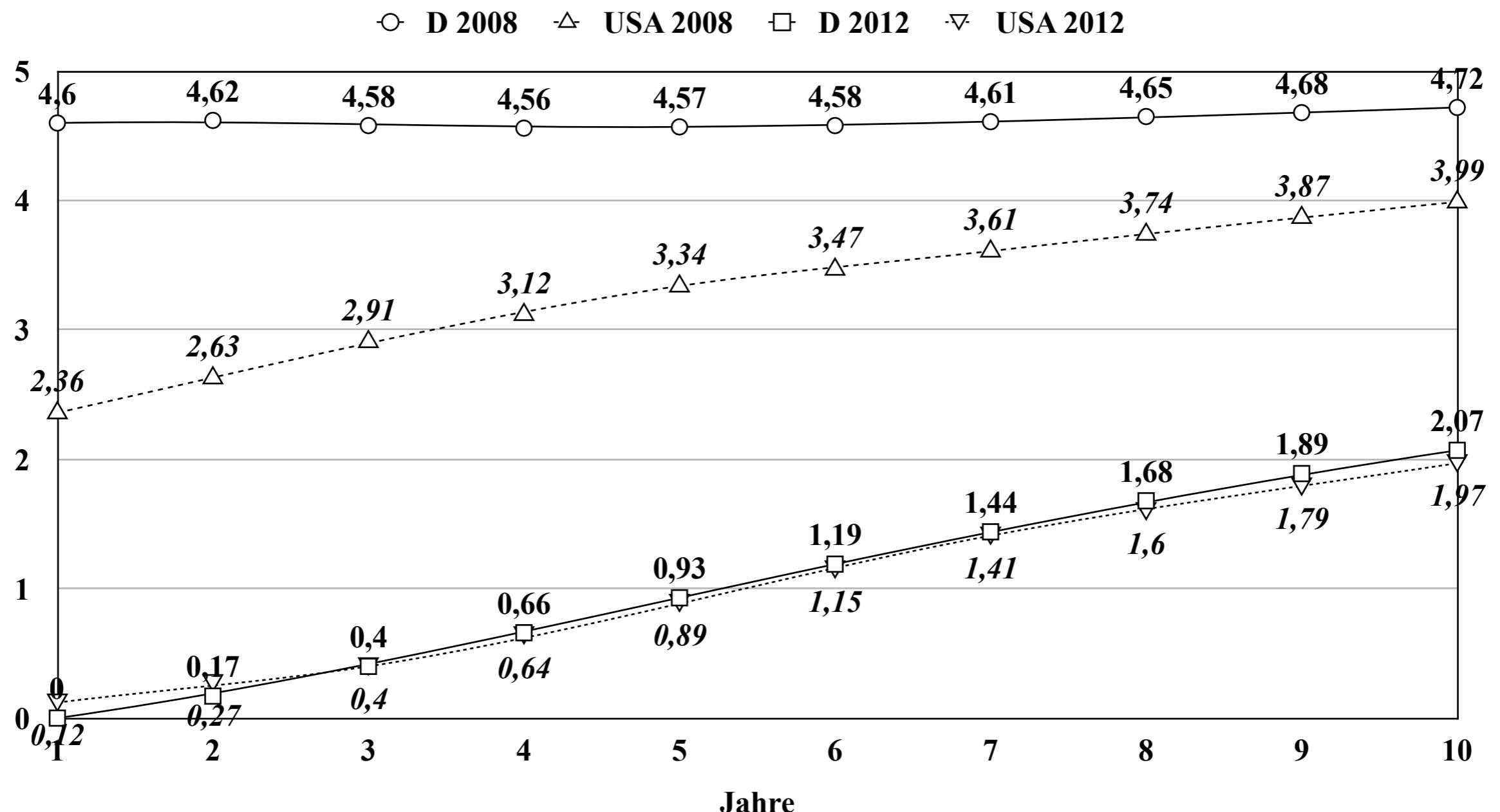
Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Das Großengefüge der aus entsprechenden Marktbeobachtungen ableitbaren laufzeitbezogenen Marktrenditen bezeichnet man allgemein als **Zinsstruktur**. Dabei spricht man

- von einer **steigenden oder auch „normalen“ Zinsstruktur**, wenn die Renditen um so größer sind, je weiter der zeitliche Abstand vom Betrachtungszeitpunkt ist, also $i_1^* < i_2^* < i_3^* < \dots$ gilt,
- von einer **fallenden oder auch „inversen“ Zinsstruktur**, wenn gerade die entgegengesetzten Größenbeziehungen vorliegen, und
- von einer **flachen Zinsstruktur**, wenn die Renditen (zumindest annähernd) übereinstimmen, im Idealfall also $i_1^* = i_2^* = i_3^* = \dots$ gilt.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

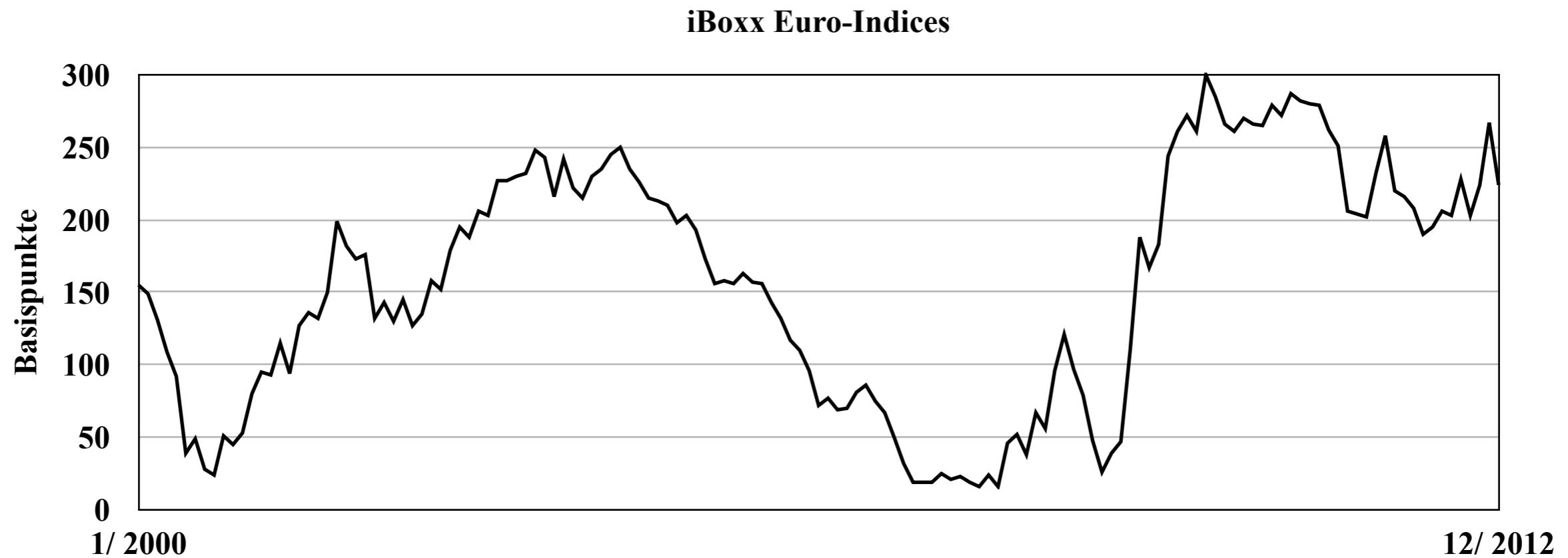
Rendite öffentlicher Anleihen in Deutschland und den USA (Stand 30. Juni 2008 und 3. Januar 2012)



Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Man erkennt, dass die Zinsstruktur von Währung zu Währung und darüber hinaus im Zeitablauf variiert.

**Renditedifferenz zwischen ein- bis dreijährigen
Bundeswertpapieren einerseits und länger als zehn Jahre
laufenden Bundeswertpapieren andererseits seit 2000:**



Quelle: Barclays Capital (average monthly yields)

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Finanzkontrakte mit fix vereinbartem Rückzahlungsstrom

Finanzkontrakte mit fix vereinbartem Rückzahlungsstrom sind die einfachste Form eines Fremdfinanzierungskontraktes. Sie sind dadurch gekennzeichnet, dass die *vereinbarten* Rückzahlungen

- nicht nur von der wirtschaftlichen Entwicklung des Schuldnerunternehmens unabhängig sind,
- sondern auch keinerlei sonstigen unsicheren Einflussfaktoren unterliegen, also dem Betrag nach vollständig fest vereinbart sind.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Finanzkontrakte mit fix vereinbartem Rückzahlungsstrom

Als **Standardtyp** eines solchen Finanzkontraktes soll dabei eine durch folgende Elemente gekennzeichnete Vereinbarung betrachtet werden:

- Der Auszahlungsbetrag f_0 und die Schlusszahlung s_T stimmen überein.
- Die laufenden Zahlungen e_t ($t = 1, 2, \dots, T$) haben die gleiche Höhe \bar{e} .

Bei diesem Standardtyp stellen die laufenden Zahlungen die Vergütung für die Überlassung der Zahlungsmittel dar, also die laufende **Verzinsung**, die Schlusszahlung stellt die **Tilgung** dar.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Disagioverträge

Als erste Abweichung von dem Standardtyp sei die Möglichkeit betrachtet, dass die Schlusszahlung $s_T^{(1)}$ größer als der Auszahlungsbetrag f_0 ist; die Differenz $\Delta = s_T^{(1)} - f_0$ wird in diesem Zusammenhang häufig als Disagio bezeichnet. Bei gegebenem Finanzierungsbetrag f_0 müssen die laufenden Zahlungen $\bar{e}^{(1)}$ bei einem Disagiovertrag kleiner sein als bei einem analogen Vertrag des Standardtyps; dabei ist diese Abweichung um so größer, je höher das Disagio Δ ausfällt. Setzt man $s_T^{(1)} = f_0 + \Delta$ und bezeichnet man den Rentenbarwertfaktor RBF auf der Basis des Zinses i^* für T Jahre kurz als $RBF(i^*; T)$, so kann für die Äquivalenzbedingung zunächst geschrieben werden:

$$f_0 = \bar{e}^{(1)} \cdot RBF(i^*; T) + (f_0 + \Delta) \cdot (1 + i^*)^{-T}$$

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Disagioverträge

Löst man diesen Ausdruck nach $\bar{e}^{(1)}$ auf und bezeichnet man den Annuitätenfaktor (als Kehrwert von RBF) als ANF, so ergibt sich

$$\bar{e}^{(1)} = f_0 \cdot i^* - \frac{\Delta}{(1 + i^*)^T} \cdot \text{ANF}(i^*; T)$$

Der Betrag, um den die laufenden Zahlungen eines Disagiovertrages ($\bar{e}^{(1)}$) hinter den entsprechenden Zahlungen beim Standardtyp ($f_0 \cdot i^*$) zurückbleiben, ergibt sich finanzmathematisch also als Annuität auf das abgezinste Disagio.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beispiel 1:

$$\text{Zinssatz } i^* = 3,25 \%$$

$$\text{Laufzeit } T = 10 \text{ Jahre}$$

$$\text{Auszahlungsbetrag } f_0 = 90$$

$$\text{Schlusszahlung } s_T = 100$$

$$\bar{e} = f_0 \cdot i^* - \frac{\Delta}{(1 + i^*)^T} \cdot ANF(i^*; T)$$

$$\bar{e} = f_0 \cdot i^* - \frac{\Delta}{(1 + i^*)^T} \cdot \frac{i^*}{1 - (1 + i^*)^{-T}}$$

$$\bar{e} = 90 \cdot 0,0325 - \frac{10}{1,0325^{10}} \cdot \frac{0,0325}{1 - 1,0325^{-10}} = 2,063$$

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Zerobonds

Als Extremfall eines Disagiovertrages kann man sich vorstellen, dass auf die laufenden Zahlungen ganz verzichtet wird und lediglich *eine* entsprechend erhöhte Schlusszahlung $s_T^{(2)}$ erfolgt. Bezeichnet man den Zinssatz, mit dem ein Bankguthaben in Höhe von f_0 über T Jahre aufgezinst werden müsste um genau zu einem Endvermögen von $s_T^{(2)}$ zu führen, also die (implizite) Rendite des Zerobonds, mit $i^{(2)}$, so gilt für die Beziehung zwischen f_0 und $s_T^{(2)}$ einfach

$$s_T^{(2)} = f_0 \cdot \left(1 + i^{(2)}\right)^T.$$

Dabei sind die Zahlungen an den Geldgeber genau dann äquivalent den Zahlungen an den Geldnehmer, wenn die Rendite des Zerobonds dem Marktzins entspricht, also $s_T^{(2)}$ so gewählt wird, dass $i^{(2)} = i^*$ gilt. Der Rückzahlungsbetrag entspricht dann gerade dem mit dem Marktzins aufgezinsten Auszahlungsbetrag.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beispiel 2:

$$\text{Zinssatz } i^* = 3,25 \%$$

$$\text{Laufzeit } T = 10 \text{ Jahre}$$

$$\text{Schlusszahlung } s_T = 100$$

$$\text{Laufende Zahlung } \bar{e} = 0$$

$$\text{Auszahlungsbetrag } f_0 = \frac{s_T}{(1 + i^*)^T}$$

$$f_0 = \frac{100}{1,0325^{10}} = 72,627$$

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Annuitäten-Kontrakte

Während die Varianten Disagioverträge und Zerobonds dadurch charakterisiert sind, dass die Schlusszahlungen $s_T^{(1)}$ beziehungsweise $s_T^{(2)}$ größer als beim Standardtyp sind, ist der Annuitätenkredit gerade durch eine entgegengesetzte Abweichung gekennzeichnet. Bei nach wie vor konstanten laufenden Zahlungen entfällt eine gesonderte Schlusszahlung s_T ganz. Die laufenden Zahlungen $\bar{e}^{(3)}$ müssen deshalb neben der Verzinsung auch die völlige Tilgung bewirken, also höher sein als der Betrag $f_0 \cdot i^*$ beim Standardtyp.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Annuitäten-Kontrakte

Für den Fall, dass kein Disagio vorgesehen ist, werden die laufenden Zahlungen so festgelegt, dass ihr mit dem Nominalzins des Finanzkontraktes ermittelter Barwert gerade der Finanzierungssumme f_0 entspricht. Dementsprechend müssen die Relationen

$$f_0 = \bar{e}^{(3)} \cdot RBF(i_n; T) = \bar{e}^{(3)} \cdot \frac{1 - (1 + i_n)^{-T}}{i_n}$$

beziehungsweise

$$\bar{e}^{(3)} = f_0 \cdot ANF(i_n; T) = f_0 \cdot \frac{i_n}{1 - (1 + i_n)^{-T}}$$

gelten.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Annuitäten-Kontrakte

Wie man sich leicht überzeugt, wird die Äquivalenzbedingung genau dann gewahrt, wenn $i_n = i^*$ gilt, der Nominalzins also gerade dem Marktzins entspricht. Die jährlich gleichbleibenden Zahlungen müssen also der auf der Basis des Markzinssatzes i^* ermittelten Annuität auf die Finanzierungssumme f_0 entsprechen. Dabei enthält die Zahlung im ersten Jahr einen Zinsanteil $f_0 \cdot i^*$ und einen Tilgungsanteil von $(\bar{e}^{(3)} - f_0 \cdot i^*)$. Als Folge der jeweils vorangegangenen Teiltilgungen sinkt in den Folgejahren jeweils der Zinsanteil, während der Tilgungsanteil ständig steigt (ersparte Zinsen).

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beispiel 3:

$$\text{Zinssatz } i_n = 3,25 \%$$

$$\text{Laufzeit } T = 10 \text{ Jahre}$$

$$\text{Auszahlungsbetrag } f_0 = 100$$

$$\text{Schlusszahlung } s_T = 0$$

$$\text{Laufende Zahlung } \bar{e} = f_0 \cdot \frac{i_n}{1 - (1 + i_n)^{-T}}$$

$$\bar{e} = 100 \cdot \frac{0,0325}{1 - 1,0325^{-10}} = 11,873$$

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Raten-Kontrakte

Bei einem Raten-Kontrakt entfällt die gesonderte Schlusszahlung; an ihre Stelle treten T über die Jahre verteilte gleichbleibende Tilgungszahlungen in Höhe von $\frac{f_0}{T}$.

Zudem werden jährlich Zinszahlungen in Höhe des mit der jeweils verbliebenen Restschuld multiplizierten Nominalzinssatzes i_n fällig.

Bezeichnet man den im Zeitpunkt t unmittelbar nach der soeben erfolgten Tilgungszahlung noch nicht getilgten Betrag mit f_t ($t = 0, 1, \dots, T$), so gilt für die jeweilige Restschuld

$$f_t = f_0 - t \cdot \frac{f_0}{T} = f_0 \cdot \left(1 - \frac{t}{T}\right).$$

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Raten-Kontrakte

Für die aus (konstanten) Tilgungsraten und (fallenden) Zinsanteilen zusammengesetzten laufenden Zahlungen gilt somit:

$$e_t = \frac{f_0}{T} + i_n \cdot f_0 \cdot \left(1 - \frac{t-1}{T} \right).$$

Es liegt intuitiv nahe und kann auch allgemein angezeigt werden, dass die Äquivalenzbedingung genau dann erfüllt ist, wenn $i_n = i^*$ gilt, der vereinbarte Nominalzins also dem Marktzins entspricht.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Varianten mit variablen Rückzahlungselementen

Varianten mit variablen Rückzahlungselementen sind Finanzkontrakte, bei denen einige oder alle Elemente des Rückzahlungsstroms nicht mehr dem Betrag nach festgelegt sind, sondern von zukünftigen Wertausprägungen eines festgelegten Wertmaßstabes abhängen. Dabei sind sowohl unternehmensexogene als auch unternehmensendogene Wertmaßstäbe vorstellbar. Als unternehmensexogene Maßstäbe sind beispielsweise am Finanzmarkt beobachtbare Größen wie der EURIBOR oder ein Aktienindex denkbar. Als unternehmensendogene Größen kommen unter anderem Jahresabschlusskennzahlen, wie beispielsweise der Jahresüberschuss, in Betracht.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

(1) Unternehmensexogene Wertmaßstäbe

Eine sehr einfache Vertragskonstruktion, bei der die laufenden Zahlungen an einen Wertmaßstab gekoppelt sind und die Schlusszahlung fixiert ist, findet sich beispielsweise bei so genannten **Floating Rate Notes** (häufig auch als **Floater** bezeichnet). Die Höhe der laufenden Zahlungen wird in regelmäßigen Abständen an die Zinsentwicklung des Finanzmarkts angepasst.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

(2) Unternehmensendogene Wertmaßstäbe

- Eine Vertragskonstruktion, bei der die laufenden Zahlungen an einen unternehmensendogenen Wertmaßstab gekoppelt sind und die Schlusszahlung fixiert ist, findet sich beispielsweise bei Gewinnschuldverschreibungen. **Gewinnschuldverschreibungen** verbrieften zwar Gläubigerrechte, sind aber nicht mit einem fixen, sondern mit einem gewinnabhängigen laufenden Zahlungsanspruch ausgestattet.
- Eine Vertragskonstruktion, bei der sowohl die laufenden Zahlungen als auch die Schlusszahlung an einen unternehmensendogenen Wertmaßstab gekoppelt sind, findet sich bei so genannten Genussscheinen. **Genussscheine** sind Wertpapiere, die zwar **keine Verwaltungsrechte** verbrieften, die aber mit **besonderen Vermögensrechten** ausgestattet sind, welche von den Rechten der idealtypischen Fremdfinanzierung abweichen.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

- Bei den Gewinnschuldverschreibungen beziehungsweise den partiarischen Darlehen sowie bei den Genussscheinen bestehen die Motive der Vertragspartner darin, dass sie Chancen wie Risiken teilen. Aus Sicht des Schuldnerunternehmens atmet der Zahlungsmittelbedarf für den Kapitaldienst der Finanzierung mit der Unternehmenssituation und wirkt insofern risikominimierend. Aus Sicht des Gläubigers ist eine solche Regelung solange angemessen, wie den Phasen schwacher Unternehmenssituation mit minimaler Verzinsung ausreichend Phasen guter Unternehmenssituation mit hoher Verzinsung gegenüberstehen. Grundsätzlich fallen jedoch aus Gläubigersicht Risiko, das heißt schwache Unternehmenssituation und Risikoprämie auseinander.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Es ist aber denkbar und in den angelsächsischen Ländern häufige Praxis, dass Risiko und Risikoprämie zusammenfallen, indem die Verzinsung in der Weise an Erfolgskennzahlen (wie zum Beispiel den Jahresüberschuss, das Betriebsergebnis, den operativen Cash Flow oder Ähnliches) geknüpft wird, dass schwache Daten, und damit ein gestiegenes Risiko, zu einer hohen Verzinsung, also einer angemessenen Risikoprämie, führen.

Die **risikoorientierte Verzinsung** schwankt also mit dem Unternehmensrisiko, das heißt der Marktwert der Anleihe oder des Kredites bleibt im Idealfall konstant.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beurteilung ausgewählter Varianten

1. Bei Finanzkontrakten wie den Floating Rate Notes, bei denen Rückzahlungselemente in ihrer Höhe durch die Entwicklung einer Referenzgröße bestimmt werden, besteht zunächst die Gefahr, dass sich die Referenzgröße so entwickelt, dass die tatsächlich erfolgenden Rückzahlungen aus dem Finanzkontrakt geringer ausfallen als von dem Gläubiger ursprünglich erwartet. Hängen die kontraktbezogenen Rückzahlungen – so wie etwa bei den traditionellen Floatern – positiv von der Entwicklung des Referenzzinses ab, so sind die Gläubiger einer spezifischen Form des **Zinssenkungsrisikos** ausgesetzt.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beurteilung ausgewählter Varianten

2. Aber selbst bei fest vereinbarten Rückzahlungen aus dem Finanzkontrakt können sich Zinssenkungen insoweit negativ auf das Vermögen des Gläubigers auswirken, als die aus der geplanten Wiederanlage der Rückzahlungen resultierenden Zinszahlungen aufgrund geänderter Marktzinssätze niedriger als ursprünglich erwartet ausfallen. Das Zinssenkungsrisiko manifestiert sich hier als **Wiederanlagerisiko**. Bei Floatern der traditionellen Art kumulieren beide Kategorien von Zinsenkungsrisiken offenbar.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beurteilung ausgewählter Varianten

3. Anders verhält es sich hingegen, wenn der Gläubiger beabsichtigt, den Finanztitel vor Fälligkeit zu veräußern oder abzutreten. Das Zinsänderungsrisiko stellt sich in diesem Fall als **Kursänderungsrisiko** dar. Interpretiert man in diesem Zusammenhang den Kurs eines Schuldtitels als den auf der Basis der jeweiligen Marktzinssätze ermittelten Barwert der noch ausstehenden Zahlungen, so erkennt man, dass Zinssteigerungen sinkende Kurse induzieren. Der Gläubiger ist in diesem Fall somit der Gefahr ausgesetzt, dass der Erlös aus dem Verkauf oder der Abtretung des Finanztitels als Folge gestiegener Marktzinsen niedriger ausfällt, als das ohne diese Zinsentwicklung der Fall gewesen wäre; er ist insoweit also einem **Zinssteigerungsrisiko** ausgesetzt.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Beurteilung ausgewählter Varianten

3. Für Gläubiger, die ihre Ansprüche aus entsprechenden Finanzkontrakten bilanzieren müssen, ist im Fall steigender Marktzinsen weiter zu beachten, dass daraus – je nach den Gegebenheiten des Einzelfalles – die Möglichkeit oder die Notwendigkeit resultiert, **Abschreibungen** auf die jeweiligen Positionen vorzunehmen. Das mag gelegentlich – etwa wegen daraus folgender Steuereinsparungen – als vorteilhaft empfunden werden, in anderen Fällen – etwa wegen einer unerwünschten Verschlechterung des Ergebnisausweises – als nachteilig.

Besicherungsmodalitäten

Es erscheint zweckmäßig, die entsprechenden Instrumente, die unter den Begriff „Besicherungsmodalitäten“ zusammengefasst werden, in zwei Gruppen einzuteilen:

- Mit der Vereinbarung **traditioneller Kreditsicherheiten**, wie sie etwa in Form der Eintragung von Grundpfandrechten oder der Bürgschaft bekannt sind, wird in erster Linie das Ziel verfolgt, das Insolvenzverlustrisiko des gesicherten Gläubigers zu reduzieren, das heißt seine Chancen zu erhöhen, bei einmal eingetretener Insolvenz die eigenen Ansprüche doch noch vollständig oder zumindest in einem höheren Ausmaß als ohne die Stellung der Sicherheit zu realisieren.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Es erscheint zweckmäßig, die entsprechenden Instrumente, die unter den Begriff „Besicherungsmodalitäten“ zusammengefasst werden, in zwei Gruppen einzuteilen:

- Ein zweiter Ansatz zur Begrenzung des zentralen Gläubigerisikos (**Covenants**) besteht darin, in den Finanzkontrakt bestimmte Klauseln aufzunehmen, durch die sich der Schuldner verpflichtet,
 - bestimmte Maßnahmen durchzuführen oder zu unterlassen oder
 - dafür Sorge zu tragen, dass bestimmte als „kritisch“ definierte Situationen nicht eintreten.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Traditionelle Kreditsicherheiten

Nach dem Umfang der von einem externen Wirtschaftssubjekt gegebenen Haftungszusage lassen sich insbesondere die folgenden beiden Grenzfälle unterscheiden:

- ① Eine **spezielle Haftungszusage** bezieht sich auf einen ganz bestimmten, genau spezifizierten Gläubigeranspruch. Der Inhaber dieses Anspruches kann sich bei Insolvenz des ursprünglichen Schuldners dann eben an den Dritten halten und von ihm die Erfüllung seiner Ansprüche verlangen. Soweit er auf diesem Wege tatsächlich Befriedigung erlangt, nimmt er zugleich am Konkurrenzkampf der Gläubiger des insolvent gewordenen Unternehmens nicht mehr teil. Insofern könnte zunächst der Eindruck entstehen, dass die Vergabe einer externen Haftungszusage an einen Gläubiger zugleich auch die Situation der übrigen Gläubiger in bestimmtem Umfang verbessert (*Haftungserweiterung*). Dies ist allerdings dann nicht der Fall, wenn – wie regelmäßig in der Praxis – eine *Gläubigersubstitution* stattfindet, das heißt der aus der Haftungszusage verpflichtete externe Dritte im Insolvenzverfahren an die Stelle des von ihm befriedigten ursprünglichen Gläubigers tritt. Spezielle Haftungszusagen sind in der Praxis beispielsweise als Bürgschaften oder Garantien bekannt.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Traditionelle Kreditsicherheiten

Nach dem Umfang der von einem externen Wirtschaftssubjekt gegebenen Haftungszusage lassen sich insbesondere die folgenden beiden Grenzfälle unterscheiden:

- ② Bei einer **allgemeinen Haftungszusage** verpflichtet sich ein externer Dritter demgegenüber – wenn auch möglicherweise aus Anlass der Vergabe eines ganz speziellen Darlehens – ganz allgemein, das heißt mit Wirkung gegenüber allen Gläubigern, für die Verbindlichkeiten des Schuldnerunternehmens aufzukommen (**Haftungserweiterung**). Dies kennt die Praxis zum Beispiel mit den Patronatserklärungen.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Ökonomische Kosten von Kreditsicherheiten

Viele Unternehmen nehmen Fremdkapital von unterschiedlichen Gläubigern auf, zum Beispiel von Banken und Lieferanten. Bei einer asymmetrischen Besicherung der Gläubiger können hiermit besondere Anreizprobleme und ökonomische Nachteile verbunden sein:

Betrachtet man eine Kapitalgesellschaft mit dem Unternehmer als alleinigem Eigner und zwei Gläubigern, zum Beispiel einer Bank und einem Lieferanten. Für die Forderung der Bank hat das Kreditinstitut eine Haftung des Unternehmers mit seinem Privatvermögen durchgesetzt, beispielsweise mit einer Bürgschaft. Der Lieferant ist nicht (ausreichend) gesichert. Beide Forderungen sind zum selben Termin fällig. Nun kann ein **Anreiz zur ineffizienten Befriedigung** bestehen: Der Unternehmer bedient die Bank vorzeitig aus dem Unternehmensvermögen, so dass die Bürgschaft nicht in Anspruch genommen wird und der Unternehmer sein Privatvermögen schont. Der Lieferant verliert, wenn das Unternehmensvermögen nicht ausreicht, auch seine Ansprüche zu bedienen.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Ökonomische Kosten von Kreditsicherheiten

Das Anreizproblem führt zu Wohlfahrtsverlusten, wenn der Lieferant den Fehlanreiz nicht oder nur unzureichend antizipiert und der Unternehmer unter Zeitdruck Unternehmensaktiva „verschleudert“ und diese Verwertungsverluste bei planmäßiger Abwicklung des Privatvermögens nicht (in dieser Größenordnung) aufgetreten wären. Bei Antizipation dieses Fehlanreizes wird der Lieferant hohe Zinssätze verlangen. Dies könnte eine Erklärung dafür sein, dass Lieferantenkredite relativ teuer sind.

Der Lieferant kann sich durch die vollständige Sicherung seiner Forderungen schützen, oder durch die Setzung kurzfristiger Zahlungsziele. Letzteres macht es eher wahrscheinlich *vor* der Bank befriedigt zu werden.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Ökonomische Kosten von Kreditsicherheiten

Der Fehlanreiz zur ineffizienten Befriedigung besteht nur, wenn es mehrere Gläubiger gibt und diese asymmetrisch besichert sind. Gibt es nur einen Gläubiger, dann können keine Vermögensverschiebungen über die Befriedigungspolitik vorgenommen werden. Ist auch die Lieferantenforderung besichert, dann ist der Lieferant gegenüber Vermögensverschiebungen sicher. Das Anreizproblem ist solange gegeben, wie die Lieferantenforderung ausfallbedroht ist, der Unternehmer sein Privatvermögen schonen kann und disponibles Unternehmensvermögen verfügbar ist, welches nicht wirksam durch Sicherungsrechte belegt ist.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Systematisierung der Covenants

Covenants		
Affirmative Covenants		Financial Covenants
General Covenants	Information Covenants	
<ul style="list-style-type: none"> • Positiv <ul style="list-style-type: none"> ▶ Genehmigungen ▶ Rechnungslegung ▶ Versicherungen • Negativ <ul style="list-style-type: none"> ▶ Ausschüttungen ▶ Investitionen/ Akquisitionen ▶ Aufnahme neuer Verbindlichkeiten ▶ Abgabe von Bürgschaften, Garantien, Sicherheiten ▶ Vermögensverkäufe ▶ Wechsel der Unternehmenskontrolle 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Jahresabschlüsse ▶ Quartalsberichte ▶ Bilanz ▶ GuV ▶ Liquiditätsplanung ▶ Investitionsplanung 	<ul style="list-style-type: none"> • Bilanz ▶ Eigenkapital: Minimum-Eigenkapital ▶ Verschuldung: Verschuldungsgrad • GuV ▶ Ertrag: Zinsdeckung ▶ Cash Flow: Kapitaldienstdeckung • Liquidität ▶ Liquiditätsklauseln: Umlaufvermögen > kurzfristige Verbindlichkeiten ▶ Investitionen: Investitionslimit

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Der Einsatz von **Financial Covenants** ermöglicht die regelmäßige Erfassung und Überprüfung der wirtschaftlichen und finanziellen Lage des Kreditnehmers. Einige Beispiele der häufigsten Covenants sind wie folgt:

- Maximale Schulden zu EBITDA
- Minimales Eigenkapital
- Minimale Kapitaldienstdeckung
- Minimale Zinsdeckung
- Maximaler Leverage
- Maximale erstrangige Schulden zu EBITDA
- Minimales EBITDA

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

Affirmative Covenants sind demgegenüber dadurch gekennzeichnet, dass dem Schuldner ganz konkrete Handlungspflichten auferlegt werden, die sich im Einzelnen in

- Verboten,
- Geboten oder
- Abstimmungsvereinbarungen

niederschlagen können.

Corporate Finance: Grundlagen der Fremdfinanzierung

