



Philipp von Braunschweig
RECHTSANWALT UND PARTNER
P+P PÖLLATH + PARTNERS, München

PHILIPP VON BRAUNSCHWEIG | P+P PÖLLATH + PARTNERS

Financial Covenants im Spannungsfeld zwischen Bank, Equity Sponsor und Management

Die Finanzmarktkrise hat die Realwirtschaft nun schon seit längerem erreicht. Die Gewinne der Unternehmen gehen zurück, Umsatzzahlen brechen ein und das EBITDA verringert sich. Die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens ist jedoch nicht nur für das Management und die Unternehmenseigentümer von besonderer Relevanz, sondern natürlich auch für die Unternehmensgläubiger und insbesondere die Fremdkapitalgeber, die um die Rückzahlung der von ihnen gewährten Kredite fürchten.

Bedeutung von Financial Covenants

Für die Gesellschafter einer GmbH und die Aktionäre einer Aktiengesellschaft sieht das Gesetz ein Krisenwarninstrument vor. Um nicht erst verspätet auf eine sich bereits abzeichnende Unternehmenskrise reagieren zu können, hat der Vorstand einer AG und die Geschäftsführung einer GmbH unverzüglich eine Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung einzuberufen, sobald ein Verlust der Hälfte des Grund- bzw. Stammkapitals anzunehmen ist. Die Anteilhaber sollen so die Chance erhalten, das Unternehmen noch rechtzeitig restrukturieren zu können. Für die Unternehmensgläubiger sehen die Gesetze ein entsprechendes Frühwarnsystem grundsätzlich nicht vor. Für sie ist die Krise daher meist nur sehr schwer im Vorhinein erkennbar, so dass sie häufig erst dann von der kritischen wirtschaftlichen Lage des Unternehmens erfahren, wenn die Insolvenz kaum noch abzuwenden ist. Diese Gesetzeslage ist für einen Kreditgeber, der um den Ausfall sämtlicher von ihm gewährten Kredite fürchten muss, im Regelfall kaum akzeptabel. Daher verlangen Kreditgeber ihren Kreditnehmern individuell sog. Financial Covenants als Instrument zur präventiven Krisenfrüherkennung ab, um eine drohende Unternehmenskrise so rechtzeitig wie möglich identifizieren zu können.



Dr. Benjamin Waitz
RECHTSANWALT
P+P PÖLLATH + PARTNERS, München

DR. BENJAMIN WAITZ | P+P PÖLLATH + PARTNERS

Financial Covenants beziehen sich auf die finanzielle Situation des Kreditnehmers, der verpflichtet wird, bestimmte Kennzahlen zum Eigenkapital, zur Verschuldung, zum Ertrag und/oder zur Liquidität einzuhalten. Diese Kennzahlen sollen dem Kreditgeber Aufschluss darüber geben, ob der Kreditnehmer in der Lage ist, den Kredit zurückzuzahlen und den periodisch wiederkehrenden Kapitaldienst zu leisten. Es handelt sich dabei um Mindestanforderungen an die wirtschaftliche und finanzielle Situation des Kreditnehmers, die entweder wertbezogen oder ratiobezogen ausgestaltet werden. Je höher die eingegangenen Risiken, desto wichtiger sind Financial Covenants für die Bank. Im Private Equity-Umfeld beinhaltet daher fast jeder Kreditvertrag Financial Covenants.

Als gläubigerschützendes Instrumentarium ist die konkrete Ausgestaltung und Festlegung der Financial Covenants stark abhängig vom gegebenen Marktumfeld. Insbesondere in den Jahren 2006 und 2007 machten beispielsweise die Kreditgeber aufgrund der hohen Liquidität auf dem Kreditmarkt und dem damit einhergehenden starken Wettbewerb um Finanzierungen den Kreditnehmern umfangreiche Zugeständnisse bei der Festlegung der Financial Covenants („Covenants-Light“). In jüngster Vergangenheit erhielten die Financial Covenants hingegen wieder in erheblich umfangreicherer Form Einzug in die Kreditverträge. Denn infolge der Finanzkrise ist das Risikobewusstsein unter den finanzierenden Banken gestiegen, so dass Financial Covenants als Risikomanagementsystem wieder verstärkt an Bedeutung gewonnen haben.

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise führt also dazu, dass sich zum einen bei neu ausgereichten Krediten eine Verschärfung der Financial Covenants feststellen lässt und zum anderen Unternehmen aufgrund einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung sowie zu optimistischen Unternehmensplanungen vermehrt gegen die vereinbarten Finanzkennzahlen verstoßen. Diese Entwicklung auf den Kreditmärkten gibt Anlass dazu, Financial Covenants sowohl im Kontext des (drohenden) Verstoßes als auch im Zusammenhang mit dem Neuabschluss von Kreditverträgen zu beleuchten. Der vorliegende Beitrag verfolgt dieses Ziel: Zunächst erfolgt eine Auseinandersetzung mit der Problematik, ob bereits der

überwiegend wahrscheinlich drohende Bruch der Financial Covenants einen Kreditvertragsverstoß darstellen kann. In diesem Zusammenhang werden auch die Pflichten des Managements bei einem drohenden Covenant-Bruch behandelt. Anschließend wird auf die typischen vertraglich vorgesehenen Rechtsfolgen und auf die in der Praxis regelmäßig zu sehenden Reaktionen der Kreditgeber bei einer Verletzung der Financial Covenants eingegangen. Ferner werden Möglichkeiten aufgezeigt, wie das Unternehmen bzw. deren Gesellschafter einen Verstoß gegen die Finanzkennzahlen (zumindest vorübergehend) vermeiden können. Abschließend werden aktuelle Entwicklungen bei der (Neu)Verhandlung von Financial Covenants dargelegt.

Der drohende Covenant-Bruch

■ Drohender Covenant-Bruch als Kreditvertragsverstoß

Die Einhaltung der Financial Covenants wird in der Regel vierteljährlich gemessen. Im Rahmen des Quartals-Reporting hat das Management gegenüber den Banken auch eine Erklärung abzugeben, dass im abgelaufenen Quartal die vereinbarten Finanzkennzahlen eingehalten werden. Kennzahlen wie EBITDA werden dabei meist für die zurückliegende Zwölfmonatsperiode berechnet. Auswirkungen von Auftragseinbrüchen infolge der Finanzkrise zeigen sich also ggf. erst zeitverzögert, da zunächst noch "gute" Quartale aus 2008 oder Anfang 2009 in die Berechnung einbezogen werden. Doch lässt sich häufig schon absehen, dass zum nächsten oder übernächsten Berichtstermin ein Covenant-Bruch droht. Management und Equity-Sponsor stehen dann vor der Frage, ob schon ein drohender Covenant-Bruch der Bank mitgeteilt werden muss und ggf. zur Kreditkündigung führen kann.

Der drohende Bruch von Financial Covenants führt nicht zwangsläufig zu einem Kreditvertragsverstoß mit der Folge weitreichender Rechte (z.B. Erhöhung des Zinssatzes, Nachbesicherung, freie Handelbarkeit der Kreditforderungen) der Kreditgeber und weiterer Pflichten (insbes. Berichtspflichten) für die Kreditnehmer. Dies hängt vielmehr von den ausgehandelten Kreditvertragsbedingungen ab.

Verschlechtert sich die Lage eines Unternehmens so, dass in künftigen Berichtszeiträumen ein Bruch der Financial Covenants droht, kommt meist in erster Linie

ein Verstoß gegen die sog. Material Adverse Effect-Klausel des Kreditvertrages in Betracht. Danach liegt ein Kreditvertragsverstoß vor, wenn ein Umstand eintritt oder überwiegend wahrscheinlich eintreten könnte, der sich wesentlich nachteilig auf das Kreditverhältnis auswirkt. Ob ein solcher Umstand darin gesehen werden kann, dass ein Bruch der Financial Covenants droht, hängt von der im Kreditvertrag vereinbarten Definition des Material Adverse Effect ab. Denn darin vereinbaren die Vertragsparteien des Kreditvertrages, welche Umstände sich wesentlich nachteilig auf das Kreditvertragsverhältnis auswirken.

Sieht die Definition des Material Adverse Effect vor, dass der Bruch der Financial Covenants stets einen Material Adverse Effect darstellt, ist grundsätzlich davon auszugehen, dass auch schon der drohende Covenant-Bruch einen Kreditvertragsverstoß begründet. Denn für einen Kreditvertragsverstoß genügt es in den meisten Verträgen bereits, dass ein Material Adverse Effect eintreten *könnte*.

Andererseits darf grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass das Drohen eines Covenant-Bruchs per se keinen Kreditvertragsverstoß darstellt, wenn der Vertrag als Material Adverse Effect nur solche Umstände definiert, die sich wesentlich nachteilig auf die Fähigkeit des Kreditnehmers auswirken, seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Kreditgeber nachzukommen. Denn allein die Tatsache, dass ein Verstoß gegen die Finanzkennzahlen droht, enthält keinerlei Aussage darüber, ob sich die Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers wesentlich verschlechtert hat. Sinkt beispielsweise das Eigenkapital der Gesellschaft, so dass gegen den Net Worth-Covenant (d.h. ein bestimmtes Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Eigenkapital) verstoßen wird, hat dies für sich genommen keinerlei Aussagekraft im Hinblick auf die Liquidität des Unternehmens. Im Einzelfall kann sicherlich der drohende Covenant-Bruch mit einer Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers einhergehen. Dies erfordert aber eine gesonderte Überprüfung der Zahlungsfähigkeit und kann in der Regel nicht allein aus dem drohenden Covenant-Bruch abgeleitet werden.

Schwierig gestaltet sich die Wertung, ob ein drohender Verstoß gegen die Finanzkennzahlen bereits einen Kreditvertragsverstoß darstellt, wenn der Material Adverse Effect im Kreditvertrag wenig konkret als wesentliche Verschlechterung der finanziellen Lage des Kreditnehmers definiert wird. Hier bedarf es dann in

jedem Einzelfall der Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffs „Material Adverse Effect“ anhand des aus dem Vertrag herauszulesenden Willens der Vertragsparteien, der Systematik des Kreditvertrages sowie des genauen Wortlauts der Material Adverse Effect-Definition. Meist verbleibt dann zumindest ein Restrisiko, dass die Definition so auszulegen ist, dass ein drohender Covenant Bruch auch immer einen Material Adverse Effect und mithin einen Kreditvertragsverstoß darstellt.

■ Verhalten des Managements beim drohenden Covenant-Bruch

Steht eine Gesellschaft unmittelbar vor dem Verstoß gegen Pflichten zur Einhaltung von Financial Covenants, stellt sich für das Management die Frage, welche Folgepflichten es treffen können. Zunächst unterliegt das Management bestimmten Berichtspflichten, bspw.

- im Fall eines Kreditvertragsverstoßes (sog. Event of Default) sieht ein Kreditvertrag in der Regel eine unverzügliche Berichtspflicht des Kreditnehmers gegenüber dem Kreditgeber vor;
- eine Pflicht des Managements, den Gesellschaftern von einem drohenden Covenant-Bruch zu berichten, kann sich aus der Satzung der Gesellschaft, der Geschäftsordnung der Geschäftsführung sowie aus Gesetz ergeben. Verschlechtert sich die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft so massiv, dass es neben einem Event of Default auch zum Verlust des hälftigen Stammkapitals der Gesellschaft kommt, muss das Management die Gesellschafter hiervon sogar nicht nur unterrichten, sondern auch unverzüglich eine Gesellschafterversammlung einberufen;

Achtung: Häufig sieht der Kreditvertrag vor, dass alle Unterlagen, die die Geschäftsführung den Gesellschaftern zukommen lässt, auch der Bank zuzuleiten sind!

Auch wenn noch keine der genannten Berichtspflichten besteht, ist dem Management zu empfehlen, das überwiegend wahrscheinliche Drohen eines Covenantbruchs zeitnah an die Gesellschafter und – nach Absprache mit den Gesellschaftern – dem Kreditgeber zu berichten. Denn es ist für die Kreditbeziehung

elementar, dass die Kommunikation mit dem Kreditgeber detailliert, zeitnah, offen und intern koordiniert erfolgt. Nur so behalten die Gläubiger auch bei einem Covenant-Bruch das Vertrauen in die Fähigkeiten des Unternehmens und damit in die Fähigkeit zur Rückführung der Kredite. Dies gilt ganz besonders bei syndizierten Krediten. Kommt es zu einem erheblichen nachhaltigen Covenant-Bruch, löst dies im Konsortium gegebenenfalls Zweifel an der Richtigkeit der vom Kreditnehmer für die Zusammenstellung der an die Konsorten verteilten Informationsmaterialien aus. Der Arrangeur kann deshalb von Seiten des Syndikats unter beträchtlichen (Rechtfertigungs-)Druck geraten, den er möglicherweise an den Kreditnehmer weitergibt.

Um mit Goodwill von Seiten des Kreditgebers rechnen zu können, kann es ratsam sein, dass das Management eine Managementpräsentation – ggf. unter Heranziehung etwaiger externer Berater – erstellt, in der begründet wird

- weshalb die Nichteinhaltung der Financial Covenants nicht vorhersehbar war;
- welche Gründe zu ihrer Verfehlung beigetragen haben;
- welche Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzkennzahlen geplant sind und
- wann mit ihrer Einhaltung wieder ernsthaft gerechnet werden kann.

Auf einer solchen Präsentation aufbauend – und ggf. erneut unter Heranziehung externer Berater – kann das Management dann einen Vorschlag (Waiver Proposal) entwerfen, mit dem vorab um einen Waiver für den Covenant-Bruch gebeten wird und als Gegenleistung neben der Waiver Fee eine Sanktion (z.B. Zinserhöhung oder Nachbesicherung) angeboten wird. Dieser Vorschlag wird idealerweise in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang zum nächsten Testing Date, an dem der Covenant-Bruch stattfinden wird, dem Kreditgeber unterbreitet werden.

Rechtsfolgen beim Covenant-Bruch

■ Rechtsfolgen gemäß Kreditvertrag beim Covenant-Bruch

Ein Verstoß gegen Financial Covenants stellt zunächst einmal eine Vertragsverletzung, also einen sogenannten Event of Default dar. Ein Event of Default gibt

dem Kreditgeber im Regelfall neben einer (automatischen) Anpassung der Kreditkonditionen (z.B. Erhöhung des Risikozinssatzes) insbesondere das Recht,

- sämtliche oder Teile der Kredite fällig zu stellen;
- die Ziehung noch nicht gezogener Kreditlinien zu verweigern;
- die Barunterlegung für ausstehende Bürgschaften und Garantien zu verlangen;
- von dem Kreditnehmer (ggf. von dem jeweiligen Gesellschafter) die Nachbesicherung der Kredite zu verlangen;
- die Weiterveräußerung der Kreditforderungen (auch an Nicht-Banken wie z.B. Hedgefonds) ohne Zustimmung des Kreditnehmers vornehmen zu dürfen.

■ Reaktionen der Kreditgeber beim Covenant-Bruch

In der Regel wird ein Kreditgeber seine sich aus der Kreditvertragsverletzung ergebenden Rechte nicht alle (in vollem Umfang) wahrnehmen. Handelt es sich etwa nur um eine geringfügige Verletzung der Financial Covenants, wird der Kreditgeber den Kreditnehmer in der Regel lediglich unter Androhung einer Kreditkonditionenanpassung zum Ergreifen von Maßnahmen zwingen, die eine schnelle Überwindung der Krise möglich machen, z.B. Durchführung einer Kapitalerhöhung zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung oder Beauftragung externer Finanzberater. Darüber hinaus kommt es bei einem weniger einschneidenden Verstoß gegen die Finanzkennzahlen meist zu einer (automatischen) Anpassung des Pflichtenprogramms, wie beispielsweise einer vorab genau definierten Zinserhöhung und/oder strengeren Verhaltensregeln in Verbindung mit einer an den Kreditgeber zu zahlenden Waiver Fee.

Im Fall eines erheblichen nachhaltigen Covenant-Bruchs kommt es im Regelfall in erster Linie zu Nachverhandlungen über die Kreditvertragsbestimmungen, im Rahmen derer insbesondere

- bestehende Freiheitsgrade des Kreditnehmers bei Investitionsentscheidungen erheblich eingeschränkt werden;
- die Financial Covenants – nach einer Interim-Periode der Erholung – weiter verschärft werden;
- der Zinssatz weiter erhöht wird;
- die Pflicht zur Nachbesicherung vereinbart wird, soweit eine solche noch nicht besteht;

- die Aufnahme weiteren Eigenkapitals o. nachrangigen Fremdkapitals verlangt wird, um zusätzlich verlangte Teilrückführungen des Kredits zu ermöglichen;
- im Fall einer nachhaltigen Krise der Kreditnehmer ggf. verpflichtet wird, auf eigene Kosten Finanzberater zu engagieren, um die Investitions- und Finanzierungspolitik und -pläne überprüfen und optimieren zu lassen; über die hier erzielten Ergebnisse ist der Kreditgeber dann regelmäßig zu informieren.

Für den Fall einer Einigung über das weitere Vorgehen bzw. die konkreten Verschärfungen der Kreditkonditionen wird dann eine Aufhebung der Vertragsstörung vereinbart, sog. Waiver, deren Kosten nebst Waiver Fee der Kreditnehmer zu übernehmen hat. Ggf. wird aber auch nur eine Standstill Period vereinbart, so dass der Kreditgeber nicht auf seine Rechte verzichtet, sondern sich diese weiter vorbehält (sog. Reservation of Rights).

Die Ausübung des dem Kreditgeber zustehenden Kündigungsrechts wird in der Praxis hingegen bislang nur selten wahrgenommen. In der Regel kommt es zu einer Kündigung eigentlich erst, wenn sich die wirtschaftliche Situation des Kreditnehmers so verschlechtert hat, dass die Insolvenz des Kreditnehmers nicht mehr abzuwenden ist und ein weiteres Warten die Haftungsmasse weiter verringern würde. Hauptgrund hierfür ist, dass das Fälligstellen insbesondere bei LBO-Finanzierungen in der Regel zur Insolvenz des Kreditnehmers führt, die gestellten Sicherheiten aber oft das Kreditvolumen erheblich unterschreiten.

■ **Haftungsrisiken des Managements und Interessenskonflikte beim Covenant-Bruch**

Im Zusammenhang mit einer Unternehmenskrise und einem daraus resultierenden Covenant-Bruch besteht für das Management eines Unternehmens auch ein erhöhtes Haftungsrisiko. Eine Pflichtverletzung des Managements, die zu einer persönlichen zivilrechtlichen Haftung führen kann, kann insbesondere in folgenden Handlungen gesehen werden:

- Verbotene Auszahlungen von Stammkapital der Gesellschaft an die Gesellschafter;
- Zahlungen an Gesellschafter, die überwiegend wahrscheinlich zur Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens führen;

- Keine ordnungsgemäße bzw. irreführende Buchführung;
- Fehlendes Krisenfrüherkennungssystem;
- Unterlassung der Einberufung einer Gesellschafterversammlung bei Verlust von 50 % des Stammkapitals der Gesellschaft;
- Unterlassener oder verspäteter Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens.

Eine zivilrechtliche Haftung des Managements einer GmbH gegenüber der Gesellschaft entfällt zwar, wenn das Management auf Grundlage einer bindenden Weisung ihrer Gesellschafter handelt. Die Bindungswirkung erfordert in der Regel aber einen wirksamen Gesellschafterbeschluss. Daran fehlt es insbesondere bei formalen Mängeln des Gesellschafterbeschlusses (z.B. Einberufungsmängel) oder bei Nichtigkeit des Gesellschafterbeschlusses wegen Gläubigerschädigung bzw. wegen eines gegen die guten Sitten verstoßenden Inhalts (z.B. Weisung zur Abgabe eines falschen Compliance Certificate).

In der prekären Lage des Vorliegens eines Verstoßes gegen die Finanzkennzahlen des Kreditvertrages muss ein Management zur Vermeidung einer strafrechtlichen Verantwortlichkeit darüber hinaus den folgenden Straftatbeständen besondere Beachtung schenken:

- Betrug, z.B. durch die Bestätigung falscher Finanzkennzahlen im Rahmen eines Compliance Certificate, insbesondere bei nachfolgender Ziehung von Kredittranchen (z.B. Revolving Credit Facilities) durch die Gesellschaft;
- Bilanzstraftaten, z.B. durch die Verletzung von Buchführungsvorschriften;
- Unterlassen der Anzeige des Verlustes von 50 % des Stammkapitals der Gesellschaft gegenüber den Gesellschaftern;
- Insolvenzverschleppung durch die unterlassene oder verspätete Beantragung des Insolvenzverfahrens.

Vor dem Hintergrund der genannten Haftungsrisiken wird das Management daher an einer äußerst peniblen Einhaltung (und im Zweifel Über-Erfüllung) von Berichtspflichten sowohl gegenüber den Gesellschaften bzw. dem Aufsichtsrat als auch gegenüber der Bank interessiert sein. Aus Gesellschaftersicht besteht dagegen das Interesse, nicht durch voreiliges, überobligationsmäßiges Reporting Unruhe bei Kreditgebern zu schaffen. Häufig verspricht sich der Equity-Sponsor

von einem Zuwarten eine bessere Verhandlungsposition gegenüber der Bank (z.B. weil deren Sicherheitenposition sich im Laufe der Zeit verschlechtert und sich die Kompromissbereitschaft in künftigen Restrukturierungsgesprächen dementsprechend erhöht). Nicht selten wird Druck auf das Management ausgeübt, Interpretationsspielräume im Reporting "großzügig" auszuüben und auch in Grenzfällen Compliance Certificates gegenüber der Bank abzugeben, in denen die Einhaltung der Covenants bestätigt wird.

Aufgrund dieser Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern und Management ist es üblich geworden, dass Management Teams unabhängig von dem (Mehrheits-)Gesellschafter schon im Vorfeld möglicher Covenant-Brüche eigene Rechts- und Finanzberater hinzuziehen.

Vermeidung und Heilung eines Covenant-Bruchs

Aufgrund der weitreichenden Rechtsfolgen, die ein (drohender) Verstoß gegen Financial Covenants auslöst, sowie aufgrund des Haftungsrisikos des Managements sind die Gesellschafter genauso wie Geschäftsführer eines Unternehmens sehr daran interessiert, einen Covenant-Bruch von vornherein zu vermeiden oder zumindest nachträglich zu heilen. Ob letzteres möglich ist, hängt vom Kreditvertrag ab.

Von vornherein vermieden werden kann ein sich abzeichnender Covenant-Bruch teilweise im Wege eines sog. Debt Buy-Back. Bei einem Debt Buy-Back erwirbt der Gesellschafter des Kreditnehmers – aus steuerlichen Gründen ist ein direkter Erwerb der Forderungen durch den Kreditnehmer hingegen im Regelfall nicht empfehlenswert – Kreditforderungen des Kreditgebers gegen den Kreditnehmer (möglichst unter par) und reduziert anschließend durch Einbringung der Forderungen in den Kreditnehmer dessen Verbindlichkeiten. Droht einem Unternehmen der Bruch von Financial Covenants, die sich auch auf Basis der bestehenden Verbindlichkeiten der Gesellschaft berechnen (z.B. Debt/Equity Ratio, d.h. das Verhältnis der Verschuldung des Kreditnehmers zu seinem Eigenkapital), kann ein Gesellschafter folglich durch einen Debt Buy-Back (doch) noch die Einhaltung der Financial Covenants erreichen oder erleichtern.

Ein Debt Buy-Back ist in Kreditverträgen nur in den seltensten Fällen ausdrücklich ausgeschlossen, aber – im Gegensatz zu einem Equity Cure – auch fast niemals ausdrücklich vorgesehen. Allerdings führt ein Debt Buy-Back in jedem Einzelfall zu einer Reihe von rechtlichen Fragestellungen: Ist die Kreditforderung überhaupt frei übertragbar oder nur an bestimmte Zessionare? Benötigt der Gesellschafter als Erwerber der Kreditforderung eine Banklizenz gemäß KWG? Ist der Gesellschafter im Fall eines Kreditgeberkonsortiums trotz Interessenkollisionen stimmberechtigt? Hinzu kommen auch noch eine Reihe von steuerlichen Themen, wie beispielsweise die Vermeidung einer Gewinnrealisierung auf Ebene des Kreditnehmers. Daraus folgt, dass vor Durchführbarkeit eines Debt Buy-Back stets eine gesonderte detaillierte Überprüfung der rechtlichen Zulässigkeit sowie der steuerlichen Konsequenzen erfolgen sollte.

Ausgeprägter als etwaige Vermeidungsstrategien ist in Kreditverträgen die Möglichkeit, einen Verstoß gegen die Financial Covenants im Nachhinein zu heilen. Einige Verträge aus Zeiten besonders hohen Wettbewerbs unter den Kreditgebern enthalten sog. Mulligan-Klauseln. Danach führt ein erster Verstoß gegen Financial Covenants noch nicht zu den weitreichenden Rechtsfolgen eines Event of Default. Vielmehr wird dem Kreditnehmer eine Gnadenfrist eingeräumt, indem die Erfüllung der Covenants in der Folgeperiode zur Heilung des Verstoßes führt. Mit anderen Worten: Ein Kreditvertragsverstoß liegt bei der Mulligan-Klausel nur dann vor, wenn der Kreditnehmer in zwei aufeinander folgenden Testperioden gegen die Finanzkennzahlen verstoßen hat.

Häufiger als eine Mulligan-Klausel findet man in Kreditverträgen sog. Equity Cure-Rechte des Kreditnehmers bzw. der Gesellschafter des Kreditnehmers. Ein Equity Cure-Recht bedeutet, dass von den Gesellschaftern des Kreditnehmers zusätzlich eingebrachtes Kapital (z.B. in Form einer Kapitalerhöhung, einer Zahlung in die Kapitalrücklage oder von Gesellschafterdarlehen) unter bestimmten Voraussetzungen für die Berechnung und Einhaltung von Financial Covenants mit einbezogen werden darf. Der Charme eines Equity Cure liegt insbesondere darin, dass durch eine Zahlung des Gesellschafters an den Kreditnehmer die Verletzung der Financial Covenants im Nachhinein vermieden werden kann, ohne dass der Gläubiger irgendwelche Rechte hat und ohne dass die Banken etwaige Gebühren für den Covenant-Bruch in Rechnung stellen.

Entscheidend für die Wirkung eines Equity Cure ist aber die konkrete Ausgestaltung im Kreditvertrag. Maßgeblich ist beispielsweise, ob eine Anrechnung der eingezahlten Gelder auf das EBITDA oder nur auf den Cash Flow erfolgen darf: Für den Kreditnehmer vorteilhafter ist eine Anrechnung auf das EBITDA, denn dies führt nicht nur zur möglichen Heilung des Cash Flow Cover (d.h. das Einhalten eines bestimmten Verhältnisses des in einem bestimmten Zeitraum dem Kreditnehmer für den Schuldendienst zur Verfügung stehenden Cash Flow zum periodenrelevanten Schuldendienst), sondern ggf. auch zur Heilung von weiteren Financial Covenants wie etwa des EBITDA-bezogenen Interest Covers (d.h. das Einhalten eines bestimmten Verhältnisses des EBITDA des Kreditnehmers zu seinem Zinsaufwand). Ein Kreditgeber hingegen will naturgemäß eine bloße Anrechnung auf den Cash Flow, da dann der Equity Cure nur den Cash Flow Cover beeinflusst, so dass er insbesondere in Betracht kommt, wenn der Kreditnehmer sich nur kurzfristig in einem Liquiditätsengpass befindet.

(Neu)Verhandlung von Financial Covenants

Die augenblickliche Entwicklung auf den Kreditmärkten führt zu einer Verschärfung der Vertragsregelungen über die Financial Covenants. Klauseln, die Verstöße gegen die Financial Covenants hinauszögern oder Heilungsmöglichkeiten vorsehen, sind im derzeitigen Marktumfeld nicht mehr durchsetzbar. Sowohl Equity Cure-Rechte und erst recht eine Mulligan-Klausel werden von Fremdkapitalgebern derzeit strikt abgelehnt. Vielmehr lässt sich die Tendenz beobachten, dass Banken versuchen, Sicherungsinstrumente, die bisher ausschließlich in der Projektfinanzierung eingesetzt wurden, auch im Rahmen der Akquisitions- und Betriebsmittelfinanzierung durchzusetzen: So bestehen die Banken zum Beispiel teilweise auf die Einrichtung eines Sperrkontos (sog. Debt Service Reserve Account), auf welches der Kreditnehmer in guten Zeiten Excess Cash einzuzahlen hat, das dann als Reserve im Fall eines Verstoßes gegen die Finanzkennzahl des Cash Flow Cover dient.

Umso wichtiger ist es daher für Kreditnehmer, die Kennzahlen der Financial Covenants (in einem Dialog mit den Fremdkapitalgebern) von vornherein so festzulegen, dass diese auch bei operativen Schwankungen während der Kredit-

laufzeit eingehalten werden können. Dies setzt in erster Linie eine realistische Planung (sog. Agreed Base Case Model) unter Beachtung der Sensitivität der Ertrags-, Cash Flow- und Verschuldungsentwicklung voraus. Financial Covenants beziehen sich auf die finanzielle Situation des Kreditnehmers während der Kreditlaufzeit und werden daher auf der Grundlage der Planung des Kreditnehmers festgelegt. Hält der Kreditnehmer die Financial Covenants nicht ein, so bedeutet das, dass die wirtschaftliche und finanzielle Lage der Gruppe nicht der Planung entspricht, auf deren Grundlage die Banken die Kredite gewährt haben. Bei vielen Unternehmen wurden in der Vergangenheit aber die Financial Covenants auf Basis viel zu optimistischer Unternehmensplanungen festgelegt, um eine möglichst hohe und möglichst günstige Fremdfinanzierung zu erhalten. So wurde beispielsweise bei Unternehmen, die einer branchenspezifischen starken Zyklizität unterliegen, eine stete Steigerung des EBITDA angenommen.

Neben einer realitätsnahen Planung ist aus Sicht des Kreditnehmers ein ausreichender Headroom bei der Verhandlung der Financial Covenants einer der wichtigsten Verhandlungspunkte. Ein Headroom bezeichnet den mit den Fremdkapitalgebern vereinbarten Spielraum zwischen Planzahlen und Covenant, damit nicht bereits normale operative Schwankungen zu einem Verstoß gegen die Finanzkennzahlen führen. In der Vergangenheit wurde der Spielraum für Überschreitungen der festgelegten Kennzahlen mit 10 bis 20% teilweise sehr eng definiert, da eine optimistische und nicht eine realistische Planung zu Grunde gelegt wurde.

Ergebnis

Die Finanzkrise hat Financial Covenants in Kreditverträgen wieder mehr in den Mittelpunkt gerückt. Bei laufenden Verträgen kommt es vermehrt zur Verletzung der Finanzkennzahlen, da beim Vertragsschluss in den Boomjahren häufig von viel zu optimistischen Planungen ausgegangen wurde. Das Management kriselnder Unternehmen sieht sich daher jetzt der Herausforderung ausgesetzt, den bestehenden vertraglichen Pflichten beim (drohenden) Covenant-Brech gegenüber den Kreditgebern nachzukommen. Hierbei ist größte Sorgfalt anzuwenden, da gerade das Management erheblichen (persönlichen) Haftungs-

risiken unterliegt. In einer aufgrund der Unternehmenskrise schon schwierigen Situation bedeutet dies für das Management eine weitere nicht zu unterschätzende Zusatzbelastung sowie Interessenkonflikte mit dem Equity-Sponsor.

Auch beim Neuabschluss und der Neuverhandlung von Kreditverträgen gewinnen die Financial Covenants in jüngster Vergangenheit an Bedeutung. Financial Covenants dienen den Banken als Risikomanagementsystem. Sollen in der Kreditkrise daher neue Kredite vergeben oder laufende Kredite restrukturiert werden, bedienen sich die Banken gerne der Financial Covenants als gläubigerschützendes Instrumentarium. In Zeiten restriktiver Kreditvergabe kann sich ein Kreditnehmer hiergegen nur schwer zur Wehr setzen. Es empfiehlt sich aber für den Kreditnehmer, gemeinsam mit dem Kreditgeber eine realistische Planung auszuarbeiten und einen ausreichenden Headroom zu vereinbaren, damit in Zukunft nicht schon gewöhnliche operative Schwankungen zu einem Covenant-Bruch führen.

Philipp.vonBraunschweig@pplaw.com | Benjamin.Waitz@pplaw.com