4.4.5 First-out-/Second-out-Tranche⁷³

Die First-out-/Second-out-Tranche wird entweder als Spezialfall der Unitranche (sogenannte synthetische Unitranche) oder als eigenständige Tranche dargestellt. Sie wird von zwei Kreditgebern gehalten, die untereinander unterschiedliche Risikoübernahmen vereinbart haben. Gegenüber dem Kreditnehmer tritt nur der Kreditfonds als ein Verhandlungspartner und direkter Ansprechpartner auf. Im Außenverhältnis entspricht diese Tranche also einer Unitranche, die unterschiedliche Risikotranchen miteinander kombiniert, im Innenverhältnis sind es jedoch zwei Tranchen mit unterschiedlichem Risikoprofil.

Die erste (First-out) Tranche ist eine Super-Senior-Tranche mit einer Verschuldungshöhe, die in der Regel nur dem einfachen EBITDA des Kreditnehmers entspricht, selten höher liegt, und etwaige revolvingende Kredite und Betriebsmittellinien beinhaltet. Sie wird dementsprechend niedrig verzinst, hat aber den ersten Zugriff auf die Sicherheiten (vorrangig).

Die zweite (Second-out) Tranche ist demnach wesentlich höher gehebelt und liegt in der Höhe des vierfachen EBITDA des Kreditnehmers mit einer entsprechenden Verzinsung, die mehr als das Dreifache der First-out-Tranche betragen kann.⁷⁴ Insgesamt liegt die Marge für den Kreditnehmer dann im Bereich der Unitranche.

Während im Außenverhältnis nur ein Kreditvertrag mit zwei Kreditgebern existiert, wird die unterschiedliche Struktur erst im Innenverhältnis sichtbar. Hier gibt es eine Vereinbarung zwischen beiden Kreditgebern, die ihre Rechte regelt. Zwar ist die First-out-Tranche die mit der besseren Besicherung, aber durch die Kreditgebervereinbarung werden die Gläubigerschutzklauseln (Kreditklauseln/Covenants) so gesetzt, dass zunächst die Second-out-Tranche agieren kann. Zudem besteht für die Second-out-Tranche oft auch die Möglichkeit, bei Verletzung der Gläubigerschutzklauseln durch den Kreditnehmer, die First-out-Tranche innerhalb einer bestimmten Frist (Stillhalteperiode) zu par abzulösen. So erhält die Second-out-Tranche die alleinige Kontrolle über den Kredit und die Sicherheiten.

Diese Tranchen-Variante wird häufig gemeinsam von Banken und Kreditfonds gewählt.⁷⁵ Die Bank geht dabei in die First-out-Tranche und kann durch die Kreditbeteiligung einer weiteren Verschuldung zustimmen. Durch die Super-Senior-Tranche muss die Bank hierfür nur eine geringe Risikovorsorge durchführen. Der Kreditfonds übernimmt die Second-out-Tranche und hat zwar zunächst das höhere Risiko auf den Büchern, bekommt hierfür aber auch eine wesentlich höhere Verzinsung.

Während für die Kreditgeberseite eine Aufteilung des Risikos und der Rendite nach Senior und Junior erfolgt, ist diese Tranche für den Kreditnehmer wie eine Unitranche. Diese Variante ist derzeit vor allem in Deutschland und Großbritannien verbreitet. Sie liegt preislich im Bereich der Unitranche von rund 7,5 % - 9 % p. a.

4.4.6 Volumen der einzelnen Tranchen in Deutschland

Die Höhe der einzelnen Kredittranchen bewegt sich vorwiegend in einer Bandbreite zwischen 30 Mio. und 300 Mio. Euro pro Kreditnehmer.⁷⁶ Vonseiten der Kreditfonds wären aber auch Größenordnungen von bis zu 500 Mio. Euro möglich.⁷⁷ Die Kreditfonds richtet sich in erster Linie an Unternehmen mit einem operativen Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) von 5 Mio. bis 25 Mio. Euro bzw. je nach Volumen der Tranche oder Rangfolge in der Verwertung der Sicherheiten auch höhere EBITDA.⁷⁸

⁷³ Vgl. Bode, Alexander und Fischer, Sabine: 1st-out-/2nd-out-Strukturen im Corporate Direct Lending – so schlecht wie ihr Ruf?, Kurzaufsatz BB Alternatives Partners, Köln 2018.

⁷⁴ Vgl. zur Margenaufteilung, Deloitte: Insights into the European Alternative Lending market, Alternative Lender Deal Tracker, Herbst 2018, S. 36

⁷⁵ Vgl. Finance-Magazin: Private-Equity-Branche macht sich Sorgen, 25.09.2018, S. 1, Spalte Mitte.

⁷⁶ Vgl. Börsen-Zeitung: Debt-Fonds feste Größe am Finanzierungsmarkt, 05.06.2018, S. 10 (dritte Spalte).

⁷⁷ Vgl. Dominik Spanier: Banken kooperieren verstärkt mit Kreditfonds, Handelsblatt, 26.01.2018, S. 27.

⁷⁸ Vgl. Börsen-Zeitung: Hannover Finanz will Finanzierungslücke schließen, 25.05.2018, S. 4 (zweite Spalte).