

1 Einleitung

Strukturierte Finanzierung ist Manufakturbetrieb und nicht Serienproduktion. Dies gilt für Banken als Kreditgeber wie für Unternehmen als Kreditnehmer. Eine Strukturierte Finanzierung ist eine zeitintensive, maßgeschneiderte Lösung für komplexe Finanzierungsprobleme von Unternehmen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von »Financial Engineering«. Damit hat aus Bankensicht eine Strukturierte Finanzierung neben der Gewinnerzielungsabsicht aus der Kreditvergabe auch die Funktion eines Marketinginstruments. Das Wort Strukturierte Finanzierung signalisiert Kompetenz und Kundenorientierung.

Gleichzeitig werden unter der Überschrift Strukturierte Finanzierungen durchaus vielfältige Produkte subsumiert. Eine allgemein gebräuchliche Definition gibt es nicht. Zwischen einer »normalen« Unternehmensfinanzierung und einer Strukturierten Finanzierung gibt es keine präzise Abgrenzung. Einfache »unstrukturierte« Finanzierungen lassen sich sogar in Strukturierte Finanzierungen transformieren: Man muss nur mehrere derartige Finanzierungen in einem Portfolio bündeln und strukturiert refinanzieren, schon hat man eine ABS-Transaktion.

In diesem Lehrbuch wird Strukturierte Finanzierung in einem engeren Sinne verstanden:

- Es handelt sich um eine Fremdfinanzierung, d. h. Produkte zur Eigenkapitalerhöhung/ -gewinnung werden nicht einbezogen;
- die Finanzierung ist anlassspezifisch und hat somit Einmalcharakter (Transaktionsorientierung);
- Anlass für die Finanzierung ist ein spezifisches Problem wie beispielsweise ein neues und großes Investitionsprojekt, d. h. eine allgemeine Optimierung der Finanzierungsstruktur (also der Passivseite) eines Unternehmens wird nicht als Strukturierte Finanzierung angesehen;
- der Kreditnehmer in seiner Rechtsform wird im Rahmen der Transaktion neu geschaffen;
- es handelt sich um eine individuelle, maßgeschneiderte und komplexe Finanzierungsstruktur, die vom Cashflow her konzipiert und »gedacht« wird;
- strukturierte Finanzierungen sind zeitlich und volumenmäßig begrenzt, weil anlass- und problemlösungsbezogen sowie am Cashflow orientiert (dies im Unterschied z. B. zu einer Betriebsmittellinie, die als »borrowing base« strukturiert ist).

Strukturierte Finanzierungen sind regelmäßig großvolumige Transaktionen. Der Grund hierfür liegt in den Fixkosten der Strukturierung. Fixkosten fallen für die Leistungen der notwendigen Anwälte, Berater und der Banken an. Banken, deren Vergütung in einem signifikanten Maß erfolgsabhängig ist, müssen die internen Kosten auf die zum Abschluss gekommenen Transaktionen umlegen, d. h. die abgeschlossenen Transaktionen müssen auch den Aufwand der nicht-abgeschlossenen Transaktionen tragen. Die Strukturierungskosten sind – schon ex definitione – nur in wenigen Fällen (z. B. ABS-Transaktionen) durch eine gewisse Standardisierung reduzierbar. Das Finanzierungsvolumen liegt in der Regel damit bei mehr als € 50 Mio.

Das Risikoprofil von Projekt- und Leveraged Buyout (LBO)-Finanzierungen ist durchschnittlich höher als das von anderen Unternehmensfinanzierungen. Bei gleichzeitig relativ großen Finanzierungsvolumina werden diese zur Vermeidung von »Klumpenrisiken« oftmals von mehreren Parteien zusammen aufgebracht: Banken schließen sich zu einem Finanzierungskonsortium zusammen, bei Anleihen wird der Kapitalmarkt »angezapft«.

Aus Sicht eines kreditsuchenden Unternehmens sind Strukturierte Finanzierungen »zweischneidig«. Unabhängig davon, dass nicht jeder Kreditwunsch überhaupt erfüllt wird, präferieren Kreditnehmer einerseits eine möglichst einfache bzw. gering ausgeprägte »Struktur«, da dieses den unternehmerischen Freiraum – mithin die Flexibilität – erhöht. Struktur ist aber im Kern immer Einschränkung: Dies gilt z. B. für eine Mindestquote an Eigenkapital wie die strikte Zweckbindung der Finanzierungsmittel bei einer Projektfinanzierung oder die Kriterien, die einzelne Autokredite erfüllen müssen, damit diese in eine ABS-Transaktion aufgenommen werden können. Andererseits hat Flexibilität ihren Preis, denn diese geht aus Sicht der Banken mit einem höheren Risiko einher, das sich entsprechend im Pricing (Zins und Provisionen) widerspiegeln muss. Ohne Zweifel hat beispielsweise die Höhe der Eigenkapitalquote als ein wesentliches Strukturelement einen starken Einfluss auf das Ausfallrisiko einer Finanzierung und damit auf das Pricing.

Es besteht also ein »Trade-off« zwischen Struktur und Pricing. Dieser Zielkonflikt existiert allerdings nur innerhalb einer gewissen Bandbreite. Außerhalb dieser Bandbreite aus Risikoprofil und Pricing werden keine Kredite vergeben: Beide »Ränder« – zu hohes Risiko oder zu niedriges Pricing – sind Ausschlusskriterien für eine Kreditvergabe. Wichtig ist, dass unterschiedliche Finanzierungsgeber unterschiedliche Bandbreiten haben. Banken präferieren beispielsweise eher niedrigere Risiken und akzeptieren damit auch ein niedrigeres Pricing. »Alternative Lenders« wie Kreditfonds sind auf höhere Risiken und höheres Pricing spezialisiert. Betrachtet man jetzt die risikoadjustierte Rentabilität der beiden unterschiedlichen Geschäftsmodelle, so kann diese durchaus vergleichbar hoch (oder niedrig) sein.

Vor diesem Hintergrund werden die drei wichtigsten Strukturierten Finanzierungen – Projekt-, LBO-Finanzierung und Asset Backed Securities (ABS) – in ihren Grundzügen dargestellt. Bei Projekt- und LBO-Finanzierungen wiederum werden Finanzierungstechniken eingesetzt, die allein schon als strukturiert angesehen werden können. Ein Beispiel hierfür ist eine Bergbauprojektfinanzierung in einem Entwicklungsland. Zur Reduzierung der inhärenten Währungs-konvertierungs- und Transferrisiken bei Kreditnehmern in Entwicklungsländern ohne vollkonvertible Währung werden Commodity Finance-Techniken (im Kern Schuldendienst aus Lieferungen statt aus Zahlungsströmen) entsprechend für diese Projektfinanzierungen angewendet. Aber eine Commodity Finance-Transaktion selbst erfüllt nicht das o. g. Kriterium eines neuen Kreditnehmers, so dass dieser Finanzierungstyp nicht zu den Strukturierten Finanzierungen in diesem Lehrbuch gezählt wird.

Zum Aufbau des Lehrbuchs

Dieses Lehrbuch gliedert sich in vier Hauptkapitel. Zunächst erfolgt eine allgemeine Einführung in die Grundlagen der Unternehmensfinanzierung. Es handelt sich hierbei um Fragestellungen, die sowohl für alle drei Typen von Strukturierten Finanzierungen als auch für klassische Unternehmensfinanzierungen Relevanz haben. Zu den gemeinsamen Themen von Strukturierter und Unternehmensfinanzierung zählen u. a. Risikoanalyse, Rating, Kreditsicherheiten, Kreditsyndizierung, wesentliche Kreditvertragsbestandteile und Kreditvergabe bei Banken als der wichtigsten kreditgebenden Gruppe.

Hinzukommt der Prozess einer Kreditvertragsanpassung. Eine Kreditvertragsanpassung ist immer dann erforderlich, wenn die im Kreditvertrag zwischen den beiden Vertragsparteien vereinbarten Klauseln vom Kreditnehmer nicht eingehalten werden können. Dieser Teil des Kreditprozesses ist vor allem bei LBO- und Projektfinanzierungen von großer Relevanz. Je filigraner strukturiert ein Kredit und je länger dessen Laufzeit ist, umso häufiger müssen c. p. die anfänglich im Kreditvertrag definierten Klauseln neu an die jeweilige Realität angepasst werden. Verläuft die reale wirtschaftliche Entwicklung eines Kreditnehmers schlechter als anfänglich prognostiziert, so kann beispielsweise eine Anpassung der Tilgungsstruktur erforderlich werden, um den verfügbaren Cashflow des Kreditnehmers mit dem notwendigen Schuldendienst in Deckung zu bringen. Im positiven Fall einer besseren wirtschaftlichen Entwicklung kann eventuell ein niedrigerer Zinssatz in Kombination mit einer schnelleren (oder auch langsameren) Tilgung neu vereinbart werden.

Auf diese Einführung in Corporate Finance-Themen einer Fremdfinanzierung folgen jeweils ein Kapitel zu Projektfinanzierungen, LBO-Finanzierungen und ABS. Diese drei letztgenannten Kapitel bauen nicht aufeinander auf, d. h. man kann ohne weiteres auch nur ein Kapitel – z. B. über Projektfinanzierung – lesen.

Innerhalb der beiden Kapitel Projektfinanzierung und ABS erfolgt vom Allgemeinen ausgehend eine Vertiefung. Bei Projektfinanzierung werden im Detail unterschiedliche Bereiche exemplarisch dargestellt. Im ABS-Kapitel wird ein konkretes Beispiel einer Transaktion zur Vertiefung der theoretischen Ausführungen vorgestellt. Dieser modulare Aufbau des Lehrbuches impliziert, dass sich Wiederholungen zwischen den Kapiteln nicht ganz vermeiden lassen. Wichtige Fachbegriffe werden zudem in einem Glossar kurz erläutert.

Ziel des Lehrbuchs ist, dass der Leser oder die Leserin ein Grundverständnis für die drei Finanzierungsprodukte gewinnt. Dies ist vereinfacht die Frage nach dem »wie funktioniert eine Projektfinanzierung oder eine ABS-Transaktion«. Die Voraussetzung hierfür sind Grundkenntnisse der Betriebswirtschaftslehre. Bevor beispielsweise ein Unternehmenskauf als LBO finanziert werden kann, muss zunächst einmal eine Unternehmensbewertung mittels Discounted Cashflow-Verfahren und Multiples stattgefunden haben.

Neben der Darstellung der reinen Finanzierungstechniken werden auch deren Rahmenbedingungen und Umfeld erläutert. Für das Verständnis einer LBO-Finanzierung ist es beispielsweise sinnvoll, die wesentlichen Akteure – nämlich die Private Equity-Gesellschaften mit ihrem Geschäftsmodell – ansatzweise zu verstehen. Für die Projektfinanzierung einer Autobahn in Deutschland dagegen sind weniger die Eigenkapitalgeber von Relevanz als vielmehr der Staat als Konzessionsgeber. Die Grundzüge der Diskussion um die Vor- und Nachteile eines solchen ÖPP-Projektes sind von daher relevant, um den Hintergrund der Finanzierungsstrukturen zu verstehen.

Disclaimer

Typisch für Informationen, die im Rahmen einer Finanzierung bereitgestellt werden, ist der sog. Disclaimer, also ein Haftungsausschluss, der im Wesentlichen Einschränkungen im Hinblick auf bereitgestellte (falsche) oder eben nicht bereitgestellte (fehlende) Information enthält. Selbstverständlich braucht auch ein Lehrbuch wie dieses einen Disclaimer.

Dieses Lehrbuch ist auf Finanzierungsthemen fokussiert und zwar nur soweit diese eine Fremdfinanzierung betreffen. Das Aufbringen von Eigenkapital ist nicht Teil des Themas, d. h. die Verfügbarkeit von Eigenkapital wird vorausgesetzt.

Dem Ziel der Schriftenreihe entsprechend werden die Themen nicht in ihrer »vollen Tiefe« behandelt. Dies gilt insbesondere für Fragen der Bilanzierung oder steuerlichen Einordnung; Themen, die bestenfalls einmal kurz gestreift werden. Im Kern wird nur auf einzelne Probleme hingewiesen, aber es werden in diesen Themenbereichen keine konkreten Lösungen vorgestellt. Dies gilt auch für die vielfältigen rechtlichen Fragestellungen einer strukturierten Finanzierung. Dieses Lehrbuch gibt also einen Überblick über Fremdfinanzierungsthemen und ist

so gesehen als Einstieg auch für angehende Juristen/ Juristinnen oder Bilanzierungsexperten/ -expertinnen geeignet. Man muss zunächst einmal ein Produkt verstehen, bevor man dieses in ein Vertragswerk oder einen Jahresabschluss umsetzen kann.

Entsprechend dem Charakter eines Lehrbuches sind die Literaturhinweise. Ziel ist nicht die prioritäre Darstellung etwaiger unterschiedlicher Lehrmeinungen und Theorien zur Finanzierung, sondern eine praxisorientierte Einführung. Wie im Fußball gilt: Entscheidend ist, was auf dem Platz passiert. Damit liegt ein Schwergewicht auf der sog. grauen Literatur, in der sich aktuelle Finanzierungen und Meinungen bzw. Trends finden. Dass es sich dabei oftmals um pro domo, also zum eigenen Vorteil erstellte Literatur handelt, wird als relativ unproblematisch angesehen. Ziel derartiger Publikation von in der Regel renommierten Anwälten oder Institutionen ist immer die Werbung in eigener Sache, so dass die Qualität der verwendeten Quellen akzeptabel ist.

Mit der Verwendung von »flüchtigen« Internetquellen geht einher, dass deren Verfügbarkeit nur zeitlich begrenzt gegeben sein kann. Ein Beispiel ist der Zinssatz EURIBOR, der im Lehrbuch per 29.12.2017 ausgewiesen wird. In der entsprechenden Internetquelle findet sich aber immer der aktuelle Wert, so dass die Nachvollziehbarkeit des aufgeführten Wertes anhand exakt dieser Internetseite nicht gegeben ist.

Der individuelle Charakter einer jeden Strukturierten Finanzierung in Kombination mit unterschiedlichen Produktdefinitionen führt dazu, dass in einem Lehrbuch keineswegs alle Aspekte und Techniken von Strukturierten Finanzierungen behandelt werden können. Dargestellt wird also im Wesentlichen der aktuelle »Mainstream«. Individuelle – eben strukturierte – Finanzierungslösungen unterliegen allgemeinen Markttrends. In Marktphasen mit hoher Liquidität – wie dies im Jahr 2017 in der Eurozone der Fall ist – sind die Kreditnehmer im Vorteil. Banken konkurrieren untereinander und mit Nicht-Banken wie Kreditfonds um die Kreditvergabe. Der Wettbewerb findet dann auf den Feldern der Konditionen eines Kredites (z. B. Eigenkapitalhöhe, Laufzeit, Sicherheiten, Vertragsgestaltung etc.) und dem Pricing (Zinsen und Provisionen) statt. Während also mit den Kreditkonditionen aus dem Jahr 2010 heute kaum noch ein Geschäft gemacht werden kann, sind die Grundzüge der Transaktionen unverändert geblieben (z. B. Einzweckgesellschaften, Non-recourse etc.).

Ein weiterer genereller Vorbehalt gilt für die Datenlage zum jeweiligen Markt bzw. Produkt. Je nach Anbieter bzw. Quelle gibt es Unterschiede. Ziel der Daten ist es, einen Eindruck über Größenordnungen (z. B. Marktvolumen oder Zinsmargen) zu geben.

Ein letzter Hinweis gilt der Sprache: Strukturierte Finanzierungen sind in den USA und in England entstanden. Sie sind sprachlich angelsächsisch geprägt. Die Personen in den Finanzabteilungen von Unternehmen und noch mehr in

der Finanzindustrie selbst kommunizieren in einer Mischung von englischen Fachbegriffen und deutscher Sprache. Dies ist sicherlich sprachlich nicht »schön«, aber »gelebte Praxis«. Es gilt der englische Fachbegriff und nicht die deutsche Übersetzung. Konkret beispielsweise Rating statt Benotung. Entsprechend wird in diesem Lehrbuch verfahren. Darüber hinaus wird aus Gründen der leichteren Lesbarkeit die männliche Sprachform bei personenbezogenen Substantiven und Pronomen verwendet.

2 Unternehmensfinanzierung und Strukturierte Finanzierungen

2.1 Cashflow-Wasserfall

Alle Vermögensgegenstände eines Unternehmens (Aktiva) sind immer schon finanziert. Bilanziell gibt es keine Aktivseite ohne die korrespondierende Passivseite. Die Frage nach »der Henne und dem Ei«, also danach, was zuerst vorhanden war, ist hier irrelevant. Die Bilanz eines Unternehmens ergibt sich quasi automatisch. Der Informationswert einer solchen Bilanz strebt allerdings auf dieser hohen Aggregationsebene gegen null. Es fehlt die entscheidende Kategorie, die Eigentumsverhältnisse (»Wem gehört was?«). Dies ist vereinfacht die Frage nach Eigen- oder Fremdkapital – kurzum die Frage nach der Art der Finanzierung.

Wirtschaftlich entscheidend sind dabei nicht die statischen Bilanzzahlen bezüglich Eigen- und Fremdkapital, die in Monats-, Quartals-, Halbjahres- und Jahresberichten aufgeführt werden. Entscheidend sind der »produzierte« Cashflow eines Unternehmens und dessen Verteilung (»Wer erhält wann welchen Teil?«). Man kann sich die Verteilung des Cashflows anschaulich als Wasserfall vorstellen (► Abb. 1).

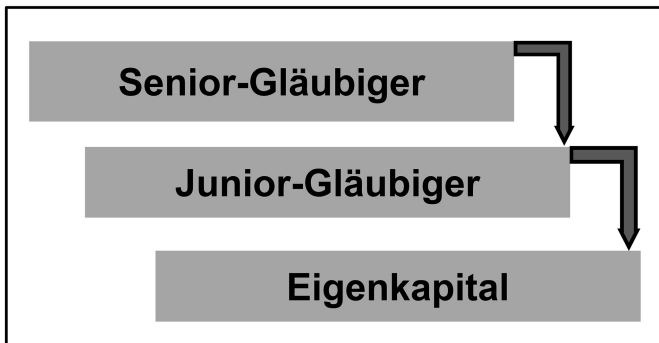


Abb. 1: Vereinfachter Cashflow-Wasserfall

Dieser Cashflow-Wasserfall ist das dominierende Prinzip jeglicher Finanzierung. Zuerst – und ganz oben – erhalten die sog. vorrangigen Gläubiger (oder »Senior«-Gläubiger) die ihnen vertraglich fest zustehende Menge an Cashflow (bzw. Wasser). Ist danach noch Cashflow übrig, fließt dieser in die nächste Stufe zu den nachrangigen Gläubigern (»Junior«-Gläubiger). Genauso wie die vorrangigen

Gläubiger haben die nachrangigen Gläubiger einen vertraglich fixierten Anspruch zu einem bestimmten Zeitpunkt auf eine definierte Menge Cashflow (bzw. Wasser), aber eben nur soweit wie überhaupt noch Cash (bzw. Wasser) vorhanden ist. Der Cash, der nach dem »Verbrauch« auf der Ebene der Junior-Gläubiger noch vorhanden ist, fließt zum Eigenkapital. Eigenkapital hat ex definitione keinen vertraglichen Anspruch: weder bezüglich des Zeitpunkts noch der Menge an Cashflow. Eigenkapital erhält residual alles, was übrig ist.

Während also die Senior- und Junior-Gläubiger a priori die Rentabilität ihrer Investition basierend auf dem erwarteten Cashflow relativ gut prognostizieren und berechnen können, ist die Eigenkapitalverzinsung als Residualgröße stärker variabel bzw. zeigt gegenüber den vorrangigen Stufen eine größere Volatilität. Dies schließt natürlich weder aus, dass sich im Falle einer Restrukturierung bzw. Insolvenz eines Unternehmens die Gläubiger »verrechnet« haben (also ihr vertraglicher Anspruch nicht erfüllt wird), noch dass die Eigenkapitalinvestoren a priori gar keine Eigenkapitalrentabilität abschätzen können.

Anders formuliert: Fremdkapital hat ein limitiertes Up-side (Chancen) in Höhe der vereinbarten Zinsen und ein Down-side (Risiko) in voller Höhe des jeweiligen Fremdfinanzierungsvolumens. Eigenkapital dagegen hat ein unlimitiertes Up-side (also grundsätzlich unlimitierte Chancen) und ebenfalls ein limitiertes Risiko in Höhe des Eigenkapitalbetrages. Aber Eigenkapital hat die unterste Position im Cashflow-Wasserfall, so dass etwaige Verluste zuerst gegen das Eigenkapital laufen bzw. verrechnet werden. Beim Eigenkapital in einer ABS-Finanzierung spricht man deshalb vom First Loss-Piece.

Die Cashflow-Verteilung im Wasserfall ist dabei grundsätzlich unabhängig davon, ob ein Unternehmen sich im Going-concern- oder im Gone-concern-Modus befindet. Letzteres ist ein Restrukturierungs- bzw. Insolvenzscenario. Das ultimative Szenario ist die Liquidation aller Vermögenswerte in einem Insolvenzverfahren. Betrachtet man eine Liquidation stark vereinfacht, so folgt die Verteilung der Liquidationserlöse bedingt durch Sicherheiten sowie vertraglichen Regelungen zwischen den Gläubigern dem Cashflow-Wasserfall. Allerdings ist es in der Realität in einem Liquidationsszenario sehr wahrscheinlich, dass der Cashflow kaum für die oberste »Stufe« ausreicht, zu der nicht nur die Kreditgeber, sondern auch beispielsweise Lieferanten oder Beschäftigte gehören können. Dass in einem solchen Szenario noch Cash an das Eigenkapital auf der untersten Stufe verteilt werden kann, ist de jure in Deutschland grundsätzlich ausgeschlossen. Die Begründung hierfür liegt im deutschen Insolvenzrecht. Ein Insolvenzantrag ist zu stellen, wenn der Schuldner »nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen.« (§ 17, Abs. 2 InsO)¹ Kurzum

¹ Gesetzestexte finden sich unter www.gesetze-im-internet.de.

dann, wenn der Cashflow nicht für alle nötigen Zahlungen ausreicht und somit ab dem ersten Euro, der im Wasserfall fehlt, um die Gläubiger (im letzten bzw. untersten Rang vor dem Eigenkapital) vertragsgemäß zu bedienen.

In der Realität einer Strukturierten Finanzierung ist der »Wasserfall« regelmäßig mehrstufiger und komplexer:

- a) Anzahl der Stufen im Cashflow-Wasserfall: Innerhalb der Gruppe der Strukturierten Finanzierungen findet sich bei ABS-Transaktionen die größte Zahl an einzelnen Stufen. Bei ABS-Transaktionen können auch einmal zehn Stufen eines Cashflow-Wasserfalls vorliegen.
- b) Abhängigkeit von der jeweiligen wirtschaftlichen Lage: Die vertraglich vereinbarte Rangfolge der Cashflow-Verteilung kann vom jeweils aktuell erwirtschafteten Cashflow abhängen. In diesem Fall wird vom Kreditnehmer monatlich oder am Ende eines Quartals über den operativen Cashflow berichtet. Im Normalfall – also bei einem Cashflow der dem anfänglichen Geschäftsplan entspricht – werden beispielsweise Zinsen für eine Nachrangtranche gezahlt. Wird aber der vertraglich festgelegte Mindestwert an operativem Cashflow unterschritten, so wird der Wasserfall zu Gunsten der Senior-Gläubiger umgestellt. Diese erhalten dann prioritär Zinszahlungen und der dann noch verfügbare Cashflow dient der Tilgung der Senior-Verbindlichkeiten. Erst wenn die Senior-Kredite voll zurückgezahlt sind, kommt die nächste Stufe.
- c) Wasserfall über die »Grenzen« eines Unternehmens hinaus: Das Wasserfallprinzip ist nicht auf einzelne Unternehmen beschränkt, sondern findet besonders in Unternehmensgruppen mit Mutter-Tochter-Beziehungen Anwendung.
- d) Spezifische Regelungen: Gesetzliche Regelungen als auch vertragliche Vereinbarungen (z. B. Bestellung von Sicherheiten) zwischen den einzelnen Gruppen an Gläubigern führen zu Abweichungen vom strengen Wasserfallprinzip.

Gegenläufig zum Wasserfall sind die Entscheidungs- bzw. Leitungsbefugnisse zwischen der obersten und untersten Stufe im Wasserfall. Die Eigenkapitalgeber – auf der untersten Stufe – sind grundsätzlich allein zur Unternehmensleitung befugt. Bei einer GmbH oder AG werden die Leitungsaufgaben durch einen Vertrag an das Management (Geschäftsführer, Vorstände) übertragen. Die Gläubiger haben dagegen nur »Schutzrechte«, die sowohl gesetzlich normiert sind (z. B. Begrenzung von Ausschüttungen) als auch durch einzelvertragliche Regelungen zwischen den jeweiligen Parteien der Gläubiger und dem Unternehmen zustande kommen.

Eine wesentliche Abweichung zur Gegenläufigkeit der Entscheidungsbefugnisse besteht darin, dass die Rechte der Junior-Gläubiger, die ein höheres Risiko tragen als die Senior-Gläubiger, die geringsten (Mitsprache-/ Entscheidungs-)

Rechte haben, wenn es um Anpassungen der Kreditverträge geht. Hier sind die Senior-Gläubiger »senior« gegenüber den Junior-Gläubigern, denn sonst könnten ggf. die Junior-Gläubiger Entscheidungen fällen, die zu Lasten der Senior-Gläubiger gehen. Die Kompensation der Junior-Gläubiger für die geringeren Rechte und das höhere Risiko aus ihrer nachrangigen Stellung im Wasserfall erfolgt durch eine höhere Verzinsung bzw. Einmalprovision am Anfang. Hinzukommen ggf. für die Junior-Gläubiger noch weitere erfolgsabhängige Komponenten, d. h. die Junior-Gläubiger partizipieren in einem gewissen Maße am Up-side. Ultimatив könnten die Junior-Gläubiger sogar das Recht haben, ihre Finanzierung (partiell) in Eigenkapital zu wandeln.

2.2 Gemeinsame Merkmale einer Strukturierten Finanzierung und einer Unternehmensfinanzierung

Strukturierte Finanzierungen und klassische Unternehmensfinanzierungen sind – wie gesagt – nicht wirklich klar und eindeutig voneinander abzugrenzen. Die einzelnen Merkmalsausprägungen finden sich auf einem Kontinuum zwischen Strukturierten Finanzierungen und Unternehmensfinanzierungen. Relevant sind dabei die nachfolgend aufgeführten Merkmale.

Außen- versus Innenfinanzierung

Außenfinanzierung ist ein Liquiditätszufluss für das jeweilige Unternehmen. Dies kann (a) eine Kreditfinanzierung durch Dritte sein (Fremdfinanzierung) und/ oder (b) die Einbringung von Mitteln zur Erhöhung des Eigenkapitals durch die Gesellschafter bzw. Aktionäre. Letzteres nennt man auch Eigenfinanzierung. Eine Strukturierte Finanzierung zeichnet sich dadurch aus, dass die Außenfinanzierung eine zentrale Rolle spielt. Die Innenfinanzierung über Gewinnthesaurierung sowie eine Finanzierung aus Rückstellungen und Abschreibungen ist durch deren (indirekte) Effekte auf den Cashflow von Relevanz. Innenfinanzierung wird vor allem dann bei einer Strukturierten Finanzierung gebraucht, wenn während der Kreditlaufzeit größere (Re-)Investitionen getätigt werden müssen.

Lebenszyklus eines Unternehmens

Innerhalb des Lebenszyklus eines Unternehmens von der ersten Idee über die »Seed-/ Venture Capital«-Phase bis zu den reifen »Geschäftsmodellen« sind Strukturierte Finanzierungen auf letztere fokussiert. Strukturierte Finanzierungen basieren auf etablierten Produkten in reifen Märkten, d. h. der sog. Markttest