

# De effecten van de *credit crunch* op de financiering van *leveraged buyouts*

D.A. Viëtor en M. van der Zanden\*

## 1. Inleiding

De periode tussen 2005 en medio 2007 wordt wel de *golden age of private equity* genoemd. In die periode werd het ene na het andere record op het gebied van *leveraged buyouts* (LBO's) gebroken. Negen van de tien grootste LBO's ooit vonden in deze periode plaats.<sup>1</sup> Bij een LBO koopt, kort gezegd, een private equity huis, althans een door een private equity huis beheerd fonds, een onderneming (een portfolio onderneming) met behulp van relatief veel vreemd vermogen.<sup>2</sup> Het vreemde vermogen kan worden aangetrokken door middel van een onderhandse lening, een obligatie-emissie (*junk bond* of *high yield bond issue*) of een combinatie van beide.<sup>3</sup>

De explosieve groei van LBO's werd onder meer veroorzaakt doordat beleggers in hun *search for yield* massaal bereid waren zowel in het voor LBO's vereiste eigen vermogen als het daarvoor vereiste vreemde vermogen te investeren. Er was sprake van een periode van *easy money*. Gevolg was dat private equity huizen steeds grotere leningen met agressievere financieringsstructuren en vriendelijker voorwaarden eisten, welke ook wel *covenant-lite*- of *covenant-loose* structuren werden genoemd.<sup>4</sup> De banken waren bereid aan deze concurrentieslag (*race to the bottom*) mee te doen; de economische vooruitzichten waren immers goed, de verzuimpercentages ten aanzien van *leveraged loans* (zoals leningen afgesloten in het kader van LBO's) waren historisch laag, de rendementen op dergelijke leningen waren goed en de *fees* die banken met een dergelijke financiering konden verdienen waren aantrekkelijk. Een belangrijke voorwaarde voor de explosieve groei van LBO's was evenwel de historisch lage rente en de toegenomen liquiditeit van leveraged loans op de internationale kredietmarkten, waarover hieronder meer.

De *credit crunch*, die in de zomer van 2007 werd veroorzaakt door de *subprime* crisis in de Verenigde Staten, maakte aan de periode van *easy money* – en daarmee aan de hoogtijdagen van private equity – abrupt een einde.

In dit artikel wordt ingegaan op de vraag hoe het kan dat gebeurtenissen op een bepaald deel van de kredietmarkt (de markt voor hypotheekkrediet aan consumenten) in een bepaald land (de Verenigde Staten) zo'n invloed kunnen hebben gehad op een ogenschijnlijk ongerelateerd ander deel van de internationale kredietmarkt (de markt voor leveraged loans) (§ 3). Daarnaast behandelt dit artikel wat de gevolgen van de *credit crunch* zijn voor de financiering

van LBO's (§ 4). Eerst een terugblik op de periode van *easy money* en een korte bespreking van bovengenoemde *covenant-lite* structuren (§ 2).

## 2. Easy money, loose terms

### 2.1 Easy money

Aan het begin van deze eeuw was de aard en omvang van de groep beleggers (*investor base*) in leveraged loans relatief beperkt; bijna 95% van alle leveraged loans werd verstrekt en gehouden door banken. Bovendien was het bankbedrijfsmodel traditioneel *lend and hold*. Indien een bank een lening verstrekte deed zij dat in principe met het oogmerk deze lening te behouden.<sup>5</sup> Als gevolg van (o.a.) solvabiliteits-eisen zijn de mogelijkheden van banken om krediet te

\* David Viëtor en Meta van der Zanden zijn Nederlands advocaat en werkzaam in Londen.

1. In volgorde: TXU (Kohlberg Kravis Roberts & Co, Texas Pacific Group, Goldman Sachs), Equity Office Properties (The Blackstone Group), HCA (Bain Capital, Kohlberg Kravis Roberts & Co, Merrill Lynch), Harrah's Entertainment (Apollo Advisors, Texas Pacific Group), Clear Channel Communications (Bain Capital, Thomas H. Lee Partners), Kinder Morgan (Goldman Sachs, AIG, Carlyle Group, Riverstone Holdings), Freescale Semiconductor (The Blackstone Group, The Carlyle Group, Permira, Texas Pacific Group), Albertson's (SuperValu, CVS, Cerberus Capital, Kimco Realty) en Hertz (The Carlyle Group, Clayton Dubilier & Rice, Merrill Lynch). De top 10 wordt gecompleteerd door RJR Nabisco (Kohlberg Kravis Roberts & Co) op de vierde plaats (1988). Zie: *The Top 10 Buyouts*, The New York Times 26 februari 2007.
2. LBO's worden in de regel met ongeveer 10-40% eigen vermogen en 60-90% vreemd vermogen gefinancierd.
3. Zie over LBO's: D.A. Viëtor, 'Leveraged buyouts', *Ondernemingsrecht* 2007-5, p. 185 e.v.
4. Een en ander resulteerde in een stijging van de gemiddelde *debt ratios* of *multiples* van ruim vier keer EBITDA in 2001 tot bijna zes keer EBITDA ('bedrijfsresultaat' voor goodwill-amortisatie en afschrijvingen) in 2007. Zie: *Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data*.
5. Bij grotere leningen streefden banken er overigens altijd al naar om deze hetzij samen met een beperkt aantal andere banken te verschaffen (*club deal*) hetzij een deel van de lening aan andere banken over te kunnen dragen (*syndication*).

verstrekken of te arrangeren op basis van *underwriting*<sup>6</sup> echter niet onbeperkt.<sup>7</sup> Een en ander had tot gevolg dat de liquiditeit<sup>8</sup> van leveraged loans relatief beperkt was.

*Financial engineering* en de ontwikkeling van *structured finance* veranderden de aard en omvang van de groep beleggers in leveraged loans dramatisch; medio 2007 waren namelijk zogenaamde *collateralized debt obligations* (CDO's) en *collateralized loan obligations* (CLO's) de belangrijkste beleggers in leveraged loans geworden.<sup>9</sup> Een CDO<sup>10</sup> is een voor een bepaald doel opgerichte entiteit, een *special purpose vehicle* of *SPV*, die investeert in allerlei soorten leningen, schuldinstrumenten of derivaten. Bijvoorbeeld in *subprime mortgages* (waarover meer in § 3.1), leveraged loans (in welk geval het een CLO wordt genoemd) of een combinatie van *assets* (in welk geval het een multisector-CDO wordt genoemd). De SPV geeft ter financiering van de koopprijs van de beleggingen obligaties uit. Vaak hebben deze obligaties verschillende tranches, waarvan de meest kredietwaardige de *senior tranche* wordt genoemd en de minst kredietwaardige de *equity tranche* of *subordinated tranche* is (ook wel *toxic waste* genoemd); daartussen bevindt zich nog de *mezzanine tranche* of *junior tranche*. Rente en aflossing op de obligaties wordt voldaan uit de opbrengsten die de onderliggende beleggingen genereren (vaak rente en aflossing). Indien de onderliggende beleggingen onvoldoende opbrengsten genereren om alle obligatiehouders te voldoen, dan krijgen de houders van de equity tranche als eerste niet betaald, daarna de houders van de mezzanine tranche en als laatste krijgen de houders van de senior tranche niet betaald. Teneinde de senior tranches de hoogste rating te kunnen geven, zijn de meeste CDO's verplicht een bepaalde ratio tussen de waarde<sup>11</sup> van de assets en de nominale waarde van de uitstaande senior tranches in stand te houden. Indien de nominale waarde van de uitstaande senior tranches 80 bedraagt, dan dient bijvoorbeeld de (nominale of markt)waarde van de assets van de CDO 100 te bedragen. Dit wordt wel *overcollateralization* genoemd en heeft tot doel de senior tranches tegen verliezen te beschermen (*cushion*). Indien regelmatig uit te voeren *coverage* of *overcollateralization tests* aangeven dat de vereiste ratio niet wordt gehaald, dan is de CDO verplicht obligaties op basis van senioriteit terug te betalen om zodoende deze ratio te herstellen. Dit heet *deleveraging*. Bij veel CDO's zijn de betalingen onder de meest senior tranches bovendien gegarandeerd door zogenaamde *monolines*. Monolines krijgen in de regel een hoge rating van *rating agencies*, zoals Moody's Investors Service Limited, Standard & Poor's Ratings Services and Fitch Ratings Ltd. Dit is natuurlijk van belang voor de begunstigen onder de door monolines verstrekte garanties. De ontwikkeling van CDO's betekende dat beleggers konden beleggen in de door de CDO uitgegeven senior tranches met zowel een relatief hoog rendement (gezien de onderliggende risicovolle asset classes, zoals leveraged loans en subprime mortgages) alsook een hoge rating. Voor veel beleggers klaarblijkelijk een onweerstaanbare combinatie.

De opkomst van de CDO is weer voor een belangrijk deel gesteund door de opkomst van *conduits* en *structured investment vehicles* (SIV's). Conduits en SIV's investeren beide in

relatief langlopende schuldinstrumenten met een relatief hoge rente, en met name in de door CDO's en CLO's uitgegeven senior tranches. Conduits en SIV's financieren deze beleggingen door relatief kortlopende schuldinstrumenten met een relatief lage rente uit te geven. Een conduit geeft alleen kortlopende schuldinstrumenten uit, zoals Commercial Paper (in dit kader ook wel Asset-Backed Commercial Paper genoemd (ABCP)). Een SIV kan naast ABCP ook middellang lopende schuldinstrumenten uitgeven, zoals Medium Term Notes. De financiering van de conduit en SIV is gebaseerd op het principe dat betaalbaar geworden ABCP en Medium Term Notes worden geherfinancierd door de uitgifte van nieuwe kortlopende schuldinstrumenten (*rollover*). De winst voor de conduit en de SIV bestaat uit het verschil tussen de door haar te betalen en te ontvangen rente.<sup>12</sup> Ook voor veel conduits en SIV's gelden overcollateralization tests en deleverage verplichtingen, zoals hierboven voor de CDO beschreven. Bovendien zijn veel conduits verplicht over zogenaamde *backstop liquidity facilities* te beschikken voor 100% van het uitgegeven ABCP voor het geval de rollover van het ABCP niet mogelijk is. Hoewel SIV's ook wel over dergelijke facilities beschikken is dat vaak slechts voor een beperkt deel van de uitgegeven schuldin-

6. Underwriting betekent dat de bank ervoor instaat dat de borrower een bepaalde lening krijgt. De desbetreffende bank draagt het risico dat zij een door haar gearrangeerde lening niet kan overdragen in de secundaire markt.
7. Op basis van deze solvabiliteitseisen zijn banken verplicht kapitaal opzij te zetten om onverwachte verliezen op te vangen die voortvloeien uit hun financiële en operationele risico's.
8. Met liquiditeit wordt bedoeld de situatie waarin er altijd kopers en verkopers van een bepaald goed zijn. In dit geval leveraged loans.
9. Volgens de Bank of England zou de investor base voor leveraged loans voor meer dan 50% uit CDO's en CLO's bestaan. Zie: 'Markets and operations', *Bank of England, Quarterly Bulletin* 2007 Q3, p. 346.
10. CDO's kunnen, grof, in twee groepen worden onderverdeeld: *cash flow CDO's* en *market value CDO's*. Het verschil zit met name in de vraag hoe de overcollateralisation test wordt toegepast (zie hierna). Cash flow CDO's kunnen weer in twee groepen worden onderverdeeld: *balance sheet CDO's* en *arbitrage CDO's*. Een balance sheet CDO is een door een bepaalde bank opgezette CDO, die uitsluitend in leningen van die bank belegt. Het primaire doel is verlichting van solvabiliteitseisen voor die bank. Het primaire doel van een arbitrage-CDO is winst te behalen ten behoeve van haar *equity investors* door te beleggen in assets die een relatief hoog rendement hebben en obligaties uit te geven die een lager rendement hebben. Het merendeel van de CDO's zijn cash-flow arbitrage CDO's.
11. Bij een cash flow CDO betreft dit de nominale waarde, met dien verstande dat op *defaulted assets* de marktwaarde in plaats van de nominale kan worden toegepast. Bijvoorbeeld indien een bepaalde asset een *downgrade* (lagere rating) krijgt. Bij een market value CDO betreft dit de marktwaarde. Een market value CDO is dan ook verplicht haar assets regelmatig *mark to market* te waarderen. De *asset manager* van een market value CDO voert in de regel een actiever beleggingsbeleid dan een asset manager van een cash flow CDO.
12. De beleggingen van de SIV brengen in de regel ongeveer 0,25% meer op dan de conduit/SIV onder het door haar uitgegeven ABCP moet betalen.

strumenten. Aldus bestaat bij SIV's een groter *rollover risk*. Conduits hebben veel gemeen met SIV's, met dien verstande dat conduits vaak een sterke band hebben met een bepaalde bank, die in dit kader ook wel *sponsor* wordt genoemd.<sup>13</sup> Kort gezegd is het belangrijkste oogmerk van een conduit de solvabiliteitseisen van de sponsor te verlichten. Het belangrijkste oogmerk van een SIV is het maken van winst ten behoeve van haar investeerders.<sup>14</sup>

De belangrijkste verschillen tussen een CDO en een conduit/SIV liggen kort gezegd besloten in het soort schuldinstrumenten die zij uitgeven<sup>15</sup> en de duur waarvoor zij zijn opgericht<sup>16</sup>.

Bovenstaande innovaties – en de veranderde marktomstandigheden – hadden enerzijds een sterke uitbreiding van de groep beleggers in leveraged loans tot gevolg (deze groep beleggers wordt hierna tezamen met o.a. pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen non-bankbeleggers genoemd). Anderzijds konden de banken als gevolg hiervan door hen verstrekte leningen, of leningen die door hen waren gearrangeerd op basis van onderwriting, binnen zeer korte tijd overdragen. Dit zorgde wederom voor meer armslag bij de banken (als gevolg van verlichting van solvabiliteitseisen) om weer nieuwe leveraged loans te verstrekken of te arrangeren op basis van onderwriting en de daarmee gemoeide *arrangement* en onderwriting fees<sup>17</sup> op te strijken; zij konden hun bedrijfsmodel aldus veranderen van *lend and hold* naar *originate and distribute*.<sup>18</sup> Een sterke toename van de liquiditeit van leveraged loans was het gevolg. Gelijksortige ontwikkelingen hebben zich bijvoorbeeld voorgedaan ten aanzien van de investor base voor subprime mortgages, *credit card debt* en *student loans*.

Het opknippen en herverpakken van leningen werd voor de credit crunch vaak geprezen omdat daarmee het kredietrisico op die leningen wordt verspreid en gedeeld. Een tegenwoordig vaak gehoord bezwaar is echter dat onduidelijk is bij wie het uiteindelijke kredietrisico ligt mede doordat een ondoordringbaar oerwoud is ontstaan aan onderlinge relaties tussen beleggers. De complexiteit ontstaat vooral doordat risico's op de oorspronkelijke leningen, al dan niet op 'synthetische' wijze, meermalen worden doorgegeven door een opeenstapeling van ingewikkelde beleggingsproducten. Figuur 1 is een enigszins versimpelde weergave van het aldus ontstane landschap en de vele onderlinge relaties.<sup>19</sup>

Een bank kan bijvoorbeeld zelf direct in subprime loans (rechtsonder) of leveraged loans (rechtsboven) hebben belegd. Een bank kan ook hebben belegd in een CDO die weer belegt in subprime (middenonder), een CLO die belegt in leveraged loans (middenboven) of een *CDO-Squared* (ook wel een *CDO*<sup>2</sup> genoemd) die weer belegt in andere CDO's en/of CLO's (linksmidden). Daarnaast is het mogelijk dat de bank een liquidity backstop facility heeft verstrekt aan een conduit of SIV (linksboven). Ten slotte hebben veel banken *Total Return Swaps* (TRS) afgesloten met CDO's en CLO's ten aanzien van door hun gehouden leningen.<sup>20</sup> Bij een TRS 'verkrijgt' de ene partij (vaak een hedge fund of

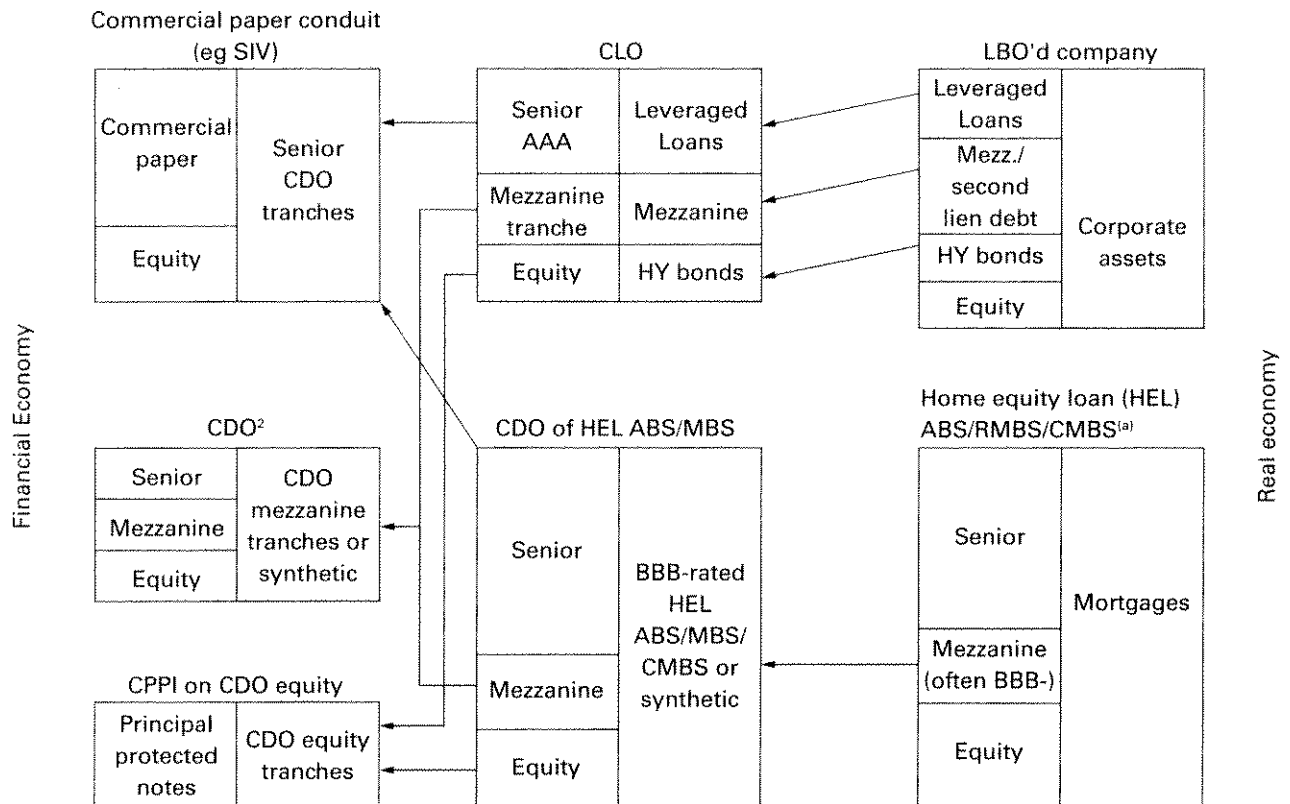
market value CLO), de *Total Return Receiver*, een of meer assets (de *reference assets*) van een andere partij (vaak een bank), de *Total Return Payer*. Van een koop en overdracht is echter geen sprake; de Total Return Payer blijft rechthebbende van de reference assets. De Total Return Receiver verkrijgt het recht op alle rentebetalingen en de eventuele waardevermeerdering (of -vermindering) van deze assets (de *total return*) gedurende een bepaalde periode. In ruil krijgt de Total Return Payer een bepaalde vaste vergoeding (vaak LIBOR met een opslag) die niet is gerelateerd aan de reference assets. Het motief voor de Total Return Payer om een TRS aan te gaan is verlichting van solvabiliteitseisen. Het voordeel voor de Total Return Receiver is gelegen in het feit dat hij het economisch genot van de assets krijgt terwijl daarvoor een veel geringere investering nodig is dan nodig zou zijn geweest indien hij deze asset zou hebben gekocht; een TRS is aldus een vorm van leverage. Vaak is evenwel vereist dat de Total Return Receiver aan de Total Return Payer collateral verschaft. Indien de waarde van dat collateral afneemt, ontstaan verplichtingen die hetzelfde effect hebben als een *margin call* (zie § 3.2); de Total Return Receiver moet aanvullend collateral verschaffen.

## 2.2 Loose terms

Zoals hierboven aangegeven eisten private equity huizen steeds agressievere financieringsstructuren en steeds vriendelijker, minder restrictieve leningsvoorwaarden. Dit laatste om meer operationele flexibiliteit te hebben, maar ook met het oog op bescherming van hun investering in geval van een recessie. Het private equity huis wil namelijk voorkomen dat de *lenders* te snel een herstructurering van de lening kunnen afdwingen omdat daaraan vaak kosten en (verdere) operationele beperkingen zijn verbonden.

In tegenstelling tot de Verenigde Staten, zijn in Europa uiteindelijk maar relatief weinig volledige covenant-

13. Een *multiseller conduit* belegt in schuldinstrumenten van verschillende verkopers, die doorgaans klanten zijn van de sponsor. Een *single seller conduit* belegt alleen in de schuldinstrumenten van de sponsor. Dit betekent overigens niet dat deze conduits dochters van die sponsors zijn. Immers, conduits worden met name opgericht teneinde verlichting van solvabiliteitseisen voor de sponsor te bewerkstelligen.
14. Naast SIV's bestaan ook SIV-lites. Een SIV-lite heeft eigenschappen van een SIV, maar ook van een market value CDO. Een SIV-lite geeft verhoudingsgewijs veel meer kortlopende schuldinstrumenten uit dan een SIV (soms wel 80-90%). SIV-lites hebben echter vaak niet de beschikking over liquidity backstop facilities (zoals conduits). Net als een CDO is een SIV-lite een *closed-end* vehikel.
15. CDO: langer lopend en conduit/SIV: kort(er) lopend.
16. CDO: bepaalde tijd en conduit/SIV: voor altijd (*evergreen*).
17. De arrangement fee kan oplopen tot 2,5% van het totale *commitment*.
18. Gemiddeld streven banken ernaar 70-95% van de totale door hen gearrangeerde leningen binnen drie maanden te hebben overgedragen aan andere beleggers. Zie: *DNB Kwartaalbericht* maart 2007, p. 30.
19. Uit: 'A perspective on recent monetary and financial system developments', *Bank of England, Quarterly Bulletin* 2007 Q2, p. 313.
20. Zie daarover: B.M. van Beek, R.J. de Clercq Zubli, 'Total return swaps; verzekerd risico?', *Ondernemingsrecht* 1999-10, p. 262-267.



(a) ABS: Asset-backed security; RMBS: residential mortgage-backed security; CMBS: commercial mortgage-based security.

Figuur 1.

lite structuren opgezet die op alle onderdelen als covenant-lite kwalificeren. Veel recente LBO-financieringen bevatten evenwel, in meerdere of mindere mate, elementen van covenant-lite structuren. Hieronder worden enkele elementen van covenant-lite structuren besproken.

### 2.2.1. Mandate letter en term sheet

Een eerste ontwikkeling was dat, in de hevige concurrentiestrijd (zowel tussen private equity huizen onderling als tussen banken onderling), banken op verzoek van private equity huizen steeds vaker financieringen verstrekten alleen op basis van *fundable term sheets* of *fundable commitment letters*. Dit betekende dat leningen in eerste instantie voor een bepaalde periode op slechts basale voorwaarden werden verstrekt, neergelegd in een *mandate letter* en bijbehorende *term sheet*, en zonder langdurige onderhandelingen over covenants en zekerhedenpakketten. Nadat een dergelijke brugfinanciering eenmaal was verstrekt volgde weliswaar een definitieve lening gebaseerd op uitgebreidere documentatie, echter was de onderhandelingspositie van de banken niet de sterkste.

Ten tweede bedongen private equity huizen vaak dat de *margin*<sup>21</sup> op de lening neerwaarts kon worden bijgesteld in geval van bovenmatige vraag naar de lening in de secundaire markt (*reverse market flex*). Dit in tegenstelling tot *market flex*-bepalingen die in de 'pre-covenant-lite periode' door de

arrangerende banken werden gebruikt om de voorwaarden van de lening (dat wil zeggen, de *pricing*, *terms* en *structure*) te kunnen bijstellen indien dit nodig was om de lening in de secundaire markt te kunnen doorverkopen.

Ten derde weigerden veel private equity huizen zogenaamde *market-out* bepalingen (ook wel *market MAC* genoemd). Op grond daarvan heeft een bank de mogelijkheid zich uit de financiering terug te trekken ingeval zich een belangrijke gebeurtenis op de relevante markt heeft voorgedaan die naar het oordeel van de bank een nadelige invloed kan hebben op haar mogelijkheden de lening te syndiceren (*material adverse change*).

### 2.2.2. De structuur van de lening

Een leveraged loan bestaat in de regel uit verschillende tranches. De tranches zijn in principe gestructureerd op basis van de behoefte van de beleggers in de specifieke leveraged loan. De lening wordt als het ware meteen

21. Kort gezegd, bestaat de over een lening verschuldigde rente vaak uit EURIBOR (of LIBOR) en een opslag. Deze opslag wordt margin genoemd. EURIBOR en LIBOR zijn, kort gezegd, de gemiddelde kosten die banken zelf hebben om op de interbancaire markt leningen aan te trekken.

klaargemaakt voor verkoop in de secundaire markt. In de pre-covenant-lite periode bestonden doorgaans de volgende tranches:

- de *pro rata debt*: de pro rata debt bestaat in het algemeen uit de zogenoemde *senior term loan A* en de *revolving facility*. De *senior term loan A* moet doorgaans binnen zes jaar in termijnen worden terugbetaald. Met name banken beleggen in de pro rata debt;
- de *institutional debt*: de institutional debt bestaat typisch uit de *senior term loan B* die doorgaans na acht jaar ineens (*bullet*) moet worden afgelost en een *senior term loan C* die doorgaans na negen jaar ineens moet worden afgelost. De rente op de institutional debt is in de regel hoger dan die op de pro rata debt vanwege de langere looptijd en het feit dat niet tussentijds wordt afgelost. Met name non-bankbeleggers waaronder CLO's beleggen in de institutional debt; en
- de *mezzanine loans* of *high yield debt*: deze leningen zijn in de regel achtergesteld bij zowel de pro rata debt als de institutional debt, hetgeen betekent dat deze pas worden afgelost nadat de pro rata debt en de institutional debt zijn afgelost. De rente op de mezzanine en high yield debt is in de regel hoger dan die op de institutional debt, vanwege de langere looptijd en het feit dat niet tussentijds wordt afgelost. Niet zozeer banken, maar met name gespecialiseerde *mezzanine lenders* en hedge funds beleggen in deze leningen.

In de periode van easy money nam echter het aandeel van de senior term loan A af ten opzichte van de senior term loans B en C. Dit kan ten eerste worden verklaard door de opkomst van de non-bankbeleggers (zie § 2.1), die veelal beleggen in langer lopende, niet amortiserende leningen met een relatief hoog rendement. Ten tweede kan per saldo een hoger bedrag worden geleend indien niet tussentijds hoeft te worden afgelost. De beschikbare vrije cash-flow kan immers geheel worden gebruikt om rente te betalen. Zodoende kon worden tegemoet gekomen aan de eis van de private equity huizen om steeds grotere leningen en agressievere financieringsstructuren. Een daarmee verband houdende ontwikkeling was dat nieuwe tranches institutional debt werden geïntroduceerd, de *senior term loan D* (de *second lien loan*), soms een *senior term loan E* (acquisitiefaciliteit om een *buy and build strategy* te financieren) en soms zelfs een *senior term loan F*.

Second lien loans werden geïntroduceerd toen het rendement op de traditionele institutional debt – de senior term loans B en C – terugliep door de overvloed aan liquiditeit op de markt (en daardoor minder aantrekkelijk werd voor non-bankbeleggers). Second lien loans zijn pari passu met de andere senior term loans (zijn niet achtergesteld), maar hebben een lagere aanspraak of rang op eventuele opbrengsten bij de uitwinning van zekerheden. De rente op de second lien loan is hierdoor hoger dan de rente op de andere senior term loans. Dit betekent wel dat zij in rang voor de concurrente schuldeisers (bijvoorbeeld handelscrediteuren) en achtergestelde schuldeisers komen. Dit is van belang omdat veel non-bankbeleggers op grond van interne beleggingsrichtlijnen alleen mogen beleggen in senior loans en

niet in mezzanine loans of high yield debt. Vanuit het perspectief van het private equity huis, geldt dat second lien loans goedkoper zijn dan mezzanine loans en high yield debt. Daarnaast bevatten second lien loans, in tegenstelling tot sommige traditionele mezzanine loans, geen optierechten in de vorm van *warrants*, dus rechten tot het nemen van aandelen (ook wel *equity kickers*). Second lien loans bevatten ook minder restricties dan mezzanine loans en high yield debt ten aanzien van vroegtijdige aflossing.

De introductie van zogenoemde PIK- (*payment-in-kind*) instrumenten in de structuur stelde de private equity huizen in staat nog hogere leningen aan te trekken. Dit omdat deze instrumenten de *borrower* het recht geven rentebetalingen uit te stellen of de rente niet in cash maar door middel van uitgifte van verdere schuldinstrumenten te betalen, eventueel tot het moment waarop de lening moet worden terugbetaald (ook wel *rolled up interest* genoemd).

### 2.2.3. Leningsdocumentatie

De meeste Europese leveraged loans worden gedocumenteerd op grond van door de *Loan Market Association* (de LMA) ontwikkelde standaarddocumentatie. Deze documentatie bevat onder meer uitgebreide restricties (*negative covenants*) voor de *borrower*, bijvoorbeeld ten aanzien van het aantrekken van (andere) financiering en het verstrekken van zekerheid, het doen van overnames of de verkoop van bedrijfsonderdelen, het doen van uitkeringen aan aandeelhouders, etc. In wezen mag de *borrower* niets, tenzij dat uitdrukkelijk is toegestaan. Ook bevat deze documentatie uitgebreide verplichtingen om te doen (*positive covenants*), zoals het afsluiten en in stand houden van verzekeringen of het betalen van belasting en sociale premies, of om bepaalde financiële ratio's te halen (*financial covenants*).

De overvloed aan vreemd vermogen heeft echter ook zijn uitwerking op de LMA-leningsdocumentatie gehad. In een covenant-lite structuur wordt deze vaak op een of meer van de volgende punten aangepast:

- *certainty of funds*: private equity huizen eisten vaak van de lenders dat de verplichting de lening te verstrekken slechts aan een minimum van (opschortende) voorwaarden (*conditions precedent*) was onderworpen. Dit wordt wel certainty of funds genoemd. In principe is certainty of funds alleen maar noodzakelijk indien de overname een openbaar bod betreft. Maar ook voor een onderhandse LBO geldt dat een potentiële koper met certainty of funds een voorsprong heeft op een potentiële koper die een financieringsvoorbehoud moet maken;
- *financial covenants*: een belangrijk verschil met leningsdocumentatie uit de pre-covenant-lite periode is de wijze waarop in een covenant-lite lening de financial covenants werken. LBO-leningsdocumentatie uit de pre-covenant-lite periode bevatte uitgebreide financial covenants, bijvoorbeeld: de *debt-to-earnings* of *leverage test*, de *cashflow-to-debt service* of *cash cover test* en de *earnings-to-interest expense* of *interest cover test*. Deze tests van financiële ratio's fungeren enerzijds als alarmsignaal indien de financiële positie van de *borrower* verslechtert en ze garanderen anderzijds dat de banken bij een

herstructurering worden betrokken. De hiervoor beschreven financial covenants worden ook wel *maintenance covenants* genoemd. Dit omdat deze door de borrower in stand gehouden moeten worden, hetgeen een aantal malen per jaar wordt getest; in de regel elk kwartaal. Dat betekent bijvoorbeeld in geval van de cashflow-to-debt ratio: als de cash-flows van de onderneming afnemen of de schuld toeneemt, en daardoor deze ratio niet wordt gehaald, is er sprake van een *technical default* op grond waarvan de lening kan worden opgeëist. De borrower zal met de *agent* in onderhandeling moeten treden en een *waiver* zien te verkrijgen. De agent zou de gelegenheid kunnen aangrijpen een *waiver fee* te eisen of zelfs een herstructurering af te dwingen. Daarentegen bevat covenant-lite leningsdocumentatie vaak *incurrence covenants*. Deze worden alleen gemeten indien zich een bepaalde omstandigheid voordoet of de onderneming een bepaalde activiteit wil ondernemen, bijvoorbeeld een geplande acquisitie of additionele financiering. Zolang deze specifieke omstandigheden zich niet voordoen, worden de ratio's niet gemeten en veroorzaken, bijvoorbeeld, afnemende cash-flows of toenemende schuld geen technical defaults.

Waar de leningsdocumentatie wel maintenance covenants bevatte, was de speelruimte (*covenant headroom*) zo ruim (vaak 30% of meer) dat van een waarschuwingssysteem geen sprake meer was;

- *herkansingen*: andere typische covenant-litebepalingen geven aan de borrower extra mogelijkheden het niet voldoen aan een *financial covenant* te repareren, zonder dat meteen sprake is van een *event of default* en de lening kan worden opgeëist. Bijvoorbeeld *equity cure*-rechten, die het de borrower toestaan aanvullend vermogen in te brengen om wankelende ratio's weer op peil te brengen. Een ander voorbeeld is de 'Mulligan', een term uit de golfwereld die terug te voeren is op een zekere Thomas Mulligan. Deze golfer blunderde bij de eerste afslag, maar kreeg een tweede kans van zijn tegenspelers én hoefde de extra slag niet mee te tellen bij het berekenen van de score. Daarmee vergelijkbaar bepaalt een Mulligan clause dat het éénmalig schenden van een vereiste ratio nog niet als event of default geldt. De borrower raakt pas in de problemen als aan dezelfde covenant een tweede keer niet wordt voldaan, respectievelijk dezelfde ratio twee keer achter elkaar wordt geschonden; en

- *speelruimte*: niet alleen verlichte covenants maakten de leningsdocumentatie meer *borrower friendly*. Zoals besproken mag de borrower in een typische LMA-kredietovereenkomst niets, tenzij uitdrukkelijk toegestaan. Hij mag bijvoorbeeld in beginsel geen acquisities doen of vermogensbestanddelen verkopen, tenzij de totale waarde van dit soort transacties jaarlijks een afgesproken bedrag (*basket*) niet overstijgt, ervan uitgaande dat de borrower een zekere speelruimte moet hebben om een bedrijf te kunnen voeren. Ook kwamen *transferable baskets* in de mode, en eisten borrowers in toenemende mate dat zij het toegestane grensbedrag, de basket, mochten 'meenemen' naar het volgende jaar voor zover deze in een jaar niet of slechts ten dele was gebruikt.

De *representations*, de *mandatory prepayment*-bepalingen, de informatieverplichtingen en de positive covenants weken niet veel af van een LMA-leningsdocument uit de pre-covenant-liteperiode.

In de praktijk bleek dat de nonbankbeleggers prima konden leven met covenant-lite leningsdocumentatie en minder behoefte hadden dan banken aan de bescherming en restricties opgenomen in traditionele leningsdocumentatie. Dit vanwege hun ervaring met het beleggen in de minder restrictieve obligatieleningen.<sup>22</sup> In dit kader wordt ook wel gesproken over de '*convergence of the loan and bond markets*'.

#### 2.2.4. Zekerheden

Regelmatig bedongen private equity huizen dat niet zonder meer zekerheden behoeften te worden verstrekt over alle vermogensbestanddelen, maar alleen indien dat uit een kosten/batenoogpunt gerechtvaardigd was. Vaak hoefde het merendeel van de zekerheid niet onmiddellijk, maar pas binnen een bepaalde periode na de overname te worden gevestigd.

#### 2.2.5. Controle over het syndicaat

Lenders die leningen op basis van covenant-lite leningsdocumentatie verstrekken zullen in de regel bedingen dat ten aanzien van de overdracht geen beperkingen bestaan (net zoals dat in principe ook voor obligatieleningen geldt) althans dat zij de borrower slechts hoeven te consulteren ten aanzien van een voorgenomen overdracht. Dit betekent dat de borrower weinig controle kan uitoefenen ten aanzien van de vraag uit welke lenders het syndicaat bestaat. Dit kan van belang zijn indien de borrower, bijvoorbeeld, *waivers* of *consents* nodig heeft van de betrokken lenders of hij in financiële problemen raakt en hij de medewerking van de betrokken lenders nodig heeft voor een herstructurering.

In covenant-lite leningsdocumentatie werden daarom vaak zogenaamde *yank the bank* en *snooze you lose* bepalingen door de borrower bedongen. Een *yank the bank* bepaling staat de borrower toe een lender uit het syndicaat te dwingen, als deze niet instemt met een beslissing die door alle overige of de overeengekomen vereiste meerderheid van de syndicaatsleden is goedgekeurd. Op basis van een *snooze you lose* bepaling mag een lender worden geacht zijn toestemming voor een bepaalde beslissing te hebben verleend als hij niet binnen een bepaalde termijn op een verzoek tot goedkeuring reageert. Dit betekent feitelijk dat een lender niet een verzoek van de borrower kan afkeuren door simpelweg stil te zitten, maar tot actie moet overgaan als deze niet bereid is toestemming te verlenen.

22. Obligatieleningen bevatten minder restricties omdat het in de regel moeilijk zo niet onmogelijk is om, indien dat nodig is, consents en waivers te krijgen van de obligatiehouders aangezien deze vaak niet bekend zijn. Overdracht van obligaties door obligatiehouders is in de regel niet aan beperkingen onderhevig.

### 3. De credit crunch

#### 3.1 De subprime crisis

In de zomer 2007 kraakten de internationale kredietmarkten in hun voegen toen bleek dat met name in de Verenigde Staten door banken op grote schaal hypotheekleningen – ook wel *NINJA*-leningen genoemd (*No Income, No Job and No Assets*) – waren verstrekt aan personen met een lager inkomen of een slechtere kredietwaardigheid dan een *prime borrower*, en deze *subprime borrowers* door een terugval in de huizenmarkt niet in staat bleken deze subprime mortgages te herfinancieren. Dit bracht niet alleen deze banken in problemen, maar ook de CDO's, conduits, SIV's en hedge funds die, direct of indirect, in deze subprime mortgages hadden belegd (zie § 2.1).

In de media circuleren verschillende bedragen ten aanzien van het totale bedrag aan hypotheekleningen in kwestie, variërend van tussen de US\$ 200 en 300 miljard tot bedragen van US\$ 1 biljoen of meer.

#### 3.2 Spillover into the LBO markets

Toen in de zomer van 2007 de subprime crisis ontstond was van grootschalige defaults onder leveraged loans geen sprake. Vrijwel onmiddellijk viel echter ook de markt voor leveraged loans in belangrijke mate stil en daarmee kwamen de hoogtijdagen van private equity (voorlopig) ten einde.<sup>23</sup> Een aantal in de pijpleiding zittende LBO's werd geherstructureerd, *ge-repriced* of zelfs afgeblazen.<sup>24</sup> De credit crunch was een feit.

Deze *spillover into the LBO markets* werd, kort gezegd, veroorzaakt door een aantal min of meer tegelijkertijd optredende, en elkaar versterkende, omstandigheden. In willekeurige volgorde – en zonder volledigheid na te streven – zijn de relevante omstandigheden als volgt.

Ten eerste was er in brede zin een *flight to quality*. Kennelijk enigszins 'verrast' door de subprime crisis, trokken beleggers zich massaal terug uit alle vormen van risicovolle(re) beleggingen, waaronder ook leveraged loans. Dit uitte zich er bijvoorbeeld ook in dat beleggers van de ene op de andere dag geen interesse meer hadden in door conduits en SIV's uitgegeven ABCP. Enerzijds omdat onduidelijk was welke conduits en SIV's aan subprime mortgages waren blootgesteld en welke niet. Anderzijds omdat, toen duidelijk werd dat veel conduits en SIV's – via CDO's – ook in subprime mortgages beleggen (zie de in § 2.1 afgedrukte figuur), sprake was van een herwaardering van risico; ABCP genereert namelijk in de regel een relatief laag rendement. Als gevolg hiervan konden veel conduits en SIV's door hen reeds uitgegeven ABCP niet herfinancieren met nieuw ABCP. Deze conduits en SIV's hadden geen andere keuze dan hun liquidity backstop facilities aan te spreken (zie hierna) of onderliggende assets te verkopen (*fire sale*). Hierdoor stokte de vraag naar de senior tranches van door CDO's en CLO's uitgegeven obligaties, waar conduits en SIV's grootafnemers van zijn, en ten tweede stokte de vraag naar leveraged loans, waar CDO's en CLO's grootafnemers van zijn (zie § 2.1). Maar ook de vraag naar de meer

risicovolle CDO- en CLO-obligaties (toxic waste) nam als gevolg van de subprime crisis dramatisch af. Deze obligaties werden vaak door hedge funds gekocht met geleend geld. Kortgezegd brengt dit mee dat het hedge fund collateral moet verschaffen aan zijn broker in verband met zijn verplichtingen. De broker mag zich in principe verhalen op dit collateral. Toen de waarde van deze obligaties afnam, werden veel hedge funds geconfronteerd met margin calls van hun brokers. Het effect van deze margin calls was verkoop van assets door het hedge fund of verkoop van het collateral door de broker, in een toch al dalende markt.

Ten tweede hadden prijsdalingen op de markt van zowel subprime mortgages als leveraged loans tot gevolg dat CDO's en CLO's die, geheel of gedeeltelijk en direct of indirect, in dergelijke leningen beleggen door hun overcollateralization tests (zie § 2.1) heen schoten en gedwongen werden delen van hun portfolio's (waar leveraged loans deel van uitmaakten) te verkopen om door hen uitgegeven senior obligaties terug te betalen. En verdere prijsdalingen – mede veroorzaakt door deze verkopen – zorgden weer voor verdere gedwongen verkopen. Kortom, er was sprake van een *liquidity death spiral* die tot gevolg heeft gehad dat de gemiddelde prijs die in de markt voor leveraged loans werd betaald ver zakte tot onder de nominale waarde van die leningen. Volgens sommige bronnen is de gemiddelde prijs zelfs onder de 90 procent van de nominale waarde gezakt.<sup>25</sup>

Ten derde werd een groot aantal banken geconfronteerd met beperkingen op grond van solvabiliteitseisen, terwijl met deze beperkingen op dat moment geen rekening was gehouden. De oorzaken van het ontstaan van deze beperkingen waren:

- het *on balance sheet* nemen van conduits en SIV's aan wie deze banken liquidity backstop facilities hadden verstrekt. Maar ook waar dat niet het geval was, werden veel banken als sponsors van die vehikels om reputationele redenen min of meer gedwongen deze vehikels de helpende hand te reiken en bijvoorbeeld een liquidity backstop facility te verstrekken of assets van deze vehikels te kopen;
- het terugdraaien van Total Return Swaps (*unwinding*), waardoor de reference assets weer bij de banken als Total Return Payer (zie § 2.1) on balance sheet kwamen. Veel hedge funds, market value CLO's en andere Total Return Receivers waren gedwongen Total Return

23. Overigens lijkt de credit crunch met name de zogenoemde *jumbo deals* (deals van €1 miljard of meer) te raken; de *'mid-market'* lijkt voorlopig nog open.

24. Afgeblazen zijn bijvoorbeeld: overname van Sainsbury's door KKR (£ 9.5 miljard), overname van Sallie Mae door een consortium geleid door J.C. Flowers (US\$ 25 miljard), overname van Harmon International door KKR en Goldman Sachs (US\$ 8 miljard), overname van Acxiom door Silver Lake and ValueAct Capital (US\$ 2.25 miljard).

25. Zie: D. Kerr, 'European leveraged credit market falls deeper into distress', *Private Equity News* 27 maart 2008. Als een lening voor 80 procent of minder van haar nominale lening wordt verhandeld is dit een indicatie dat sprake is van *distressed debt*.

- Swaps terug te draaien toen het door hen verstrekte collateral minder waard werd;
- het als gevolg van de marktomstandigheden niet kunnen syndiceren van leningen die de banken reeds hadden gearrangeerd op basis van onderwriting. Veel banken zaten op het moment van uitbreken van de subprime crisis al tot hun nek in nog niet uitgesyndiceerde leveraged loans; de *private equity boom* was immers op haar hoogtepunt. Deze leningen moesten echter door de banken ongeacht de marktomstandigheden worden verstrekt, tenzij een beroep kon worden gedaan op een *market MAC* (zie § 2.2); en
- *monolines downgrades*. Indien een monoline een lagere rating krijgt van een rating agency dan kan dit betekenen dat alle door haar verzekerde schuldinstrumenten ook een lagere rating krijgen. Voor banken die in dergelijke schuldinstrumenten hebben belegd kan dit betekenen dat zij additioneel kapitaal moeten aanhouden.

Door bovenstaande omstandigheden waren veel banken niet of minder in staat nieuwe leveraged loans te verstrekken of op basis van onderwriting te arrangeren. Deze beperkingen veroorzaakten een *LBO clogg of overhang* van leveraged loans van in totaal enkele honderden miljarden Amerikaanse dollars bij de banken. Naar deze leningen was nauwelijks of geen vraag gezien de hierboven beschreven problemen waar CDO's en CLO's, grootafnemers van leveraged loans, mee kampten.<sup>26</sup> Dit werd nog verstrekt doordat veel van deze leningen covenant-lite gestructureerd waren. Onderhandelingen met private equity huizen om de voorwaarden van deze financieringen te verbeteren en deze zodoende aantrekkelijker te maken voor beleggers, leverden vaak niets op. 'Big boys like KKR will be telling their banks that this is a big boys' market, you underwrote the deal and that's how you earned your fees.'<sup>27</sup>

Ten vierde werden voor private equity huizen de kosten van leningen substantieel hoger, waardoor de vraag naar nieuwe leningen afnam. Deze hogere kosten waren onder meer een gevolg van het sterk oplopen van EURIBOR en LIBOR (vaak de basis voor de bepaling van de verschuldigde rente), doordat banken door het bovenstaande in liquiditeitsproblemen kwamen en zij – gezien de onduidelijkheid over de vraag welke bank aan subprimezekerheden was blootgesteld en welke niet – ook minder geneigd waren geld aan elkaar te lenen.<sup>28</sup> In de tussentijd stegen ook de arrangement fees en margins, terwijl private equity huizen juist minder wilden betalen.

#### 4. What's next?

Voordat de banken weer grootschalige leveraged financieringen kunnen verstrekken of arrangeren op basis van onderwriting, zullen zij zich eerst willen ontdoen van hun bestaande leningen. Het is de vraag of de LBO-markt zich kan herstellen zolang beleggers geen interesse hebben in leveraged loans of in beleggingsproducten zoals CDO's, CLO's, conduits en SIV's die direct of indirect in dergelijke leningen beleggen.

In de huidige markt ligt voor de hand dat voor de financiering van een LBO eerst een *club* met lenders bijeen wordt gezocht, in plaats van dat sprake is van onderwriting door een of meerdere banken. Dit heeft natuurlijk consequenties voor de snelheid waarmee een financiering kan worden opgetuigd. Te meer daar lenders uitgebreider *due diligence* zullen gaan doen op de borrower en de onderliggende transactie. Voor het verstrekken van bridge financiering op basis van basale documentatie zal maar weinig animo bestaan. Lenders zullen zich weer het recht willen voorbehouden zich in geval van een market MAC uit de deal terug te kunnen trekken althans het recht willen hebben de voorwaarden van de lening aan te passen waar zij dat voor syndication nodig achten. In zijn algemeenheid zal meer nadruk komen te liggen op de lenings- en zekerhedendocumentatie.

Ook is aannemelijk dat nieuwe financieringen minder leverage en een lagere *debt-to-equity ratio* zullen hebben, in meer amortisatie zullen voorzien, geen PIK-instrumenten zullen bevatten, hogere margins<sup>29</sup> en strengere voorwaarden (waaronder maintenance covenants) zullen kennen en gedekt zullen zijn door omvangrijkere zekerheden. Minder senior debt biedt wellicht mogelijkheden voor mezzanine lenders om het financieringsgat te dichten (*to bridge the funding gap*). Mogelijk dat we ook meer *vendor financing* zullen zien, waarbij de verkoper van de onderneming zelf voor (een deel van) de financiering zorg draagt.

Voor banken zal het meer dan ooit essentieel zijn dat zij de mogelijkheid hebben de lening zonder medewerking van de borrower over te dragen. Daar staat tegenover dat de borrower er meer dan ooit belang bij heeft controle te kunnen uitoefenen over de vraag wie deel uitmaakt van het syndicaat.<sup>30</sup>

De afwezigheid van easy money zal er ongetwijfeld toe leiden dat private equity huizen minder competitief op target ondernemingen kunnen bieden dan voorheen; en dat we wellicht meer overnames door ondernemingen zullen zien. Het einde voor private equity huizen is daarmee evenwel niet ingeluid; de door hen bij beleggers opgehaalde

26. In de Verenigde Staten zouden de banken per eind maart nog US\$ 148 miljard aan niet gesyndiceerde leveraged loans op hun balans hebben staan; terwijl het in Europa om US\$ 85 miljard zou gaan. Zie: 'Lenders work to loosen loan logjam', *Private Equity News* 31 maart 2008.

27. I. Cash, in: 'Are subprime woes spelling end of LBO private equity party?', *Financial Times Mandate* September 2007.

28. In de periode 2003-2006 was driemaands EURIBOR ongeveer tussen de 2 en 2,5%. Per ultimo 2007 was dat percentage gestegen naar bijna 5%. Zie <http://nl.euribor-rates.eu/euribor-grafieken.asp>. De door de verschillende centrale banken ter beschikking gestelde extra liquiditeiten hebben enig effect gehad op de hoogte van deze interbancaire tarieven.

29. Terug naar het traditionele *pricing grid*: 225 basispunten voor de A-, 275 voor de B- en 325 voor de C-faciliteit?

30. Zie: § 2.2.5.



miljarden zullen de komende jaren moeten worden besteed. Het kan niet al te lang duren voordat de private equity huizen de markt weer zullen betreden. Minder leverage betekent wellicht een negatief effect op de *internal rate of return* van sommige transacties. De mogelijke prijsdalingen ten opzichte van target ondernemingen die het bovenstaande meebrengt zullen echter ook door veel private equity huizen worden toegejuicht. Ten aanzien van bestaande investeringen in portfolio zullen private equity huizen zich mogelijk (weer) meer gaan bemoeien met de dagelijkse gang van zaken teneinde waarde te creëren op de middellange termijn. Portfolio ondernemingen die in de hoogtijdagen extra acquisitiefaciliteiten hebben verkregen (zie § 2.2.2) zouden kunnen overwegen deze nu aan te wenden om nieuwe acquisities te financieren. Een aantal private equity huizen heeft ten slotte aangegeven te overwegen leningen te kopen van hun portfolio ondernemingen (*debt buyback*).

Van belang is ten slotte dat veel *exits* van private equity huizen de afgelopen jaren hebben plaatsgevonden door verkopen aan andere private equity huizen of aan door private equity huizen beheerde fondsen (*secondary buyouts*) of door middel van een *recapitalization*. Bij een leveraged recapitalization behoudt, kort gezegd, de verkopende aandeelhouder alle of een substantieel pakket van de aandelen in de target (vaak vindt er geen change of control plaats). Nieuw vreemd vermogen wordt bijvoorbeeld gebruikt om een dividend uit te keren aan de aandeelhouder, om aandelen in te kopen, om een kapitaalvermindering of een gedeeltelijke verkoop van aandelen in de target (bijvoorbeeld aan een private equity investeerder) mogelijk te maken. Nu zowel een secondary buyout als een recapitalization in belangrijke mate afhankelijk is van financiering met vreemd vermogen, ligt voor de hand dat deze vormen van exit aan populariteit zullen verliezen. Wellicht zullen we de komende tijd meer beursintroductions (*IPO's*) zien.

De meeste portfolio ondernemingen hebben goed gepresteerd in 2007 en hoeven in principe weinig last te hebben van de credit crunch zolang de economie goed blijft. Dankzij de goede marktvoorwaarden hebben veel ondernemingen onder relatief gunstige voorwaarden (covenant-lite) kunnen lenen. Veel borrowers hebben zich voor een bepaalde periode ingedekt tegen het stijgen van EURIBOR (*hedging*). Bovendien bestaan vaak geen of weinig verplichtingen om voor 2009/2010 te amortiseren. Bovendien hebben Structuren met *non-amortising bullet* leningen of *back-end-loaded amortisation schedules* zijn echter risicvoller dan leningen waaronder wel gedurende de looptijd wordt afgelost. Enerzijds omdat het totale bedrag van de lening vaak hoger is dan dat van een lening waarop wel wordt afgelost. Anderzijds omdat bij einde van de looptijd de gehele hoofdsom moet worden terugbetaald. Problemen ontstaan indien de borrower daartoe niet in staat is en hij de lening op dat moment niet kan herfinancieren.

Een zwarter scenario doemt op indien de credit crunch de economie in recessie brengt. Hierdoor zou het zover kunnen komen dat de portfolio ondernemingen hun cash-flows terug zien lopen en niet meer aan hun verplichtingen onder

de leningsdocumentatie kunnen voldoen. In die situatie, gecombineerd met een credit crunch, is het heronderhandelen van de voorwaarden van de lening (*covenant reset*) waarschijnlijk kostbaar.<sup>31</sup> Het voorkomen van defaults door het herfinancieren van de bestaande lening tegen gunstigere voorwaarden, in feite een preventieve herfinanciering, zal in die situatie moeilijk zijn waardoor herstructureringen en faillissementen onvermijdelijk lijken. Overigens hoeft de portfolio onderneming zelf niet al te veel last te hebben van opeising van de lening door de lenders na een event of default. Zeker indien de lenders zekerheid hebben voor hun vorderingen, zullen deze eerder geneigd zijn de portfolio onderneming als *going concern* te verkopen dan de portfolio onderneming te liquideren.<sup>32</sup> De aandeelhouders zullen in dit scenario met name de grote verliezers zijn.

De vrees bestaat wel dat de volgende ronde herstructureringen zal verschillen van de herstructureringen die in het verleden hebben plaatsgevonden. Het succes van veel herstructureringen in het verleden was gebaseerd op consensus tussen de lenders, vaak overwegend banken, waardoor gerechtelijke inmenging niet (*private work-out*) of minimaal (*pre-pack*) nodig was. Het is maar de vraag hoe de non-bankbeleggers zich in dergelijke workouts zullen opstellen, terwijl het in veel gevallen moeilijk zo niet onmogelijk zal zijn vast te stellen wie het economisch belang in een bepaalde lening heeft. Dit is een gevolg van het gebruik van derivaten als TRS en *credit default swaps*, maar ook van subparticipaties. *Vulture funds*, die *distressed loans* kopen om zodoende controle over de borrower te verkrijgen (*distressed for control investing*), zullen het proces mogelijk verder compliceren. De algemene verwachting is dat herstructureringen langer zullen duren en kostbaarder zullen zijn.

## 5. Conclusie

Een aspect van de credit crunch is dat de liquiditeit op de markt voor leveraged loans sterk is teruggelopen. Naast een algemene flight to quality is dit te verklaren door het wegvallen van een belangrijke categorie beleggers in leveraged loans, namelijk CDO's en CLO's. Tegelijkertijd beperkten solvabiliteitseisen en dalende marktprijzen van leveraged loans de mogelijkheden van banken om nieuwe LBO's te financieren. Het is de vraag of en zo ja wanneer de markt weer zal normaliseren. Duidelijk lijkt in ieder geval dat de banken de teugels flink zullen aanhalen.

31. Denk, al dan niet in combinatie, aan extra kapitaalstorting door aandeelhouder, verplichting te deleveragen, aan de lenders verschuldigde fees, hogere margins, etc.

32. Vergelijk: D.A. Viëtor, 'Persoonlijke aansprakelijkheid en doeloverschrijding bij het verlenen van financiële steun', *Ondernemingsrecht* 2007-13, p. 497.