

Auslaufende Programm- Mezzanine- Finanzierung

Handlungsoptionen
für Unternehmer

Projekt Cooperation

Progredius Finance Experts



Michael Capitain

Diplom-Kaufmann
Geschäftsführender
Gesellschafter

Tel.: 069 715 8957 10
michael.capitain@progredius.de



Bert Stahlmann

Diplom-Kaufmann / MBA
Senior Consultant

Tel.: 069 715 8957 14
bert.stahlmann@progredius.de

Progredius Finance Experts betreut bundesweit mittelständische Unternehmen bei der Entwicklung und Umsetzung von passgenauen Strategien zur Unternehmensfinanzierung. Ziel ist es dabei in jedem Fall, unternehmerische Handlungsspielräume dauerhaft auszuweiten, zu bewahren oder zurückzugewinnen.

Dabei begleitet Progredius als Transaction-, im Ausnahmefall auch als Interimsmanager, die vollständige Umsetzung der Unternehmensfinanzierung, beginnend mit der Ermittlung des Finanzierungsbedarfs bis hin zur Valutierung der Finanzmittel. Darin enthalten ist die Koordination aller zum erfolgreichen Abschluss der Finanzierung notwendigen unternehmensinternen und externen Experten (z.B. Wirtschaftsprüfer, juristische Berater, Finanzierungspartner aus dem Kredit-, Kapital- und Versicherungsmarkt); ferner die Vorbereitung notwendiger Entscheidungsunterlagen für die verantwort-

lichen Entscheider (Geschäftsführung, Gesellschafter, Organe) des Unternehmens.

Progredius sieht sich in der Rolle eines „Trusted Advisors“ und arbeitet stets ausschließlich im Interesse des Mandantenunternehmens.

Progredius verfügt über jahrzehntelange Top-Management-Erfahrung in den Kreditentscheidungsprozessen deutscher und internationaler Finanzinstitute sowie über umfangreiche Projekt- und Transaktionsmanagement-Expertise.

PROGREDIUS
FINANCE EXPERTS

Progredius GmbH
Zeppelinallee 77a
60487 Frankfurt
www.progredius.de

Oppenländer Rechtsanwälte



Dr. Thomas Trölitzsch

Fachanwalt für Handels-
und Gesellschaftsrecht

Tel.: 0711 60187 220
troelitzsch@oppenlaender.de



Dr. Christian Gunßer

Rechtsanwalt
Bankkaufmann

Tel.: 0711 60187 162
gunsser@oppenlaender.de

Oppenländer Rechtsanwälte berät bundesweit namhafte in- und ausländische Großunternehmen ebenso wie mittelständische Unternehmen und die öffentliche Hand in allen zentralen Bereichen des Wirtschaftsrechts, insbesondere in den Bereichen Corporate & M&A, Kartellrecht, Corporate Finance, Öffentliches Recht, IP/IT/Medien, Energierecht, Gesundheitsrecht, Arbeitsrecht, Immobilien und Projekte, Vergaberecht und Dispute Resolution & Litigation.

Die Arbeit von Oppenländer Rechtsanwälte zeichnet sich durch eine bemerkenswerte Kombination aus fundierter fachlicher Spezialisierung und außergewöhnlich persönlicher Betreuung aus. Die Mandanten schätzen diesen Ansatz sehr.

Das Juve-Handbuch 2010/2011 zählt Oppenländer zu den Top-30-Wirtschaftskanzleien in Deutschland.

OPPENLÄNDER

RECHTSANWÄLTE

OPPENLÄNDER Rechtsanwälte
Börsenplatz 1
70174 Stuttgart
www.oppenlaender.de

Vorwort



Ulrich H. Leistner

Diplom-Kaufmann
 Progre dius GmbH
 Geschäftsführender
 Gesellschafter

Die ungelöste Refinanzierung fälliger Fremdfinanzierungen stellt für jedes Unternehmen eine potenzielle Existenzbedrohung dar. Selbst strategisch und operativ sehr gut aufgestellte Mittelstandsfirmen sahen sich während der Mitte 2008 beginnenden und nach nunmehr drei Jahren noch immer nicht gänzlich ausgestandenen Finanzmarktkrise plötzlich mit Szenarien absehbarer Illiquidität konfrontiert, die bis dato als nahezu unvorstellbar gelten konnten.

In einer derartigen Situation lernten sich die Rechtsanwaltskanzlei Oppenländer und das Frankfurter Finanz-Beratungsunternehmen Progre dius kennen. In einem mehr als neun Monate andauernden, hochkomplexen Finanzierungsprojekt entwickelten beide Häuser Schulter an Schulter mit den im Mandantenunternehmen Fach-Verantwortlichen und Entscheidungsträgern, mit Wirtschaftsprüfern und Banken eine juristisch unangreifbare und wirtschaftlich vertretbare Lösung zur rechtzeitigen Sicherstellung

der Unternehmensliquidität. Mit umfassender rechtlicher Expertise, über Jahrzehnte in führenden Banken erworbenem Finanzierungs-Know-How und vielfältiger Transaktions- und Projektmanagementenerfahrung konnte das Oppenländer/Progre dius-Team das Mandantenunternehmen wirksam bei der Erarbeitung und vollständigen Umsetzung eines maßgeschneiderten Finanzierungs-konzepts – bis zur Bereitstellung der Finanzmittel durch die an der Transaktion beteiligten Finanzierungspartner – unterstützen.

Die Autoren nehmen die anstehenden Fälligkeiten auslaufender Programm-Mezzanine-Finanzierungen exemplarisch zum Anlass, um auf der Basis der gemeinsamen Projekterfahrung praxisrelevante Handlungsoptionen aufzuzeigen, mit denen vorausschauende Unternehmen auf sich abzeichnende Finanzierungslücken reagieren können.

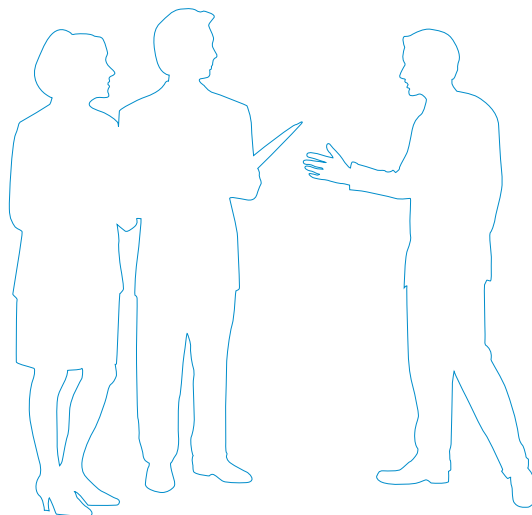
Ulrich H. Leistner

Mezzanine-Programme waren preisgünstig – doch ihre **Zeit ist vorbei.**

Von 2004 bis 2007 wurden von Banken – zusammen mit sogenannten Initiatoren – Programm-Mezzanine-Finanzierungen mit einem Volumen von insgesamt mehr als € 4 Mrd. vorwiegend an mittelständische Unternehmen vermittelt.

Die Märkte für Programm-Mezzanine-Finanzierungen sind in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise nahezu vollständig ausgetrocknet, so dass der Ersatz der fälligen Finanzierungen für viele Unternehmen zu einer existenziellen Herausforderung wird.

Zu den Hintergründen, Volumina und Charakteristika der in diesem Zeitraum vor allem bei institutionellen Investoren platzierten Programm-Mezzanine-Risiken liegen diverse Studien vor, insbesondere die umfangreiche empirische Untersuchung von Hommel/Schneider/Nohtse: „Programm-Mezzanine – Quo Vadis?“ vom November 2010. Ziel unseres Beitrags ist es, auf den Ergebnissen dieser Arbeit aufzusetzen und interessierten, möglicherweise betroffenen Unternehmen konkrete Lösungswege für sich abzeichnende Finanzierungsprobleme aufzuzeigen. Nach einer zusammenfassenden Darstellung der Ausgangslage und der sich stellenden Anschlussfinanzierungsthematik, folgt eine Übersicht der derzeit gängigsten verfügbaren Refinanzierungsoptionen sowie eine Beschreibung der Maßnahmen, die Unternehmer schon jetzt zur Vorbereitung der anstehenden Finanzierungsverhandlungen ergreifen sollten (siehe 3. „Fit for Finance“ und 4. „Aktive Gestaltung des Refinanzierungsprozesses“).



Mezzanine-Finanzierungen sind grundsätzlich Fremdfinanzierungen, die in ihrer Rangfolge der Bedienung der klassischen Kreditfinanzierung nachgehen. Je nach Ausgestaltung handelt es sich um Mittel, die gelegentlich bilanziell, immer aber wirtschaftlich dem Eigenkapital zugerechnet werden.

Mit der Einführung standardisierter Mezzanine-Programme in 2004 wurde mittelständischen Unternehmen ein indirekter Kapitalmarktzugang geschaffen. Wegen ihrer hohen Standardisierung und der dadurch wesentlich geringeren Prüfungs-, Strukturierungs- und Dokumentationskosten waren die Mezzanine-Programme im Vergleich zu Individual-Mezzanine preisgünstig¹. Im Vergleich zu üblichen Fremdkapitalfinanzierungen durch Bankkredite waren Programm-Mezzanine reizvoll, stellten sie doch häufig zumindest wirtschaftliches Eigenkapital dar, mit entsprechend positiven Effekten auf das Unternehmensrating. Man ging dabei davon aus, dass sich der Markt für Programm-Mezzanine nachhaltig etablieren und daher eine problemlose Refinanzierung fälliger Tranchen durch dann neu aufgelegte Programme erfolgen würde².

Diese Erwartung wurde zunichte gemacht, nicht zuletzt weil zahlreiche Mezzanine-Nehmer insolvent wurden³ oder in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise in eine Schiefelage gerieten. Damit

gingen die (Rendite-)Erwartungen der Mezzanine-Investoren nicht in Erfüllung; zum Teil fielen die risikoreichsten Tranchen – die sog. Equity-Notes – bereits aus. Der Markt für standardisierte Mezzanine-Programme ist seither faktisch ausgetrocknet. Unternehmen, die noch durch Programm-Mezzanine finanziert sind, werden ihre in den Jahren 2011 bis 2014⁴ auslaufenden Mezzanine-Finanzierungen daher nur durch alternative Finanzierungsprodukte ersetzen können, sofern die Rückzahlung nicht aus verfügbaren Barmitteln des Unternehmens möglich ist.

Die Suche nach geeigneten Refinanzierungen dürfte eine Reihe von Unternehmen aufgrund der noch immer wahrnehmbaren Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise vor erhebliche Herausforderungen stellen. Die notwendigen Vorbereitungen zur Sicherstellung einer Anschlussfinanzierung zu guten Bedingungen sind umfangreich, i.d.R. wirtschaftlich und juristisch komplex, und bedürfen eines ausreichenden zeitlichen und organisatorischen Vorlaufs auf Unternehmensseite.

¹ Während Unternehmen für vergleichbares Individual-Mezzanine-Kapital Zinssätze i.d.R. von ca. 15%, mindestens aber 10%, zahlen mussten, betrug die laufende Verzinsung bei den Programm-Mezzaninen bonitätsabhängig lediglich zwischen 7% und maximal 10%.

² Bozicevic/Karow, AG-Report 2004, R401 und R402.

³ 2006 ging bspw. die Nici AG insolvent, die das Maskottchen „Goleo“ der Fußball-Weltmeisterschaft 2006 in Deutschland herstellte. Davon waren gleich mehrere Mezzanine-Programme mit einem Gesamtvolumen von € 40 Mio. betroffen. 2007 ging die Schieder Möbel Holding GmbH und die Erich Rohde AG insolvent, die von standardisierten Mezzanine-Programmen € 50 Mio. (Schieder) bzw. € 10 Mio. (Rohde) erhalten hatten. Insgesamt sind wohl mindestens 31 der teilnehmenden 534 deutschen Unternehmen in die Insolvenz gegangen.

⁴ Da die Vertragsdokumentation wegen der Verbriefung der Mezzanine-Programme standardisiert war und diese üblicherweise eine feste Laufzeit von 7 Jahren vorsah, laufen nahezu sämtliche Programm-Mezzanine-Finanzierungen in den Jahren 2011 bis 2014 aus.



1.

Ausgangslage

Bis 2007 wurden insgesamt € 4,077 Mrd. Mezzanine-Mittel durch standardisierte Mezzanine-Programme an mittelständische Unternehmen ausgegeben, davon allein € 3,72 Mrd. an 534 deutsche Firmen⁵. Genutzt wurden die Programme häufig von größeren Familienunternehmen mit einem Jahresumsatz von über € 20 Mio. und mehr als 80 Mitarbeitern⁶. Attraktiv waren die Mezzanine-Programme für Mittelständler vor allem deshalb, weil damit weder die Stellung von Sicherheiten noch unternehmerische Mitspracherechte der Investoren⁷ verbunden waren. Zudem führte die auf den „vertraglichen Nachrangcharakter“ zurückzuführende Betrachtung der Mezzanine-Mittel als zumindest wirtschaftliches Eigenkapital⁸ bei rund 60%⁹ der Unternehmen zu Rating- bzw. Bonitätsverbesserungen. Hinzu kam eine für eigenkapitalähnliche Finanzmittel attraktive Verzinsung.

Aufgelegt und vermittelt wurden die Mezzanine-Programme vorwiegend von privaten Geschäftsbanken¹⁰; zwei Programme wurden von Landesbanken bzw. Sparkassen¹¹ ausgegeben. Füh-

⁵ Genaue Informationen über die aktuelle Zahl an deutschen Mezzanine-Nutzern liegen in der Literatur nicht vor. Vgl. Hommel/Schneider/Nohtse, Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, 2010, S. 40.

⁶ Vgl. Hommel/Schneider/Nohtse, Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, 2010, S. 41 f.

⁷ vgl. Koblenzer, ErbStB 2005, 282, 283.

⁸ Die allermeisten Mezzanine-Programme waren so strukturiert, dass sie nur zum Zufluss von wirtschaftlichem Eigenkapital führten, die Mittel handelsrechtlich aber nicht Eigenkapital waren. Nur drei Programme (CBMezzCap, e-quiNotes und PRIME) boten Mezzanine-Finanzierung, die einen handelsrechtlichen Eigenkapitalausweis möglich machten.

⁹ Hommel/Schneider/Nohtse, Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, 2010, S. 47.

¹⁰ „CBMezzCap“ der Commerzbank; „equiNotes“ als Joint Venture von Deutschen Bank und IKB; „Puls“ von Advisum und Merrill Lynch; „H.E.A.T.“ von HSBC.

rend war das „PREPS“-Programm (Preferred Pooled Shares) der Capital Efficiency Group AG und der HypoVereinsbank. Einige Programme wurden wiederholt aufgelegt – insgesamt kam es so zu 17 „Verbriefungsaktionen“, wobei allein acht mit einem Volumen von ca. € 2 Mrd. durch PREPS erfolgten. Den Auftakt bildete die erste Auflage von PREPS („PREPS 2004-1“) in 2004. Diese Transaktion war derart erfolgreich, dass sich in kurzer Zeit ein Nachfragemarkt für verbriefte Mezzanine-Finanzierungen entwickelte und weitere Verbriefungen schnell folgten. Die Finanzierungsmittel wurden durchgängig durch Verbriefungs-Zweckgesellschaften (sog. Special Purpose Vehicles/SPV) bereitgestellt. Die Banken beschränkten sich hierbei auf eine Initiatoren- und Vermittlerrolle auf „Provisionsbasis“, ohne selbst als Kreditgeber und damit Risikonehmer in Erscheinung zu treten. Die Refinanzierung eines Programm-Mezzanines durch einen Bankkredit ist aus Sicht der finanzierenden Bank deshalb keine „schlanke“ Prolongation, sondern ein Neukredit mit echter Risikoerhöhung.

Alle Mezzanine-Programme waren ähnlich strukturiert: Mit Laufzeiten von i.d.R. 7 Jahren und endfälliger Tilgung. Aufgrund der sogenannten „Nachrangerklärung“ wurden die Mezzanine-Mittel zumindest von den bankinternen Rating-Systemen als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet. Soweit die Programme eine Verlust-

teilnahme vorsahen, stellten die Mezzanine-Mittel auch handelsrechtliches Eigenkapital dar¹². Vorgesehen war allermeist eine laufende Verzinsung und ein variabler „Bonus“, welcher i.d.R. abhängig vom Jahresüberschuss des finanzierten Unternehmens war. Die laufenden Zinsen variierten je nach Bonität zwischen günstigen 7% und 10% p.a.

Die Vertragsbedingungen der Mezzanine-Programme waren hoch standardisiert; eine Anpassung auf die spezifischen Bedürfnisse des Unternehmens war nicht vorgesehen. Dieser Vorteil bei der Mittelvergabe wirkt sich heute häufig nachteilig aus: Tilgungsstreckungen, Stundungen und sonstige Sonderregelungen über die Rückzahlung eines Programms sind praktisch – wenn überhaupt – nur in insolvenznahen Situationen möglich.

Die wesentlichste Voraussetzung zur Teilnahme an standardisierten Mezzanine-Programmen war eine zufriedenstellende Bonität („Investment-grade-Rating“¹³), allermeist festgestellt durch das Ratingmodell „Moody's KMVRiskCalc“. Der Bewilligungsprozess war stark formalisiert. Eine Due Diligence erfolgte in aller Regel nicht.

¹¹ „PRIME“ von LBBW, HSH und Haspa sowie „StaGe“ von WestLB und BayernLB.

¹² Nach HFA 1/1994 gibt es vier Voraussetzungen für die Berücksichtigung von Genussrechten als bilanzielles Eigenkapital nach HGB: Verlustteilnahme bis zur vollen Höhe, erfolgsabhängige Vergütung (die nur aus ausschüttungsfähigen Eigenkapitalbestandteilen geleistet werden darf), Langfristigkeit (mindestens fünf Jahre) und Nachrangigkeit bei Insolvenz und Liquidation (näher hierzu Oelke/Wöhlert/Degen, BB 2010, 299, 301; Hofert/Müller, GmbHR 2009, 527, 529, jeweils m.w.N.).

¹³ Einige Programme akzeptierten auch Unternehmen mit einem Sub-Investmentgrade-Rating.

60% der Programm-Mezzanine-Nutzer brauchen eine Anschlussfinanzierung – doch **der Finanzierungs-**markt hat sich verändert.

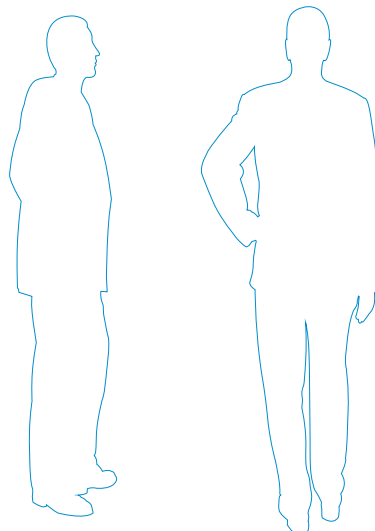
Mit dem Beinahe-Kollaps der IKB Deutsche Industriebank AG im Juli 2007 kam der Verbriefungsmarkt vollständig zum Erliegen. Mindestens 31 der durch Mezzanine-Programme finanzierten deutschen Unternehmen sind mittlerweile insolvent. Mit € 506,5 Mio. (Stand: Oktober 2010) müssen rund 12% der Forderungen aus Programm-Mezzaninen insolvenzbedingt als ausgefallen gelten. Soweit einzelne Forderungen gegen bonitätsschwache Mezzanine-Schuldner unter Nominalwert veräußert wurden, mussten die Investoren Abschläge von durchschnittlich knapp 60% in Kauf nehmen, was zu realisierten Verlusten von weiteren ca. € 80 Mio. geführt haben dürfte¹⁴. Allein das CBMezz-Cap-Programm der Commerzbank musste nach Presseberichten schon ca. 17% des Investitionsvolumens abschreiben¹⁵.

Mezzanine-Programme in der bisher beobachteten Form wird es auf mittlere Sicht nicht mehr geben¹⁶. Bestätigt wird dies durch die im Jahr 2008 gescheiterten „Programmversuche“. Selbst eine Kooperation des führenden PREPS- mit dem H.E.A.T.-Programm scheiterte mangels ausreichenden Investoreninteresses.

¹⁴ Hommel/Schneider/Nohtse, *Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?*, 2010, S. 18.

¹⁵ „Mezzanine-Finanzierung steht still“ in *Handelsblatt* vom 07.10.2010; Bauer, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 2010, 290, 291.

¹⁶ vgl. hierzu auch Bauer, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 2010, 290.



Die durch Programm-Mezzanine finanzierten Unternehmen werden sich also – sofern Bedarf für eine Anschlussfinanzierung besteht – nach anderen Finanzierungsquellen umschauchen müssen. Auch wenn das gesamte Finanzierungsvolumen in Höhe von rd. € 4 Mrd. im gesamtwirtschaftlichen Maßstab von untergeordneter Bedeutung ist, so kann eine ungelöste Anschlussfinanzierung für ein Mezzanine-nutzendes Unternehmen eine existenzielle Bedrohung darstellen. Die von deutschen Unternehmen in den nächsten Jahren (von 2011 bis 2014) zu erfüllenden Fälligkeiten von Mezzanine-Finanzierungen werden auf jährlich € 600 Mio. bis € 1 Mrd. geschätzt. Immerhin 40% der Mezzanine-finanzierten Unternehmen geben an, die Anschlussfinanzierung aus eigener Kraft (vor allem durch Cash-flow und Gesellschaftermittel) stemmen zu können. Die übrigen der derzeit noch durch Programm-Mezzanine-Mittel ausgestatteten Unternehmen benötigen dagegen noch eine Anschlussfinanzierung, wobei mitunter der Refinanzierungsbedarf nicht ganz an den ursprünglich aufgenommenen Mezzanine-Betrag heranreicht¹⁷.

Idealerweise wünschen sich mittelständische Unternehmen – wenig überraschend – eine Refinanzierung mit den Eigenschaften, wie sie die bestehende Mezzanine-Finanzierung hat(te): Nachrangig, unbesichert, mittel- bis langfristig, keine Mitspracherechte, günstige Verzinsung. Zusätzlich erkennen die Autoren aus ihrer Praxis den Wunsch nach bankenunabhängigem Finanzierungszugang (Kapitalmarkt).

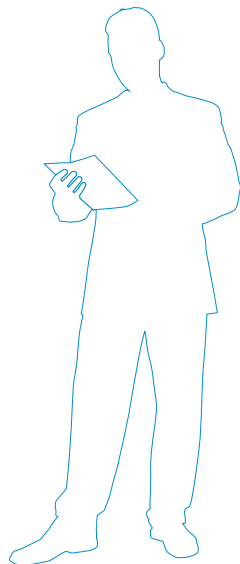
¹⁷ Vgl. Hommel/Schneider/Nohtse, *Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?*, 2010, S. 52.

Unternehmer wollen Mittel mit **Eigenkapitalcharakter** – aber keine Mitspracherechte der Investoren.

Angesichts der derzeitigen Lage am deutschen Finanzierungsmarkt erscheint es nur für wenige Unternehmen realistisch, alle vorgeannten Ziele im Rahmen der Refinanzierung gleichermaßen durchsetzen zu können. Insbesondere für Finanzmittel mit Nachrang- bzw. Eigenkapitalcharakter werden aktuell deutlich höhere Anforderungen an die Verzinsungshöhe (ca. 12 bis 18% p.a. für Individual-Mezzanine) gestellt. Da für nahezu 90% der Mezzanine-Nehmer der Erhalt der Eigentümerstruktur als das wichtigste Entscheidungskriterium für die Wahl einer Anschlussfinanzierung gilt, kann die Aufnahme von echtem Eigenkapital, z. B. aus dem Privat-Equity-Markt, nur die unter fast allen Umständen zu vermeidende Ultima Ratio darstellen.

Die Marktbedingungen für eine großzügige Kreditvergabe der Banken zum Ersatz der fälligen Mezzanine sind trotz der überraschend starken wirtschaftlichen Erholung 2010/2011 denkbar ungünstig. Die verschärften Bedingungen von Basel III, die schrittweise bis 2013 in Kraft treten sollen und eine erhöhte Kernkapitalquote für Kreditinstitute mit sich bringen, haben zur Folge, dass die Kreditvorgabemöglichkeiten der Banken tendenziell weiter limitiert und ihre Kapitalkosten deutlich erhöht werden¹⁸. Hinzu kommen die noch nicht absehbaren Folgen

¹⁸ *Basel III schreibt künftig – mit bestimmten Zwischenschritten – eine harte Kernkapitalquote von 7% (hartes Kernkapital der Mindesteigenkapitalanforderungen/4,5% plus hartes Kernkapital des Kapitalerhaltungspuffers von 2,5%) vor. Hinzu kommt weiter weiches Kernkapital in Höhe von 1,5% und Ergänzungskapital in Höhe von 2%, so dass sich im Ergebnis die Eigenkapitalanforderungen auf 10,5% addieren.*



VORAUSSCHAUEND PLANEN:
DIE FRAGE NACH DER ANSCHLUSSFINAN-
ZIERUNG MUSS GEKLÄRT WERDEN, LANGE
BEVOR SIE AKUT WIRD.

der EURO-Schuldenkrise, die bei ungünstigem Verlauf die Kreditvergabekapazität des deutschen Kreditgewerbes signifikant beeinträchtigen kann. Mit einer weiter restriktiven Kreditvergabe und tendenziell wieder steigenden Kreditmargen muss daher gerechnet werden¹⁹.

Im Bankenmarkt sind im Übrigen unbesicherte, langfristige, endfällige Finanzierungen für Unternehmen schon seit vielen Jahren praktisch nur für Schuldner mit extrem guter Bonität erhältlich.

Nicht nur Unternehmen, die mit rückläufigen Umsätzen, Gewinneinbrüchen oder gar Verlusten zu kämpfen hatten und dadurch Bonitätseinbußen hinnehmen mussten, sondern auch Firmen mit hohen Wachstumsraten und entsprechend steigendem Finanzbedarf werden sich schwer tun, ohne Weiteres eine Anschlussfinanzierung für fälliges Mezzanine zu erhalten. Da der positive Ratingeffekt des Mezzanine-Kapitals mit zunehmender Annäherung an die Fälligkeit wegen der Aberkennung des (wirtschaftlichen) Eigenkapitalcharakters wegfällt, kann sich eine nicht geregelte Anschlussfinanzierung bereits ein bis zwei Jahre vor Fälligkeit belastend auf die Kreditnehmerbonität auswirken²⁰.

Daher ist durchaus auch dann Eile geboten, wenn die Fälligkeit der Mezzanine-Finanzierung noch nicht „akut“ ist. Ein umfassendes unternehmensinternes Projekt wie „Fit for Finance“ sollte rechtzeitig aufgesetzt werden, um eine möglichst intelligente und strategisch passgenaue Lösung für das Unternehmen zu finden (siehe hierzu 3. „Fit for Finance“ und 4. „Aktive Gestaltung des Refinanzierungsprozesses“).

¹⁹ Vgl. auch Schmitt, BB 2011, 105, 107.

²⁰ Hommel/Schneider/Nohtse, Studie Programm-Mezzanine – Quo Vadis?, 2010, S. 5.

2.

Mögliche (Re-)Finanzierungs- mittel

Auch wenn Programm-Mezzanine nicht zur Verfügung stehen: Zahlreiche Refinanzierungs-Möglichkeiten bieten auf den Einzelfall optimierbare Alternativen. Welche Art der Anschlussfinanzierung die Beste ist, hängt von den Besonderheiten des Unternehmens und seiner mittel- und langfristigen Geschäfts- und Finanzierungsstrategie ab. Es ist in vielen Mittelstandsunternehmen noch unüblich, mit gleicher Intensität über die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung nachzudenken, wie sie z. B. für die Entwicklung neuer Produkte und Märkte aufgewandt wird.

Im Folgenden sind die gängigsten Fremdfinanzierungsmöglichkeiten im Überblick dargestellt. Auf die Notwendigkeit, die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens mit allen sinnvollen Maßnahmen anzuheben, gehen wir im Weiteren gesondert ein (hierzu unten 3. „Fit for Finance“ und 4. „Aktive Gestaltung des Refinanzierungsprozesses“).



**PRÜFEN:
WELCHE BEDINGUNGEN STELLEN BESTEHENDE KREDITVERTRÄGE? WELCHE SICHERHEITEN STEHEN ZUR VERFÜGUNG?**

a | Klassische bilaterale Bankenfinanzierung

Die bilaterale Bankenfinanzierung kommt als Anschlussfinanzierung nur in Betracht, wenn auf den Nachrangcharakter der ursprünglichen Mezzanine-Finanzierung verzichtet werden kann. Dies dürfte vor allem dann möglich sein, wenn die Eigenkapitalbasis des Unternehmens (einschließlich etwaiger Gesellschafterdarlehen) auch nach Wegfall der Mezzanine-Finanzierung ausreichend ist. Hierbei ist zu prüfen, ob z. B. über heutzutage übliche Financial Covenants (Eigenkapitalquote, dynamischer Verschuldungsgrad²¹, etc.) in bestehenden Kreditverträgen Mindestanforderungen an die Eigenkapitalausstattung vorgegeben sind. Ist dies der Fall, so muss sichergestellt werden, dass diese auch ohne die Mezzanine-Finanzierung mit einem angemessenen Risikopuffer über die Vertragslaufzeit eingehalten werden können. Daher dürfte für viele Unternehmen mit auslaufenden Mezzanine-Programmen ein bilateraler Bankkredit zur Anschlussfinanzierung nur dann eine Lösung darstellen, wenn im Rahmen einer Neuverhandlung der bestehenden Bankkredite eine entsprechende Anpassung der Financial Covenants erreicht werden kann. Da in der Regel auch die Zinsmargen an das Niveau der den Financial Covenants zu Grunde liegenden Finanzkennzahlen gekoppelt sind, ist konsequenterweise auch eine Anpassung des sogenannten Zinsmargenrasters zu erwarten.

Weiterhin muss geprüft werden, ob nicht ggf. andere Kreditverträge eine Neuaufnahme von nicht nachrangigen Darlehensverbindlichkeiten gänzlich untersagen. Problematisch kann weiter sein, dass die Banken einen neuen Kredit nur mit Sicherheiten bewilligen wollen, bei Auslaufen der Mezzanine-Finanzierung aber – weil diese unbesichert waren – keine Sicherheiten frei werden. Hinzu kommt, dass die Stellung von Sicherheiten wegen sogenannter „Negativ-erklärungen“ in bestehenden Finanzierungsverträgen mitunter überhaupt nicht, oder nur bei einem Verzicht der Altgläubiger auf eine gleichmäßige Mitbesicherung möglich ist.

Trotz allem kann ein bilateraler Bankkredit für die Anschlussfinanzierung das Mittel der Wahl sein, nämlich dann, wenn der Gesamtfinanzierungsbedarf des Unternehmens auf nur sehr wenige (1 – 3) Banken aufgeteilt werden kann. Im Vergleich zu den nachstehend erläuterten Finanzierungsinstrumenten zeichnet sich der bilaterale Bankkredit dann durch eine vergleichsweise niedrige Komplexität aus. Ergänzend sei an dieser Stelle erwähnt, dass die Kreditversorgung ausschließlich über bilaterale Kredite im Vergleich zu anderen Instrumenten als eher instabil zu bezeichnen ist; dies ist der Tatsache geschuldet, dass jeder Kreditgeber individuelle Kreditkündigungsrechte behält und keine Konsortialbindung zwischen den kreditgebenden Banken besteht.

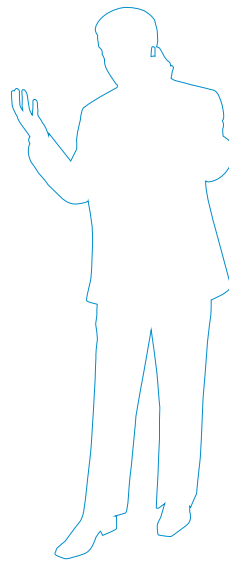
²¹ *Dynamischer Verschuldungsgrad üblicherweise definiert als Quotient aus Nettofinanzverschuldung und EBITDA (Ergebnis vor Steuern, Zinsen und AfA)*

Konsortialfinanzierungen sind stabil, aber **schränken** häufig die **unternehmerische Handlungsfreiheit** ein.

b | **Konsortialkredit**

Im Gegensatz zum bilateralen Kredit bündeln Konsortialfinanzierungen (z. B. Club Deal, syndizierter Kredit) üblicherweise Kredite mehrerer Banken (dem sogenannten „Bankenkonsortium“) unter einem einheitlichen Kreditvertrag. Die Koordination zwischen den Konsorten (Banken) obliegt in aller Regel einem (gelegentlich auch mehreren) konsortialführenden Kreditinstitut(en). Für die Struktur und die vertragliche Dokumentation von Konsortialfinanzierungen haben sich über die letzten Jahre internationale Standards entwickelt, denen sich kaum ein Kreditnehmer wirksam entziehen kann. Gleichwohl werden die wirtschaftlichen Elemente der Finanzierungs- und Besicherungsstruktur auf die individuellen Bedürfnisse des Unternehmens maßgeschneidert. Sprache und Begrifflichkeit von Term Sheets und Kreditverträgen sind überwiegend angelsächsisch geprägt und werden aus Unternehmenssicht häufig als „finanztechnokratisch“ empfunden. Es empfiehlt sich daher, bei den z.T. langwierigen Verhandlungen mit den Experten auf Bankenseite nur dann auf professionelle juristische und finanzwirtschaftliche Unterstützung zu verzichten, wenn das Unternehmen selbst über umfangreiche Routine und Expertise im Bereich Corporate Finance/Investment Banking verfügt.

PRÜFEN:
GIBT ES AUSREICHEND FINANZIERUNGS-
EXPERTISE IM UNTERNEHMEN? BESTEHT
ZUGANG ZU EXTERNEN DIENSTLEISTERN,
DIE HINZUGEZOGEN WERDEN KÖNNEN?



Der entscheidende Vorteil der Konsortialfinanzierung besteht in seiner hohen strukturellen Stabilität. So sind aufgrund der gegenseitigen Konsortialbindung der Banken Mehrheitsentscheidungen erforderlich, um z. B. in krisenhaften Situationen einen Kredit fällig zu stellen. Die Stabilität des Bankenkreises wird jedoch „erkauft“ durch die vergleichsweise hohe Komplexität der Kreditvereinbarungen. Diese beinhalten nahezu immer eine Mehrzahl von Financial Covenants und können die unternehmerische Handlungsfreiheit mit Blick auf Investitionen, Akquisitionen und Besicherungen erheblich einschränken. Die unternehmensseitig häufig beklagten hohen Anforderungen an das Berichtswesen (Quartalsberichte, testierte Jahresabschlüsse, Mehrjahresplanung, Plan-Ist-Vergleiche, etc.) setzen sich allerdings zunehmend auch bei bilateralen Kreditvereinbarungen durch und stellen somit keinen spezifischen Nachteil dieser Finanzierungsform dar.

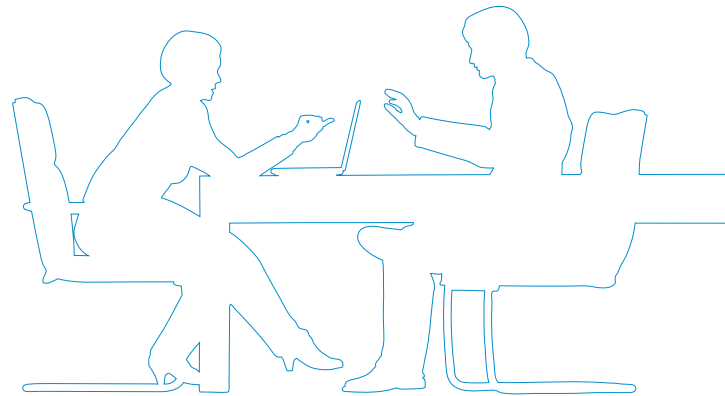
c | **Schuldscheindarlehen**

Ein Schuldscheindarlehen vereint die Merkmale eines bilateralen Bankkredits mit denen von Anleihen. Der „Schuldschein“ ist aber lediglich eine sogenannte Beweisurkunde und kein Wertpapier, – vereinfacht ausgedrückt – also ein außerbörslich veräußerbarer Darlehensvertrag mit mehreren Banken. Arrangiert wird ein Schuldscheindarlehen i.d.R. von einer Bank, die den Schuldschein dann an weitere Investoren im Wege üblicher Vertragsübertragungen „veräußert“. Als Investoren stehen regelmäßig Sparkassen und Genossenschaftsbanken, aber auch Landes- und Geschäftsbanken zur Verfügung, und zwar auch dann, wenn sie darüber hinaus keinerlei Geschäftsbeziehung zum Darlehensnehmer unterhalten. Üblich sind Schuldscheinlaufzeiten von 18 Monaten bis zu sieben Jahren. Oftmals wird eine Laufzeit zwischen drei und fünf Jahren vereinbart. Schuldscheine sind meist endfällig und werden – um den (Dokumentations-) Aufwand klein zu halten – nicht besichert. Voraussetzung für eine Schuldscheinfinanzierung ist deshalb auch eine einwandfreie Bonität des Emittenten. Abgedeckt werden Finanzierungsvolumina von € 20 Mio. bis ca. € 300 Mio., gelegentlich auch darüber und darunter.

Eine Vielzahl von unabhängigen Schuldschein-Investoren birgt Gefahren für die Finanzierungsstabilität.

SZENARIEN DURCHSPIELEN:
WELCHE AUSWIRKUNGEN KÖNNEN
„NEGATIVKLAUSELN“ AUF ZUKÜNFTIGE
INVESTITIONSPLÄNE HABEN?

Im Vergleich zum klassischen bilateralen Bankkredit führt der Schuldschein letztlich zu Darlehensbeziehungen mit mehreren sog. „Investoren“, wobei keine „Poolung“ der Darlehensgeber erfolgt. Jeder Investor kann seine Rechte aus dem Schuldschein also unabhängig geltend machen. Dies kann für das Unternehmen – im Vergleich zu einem Konsortialkredit – vor allem dann nachteilig sein, wenn Vertragsanpassungen notwendig werden, z. B. im Rahmen von sich abzeichnender Nichteinhaltung vereinbarter Financial Covenants. Im Einzelfall kann dies für das Unternehmen existenzbedrohende Auswirkungen haben, da sich keiner der Schuldscheininvestoren einer Mehrheitsmeinung des Bankenkreises unterwerfen muss und somit frei in der Ausübung von Kündigungsrechten ist. Es ist nicht unüblich, dass in solchen Situationen Investoren versuchen, Druck auf das Unternehmen und die Hausbank auszuüben mit dem Ziel, die Hausbank zur Übernahme des Schuldscheins zu zwingen. Die Rückzahlung eines einzelnen Schuldscheins durch das Unternehmen ist, selbst wenn es sich nur um kleinere Beträge handelt, wegen der vertraglichen Gleichbehandlungsverpflichtung aller Schuldscheindarlehensinvestoren praktisch ausgeschlossen.



Schuldscheindarlehen enthalten oftmals sogenannte „Negativklauseln“, nach denen der Schuldner keinen anderen Gläubigern Sicherheiten stellen darf. Sollte das Unternehmen, aus welchen Gründen auch immer, für andere Kredite Sicherheiten stellen müssen, löst dieses die nachträgliche, i.d.R. gleichförmige („Pari-Passu“) Mitbesicherung der Schuldschein-Investoren aus. Alternativ muss ein Verzicht auf die Negativklausel mit allen Schuldschein-Investoren verhandelt oder die vollständige Refinanzierung der Schuldschein-Emission durchgeführt werden. Dieser Prozess ist äußerst aufwendig und im Ergebnis aufgrund der großen Zahl der Schuldschein-Investoren nur schwer prognostizierbar. Eine an sich erstrebenswerte Einschränkung der Anzahl der Schuldscheininvestoren zum Zeitpunkt der Emission läuft unter Umständen in einer krisenhaften Situation ins Leere, weil der Schuldschein durch übliche Transferklauseln zu einem handelbaren Instrument wird. Die Zustimmung zum Transfer an interessierte Investoren kann das Unternehmen i.d.R. nur aus wichtigem Grunde verwehren.

d | Individual-Mezzanine

Soll bzw. muss die Anschlussfinanzierung zur Erhaltung der wirtschaftlichen Eigenmittel weiterhin nachrangig bleiben, kann auf Individual-Mezzanine-Produkte zurückgegriffen werden. Im Vergleich zu den auslaufenden Programm-Mezzanine-Finanzierungen sind die Investmentkriterien für Individual-Mezzanine zum Teil sehr anspruchsvoll und setzen die Vorlage überzeugender Geschäftspläne mit überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven voraus.

Die Zinserwartung für Individual-Mezzanine liegen derzeit bei vergleichsweise hohen 12% bis 18% p.a. (mitunter ergänzt um eine Gewinnbeteiligung). Im Gegensatz zu üblichen Kreditinstrumenten geht der Mittelbereitstellung ein umfangreicher und langwieriger Due Diligence-Prozess voraus; Wandlungsrechte in stimmberechtigtes Eigenkapital können für den Fall vorgesehen werden, dass die Rückzahlung der Mezzanine-Mittel nicht wie geplant erfolgen kann. Anders als bei einer Private Equity Beteiligung²² werden bei Individual-Mezzaninen jedoch nur selten unternehmerische Mitspracherechte der Kapitalgeber vereinbart.

²² Private Equity Investoren bestehen dagegen auf Mitspracherechten und oftmals auf echte Beteiligungen am Gesellschaftskapital mit der Folge, dass Private Equity-Finanzierungen für Mittelständler in aller Regel ausscheiden.

„Individual-Mezzanine bieten flexible Gestaltungsmöglichkeiten, setzen jedoch eine umfangreiche Due Diligence voraus.“

PRÜFEN:

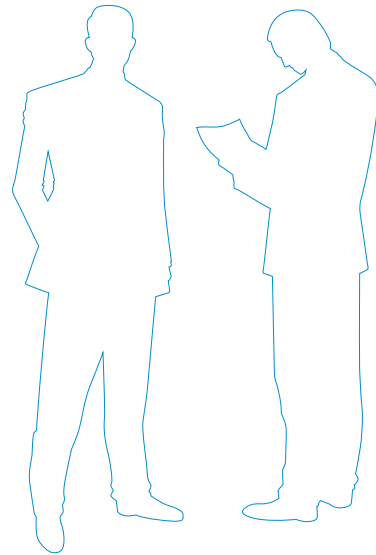
LIEGEN BETRIEBS- UND FINANZWIRTSCHAFTLICH ÜBERZEUGENDE GESCHÄFTSPLÄNE VOR?
REICHT DIE ZEIT FÜR EINE UMFASSENDE DUE DILIGENCE? SIND DIE FINANZIERUNGSKOSTEN VERKRAFTBAR?

Individual-Mezzanine-Kapital gibt es in ganz unterschiedlichen rechtlichen „Verpackungen“. Ein gesetzliches Leitbild für Mezzanine-Kapital existiert nicht. Am häufigsten finden sich Gestaltungen mit Nachrangdarlehen, typischen und atypisch stillen Beteiligungen sowie Genuss-scheinen. Für die Einordnung als (wirtschaftliches) Eigenkapital ist neben einer langfristigen Mittelüberlassung von mindestens fünf Jahren eine Nachrangklausel erforderlich. Ein Ausweis als handelsrechtliches Eigenkapital setzt zudem eine Verlustteilnahme voraus²³.

Anbieter von Individual-Mezzanine-Kapital sind u. a. Geschäftsbanken, Genossenschaftsbanken und Institute der Sparkassen-Finanzgruppe. Aber auch private Investoren (z. B. sog. Famili Offices); daneben die – öffentlich geförderten – mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (sog. MBGen)²⁴ gehören dazu.

²³ Zu den Merkmalen der einzelnen Gestaltungsarten (Genussrecht, Nachrangdarlehen, stille Gesellschaft etc.) vgl. Häger/Elkemann-Reusch, *Mezzanine Finanzierungsinstrumente*, 2004, Rdnr. 458.

²⁴ Die MBG Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Baden-Württemberg GmbH, die BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH, die Bremer Unternehmensbeteiligungsgesellschaft mbH, die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Berlin-Brandenburg GmbH, die BTG Beteiligungsgesellschaft Hamburg mbH, die MBGH Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Hessen mbH, die MBMV Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Mecklenburg-Vorpommern mbH, die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Niedersachsen (MBG) mbH, die Kapitalbeteiligungsgesellschaft für die mittelständische Wirtschaft in Nordrhein-Westfalen mbH, die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Rheinland-Pfalz mbH (MBG), die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Sachsen mbH, die Saarländische Kapitalbeteiligungsgesellschaft mbH, die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Sachsen-Anhalt mbH, die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Schleswig-Holstein GmbH und die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Thüringen mbH.



Anleihen müssen meist nicht besichert werden und bieten lange Laufzeiten – sie erfordern jedoch **kontinuierliche hohe Transparenz.**

e | (Mittelstands-)Anleihen

Traditionell waren Unternehmensanleihen Finanzierungsinstrumente, die nur großen, häufig börsennotierten Konzernen zur Verfügung standen. In den letzten Jahren, verstärkt aber seit 2010, haben sich jedoch an mehreren deutschen Börsenplätzen erfolgreich Märkte für Mittelstandsanleihen etabliert. Dabei weichen die seitens der Börsenbetreiber gesetzten Mindestanforderungen an die Qualität der Anleiheemittenten und die Struktur der Anleihen z.T. deutlich voneinander ab.

Insbesondere die führenden deutschen Banken beobachten die Entwicklung des noch sehr jungen Mittelstandssegments mit einer gewissen abwartenden Skepsis.

Aus Sicht eines finanzierungssuchenden Unternehmens kann die bankenunabhängige Emission einer Mittelstandsanleihe – als sinnvolle Ergänzung zur Finanzierung durch Banken – dennoch deutliche Vorteile mit sich bringen. Die üblichen Laufzeiten von Anleihen (bis zu 7 Jahren, endfällig) gehen deutlich über die Laufzeiten von Bankfinanzierungen hinaus. Auch werden Anleihen üblicherweise weder besichert noch werden Covenants vereinbart. Allerdings verlangen einzelne Börsenplätze, dass sich das Unternehmen einem unabhängigen Rating durch eine zertifizierte Ratingagentur unterzieht. Diese Ratingagenturen wenden eine auf „Mittelständler“ zugeschnittene Ratingmethodik an. Anzuführen sind hier für den deutschen Markt insbesondere die „Creditreform Rating Agentur“ sowie „Euler

**ABWÄGEN:
LOHNT SICH EIN UNTERNEHMENS-RATING?
GIBT ES PERSONAL UND BUDGETS FÜR
LAUFENDE BERICHTSPFLICHTEN UND INVE-
STORENPFLEGE? REICHEN DIE BESTEHENDEN
BERICHTSYSTEME AUS?**

Hermes Rating“: Letztgenannte bietet alle national wie europaweit erforderlichen Akkreditierungen²⁵. Da sich bisher noch kein einheitlicher Standard im Segment für Mittelstandsanleihen gebildet hat, bedarf es im Vorfeld der Anleiheemission einer qualifizierten und detaillierten Analyse der jeweiligen Branchen- und Unternehmenssituation. Dabei ist bereits heute zu bedenken, wie die Refinanzierung einer Anleihe in einigen Jahren dargestellt werden kann. Die Erfahrungen mit Programm-Mezzaninen haben jedenfalls gezeigt, dass es durchaus riskant sein kann, von der jederzeitigen Verfügbarkeit eines bestimmten Finanzierungsinstruments in der Zukunft auszugehen. Das daraus folgende „Refinanzierungsrisiko“ bedarf eines aktiven und weit vorausschauenden Managements.

In jedem Fall sollte der Begebung einer Mittelstandsanleihe eine grundlegende strategische Entscheidung vorausgehen; immerhin öffnet sich das Unternehmen dem Kapitalmarkt und unterwirft sich damit dessen Regeln. Die Investoren, die die Anleihe zeichnen, haben Anspruch auf eine regelmäßige, aktive und professionelle Investorenpflege („Investor-Relations“). Eine Vernachlässigung oder ein „Nicht-Ernst-Nehmen“ dieses Erfordernisses dürfte sich mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit negativ auf früher oder später anstehende Anschluss- oder Neu-Emissionen auswirken.

Im „Bondm“-Standard der Börse Stuttgart²⁶ werden derzeit bereits Anleihen von mehr als 15 mittelständischen Unternehmen gehandelt. Die Verzinsung dieser Anleihen schwankt – bonitätsabhängig – zwischen 5% und 10,5%. Die Ratings der Unternehmen liegen im Bereich zwischen B- und BBB+ und damit größtenteils nahe des Investment-Grades²⁷.

In Betracht kommt eine öffentlich platzierte „Mittelstandsanleihe“ vor allem für Unternehmen mit einer hohen Markenbekanntheit und einer soliden und profitablen Unternehmensentwicklung²⁸. Die Platzierung erfolgt in der Regel als Eigenemission direkt durch das ausgebende Unternehmen (unterstützt durch Berater, sogenannte „Coaches“ und Vermittler), oder bei größeren Emissionen über eine Platzierungsbank bzw. ein Bankenkonsortium, wobei hier i.d.R. Provisionen und Kosten zwischen 4% und 6% des Emissionsvolumens anfallen²⁹. Das Transaktionsvolumen selber bewegt sich zwischen € 30 Mio. und € 200 Mio.. Durch die geringe Stückelung von im Regelfall € 1.000,00 sollen explizit Privatanleger angesprochen werden.

Die nachstehende Grafik gibt einen Überblick über Vor- und Nachteile einer Mittelstandsanleihe aus Sicht des Emittenten am Beispiel des Bondm-Segments der Börse Stuttgart.

²⁵ Euler Hermes Rating GmbH ist als erste Agentur in Europa durch die BaFin und CESR als Credit Rating Agency (CRA) registriert. Pressemitteilung: <http://www.ehrg.de/presse/pm-csr.pdf>.

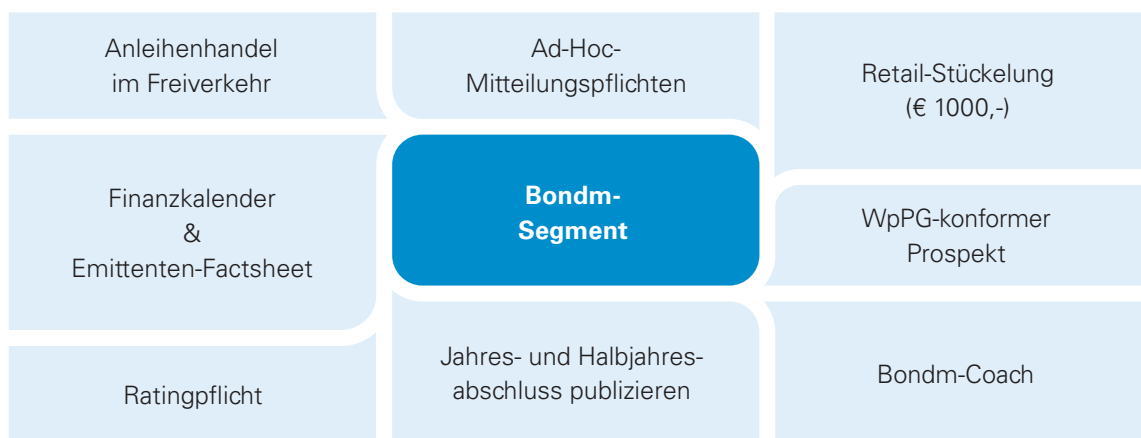
²⁶ Zu nennen sind weiter der „Entry Standard“ der Frankfurter Börse und der „m:access“ der Börse München sowie „Der Mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf.

²⁷ vgl. Kirchmann, AG Report 2011, R8, R9

²⁸ Kirchmann, AG Report 2011, R8, R9

²⁹ Kirchmann, AG Report 2011, R8, R9

MITTELSTANDSANLEIHEN AUF EINEN BLICK AM BEISPIEL „BONDM“



Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Transparentes Marktsegment ▶ Marketing steigert Kapitalmarktinteresse am Unternehmen und erleichtert Folgeemissionen ▶ Keine Pflicht zur Umstellung des Jahresabschlusses von HGB auf IFRS ▶ Breite Investorenansprache ▶ Reduzierung der Abhängigkeit von Banken als Kreditgeber ▶ i.d.R. keine Covenants ▶ strukturelle Nachragigkeit gegenüber besicherten Bankfinanzierungen möglich ▶ vergleichsweise lange Laufzeiten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kein „billiges“ Finanzierungsinstrument; Fees je nach Anleihevolumen zwischen 2,5 und 5% ▶ Publizitätspflichten ▶ Unternehmensrating und Folgerating erforderlich ▶ Mittelstandsanleihen sind in Deutschland noch relativ jung; keine Krisenerfahrung ▶ potentielles, zusätzliches Refinanzierungsrisiko bei (teilweisem) Ausfall des Marktsegments



3.

„Fit for Finance“

Welche Form der Anschlussfinanzierung auch immer in Betracht kommt, eine simple Faustformel gilt für alle Fälle: Die Chancen, eine Anschlussfinanzierung zu guten Bedingungen zu erhalten, steigen mit der wahrgenommenen Bonität des Unternehmens. Selbst wenn die Anschlussfinanzierung erst in den kommenden Jahren ansteht, sollte daher frühzeitig mit den vorbereitenden „Hausaufgaben“ begonnen werden.

Zunächst einmal sollte das Refinanzierungsvolumen auf einen (betriebs-) wirtschaftlich sinnvollen Maximalbetrag begrenzt werden. Dieses Volumen sollte sich unmittelbar aus der Unternehmensplanung ableiten lassen. Zur Begrenzung bzw. Reduzierung der anstehenden Refinanzierung kann ein effizientes Working Capital Management einen entscheidenden Beitrag leisten. Auch Sale-and-Lease-Back-Transaktionen und Factoring-Lösungen können sinnvoll unterstützen.

Andererseits gilt es, die Unternehmensbonität und damit die Attraktivität des Unternehmens für Finanzierungspartner zu steigern und ein aktives Werben um Finanzmittel zu betreiben. Dafür kommt ein Bündel von Maßnahmen in Betracht, insbesondere Maßnahmen zur Verbesserung der Unternehmens-Performance (Ertrags- und Cash-Flow-Verbesserungen) mit entsprechender

Das **Just-in-time-Prinzip** minimiert den Working Capital-Bedarf – erfordert jedoch zunächst Investitionen.

Hebelwirkung auf die Verschuldungskapazität. Aber auch die Weiterentwicklung der i. d. R. vorhandenen Finanzplanung zum integralen Bestandteil der Unternehmensstrategie ist eine solche Maßnahme.

Im Einzelnen:

a | **Refinanzierungsvolumen begrenzen**

Um das Refinanzierungsvolumen möglichst klein zu halten, sollten alle Liquiditätsreserven im Unternehmen mobilisiert werden, damit das auslaufende Mezzanine-Programm zumindest teilweise zurückgezahlt werden kann. Möglich sind folgende, gegebenenfalls zu kombinierende, Maßnahmen:

Working Capital Management³⁰

Spätestens wenn ein Unternehmen aufgrund einer nicht gesicherten Refinanzierung fälliger Mezzanine-Mittel oder Kredittranchen in eine potenziell existenzielle Krise zu gleiten droht, müssen alle Hebel genutzt werden, um den Liquiditätsbedarf des Unternehmens zu reduzieren. Dabei nutzt man am besten diejenigen Instrumente, zu denen auch erfolgreiche Unternehmensrestrukturierer greifen würden.

³⁰ Wesentliche Teile der Passagen zu den Themen „Working Capital Management“ und „Verbesserung der Unternehmensperformance“ wurden von Prof. Dr. Robert Simon, Partner der FMC Consultants GmbH zur Verfügung gestellt.

Maßnahmen zur Optimierung des Working Capital setzen bei den Forderungslaufzeiten und Laufzeiten der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der Lagerdauer von Vorräten an. Im Idealfall arbeitet das Unternehmen auf der Absatzseite ausschließlich ohne Absatzlager im Kundenauftrag und in der Produktion sowie im Wareneingang nahezu ohne Lagerbestände nach dem Just-in-time-Prinzip. Werden zudem noch die Forderungen von Lieferanten kongruent aus den Zahlungseingängen der mit den Materialien produzierten Kundenbestellungen refinanziert, ist der Working-Capital-Bedarf minimiert.

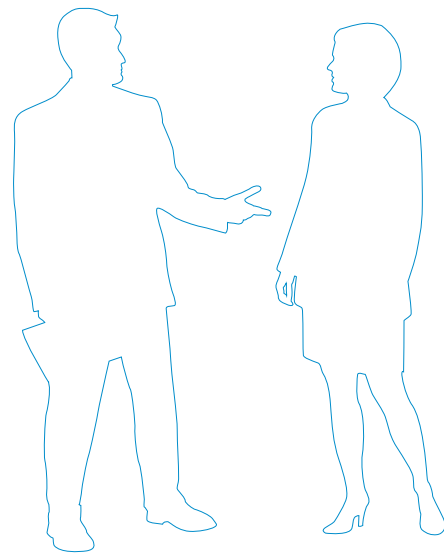
In der Praxis sprechen unter anderem Risikoabwägungen im Ein- und Verkauf, technisch bedingte Losgrößen und Laufzeiten in der Produktion gegen die Erreichung dieses Idealmodells. Erschwerend hinzu kommen die häufig hohe Intransparenz des Nachfrageverhaltens von Kunden sowie die unterschiedlich ausgeprägte Verhandlungsmacht der Marktpartner. In der Industrie gelten deshalb beispielsweise Debitorenziele unter 30 Tagen, Kreditorenziele unter 40 Tagen und eine Lagerdauer von unter 120 Tagen als gute Werte. Im Großhandel wären diese Werte eher mittelmäßig, was die hohe Abhängigkeit der Optimierungsansätze von dem jeweiligen Geschäftsmodell des Unternehmens zeigt.

Vorreiter der Optimierung des Working Capital ist seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts die Automobilindustrie. Hier bemüht man sich in hohem Maße um den Aufbau von Systemen zur Schaffung von Transparenz über die Waren- und Zahlungsströme, zur Steuerung des Einsatzes dieser Ressourcen sowie zur Abstimmung der Interaktionen mit allen Marktpartnern.

In anderen Branchen ist – insbesondere in Krisenfällen – hingegen eine bemerkenswerte Nachlässigkeit in diesem Bereich festzustellen, mit den damit einhergehenden negativen Auswirkungen auf den Finanzierungsbedarf. Pointiert formuliert, wird eine gewisse Bequemlichkeit im Tagesgeschäft durch den erhöhten Bedarf an Liquidität erkaufte. Vice versa, besteht im Working Capital Management oftmals erhebliches Optimierungspotenzial. Die Hebel des Working Capital Management sind sehr vielfältig und werden nachstehend nur stichworthaft erwähnt:

- **Forderungsmanagement:**
Reduzierung der vertraglichen und tatsächlichen Zahlungsziele, straffes Mahnwesen, Kundensegmentierung, Incentivierung der Vertriebsmitarbeiter, im Zweifel Androhung von Lieferstopps bei nicht vertragsgemäßer Zahlung etc.
- **Management der Verbindlichkeiten:**
Ausweitung der eigenen Zahlungsziele, Inanspruchnahme von Stundungen und Ratenzahlungen etc.

ANALYSIEREN:
 WELCHES POTENZIAL HAT DIE OPTIMIERUNG
 DES WORKING CAPITAL MANagements
 FÜR DAS UNTERNEHMEN?
 WIE HOCH WÄRE AUF DER ANDEREN SEITE
 DER INVESTITIONSAUFWAND?



- **Bestandsmanagement:**

Sortimentsbereinigungen, Abverkäufe,
 Dispositionsstrategien, Distributoren,
 Konsignationslager, Bestell-Stopp etc.

Alle genannten Maßnahmen setzen neben Investitionen in die Infrastruktur (PPS³² Systeme, Produktionslayout etc.) sowie der Qualifizierung der operativ tätigen Entscheider (Konditionen, Bestandsdisposition etc.) ein konsequentes Controlling voraus, was leider in vielen Unternehmen noch immer keine Selbstverständlichkeit ist. Zu beachten ist zudem, dass die Ansätze zur Verbesserung des Working Capital Management nicht in allen Fällen kurzfristig liquiditäts-generierend wirken und den Finanzierungsspielraum des Unternehmens erhöhen. Die Einführung von IT-Systemen zur Materialflusssteuerung setzt beispielsweise hohe Investitionen voraus, die zunächst einmal die Liquidität zusätzlich belasten. Außerdem geht die Implementierung von neuen Systemen häufig mit signifikanten Erfolgs- und Umsetzungsrisiken einher. Vor allem die japanische Automobilindustrie hat aber beeindruckend demonstriert, wie mit geringem Mitteleinsatz schnell beachtliche Erfolge im Working Capital Management erzielbar sind.

Sale-and-Lease-Back (SLB)

Sowohl das SLB wie auch das im Weiteren beschriebene Factoring gehören zu den sogenannten Assetbasierten Finanzierungen, bei denen der Finanzierungsgeber rechtlicher Eigentümer des finanzierten Wirtschaftsguts wird. Beim SLB verkauft das Unternehmen ein Anlageobjekt an eine Leasinggesellschaft, den Leasinggeber („Sale“) und least es sogleich von diesem wieder zurück („and-Lease-Back“). Leasingobjekte im Rahmen einer derartigen Transaktion können sowohl Wirtschaftsgüter sein, die von dem späteren Leasingnehmer neu erworben worden sind, als auch Wirtschaftsgüter, die sich bereits länger in seinem Eigentum befinden. Der Kauf- und der Leasingvertrag bilden bei dieser Form des Leasinggeschäftes eine rechtliche Einheit.

Ziel eines SLB ist es, mit dem Verkauf des Wirtschaftsgutes an die Leasinggesellschaft gebundenes Kapital freizusetzen. Mit der daraus resultierenden verbesserten Liquidität können Schulden getilgt oder neue Investitionen finanziert werden. Zudem können etwaige stille Reserven bei denjenigen Wirtschaftsgütern mobilisiert werden, die zu einem niedrigeren Wert als dem Zeitwert zu Buche stehen.

³¹ PPS: Produktions-, Planungs- und Steuerungssystem

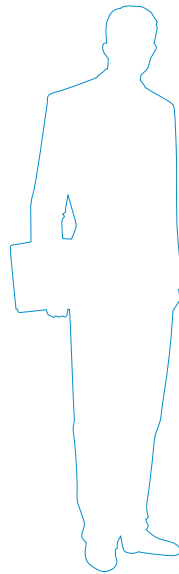
SLB setzt Liquidität frei – kann jedoch wichtige Finanzkennzahlen belasten

BESTEHENDE KREDITVERTRÄGE PRÜFEN:
GIBT ES KLAUSELN BEZÜGLICH DER
VERWENDUNG VON SLB-ERLÖSEN?
WIE WÄRE DIE AUSWIRKUNG EINES SLB
AUF ZUKÜNFTIGE FINANZKENNZAHLEN?

Ziel aus Liquiditätsgesichtspunkten ist es, den Leasingvertrag so auszugestalten, dass eine Bilanzierung des Leasingobjektes beim Leasinggeber vorgenommen wird. Unter Einbindung sogenannter Restwertgarantien, die typischerweise von spezialisierten Versicherungsunternehmen angeboten werden, kann der Leasingnehmer die SLB-Vereinbarung weitestgehend von der eigenen Bonität entkoppeln.

Allerdings ist bei der Anwendung von SLB-Finanzierungen mit Blick auf mögliche Auswirkungen auf bestehende Kredite große Umsicht geboten: In vielen Kreditverträgen, jedenfalls aber in marktüblichen Konsortialkreditvereinbarungen, zwingen entsprechende Klauseln den Kreditnehmer dazu, Erlöse aus SLB-Finanzierungen weitgehend oder sogar vollständig zur Tilgung von Krediten zu nutzen („mandatory prepayments“). So fließt dem Unternehmen in der Nettobetrachtung jedoch keine Liquidität zu. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass Leasing-Verbindlichkeiten marktüblich häufig in die Berechnung der Nettofinanzverschuldung einbezogen werden und sich somit belastend auf wichtige Finanzkennzahlen auswirken. Gleiches gilt mit Blick auf die Leasingraten, die, anders als wirtschaftlich weitgehend gleichzusetzende Zinsen und Tilgung auf Kredite, das EBITDA negativ beeinflussen. Auch ist zu berücksichtigen, dass dem Unternehmen mit einer SLB-Finanzierung Besicherungsmasse für Kreditfinanzierungen entzogen wird.

Insofern muss eine SLB-Finanzierung in jedem Fall sehr gründlich auf ihre tatsächliche Attraktivität im Einzelfall hin geprüft werden.



Factoring

Factoring ist neben Leasing eine weitere Möglichkeit, einen Teil des Betriebsvermögens durch Dritte zu finanzieren und so die Liquiditätssituation zu verbessern. Aus der Sicht des Forderungsverkäufers (das Unternehmen) ist Factoring der laufende Verkauf von kurzfristigen Forderungen an eine Factoringgesellschaft, den Factor.³² Gegenstand des Factorings sind Forderungen aus Lieferungen und Leistungen an gewerbliche Kunden, dem Abnehmer oder Debitoren. Der Forderungsverkäufer schließt mit dem Factor einen Factoringvertrag über eine i.d.R. mindestens zweijährige Laufzeit ab, der entweder alle Forderungen oder nur Forderungen gegenüber bestimmten Abnehmer-/Schuldnergruppen einschließt. Man unterscheidet dabei zwischen offenem – mit Kenntnis des Schuldners – und stillem – ohne Kenntnis des Schuldners – Factoring. Die Kosten des Factorings setzen sich zusammen aus einer Factoring-Gebühr für den Ankauf der Forderungen und die Übernahme des Delkredererisikos (zwischen 0,8 und 1,5% vom angekauften Forderungsbestand), aus einer Limitprüfungsgebühr für die Bonitätsprüfung und Überwachung der Debitoren sowie aus laufzeitabhängigen Zinsen, die zwischen der Auszahlung des Kaufpreises und der Zahlung der Forderung bzw. bis zur Fälligkeit derselben erhoben werden.

Factoring ermöglicht bspw. die Ausnutzung von Skonti – kann jedoch zu **Konflikten mit bestehenden Kreditvereinbarungen** führen

³² Zu Factoring einführende Erläuterung im Gabler Wirtschaftslexikon, online: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/factoring.html>

AUCH HIER GILT:
BESTEHENDE KREDITVERTRÄGE
DETAILLIERT PRÜFEN.

Schon unmittelbar nach der Forderungsentstehung stellt der Factor den Forderungsgegenwert zur freien Verfügung des Unternehmens. Die Liquidität beim Forderungsverkäufer steigt damit; das Unternehmen kann Skonti ausnutzen und sein Cash Management weiter optimieren. Sofern die Factoring Erlöse zur Tilgung bestehender Schulden verwendet werden, kann zudem der Verschuldungsgrad des Unternehmens – mit u.U. positiven Effekten auf das Unternehmensrating – verbessert werden; jedoch fließt dem Unternehmen dann selbstverständlich in der Nettobetrachtung keine Liquidität zu, die etwa zur Refinanzierung einer fälligen Mezzanine-Finanzierung benötigt würde.

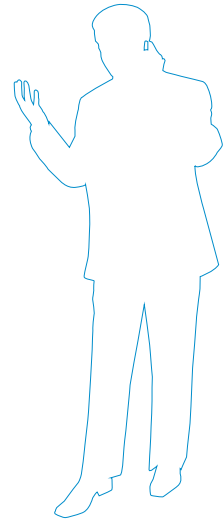
Die potenziellen Konflikte, die bereits weiter oben hinsichtlich möglicher SLB-Finanzierungen mit Blick auf bestehende Kreditvereinbarungen dargestellt wurden, gilt es gleichermaßen auch vor Abschluss eines Factoringvertrages zu analysieren.

b | Verbesserung der „Unternehmens-Performance“³³

Haben Restrukturierer aufgrund der kritischen Lage eines Unternehmens schnell Optimierungspotenziale (sog. Quick-Wins) zu identifizieren, so vergleichen sie die Produktivität (Umsatz pro Mitarbeiter) des Unternehmens mit der des führenden Wettbewerbers sowie jeweils die Relation der Materialkosten, der Personalkosten und des sonstigen betrieblichen Aufwandes zur Gesamtleistung. Dieses einfache Benchmarking reicht in aller Regel aus, um in einem ersten schnellen Schritt – im Rahmen des gegebenen Geschäftsmodells – Potenziale zur Steigerung der Unternehmens-Performance zu identifizieren. Natürlich ist es dann immer noch ein kreativer Akt, die erforderlichen Maßnahmen abzuleiten.

Auch dies erfolgt meist zunächst durch einen schlichten Vergleich mit dem Geschäftsmodell erfolgreicher Wettbewerber. Der Spielraum zur Umsetzung der so identifizierten Potenziale wird allerdings ggf. durch die verfügbare Liquidität des Unternehmens limitiert, da Abfindungen, Remanenzkosten etc. als gegenläufige Effekte bei den angestrebten Kostensenkungen beachtet werden müssen. Auch Umsatzsteigerungen können freilich die oben genannten Unternehmenskennzahlen verbessern. Umsatzerhöhun-

³³ Wesentliche Teile der Passagen zu den Themen „Working Capital Management“ und „Verbesserung der Unternehmensperformance“ wurden von Prof. Dr. Robert Simon, Partner der FMC Consultants GmbH, zur Verfügung gestellt.



Nachhaltige Performance-Steigerungen brauchen einen grundsätzlichen Ansatz

gen sind allermeist aber kurzfristig nicht realisierbar, zumindest nicht in signifikantem Umfang.

Langfristige Performance-Steigerungen hingegen müssen grundsätzlicher ansetzen, nämlich am Geschäftsmodell des Unternehmens. Das Leistungsprogramm, die Zielkunden und -märkte, die Wettbewerbsstrategie, die Unternehmensstrukturen und -systeme sowie die verfügbaren Ressourcen bestimmen maßgeblich, ob und wie sich ein Unternehmen erfolgreich am Markt behauptet. Die oben aus Benchmarks abgeleiteten Maßnahmen sind letztlich nur geeignet, eine „me too strategy“ kurzfristig zu unterstützen. In Zeiten harten Preiswettbewerbs, in denen Differenzierungspotenziale erfolgskritisch sind, reicht dieser Ansatz nicht aus. Technische Kompetenz, Personalqualifikation und -motivation sowie eingespielte Strukturen und Prozesse sind schwer kopierbare Faktoren im Wettbewerb. Langfristig angelegte „operational excellence“ Programme wie Kaizen, Lean Management, Six Sigma etc. haben in diesem Zusammenhang herausragende Bedeutung. Vergleicht man wiederum die Entwicklung der großen Automobilhersteller in der letzten Wirtschaftskrise, so haben sich in der Tat vor allem diejenigen am besten behauptet, die frühzeitig ihr gesamtes Geschäftsmodell auf den Prüfstand gestellt und modernisiert haben.

Faustformel:
Nettofinanzverschul-
dung nicht höher als
 das 3,5fache EBITDA

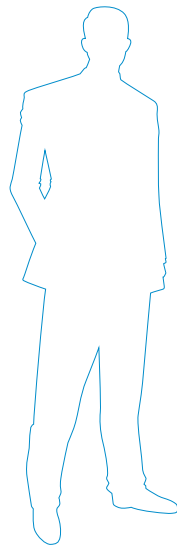
c | Verschuldungsfähigkeit erhöhen

Die Verschuldungsfähigkeit legt offen, wie viel Zeit ein Unternehmen bei Fortschreiben des aktuell erzielten freien Cash-Flows benötigen würde, um seine Verbindlichkeiten zurück zu zahlen. Banken gehen davon aus, dass ein Unternehmen bei Nullwachstum in der Lage sein sollte, seine Kredite innerhalb von maximal sieben Jahren vollständig zu tilgen³⁴.

In marktüblichen Kreditverträgen wird die Verschuldungsfähigkeit („Debt Capacity“) eines Unternehmens i.d.R. über die Formel „Nettofinanzverbindlichkeiten/EBITDA“ vertraglich begrenzt. Dabei hängt die aus Sicht der finanzierenden Banken noch akzeptable Nettoverschuldung eines Kreditnehmers sehr stark vom jeweils aktuellen Kreditmarktumfeld, weniger jedoch von der spezifischen Unternehmenssituation ab. Daher kann sich ein Unternehmen keineswegs darauf verlassen, einen Kredit, in dem z. B. eine Verschuldungsgrenze im Höhe des 4,5-fachen des EBITDA vereinbart wurde, bei Fälligkeit durch eine Refinanzierung auf ähnlich hohem Verschuldungsniveau ersetzen zu können. Unterstellt, die Anschlussfinanzierung stünde nur auf Basis einer Maximalverschuldung des 3,5-fachen des EBITDA zur Verfügung, so entspräche dies bei gleichem EBITDA einem um ca. 22 %³⁵ geringeren Refinanzierungsvolumen.

³⁴ Quelle: Vortrag Prof. Dr. Klaus Spremann, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen an der Universität St. Gallen: „Finanz-Management Banken und Finanzintermediation“, Folie 35.

³⁵ $1 - (3,5 : 4,5) = 0,22$



PRÜFEN:
 WIE STEHT ES UM DIE INFORMATIONSPOLITIK DES UNTERNEHMENS?
 GAB ES IN DER VERGANGENHEIT GRÖßERE PLANABWEICHUNGEN?
 WIE KÖNNEN TRANSPARENZ UND PLANUNGSTREUE VERBESSERT WERDEN?

Dieses sehr einfache, gleichwohl realistische Rechenbeispiel verdeutlicht, dass sich jedes Unternehmen selbst ein eigenes, ambitioniertes strategisches Ziel hinsichtlich der maximalen Unternehmensverschuldung im Sinne dieser Formel setzen sollte. Aus der langjährigen Erfahrung der Autoren dieses Aufsatzes lässt sich ableiten, dass die angestrebte Nettofinanzverschuldung (Zielwert) das 2,5 – 3,5-fache des nachhaltigen EBITDA möglichst nicht dauerhaft überschreiten sollte, es sei denn, das Unternehmen ist bereit, erhebliche kreditvertragliche Restriktionen und eine umfassende Besicherung der Kredite zu akzeptieren.

Es ist offensichtlich, dass alle Maßnahmen, die geeignet sind, das EBITDA zu optimieren, ohne gleichzeitig einen zusätzlichen Liquiditätsbedarf auszulösen (z. B. Erweiterungsinvestitionen), eine direkte positive Hebelwirkung³⁶ auf die „Debt-Capacity“ haben, die ausgeschöpft werden kann, um fällige Mezzanine-Mittel durch Kreditfinanzierungen zu ersetzen.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass in den banküblichen Ratingmodellen eine unzureichende Eigenkapitalausstattung (z. B. gemessen am sogenannten „Gearing“, also dem Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital) nicht allein durch ein optimiertes EBITDA ausgeglichen werden kann. In der Finanzierungstheorie geht man

davon aus, dass das Eigenkapital eines Unternehmens das unerwartete, ungeplante Risiko abdecken sollte. Es soll also gerade dann als Risikopuffer vorhanden sein, wenn, wie zuletzt in der Folge der Finanzmarktkrise praktisch in allen Wirtschaftsbereichen zu beobachten, selbst die solideste Unternehmensplanung von der Realität überholt wird.

Ein nicht zu unterschätzender positiver Effekt auf die Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens liegt in einer transparenten, aktiven Kommunikationspolitik gegenüber Finanzierungspartnern unter dem Motto: „no surprises.“ Kaum etwas verunsichert Finanzierungspartner mehr als zeitverzögert mit negativen Überraschungen, z. B. gravierende Abweichungen zwischen der Unternehmensplanung und den tatsächlichen Ergebnissen, konfrontiert zu werden. Der daraus resultierende Vertrauensverlust ist nur schwer wieder auszugleichen.

Offene Kommunikation und Transparenz fördert das Vertrauen aller Stakeholder, insbesondere der Finanzierungspartner in das Unternehmen. Entsprechende Maßnahmen können vielfältiger Natur sein. Neben der professionellen Vorbereitung und Durchführung von Bankenmeetings, können dies u.a. eine verstärkte Unternehmenssteuerung nach Kennzahlen und ein regelmäßiges, konsistentes Reporting an die Finanzie-

³⁶ Hebel: Eine Optimierung der EBITDA erhöht i.d.R. gleichzeitig den zur Schuldenreduzierung verfügbaren Cash-Flow und vergrößert die Fremdfinanzierungspotenziale.

rungspartner sein. Im Einzelfall ist es sehr nützlich, professionelle Unterstützung für die Vorbereitung und Durchführung der Kommunikation gegenüber Banken und anderen Finanzierungspartnern in Anspruch zu nehmen. Dies gilt insbesondere dann, wenn – wie häufig bei mittelständischen Unternehmen zu beobachten – die Gespräche zwischen Bank und Unternehmer bereits emotional belastet und teilweise von gegenseitigem Unverständnis geprägt sind.

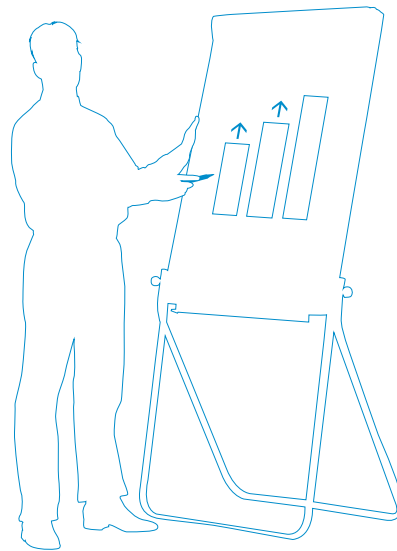
d | Finanzplanung

Neben allen wirtschaftlichen Vorteilen, die eine Finanzplanung mit sich bringt, sei zuvorderst ihr Stellenwert in der Bewusstseins-schaffung erwähnt. Die Finanzplanung ist letztlich die in Zahlen und Annahmen manifestierte Dokumentation der – vielfach implizierten – Unternehmensstrategie.

Durch eine effiziente Finanzplanung wird der Finanzbedarf des Unternehmens so erfasst, dass sowohl Illiquidität als auch ungenutzte Überschussliquidität frühzeitig erkannt und durch aktive (Gegen-) Steuerung der Finanzströme möglichst vermieden werden kann. Im Ergebnis können so der Finanzierungsbedarf gesenkt und die Finanzierungskosten minimiert werden. Zur Prognose des notwendigen Finanzierungsbedarfs werden bei der Finanzplanung alle erwarteten Einnahmen und Ausgaben umfassend und zeitlich präzise gegenübergestellt. Eine effiziente Finanzplanung gliedert sich in folgende Phasen³⁷:

³⁷ Zu Darstellung und Beschreibung der einzelnen Phasen im Wirtschaftslexikon24.net, online: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/finanzplanung/finanzplanung.htm>


**WICHTIG:
BEI DER FINANZPLANUNG DIE AKTUELLE
UND DIE ZUKÜNFTIGEN BILANZEN IM BLICK
BEHALTEN. VERSCHIEDENE SZENARIEN
BERÜCKSICHTIGEN!**



1. Finanzierungsziele definieren
2. Analyse der Ausgangslage
(Finanz-/Kennzahlenanalyse)
3. Prognose der zukünftigen Unternehmens-
entwicklung
4. Analyse der Finanzierungsalternativen
5. Finanzdisposition
6. Umsetzung der Finanzentscheidung
7. Soll-Ist-Vergleich und Auswertung
der Planabweichungen

Vor allem die Interdependenzen von Teilplänen und die unvollkommene Information in Planung und Umsetzung bereiten dabei Probleme. Hinzu kommen Unsicherheiten in der Zeitpunktgenauigkeit (Zuordnung der erwarteten Zahlungen zu den Zeitpunkten, an denen sie liquiditätswirksam werden), in der Betragsgenauigkeit sowie in der Elastizität (zeitlicher Verzug in der Berücksichtigung von Änderungen im Finanzplan).

Eine effiziente Finanzplanung stellt zudem nicht nur auf die unterjährige Liquidität, sondern in gleichem Maße auf die Bilanz ab. Die sogenannte Bilanzstrukturplanung erstreckt sich dabei regelmäßig über mehrere Jahre. Im Vordergrund steht die langfristige Überwachung und Steuerung von Vermögen und Schulden. Hier gilt es, die Anforderungen der Finanzierungspartner hinsichtlich der Kreditsicherung und die Erwartungen der Gesellschafter bezüglich der Kontinuität der Ausschüttung ebenso abzubilden wie betriebliche Strategien und Ziele in der Kapitalstruktur des Unternehmens. Dabei ist es von großer Bedeutung, verschiedene Szenarien zu simulieren, um sich die Wirkungsweise von Abweichungen des Geschäftsverlaufs von der Planung auf die Bilanz- und Finanzierungsstruktur zu verdeutlichen. Idealerweise werden vor allem adverse Szenarien bereits in der Festlegung der Finanzierungsstrategie so berücksichtigt, dass auch bei ihrem Eintritt die Stabilität der Unternehmensfinanzierung gewahrt bleibt.



4.

Aktive Gestaltung des Refinanzierungs- prozesses

Welche Form der Anschlussfinanzierung von Mezzanine-Programmen in Betracht kommt und zu welchen Konditionen diese verfügbar sind, hängt nicht nur von der Höhe des rückzuführenden Kapitals und des Ablösungszeitpunkts ab, sondern auch vom künftigen Finanzierungsbedarf des Unternehmens, den aktuellen Marktgegebenheiten und – last but not least – von der Attraktivität des Unternehmens für die Finanzierungspartner.

Viele mittelständische Unternehmen sind noch nicht so aufgestellt, dass sie über ein zeitnahes, gruppenweites und im Idealfall integriertes Berichtswesen verfügen – geschweige denn „kapitalmarktfähig“ wären. Angesichts des seit Anfang 2011 wieder kreditnehmerfreundlichen Marktumfelds stellen sich viele Entscheidungsträger sogar die Frage, ob eine Öffnung in Richtung Kapitalmarkt überhaupt notwendig ist. Im sog. Investment Grade Bereich (also mindestens einem BBB-Rating) haben sich die Zinsmargen von 400 Basispunkten³⁸ in Mitte 2008 bis heute auf eine Bandbreite von 100 – 150 Basispunkten reduziert³⁹. In diesem Umfeld bewegen sich viele mittelständische Unternehmen.

Eines hat die Finanzkrise aber mehr als deutlich gemacht – die Welt kann von heute auf morgen anders aussehen. Die ungelöste Verschuldungskrise innerhalb der EURO-Zone kann jederzeit

³⁸ 1 Basispunkt = 0,01% p.a.

³⁹ Quelle Bloomberg, iBoxx Financials BBB/Assetswap Spread

neue Verwerfungen der Kreditbereitschaft der Banken nach sich ziehen. Auch die Auswirkungen der ab Ende 2011 sukzessiv einsetzenden Basel-III-Regeln auf Bankenseite sind nur schwer prognostizierbar, tendenziell werden sie jedoch eine Verteuerung und Verknappung von Bankenkrediten nach sich ziehen. Auch die Refinanzierungskosten der Banken, die aktuell durch die unbegrenzte Finanzierungsbereitschaft der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehalten werden, dürften sich mittelfristig auf deutlich höherem Niveau stabilisieren. Es ist zudem bemerkenswert, dass sich international tätige Industrieunternehmen heute an den Kapitalmärkten langfristige Finanzmittel zu niedrigeren Zinssätzen beschaffen können als Banken.

Insbesondere für größere mittelständische Unternehmen, die ihren Finanzierungsbedarf nicht über die auch zukünftig stabilen Kreditversorger Sparkassen und Genossenschaftsbanken abdecken können, stellt sich deshalb die Frage, wie sie sich dieser absehbaren Entwicklung stellen und wie sie diese bei anstehenden Refinanzierungsentscheidungen berücksichtigen wollen.

Für die kurzfristig anstehende Rückführung eines Programm-Mezzanines bieten sich – unter den noch herrschenden Marktbedingungen – Bankkredite durchaus an. Geht der Finanzbedarf jedoch über die reine Refinanzierung der fälligen

Mezzanine-Mittel hinaus, bspw. bei der Finanzierung einer Expansion oder im Fall von Unternehmenserwerben, dann sollten alle verfügbaren Finanzierungsprodukte in die Überlegungen einbezogen werden: insbesondere Individual-Mezzanine, Anleihen, Sale-and-Lease-Back und Factoring sowie in besonderem Maße eine konsequente Optimierung der Innenfinanzierung bieten sich an. Vor allem sollten, durchaus in engem Schulterschluss mit der auch zukünftig bedeutsamen Hausbank, diejenigen Finanzierungsalternativen untersucht werden, deren erfolgreicher Einsatz die mittelfristige Reduzierung der Abhängigkeit des Unternehmens von einer oder nur wenigen Banken bewirken kann.

Es empfiehlt sich dazu, einen strukturierten Prozess aufzusetzen, der typischerweise mit einer frühzeitigen detaillierten Bestandsaufnahme der bestehenden Unternehmensfinanzierungen und der Plausibilisierung der Unternehmensplanung beginnt.

ENTWICKLUNG UND UMSETZUNG
EINER MASSGESCHNEIDERTEN
FINANZIERUNGSSTRATEGIE
(vereinfachte Darstellung)



Quelle: Progreadius

Eine maßgeschneiderte Finanzierungsstrategie bedarf spezialisierter und unabhängiger Experten.

Über mehrere Schritte wird dann zunächst die zu den geschäftsstrategischen Zielsetzungen des Unternehmens passende Struktur der Passivseite der Unternehmensbilanz (Konzern) einschl. der geeigneten Finanzierungsinstrumente aufgebaut. Erst danach erfolgt die Auswahl der zum Unternehmen „passenden“ Finanzierungspartner und die Einbindung von für die Umsetzung der Finanzierungsstrategie notwendiger Experten (v.a. Recht, Steuern, Wirtschaftsprüfung). Zu diesem Zeitpunkt weiß das Unternehmen sehr genau, wie das eigene Zielbild der neuen Unternehmensfinanzierung aussieht und kann bestens vorbereitet und selbstbewusst „auf gleicher Augenhöhe“ in die Gespräche mit seinen Banken und Finanzierungspartnern gehen.

Nicht jedes mittelständische Unternehmen verfügt über die personellen Ressourcen, diesen durchaus komplexen und zeitaufwändigen Prozess aus eigener Kraft zu gestalten und zu managen. Dies ist nicht verwunderlich, gehört doch die grundlegende Neuausrichtung der Unternehmensfinanzierung glücklicherweise nicht zur Tagesroutine der Unternehmensleitung, schließlich sollte eine gelungene, maßgeschneiderte Finanzierungsstruktur einige Jahre überdauern.

IMPRESSUM

Herausgeber:

Progredius GmbH

Zeppelinallee 77a

60487 Frankfurt

Telefon: +49 (0) 69 7158957-0

info@progredius.de

www.progredius.de

Geschäftsführende Gesellschafter:

Michael Capitain, Ulrich H. Leistner

OPPENLÄNDER Rechtsanwälte

Partnerschaft, gesetzlich vertreten durch
die Partner (Prof. Dr. Albrecht Bach u.a.)

Börsenplatz 1

70174 Stuttgart

Telefon: +49 (0) 711 60187-0

info@oppenlaender.de

www.oppenlaender.de

Konzept und Design:

GZD MEDIA, Ditzingen

Druck:

GZD DESIGNPRESS, Ditzingen

