

# Finanzierung im Mittelstand

MITTELSTANDSFINANZIERUNG IN DER PRAXIS

**Aktuelles Stichwort:**  
Asset Based Finance

## Die Mittelstandsanleihe – Eine Alternative für KMU

Tobias Weik, Prof. Dr. Stephan Schöning

Die vor Kurzem an mehreren deutschen Börsen etablierten speziellen Marktsegmente für Mittelstandsanleihen eröffnen mittelständischen Unternehmen eine neue Finanzierungsalternative. Allerdings entstehen bei Emission neben der festgelegten Nominalverzinsung recht hohe zusätzliche Kosten sowie erhöhte Transparenzfordernisse. Diese Aspekte sind bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit des Finanzierungsinstruments zu berücksichtigen.

## Passivseite – Dreh- und Angelpunkt der Zukunftsfähigkeit

Dr. Volkhard Emmrich

Die Passivseite entscheidet zunehmend darüber, ob ein Unternehmen nachhaltig zukunftsfähig ist oder nicht. Dies ist völlig unabhängig von der aktuellen Situation, in der sich das Unternehmen befindet – also auch, ob es z.B. aus einer Sanierung kommt oder nicht.

Dr. Volkhard Emmrich<sup>\*)</sup>

# Passivseite – Dreh- und Angelpunkt der Zukunftsfähigkeit



<sup>\*)</sup> Dr. Volkhard Emmrich, Managing Partner des Geschäftsbereichs Restructuring & Finance, Dr. Wieselhuber & Partner (W&P).

Die Passivseite entscheidet zunehmend darüber, ob ein Unternehmen nachhaltig zukunftsfähig ist oder nicht. Dies ist völlig unabhängig von der aktuellen Situation, in der sich das Unternehmen befindet – also auch, ob es aus der Sanierung kommt oder nicht.

Bei der Neuausrichtung oder „Rekonfiguration“ des Geschäftsmodells darf die Finanzierungsarchitektur also nicht außen vor bleiben. Denn nur wenn Finanzierungs- und Kapitalstruktur zum Geschäftsmodell passen, sind die Geschäftsrisiken wirklich transparent. So wird eine entscheidende Flanke geschlossen.

## Herkömmliches Performancemanagement greift zu kurz

In einer Sanierung oder Restrukturierung liegt der Fokus primär auf Kosten, Erträgen und Effizienz. Komplexitätstreiber werden eliminiert, die Kundenstrukturen optimiert und das Unternehmen bestmöglich in Markt und Wettbewerb repositioniert.

In der Bilanz werden alle Positionen der Aktivseite kritisch hinterfragt, Bestände reduziert, Debitorenreichweiten gesenkt, betriebsnotwendiges Vermögen veräußert und mit der gewonnenen Liquidität meist Restrukturierungsaufwendungen beglichen und Schulden abgebaut. Das Unternehmen ist leistungswirtschaftlich saniert, EBITDA und Verschuldung passen wieder halbwegs zusammen. Ob die Struktur der Passivseite aber wirklich den Anforderungen der Zukunft genügt, steht weiter in den Sternen. Die Sanierung ist nur vordergründig und nicht wirklich nachhaltig.

Um aber künftigen Anforderungen standzuhalten, muss auch die Finanzierung ausreichende Flexibilität und Robustheit zeigen – nicht nur die Prozesse im Unternehmen.

## Gesicherte Durchfinanzierung

Der Begriff der gesicherten Durchfinanzierung wird meist als „Terminus technicus“ der Sanierung verstanden und erfreut sich grundsätzlich nur geringer Beliebtheit. Schade, denn: Existenzbedrohende Risiken gehen i.d.R. nicht von der GuV oder einer akuten Verlustsituation aus, ebenso wenig von einer möglicherweise mangelhaften Eigenkapitalausstattung.

Existenzbedrohend, und zwar meist ad hoc, ist immer eine Finanzierungslücke – also die Tatsache, dass ein Unternehmen seinen finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Ohne auf alle Feinheiten der Definition der Zahlungsunfähigkeit einzugehen: Ein Unternehmen ist genau ab diesem Zeitpunkt zahlungsunfähig und der Geschäftsführer verpflichtet, zum Amts-

gericht zu gehen – völlig unabhängig davon, ob Geld verdient wird oder nicht oder ob eine große Eigenkapitalposition in der Bilanz steht.

Es geht bei einer gesicherten Durchfinanzierung also nicht um die Frage von Eigen- und Fremdkapital oder die Abdeckung künftiger Finanzbedarfe, sondern einzig darum, ob die Finanzierung den künftigen Anforderungen, die sich aus Marktentwicklung und Geschäftsmodell ergeben, entspricht. Dies sollte nicht nur im „Best Case“, sondern auch unter konservativen Annahmen bzw. unter Berücksichtigung möglicher Volatilitäten und Risikofaktoren der Fall sein. Die Finanzierung muss robust genug sein, damit sich das Unternehmen auch in unruhigem Umfeld auf die entscheidenden Dinge konzentrieren kann – und nicht wertvolle Management-Kapazitäten mit dem „Stopfen von Löchern“ in der Finanzierung in Anspruch genommen werden.

Wann aber ist ein Unternehmen sicher durchfinanziert und wann nicht? Sicher durchfinanziert ist ein Unternehmen, wenn es zu jedem Zeitpunkt über die notwendigen finanziellen Mittel verfügt, um die fälligen Verbindlichkeiten zu bedienen. Alle Mittelzu- und abflüsse, sowohl aus der Finanzierung als auch die Zahlungsströme von Kunden und Lieferanten, müssen aufeinander abgestimmt sein.

I.d.R. geht nicht von der Kreditorensseite, sondern in erster Linie von der Finanzierungsseite, wie ad hoc Bedienung endfälliger oder gekündigter Kredite, Gefahr aus. Gesicherte Durchfinanzierung heißt deshalb in erster Linie, dass die Struktur der Finanzierer sowie die Struktur der eingesetzten Finanzierungsinstrumente stabil sind, genügend Spielraum bieten und die Finanzierer das Unternehmen langfristig, also auch über mögliche Refinanzierungstermine hinaus, begleiten.

## Finanzierungsfalle billiges Geld

Ein Blick in Bilanzen zeigt häufig Ungleichgewichte. So passen die Strukturen von Lang- bzw. Kurzfristfinanzierungen nicht zur Aktivseite und bergen somit Risiken. Die Ursachen hierfür sind historisch bedingt.

In den vergangenen Zeiten hoher Zinsen war jedes Unternehmen bestrebt, langfristig zu finanzieren und möglichst Tilgungsdarlehen zu erhalten, die auf Sicherheiten wie Grundstücke und Gebäude oder Anlagevermögen beruhen (Asset-Based-Finanzierung). Die Zinsen hierfür waren

signifikant niedriger als für Betriebsmittelfinanzierungen. In den Zeiten des „billigen Geldes“ sind die Basistugenden einer fristen- und anlasskongruenten Finanzierung jedoch schnell in Vergessenheit geraten.

Kontokorrentkredite waren einfach und kostengünstig zu bekommen, bei gutem Geschäftsverlauf fragte niemand nach Sicherheiten, der Nachweis eines aktuellen oder in der Planung ausreichenden EBITDA genügte für die Aufstockung der Betriebsmittellinien. Investitionen wurden vorgenommen, das Wachstum vorangetrieben. Was aber, wenn die Geschäfte dann ins Stocken kommen? Die Finanzierer nehmen in aller Regel ihre Risiken genauer unter die Lupe und besinnen sich auf die alten Tugenden: Sie fordern Sicherheiten, machen darauf aufmerksam, dass das Darlehen nur bis auf Weiteres gegeben ist und bringen Themen wie Linienreduzierung und Entschuldung aufs Tapet.

Spätestens jetzt rächt sich für Management und Unternehmen, dass unter vermeintlicher Ausnutzung der unternehmerischen Freiheit in bilateralen Verträgen Vereinbarungen getroffen wurden, die nicht Element einer gesamthaften, in sich konsistenten Finanzierungsstruktur sind. Wie so häufig im Leben zeigt sich auch hier: Der schnellste und billigste Weg ist nicht der Königsweg. Geringen Kosten stehen häufig hohe Risiken gegenüber. Vernünftiges Risikomanagement hingegen kostet nicht nur „Hirnschmalz“, sondern auch Geld.

## **Bestimmungsfaktoren der Finanzierungsarchitektur**

Egal, ob ein Unternehmen aus der Sanierung kommt, restrukturiert wurde oder „nur“ sein Geschäftsmodell neu ausgerichtet hat – der mit der künftigen Geschäftsentwicklung verbundene Liquiditätsbedarf muss verursachungsgerecht ermittelt und entsprechend abgebildet werden. Dies beginnt bei ganz banalen Dingen wie der künftigen Kunden- und regionalen Absatzstruktur, der damit verbundenen Bonitäts- und Risikoveränderung der Debitoren und der entsprechenden Auswirkung auf die Absatzfinanzierung. Auch beinhaltet ist die Frage nach der Factor-Fähigkeit heutiger und künftiger Kunden.

Absatz- und beschaffungsseitig sind die Zahlungsziele sowie die Mechanismen des Zahlungsverkehrs zu analysieren, mögliche Veränderungen abzuschätzen und gleichfalls deren Auswirkungen auf den Finanzbedarf abzuleiten.

Besondere Aufmerksamkeit in Bezug auf die Finanzierung verdient die Volatilität der Märkte: Die konkrete Einschätzung möglicher Veränderungen von Preisen und Mengen auf der Absatz- und Beschaffungsseite hat existenzielle Bedeutung. Denn gerade bei beschaffungsseitigen Preissteigerungen ist der damit verbundene zusätzliche Finanzierungsbedarf meist kritisch, da teurere Bestände vorfinanziert werden müssen.

Ist das operative Geschäft hinsichtlich seiner Finanzierungsanforderungen analysiert, steht noch die Frage nach den künftigen Investitionen, dem Abbau eines möglicherweise vorhandenen Investitionsstaus nach Akquisitionen, Marken- oder Wachstumskampagnen an.

Insbesondere für Unternehmen mit Projektgeschäft steht die Abschätzung des Avalbedarfs – differenziert nach den einzelnen Avalarten (Gewährleistungs-, Anzahlungs-, Fertigstellungsaval) – auf dem Plan. Hierbei sollte der länderspezifische Avalbedarf auf keinen Fall vernachlässigt werden, wenn Absagen auf Avalanfragen ausländischer Tochtergesellschaften – sowie die damit verbundenen Peinlichkeiten – vermieden werden sollen.

Ist die kritische Aufnahme des möglichen künftigen Finanzbedarfs abgeschlossen, kann in Verbindung mit dem operativen Cash-flow aus dem laufenden Geschäft aus den o.g. Informationen ein erster Entwurf der Finanzierungsarchitektur entwickelt werden. Wesentlich ist dabei die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens. Die Frage, wie viel Mindest-EBITDA zur Bedienung von Zins und Tilgung erwirtschaftet werden muss, sollte entsprechend beantwortet werden.

Gleicht man die mit dem EBITDA darstellbare Finanzierung mit der bestehenden Struktur der Passivseite sowohl hinsichtlich Finanzierungsart als auch Finanziererstruktur ab, kann daraus der spezifische Handlungsbedarf abgeleitet werden.

## Zukunftsfähige Finanzierungsarchitektur

Gerade bei Unternehmen, die aus der Sanierung kommen, steht häufig der Wunsch im Vordergrund, Freiheitsgrade und Gestaltungsspielraum zurückzugewinnen und die als Restriktion empfundenen Poolstrukturen so schnell wie möglich hinter sich zu lassen. Diesem Bauchgefühl folgend werden schnell neue bilaterale Kreditvereinbarungen angestrebt. Dies ist meist nur Schritt für Schritt, ergänzend zu der bestehenden, in der Sanierungsphase geschnürten Finanzierungsstruktur möglich.

In aller Regel wird dadurch aber genau das Gegenteil erreicht: Die Strukturen bleiben vergangenheitsorientiert, künftige Risiken sind nicht adäquat abgebildet. Statt Freiheitsgrade zu gewinnen, steigt das finanzierungsseitige Risiko für das Unternehmen an, der leistungswirtschaftliche Sanierungserfolg steht auf tönernen Füßen und wird durch neue Risiken konterkariert.

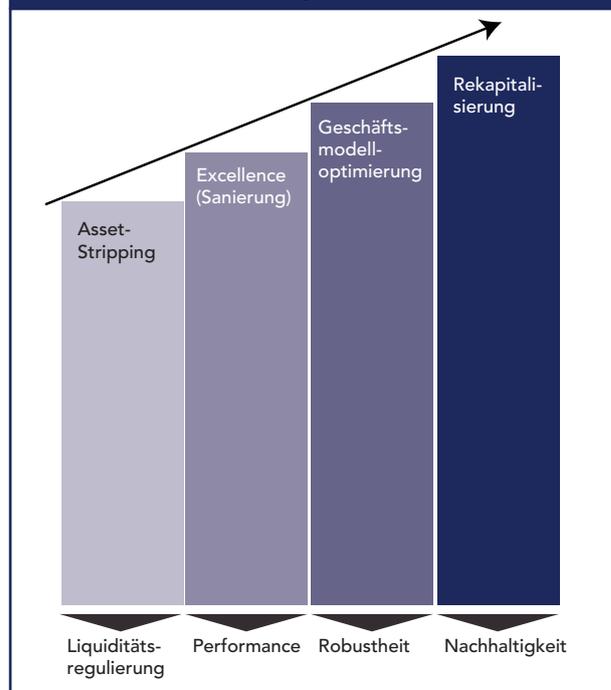
Seitens der Finanzierer wird heute meist ein sinnvollerer Weg beschritten. Früher standen die Banken bereit, sobald das operative Geschäft wieder lief, wenn es galt, Neugeschäft und Investitionen zu finanzieren. Heute hingegen haben Aspekte der Finanzierungsstruktur und Bandbreitenbetrachtungen von Cash-flow und EBITDA einen deutlich höheren Stellenwert. Banken analysieren deshalb am Ende einer Sanierungsphase nicht nur die für die Zukunft notwendige Finanzierungsstruktur, sie eruieren auch genau, wie das Risiko aus Bankensicht am besten getragen werden kann.

Gerade hier muss künftig die Diskussion zwischen Unternehmen und Finanzierer deutlich intensiver geführt werden als bisher. Hat das Unternehmen seine Hausaufgaben gemacht, sein Geschäftsmodell unter Finanzierungsgesichtspunkten analysiert und die Anforderungen abgeleitet, so ist unternehmensseitig die Basis für eine fundierte und zielführende Diskussion geschaffen. Die Anforderungen sollten in einem Eckpunktepapier (Termsheet) zusammengefasst und auf dieser Basis die Bankenansprüche geführt werden. Als Alternative zum Einzelkredit stehen heute Konsortialkredite hoch im Kurs – bei kleineren Volumina gemeinsam getragen durch die Hausbanken (Club Deals), bei größeren Volumina auf vielen Schultern verteilt als syndizierte Kredite. Im Kern geht es dabei darum, die notwendige Finanzierungsarchitektur insgesamt darzustellen und in einer ganzheitlichen Struktur sowie in einem Vertragswerk abzubilden – daher auch der Begriff „strukturierte Finanzierung“, der von der Betriebsmittellinie über „floatende Finanzierungen“ wie Borrowing Base, über Investitions- und Wachstumsfinanzierungen bis hin zu notwendigen Avalen – die gesamte Finanzierung für ein Unternehmen abdeckt.

Auf der Basis eines Financial Modelling werden alle Finanzierungserfordernisse abgebildet: Risiken, die sich durch Markt- und Preisschwankungen ergeben, aber auch Erfordernisse, die von Wachstum und Investitionen abgeleitet werden können. Unter der Führung einer oder mehrerer Banken steht dem Unternehmen dann die notwendige Gesamtfinanzierung befristet auf drei bis fünf Jahre zur Verfügung.

Spiegelt die Ausgestaltung des Kreditvertrags sowohl hinsichtlich der wichtigen Kennzahlen (Covenants) als auch hinsichtlich deren Bandbreiten (Headroom) das Geschäftsmodell des Unternehmens in seinem Markt- und Wettbewerbsumfeld wider, gibt es prinzipiell keinen „Pferdefuß“.

Abb. 1: Auf dem Weg zu einer nachhaltigen Zukunftssicherung



Aber: Die Verträge derartiger Finanzierungen reglementieren deutlich stärker als bisher, was finanziert wird und welche Cash-flow-, Verschuldungs- und Performance-Eckwerte erreicht werden müssen, um die Finanzierung aufrechtzuerhalten. Bei Verfehlung dieser Kennzahlen hat das Konsortium in aller Regel das Recht, den Vertrag zu kündigen. Eine – meist temporäre – Anpassung der Vertragsbedingungen sichert zwar weiterhin die Finanzierung, ist aber mit deutlichen Mehrkosten und zusätzlichem Aufwand verbunden. Häufig sind gerissene Covenants Auslöser einer Unternehmenskrise.

## Mehr als nur atmen

Um diese Probleme zu vermeiden, ist Tiefgang bei der Verhandlung der Anschlussfinanzierung gefragt. Unternehmen müssen ihre zu finanzierenden Geschäftsvorgänge transparent machen. Die Auswirkungen von Marktvolatilitäten, die Erfordernisse der Working-Capital-Finanzierung und der Avale sowie alle Anforderungen an ein tragfähiges, robustes und zukunftsfähiges Geschäftsmodell müssen abgebildet werden. Bei der Gestaltung der Passivseite bzw. der Abstimmung von Geschäftsmodell und Finanzierung sollten auch alternative Finanzierungsinstrumente nicht außer Acht gelassen werden. Dazu gehören strategische Allianzen mit Investoren, Optionen einer separaten Absatzfinanzierung und grundsätzliche Veränderungen im Zusammenspiel der Branchenwertkette genauso wie strategische Allianzen zur Stärkung der eigenen Kapitalbasis. Dadurch wird auch den wieder erhöhten Eigenkapitalanforderungen Rechnung getragen und insgesamt die Stabilität der Finanzierung erhöht.

Erst wenn das Unternehmen nicht nur „atmen“ kann, sondern auch mögliche konjunkturelle Risiken übersteht, ohne die Vorgaben zu verletzen, ist die Passivseite so gestaltet, dass die Sanierung wirklich nachhaltig ist.