

Unternehmer

Edition

Know-how für den Mittelstand

Kooperationspartner

Technik und Wirtschaft für die deutsche Industrie

Produktion

Dr. Andreas Kaufmann,
Aufsichtsratsvorsitzender,
Leica Camera AG

Restrukturierung 2012

5. Jahrgang

Gerüstet für die Krise

**Restrukturierungs-
Trends 2012**

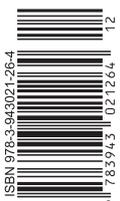
KLARTEXT VON DR. FRANK NIKOLAUS,
TMA DEUTSCHLAND E.V.

**Erfolgsfaktoren
eines Turnarounds**

IM GESPRÄCH MIT WILFRIED TREPELS,
CFO, SAF-HOLLAND S.A.

**„Die Kosten
sind nicht alles“**

INTERVIEW MIT DR. STEFAN RINCK,
SINGULUS TECHNOLOGIES AG



ISBN 978-3-943021-26-4
9 783943 021264

Finanzierungsarchitektur und Gestaltung der Passivseite

Dreh- und Angelpunkte der Nachhaltigkeit einer Sanierung

Von Dr. Volkhard Emmrich, Managing Partner Restructuring & Finance,
Dr. Wieselhuber & Partner

Die Frage, wann ein Unternehmen wirklich saniert ist, wird selbst unter Experten diskutiert. Aus „Finance-Sicht“ reicht es, die Passivseite auf neue Beine zu stellen, das Unternehmen zu entschulden und so wieder kapitaldienstfähig zu machen – Sanierung heißt, die Passivseite kann bedient werden. Die Frage nach Wettbewerbsfähigkeit, nach der Marktposition des Unternehmens und somit nach Tragfähigkeit, Robustheit und Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells wird nicht gestellt. Unter rein leistungswirtschaftlichen Gesichtspunkten werden hingegen Kosten gesenkt, die Marktposition verbessert, neue Investitionen angeschoben und Prozesse effizienter gestaltet. Die Passivseite aber bleibt unangetastet – und der Rucksack der Vergangenheit begleitet das Unternehmen in die Zukunft.

Finanzierungsarchitektur wird häufig vergessen

Dabei ist die Lösung einfach: Der Sanierungserfolg darf nicht einseitig aus Sicht von GuV, Bilanz oder Cashflow-Rechnung alleine betrachtet werden, vielmehr muss das Geschäftsmodell und damit das Unternehmen als Ganzes im Mittelpunkt stehen. Nachhaltig saniert ist ein Unternehmen dann, wenn das Geschäftsmodell tragfähig ist und damit allen Mindestanforderungen hinsichtlich Marktposition, Differenzierungs- und Kostenvorteilen, Mindestbetriebsgröße, Mindestmarktanteil, Lieferantenspositionen und Technologieausstattung etc. genügt. Es muss robust genug sein, um kurzfristigen Ausschlägen in hochvolatilen Märkten aus eigener Kraft standzuhalten und hinsichtlich der Auswirkungen vorherrschender



Dr. Volkhard Emmrich

Megatrends auf Branche und Wettbewerb zukunftsfähig sein. Insbesondere die Anforderungen, die sich aus Robustheit und Zukunftsfähigkeit ergeben, betreffen in hohem Maße auch die Liquidität des Unternehmens, das Liquiditätsmanagement sowie die Struktur der Passivseite.

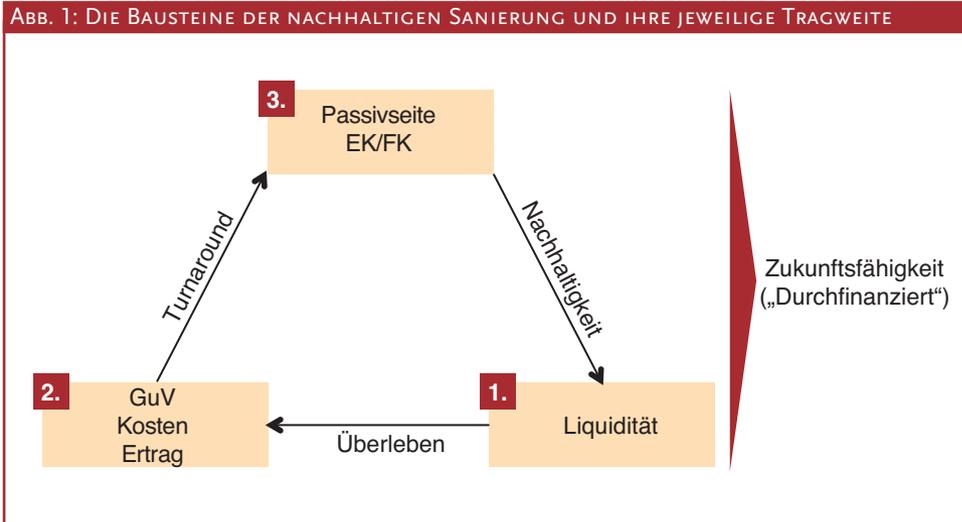
Krisentreiber billiges Geld

Doch warum kommt die Finanzierungsarchitektur hier regelmäßig zu kurz, warum lassen so viele Sanierungen die Passivseite außen vor? Eindeutige Ursache: billiges Geld. Damit wurde fast alles finanziert – Hauptsache, es brachte Rendite. Ob Staaten wie Griechenland, Unternehmensübernahmen mit völlig unrealistischem Multiple auf das EBITDA oder visionäre Unternehmerideen ohne Substanz – das Ergebnis: Aufgeblähte Bilanzen durch fiktive Unternehmenswerte auf der Aktivseite, kaum in

ZUR PERSON: DR. VOLKHARD EMMRICH

Dr. Volkhard Emmrich ist Managing Partner Restructuring & Finance bei Dr. Wieselhuber & Partner. Sein Schwerpunkt liegt in der Beratung von inhabergeführten Industrieunternehmen – insbesondere bei Krisenbewältigung und Unternehmenssanierung. Dr. Wieselhuber & Partner ist ein Beratungsunternehmen für Familienunternehmen unterschiedlicher Branchen.
www.wieselhuber.de

vollem Umfang werthaltiges Eigenkapital sowie Fremdkapitalpositionen, die nicht wirklich bedient werden können. Zwar gab es keine Kreditklemme, die Rahmenbedingungen haben sich jedoch still und leise spürbar verändert. EU-Auflagen führen heute zu einer Bilanzverkürzung bei Banken; auch Staatsanleihen hinterlassen Spuren in Bilanzen, keine Bank in Europa will wieder Staatshilfe in Anspruch nehmen. Was also tun, wenn „Nachtanken“ ausgeschlossen ist? Der Tank wird verkleinert, Assets werden verkauft, Eigenkapital generiert und die Bilanz verkürzt. Frisches Geld wird rarer und bilaterale Einzelkredite werden durch neue, umfassende Finanzierungsinstrumente, insbesondere Club Deals und strukturierte Finanzierungen, ersetzt.



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Engpass der nachhaltigen Sanierung

Bisher galt: War das operative Geschäft wieder in Ordnung, standen die Banken bereit, um Wachstum und anstehendes Neugeschäft zu finanzieren. Heute hingegen wird in der Auslaufphase einer Sanierung die künftige Finanzierungsstruktur genauestens unter die Lupe genommen. Denn aus Sicht des Finanzierers soll bei geringem

eigenem Bilanzrisiko ein möglichst hoher Ertrag erzielt werden. Produkte wie der Club Deal, bei dem die Gesamtfinanzierung des Unternehmens inklusive Avalen, Währungsrisiken und künftiger Investitions- und Wachstumsfinanzierungen in eine Struktur gepackt und unter der Führung von einer oder mehreren Banken von einem Konsortium finanziert wird, sind dafür bestens geeignet. Teile des Engagements können weitergegeben werden, „Arrangeure“ anteilig eine vergleichsweise hohe Fee und damit Ertrag generieren. Und der Vorteil für Unternehmen? Sie haben für die nächsten drei bis fünf Jahre nur einen

Ansprechpartner und keinerlei weitere Finanzierungsthemen. Aber: Die Vertragsbedingungen einer strukturierten Finanzierung – das heißt Covenants oder Headrooms – oder eines Club Deals definieren den „Lebensraum“ eines Unternehmens; sie reglementieren deutlich stärker als bisher, was das Unternehmen „darf“ bzw. „nicht darf“ und welche Kennzahlen zur Aufrechterhaltung der Finanzierung gelten. Werden diese Kennzahlen verfehlt, hat jeder der Konsorten das Recht zur Kündigung. Eine – zumindest temporäre – Anpassung der Vertragsbedingungen („Waven“) ist nicht nur mit Kosten, sondern mit großem Aufwand verbunden und kann der Auslöser einer neuen Unternehmenskrise sein.

Kernaufgabe der letzten Sanierungsphase

Der Teufel steckt bekanntlich im Detail – hier, wenn mit dem notwendigen Tiefgang über die Anschlussfinanzierung aus der Sanierung heraus verhandelt wird. Denn nur wenn die Verbindung zwischen Passivseite und Geschäftsmodell geschaffen und die Finanzierungsarchitektur auf die Anforderungen von Tragfähigkeit, Volatilität und Zukunftsfähigkeit ausgerichtet ist, ist die Nachhaltigkeit der Sanierung endgültig sichergestellt. Bei der Weiterentwicklung des Geschäftsmodells selbst sind dafür alle Strukturen und geschäftsmodell-spezifischen Optionen zu prüfen, die den Finanzierungsbedarf gering, den Cash-to-Cash-Zyklus kurz halten und in den administrativen Systemen dafür sorgen, dass die Zahlungszeitpunkte



Die Finanzierungsarchitektur kommt regelmäßig zu kurz.
Illustration: fotolia.de

der Kreditoren mit den Einzahlungszeitpunkten aus den Debitoren möglichst gut synchronisiert sind. Strukturell, d.h. auf Ebene des Geschäftsmodells, geht es dabei um grundsätzliche Themen wie die Gestaltung der Absatzfinanzierung. Im Bereich der Beschaffung sind die Bestellzeitpunkte und die Produktauflösung zu optimieren, die Effekte von „Just in Sequence“-Belieferung oder Konsolidieren zu prüfen, um die Reagibilität der Wertschöpfung zu erhöhen und die Kapital- bzw. Liquiditätsintensität zu verringern. Strukturell steigt auf der Passivseite wieder die Bedeutung des Eigenkapitals: Wie viel des echten Finanz- bzw. Liquiditätsbedarfs kann durch Eigenmittel tatsächlich gedeckt werden? Weiterer Gestaltungsspielraum steckt in der Struktur der Finanzierungsinstrumente sowie ihrer Fristigkeit. Im letzten Schritt muss sichergestellt werden, dass Unternehmen ausreichend „atmen“ können und das Geschäftsmodell keinen finanzierungsseitigen Restriktionen unterworfen ist. Dafür müssen Bürgschaften und Patronatserklärungen, Risiken aus Rahmenverträgen und Projekten, übliche Intercompany-Verrechnungen und Kreditierungen, mögliche konjunkturelle und saisonale Spitzen sowie alle Endfälligkeiten von z.B. Schuldscheinen Sensitivitätsanalysen unterzogen werden. Erst dann ist klar, wann das Geschäftsmodell finanzierungsseitig Veränderungen übersteht, ohne Covenants zu reißen. Die Passivseite kann gestaltet und die letzte Phase der Sanierung abgeschlossen werden.