



## Opinion Paper

# Passivseite – Dreh- und Angelpunkt

November 2012

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Dr. Volkhard Emmrich

## **Passivseite – Dreh- und Angelpunkt**

Die Passivseite entscheidet zunehmend darüber, ob eine Sanierung nachhaltig ist. Unternehmen haben nur dann eine Zukunft, wenn Kapitalausstattung und Finanzierung zum Geschäftsmodell passen und auf die Unternehmensentwicklung zugeschnitten sind.



Vordergründig kann ein Unternehmen saniert werden, wenn Bilanz, GuV und Kostenstrukturen genügend Reserven und Potentiale aufweisen. Diese generieren Liquidität zur Restrukturierung und für künftiges Geschäft aus den klassischen Innenfinanzierungsquellen des Working Capital sowie den nicht betriebsnotwendigen Assets. Zum anderen ermöglichen sie Potentiale durch Effizienzsteigerung und Kostensenkung hinsichtlich des EBITDA.

### **Langfristige Sanierung**

Doch nur wenn das Unternehmen eine Existenzberechtigung in Markt und Wettbewerb hat und langfristig profitable Geschäfte erwartet werden, ist es auch nachhaltig sanierungsfähig. Grundvoraussetzung dafür: Ein in sich tragfähiges Geschäftsmodell, das unter den nach dem Turnaround herrschenden Markt-, Wettbewerbs- und Umfeldbedingungen eine ausreichende Profitabilität und Wettbewerbsstärke garantiert. Zudem muss das Geschäftsmodell robust genug sein, um den Volatilitäten auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten trotzen und sich reagibel an Volumen- und Preisveränderungen anpassen zu können. Außerdem entscheidend: Das Geschäftsmodell muss zukunftsfähig sein.

Anstehende Entwicklungen und Trends sollten dabei zu mehr Chancen als Risiken führen, die Folgen möglicher Szenarien müssen nachvollziehbar, wesentliche Bedrohungen verkraftbar und Wachstums- und Ertragsquellen klar definiert sein.

### **Aktivität statt Stillstand**

Die Spielregeln für die Akteure der Passivseite sind normalerweise eindeutig geregelt: „Standstill – keiner verlässt das Schiff“ und „Jeder behält seine Position“ lauten die Parolen. Selbst kleinste Besserstellungen führen zu existentiellen Konflikten im Bankenpool. Da das Gleichstellungsprinzip den Zugriff auf Sicherheiten, Zins und Tilgung, Fristigkeiten und damit sämtliche Einzelaspekte

einer Finanzierung umfasst, bleibt die Struktur der Passivseite zumindest in der ersten Phase der Sanierung unverändert.

Dieser klassisch deutschen Sichtweise steht der angloamerikanische Ansatz diametral gegenüber. Er ist auf die Passivseite fokussiert und optimiert die Finanzierungsstruktur auf der Basis des Financial Modelling. Die Stakeholder „rangeln“ um Positionen und nutzen jeden Millimeter Gestaltungsspielraum. Auch der Verkauf von Krediten, der Einstieg neuer Investoren, insbesondere von Hedgefonds, sowie ein breites Spektrum spezieller Komponenten und Instrumente wie Besserungsscheine und Eigenkapitalpositionen gehören zur Standardklaviatur. Die Ansprüche sämtlicher Stakeholder der Passivseite werden auf den gegenwärtigen beziehungsweise künftigen Ertrag hin verhandelt. Die Prämisse dabei: Wer ans Unternehmen glaubt, erhält einen hohen Anteil, der jedoch gewinnabhängig ist; wer nicht ans Unternehmen glaubt, verschwindet am besten sofort mit möglichst geringer Quote.

Ist der kleinste gemeinsame Nenner unter den Beteiligten gefunden, gilt das Unternehmen als restrukturiert – völlig unabhängig davon, ob der gefundene Kompromiss den Erfordernissen des Geschäftsmodells entspricht. Das böse Erwachen erfolgt nach der Rekapitalisierung. Wesentliche Fremdkapitalpositionen werden am Sekundärmarkt weiterhin mit hohen Abschlägen taxiert. Im Worst Case werden so Unternehmen mit unzureichenden Wettbewerbs- und Renditechancen am Leben erhalten – sogenannte „Zombieunternehmen“.

### **Hand in Hand**

Die zunehmende Dynamik vieler Entwicklungen sowie die Volatilität der Märkte machen Reagibilität und Anpassungsfähigkeit zu entscheidenden Erfolgsfaktoren. Dies gilt für die Strukturen und Prozesse des Geschäftsmodells ebenso wie für seine Finanzierung. Geschäftsmodell und Finanzierungsstruktur müssen zusammenpassen. Bilaterale Vereinbarungen und ein gewachsener Mix aus situationsspezifischen Einzelfinanzierungen sind dafür in aller Regel wenig geeignet. Soll eine Sanierung wirklich nachhaltig sein und alle strategischen Defizite beseitigen, muss es möglich sein, Wachstums- und Ertragspotentiale wahrzunehmen und intern das bestmögliche Effizienzniveau zu erreichen. Die Finanzierung muss dies als Ganzes leisten, quasi als „Architektur“ aller Finanzierungsinstrumente. Umgekehrt muss das Geschäftsmodell in der Lage sein, die finanzierungsimmanenten Risiken zu tragen.

Manche Mittelständler übersehen die Risiken, die sich aus den Endfälligkeiten von Schuldscheinen, Mezzanine oder auch Corporate Bonds ergeben. Oft wird einfach davon ausgegangen, dass eine Eins-zu-eins-Refinanzierung möglich und damit die Durchfinanzierung gesichert ist. Mögliche Schwankungen der Bonität sowie gleichzeitige Fälligkeiten werden häufig unterschätzt.

### Tragfähige Finanzierungsstruktur

Aber auch das Verhalten der Banken hat sich – marktbedingt – verändert. Früher standen die Banken, sobald das operative Geschäft wieder lief, bereit, wenn es galt, Neugeschäft und Investitionen zu finanzieren. Heute hingegen haben Aspekte der Finanzierungsstruktur und Bandbreitenbetrachtungen von Cashflow und EBITDA einen deutlich höheren Stellenwert. Banken analysieren deshalb am Ende der Sanierungsphase nicht nur die für die Zukunft notwendige Finanzierungsstruktur, sondern eruieren genau, wie das Risiko aus Bankensicht am besten getragen werden kann. Im Vordergrund stehen syndizierte Kredite und Club Deals, bei denen Finanzierungselemente in eine ganzheitliche Struktur eingebunden, aufeinander abgestimmt und vertraglich ganzheitlich geregelt sind.

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

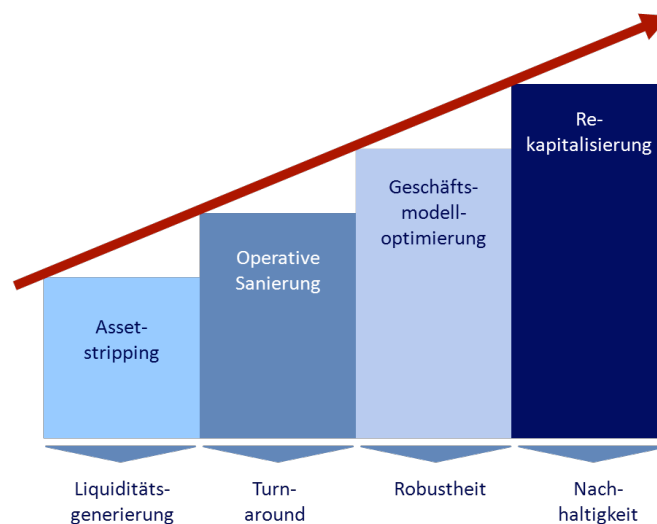


Abb. 1: Auf dem Weg zu einer nachhaltigen Sanierung

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

Aber: Die Verträge derartiger Finanzierungen reglementieren deutlich stärker als bisher, was finanziert wird und welche 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 beziehungsweise 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.

### **Kontakt**

Stephanie Meske  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Public Relations  
Nymphenburger Straße 21  
Tel.: 089 / 28623-139  
Email: meske@wieselhuber.de