

# „Feindliche Angriffe“ über die Passivseite

*Risiken und Chancen des veränderten Kapitalmarktumfeldes*

Von Dr. Volkhard Emmrich, stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsführung, Dr. Wieselhuber & Partner

*Die Finanzierungsformen mittelständischer Unternehmen werden immer vielfältiger. Allerdings werden Strategien und Ziele der einzelnen Finanziierer nur selten hinterfragt. Wer sein Unternehmen vor Überraschungen und feindlichen Angriffen, beispielsweise durch Hedgefonds, schützen will, sollte genauer hinsehen. Nur wer die Gefahren kennt, kann sich davor schützen.*

## Spuren von Rezession und Wachstum

Die Rezession wurde von einem Großteil der deutschen mittelständischen Unternehmen mit Bravour gemeistert. Ebenso der Start in einen fulminanten Aufschwung. Nimmt man aber die Jahresabschlüsse 2010 etwas genauer unter die Lupe, zeigen sich zumeist deutliche bilanzielle Spuren des Kraftakts vom starken „Bremsen“ in der Rezession und dem ruckartigen „Beschleunigen“ im Aufschwung. So ist die in den vergangenen Jahren erfreulich stark angewachsene Eigenkapitalquote wieder deutlich zurückgegangen, die Verschuldungsgrade hingegen deutlich gestiegen. Bilanzkennzahlen und -relationen haben sich verschlechtert und damit auch Bonität sowie Rating des Unternehmens. Niedrige Zinsen, mit Liquidität geflutete Finanzmärkte sowie die verstärkte Ausrichtung auf Corporate Business aller wesentlichen Banken – insbesondere auch der unter EU-Beobachtung stehenden Landesbanken – macht die Finanzierung des Aufschwungs trotz der verschlechterten bilanziellen Ausgangsbasis zwar vergleichsweise einfach. Neben dem Risiko der Werthaltigkeit aber schmälern Entwicklungen wie verlängerte Lieferzeiten der Lieferanten, steigende Rohstoffpreise sowie deren Verknappung den Cashflow, erhöhen den

### ZUR PERSON: DR. VOLKHARD EMMRICH

Dr. Volkhard Emmrich ist stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsführung 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](http://www.wieselhuber.de)



Dr. Volkhard Emmrich

Kapitalbedarf und damit – trotz aller Begeisterung für den Aufschwung – die Geschäftsrisiken essenziell.

## Verändertes Finanzmarktumfeld

Die Finanzierungserfordernisse und speziellen Bilanzsituationen der Unternehmen treffen heute auf besondere Bedingungen der Kapitalmärkte. Einerseits ist Liquidität durch weiterhin stützende Maßnahmen der meisten Notenbanken kein Engpass. Im Gegenteil: Sie ist im Überfluss vorhanden. Andererseits hat die „Systemregulierung“ nachhaltig zugenommen, wovon v.a. das Kerngeschäft systemrelevanter Banken bzw. deren Refinanzierung betroffen ist. So steigen mit Basel III die Anforderungen an die Bilanzen der Geschäftsbanken nachhaltig, die Krisenstabilität wird durch eine erhöhte Eigenkapitalvorsorge sowie durch eine Reduzierung der Geschäftsrisiken erhöht. Für Unternehmen heißt dies: Die Kreditvergabe wird künftig wieder restriktiver.

## Unternehmerische Freiheit und Finanzierung

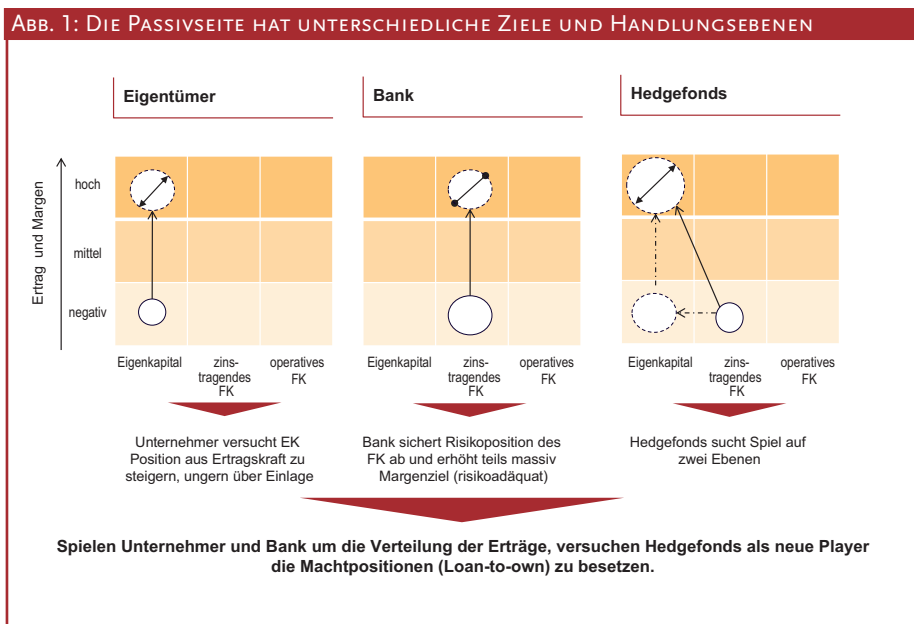
In diesem Umfeld bevorzugen viele Geschäftsführer noch immer bilaterale Bankbeziehungen. Sie können so einzeln verhandeln, bei Bedarf zusätzliche Mittel aufnehmen und haben das Heft immer situativ in der Hand. Der Unternehmer kann seine Finanzierung selbst bestimmen – mit allen bekannten Folgen. Denn wenn die Kapitaldienstfähigkeit in den Keller geht und Finanzierungsanforderungen nicht gedeckt werden können, treten Probleme mit einzelnen

Finanzierern auf, die zu einer unvorhergesehenen Kaskade von Schwierigkeiten führen können.

### **„Feindliche Angriffe“ durch Hedgefonds**

Aufgrund der großen Liquidität im Markt verfügen auch Hedgefonds wieder über frische Mittel. Insbesondere größere Unternehmen mit Finanzierungsschwierigkeiten und schlechten Bilanzrelationen sind daher wieder „feindlichen Angriffen“ über die Passivseite ausgesetzt. Möglich wird dies durch den Verkauf von einzelnen Kre-

diten, Anleihen, Schuldscheinen oder ähnlichem Fremdkapital mit hohem Abschlag. Denn der Abgabedruck der Banken ist zum Teil auch durch EU-Auflagen gestiegen: Fallen bestimmte Geschäfte und Assets nicht mehr ins Kerngeschäft oder dürfen sie nicht mehr in der Bankbilanz auftauchen, werden sie in Anstalten und Bad Banks ausgelagert. Anders als Banken und Kreditinstitute, die eine Kundenbeziehung aufrecht erhalten möchten und unabhängig vom Einzelfall keinen Imageverlust in ihrem Engagement der Mittelstandsfinanzierung



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

wollen, verfolgen Hedgefonds ganz andere Ziele: Sie wollen die Potenziale des Einzelengagements maximal nutzen. Alle unaufgedeckten Risikopositionen einzelner Stakeholder werden deshalb schonungslos transparent gemacht, und durch hartes Pokern – was auch die Androhung einer Insolvenz umfasst – wird ausgelotet, wie weit einzelne Stakeholder der Passivseite gehen. Ziel: Entweder lässt sich der Hedgefonds als „lästiger Trittbrettfahrer“ mit hohem Aufschlag ablösen, oder aber die klassische „Loan-to-own“-Strategie greift. Durch einen Wandel des Fremdkapitals in Eigenkapital kommt er so in die bestimmende Gesellschafterposition und kann den verbleibenden Rest der Passivseite mit maximaler Quote herauskaufen. Besser noch: Er vertröstet die anderen Stakeholder auf zukünftige Cashflows und Wertsteigerungspotenziale. Der Altgesellschafter ist dabei das erste Opfer.

**Alternative: Strukturierte Finanzierung**

Gerade angesichts der hohen Marktvolatilitäten und der damit verbundenen Notwendigkeit einer „atmenden“ Finanzierung sollten sich Unternehmer deshalb dringend mit dem Gedanken der strukturierten Finanzierung auseinandersetzen. So bieten heute gerade große Banken

gerne eine strukturierte Finanzierung – auch „Club Deal“ genannt – an. Die professionelle Analyse der Passivseite verbunden mit der Erarbeitung von Alternativen und Optionen zu deren Rekapitalisierung bildet hier die Grundlage. Sie umfasst alle für die zukünftige Absicherung des Unternehmens notwendigen Finanzierungsinstrumente und sichert damit durch z.B. Borrowing-Base-Finanzierungen Veränderungen auf den Beschaffungsmärkten flexibel ab und gewährleistet durch eine abgestimmte Verteilung des Cashflows

die Kapitaldienstfähigkeit. „Pferdefuß“: die Covenants. Denn werden diese Kreditklauseln gebrochen, haben die Banken grundsätzlich das Recht, das Vertragsverhältnis zu beenden bzw. die Bedingungen neu zu verhandeln – verbunden mit zusätzlichen Kosten sowie Transparenz-erfordernissen. Die Vorteile im Gegensatz zu bilateralen Einzelverträgen überwiegen dennoch: Denn bei einer Verschlechterung der Unternehmensperformance muss nicht mit jeder Bank einzeln verhandelt und alle Finanzierer in einen Stand-Still- bzw. in ein Going-Concern-Konzept eingebunden werden.

**Sicherheitsaspekte haben Vorrang**

Für die Zukunft gilt: Unternehmen müssen stärker die Ziele und Positionierungen der einzelnen Finanzierungspartner hinterfragen. Nicht Gutgläubigkeit, sondern die offene Frage nach Strategien und Zielen, die Sicherung der Finanzierung insgesamt – und zwar zum richtigen Zeitpunkt –, das kritische Hinterfragen von möglichen Gefährdungspotenzialen sowie Einfallstoren für ungewollte Mitspieler gehören künftig zum Standardhandwerkszeug eines CFOs. Auch in mittelständischen Unternehmen.