

Mitherausgeber

TaylorWessing



FINANZIERUNG IM ABSCHWUNG

Eine Analyse der kommenden Krise

Aus der Reihe: Innovation in Corporate Finance

Januar 2020

Förderer



Struktur
Management
Partner

INHALT

DAS KONZEPT.....	3
DIE VORDENKER.....	4
DAS THEMA	5
DIE THESEN.....	6
DIE ERLÄUTERUNGEN.....	10

DAS KONZEPT

„Innovation in Corporate Finance“ ist eine Veranstaltungsreihe und White Paper Series des FINANCE Think Tanks Corporate Banking & Finance. In dieser Reihe untersucht der Think Tank relevante Themen der Corporate Banking & Finance Community.

Der Think Tank geht von der Annahme aus, dass ein Thema aus allen relevanten Perspektiven beleuchtet werden sollte, um ein tiefes und umfassendes Verständnis zu entwickeln. Darum versammeln wir eine sorgfältig ausgewählte Gruppe exzellenter Vordenker, um in einer mehrstündigen Brainstorming Session über das gewählte Thema zu diskutieren.

Im Anschluss an die Diskussionsrunde erstellt der Think Tank ein White Paper, das der interessierten Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt wird.

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung der Mitherausgeber und Förderer wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Der Think Tank sieht das White Paper als Gedanken- und Diskussionsanstoß und will damit eine Debatte beginnen oder fortführen. Darum ist jede kritische Rückmeldung höchst willkommen. Nur gemeinsam erlangen wir die Erkenntnis, die der Markt für eine erfolgreiche Entwicklung benötigt.



Bastian Frien
Gründer und Geschäftsführer
FINANCE Think Tank

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

DIE VORDENKER

Andreas Böttger, Partner, CMP Capital Management-Partners

Wolfgang Embacher, Director Restructuring Corporates, Unicredit

Bastian Frien, Geschäftsführer, FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance

Dr. Bernd Köhler, Interimsmanager

Ekaterina Ksoll, Managing Director, Rothschild

Monika Loock-Weber, Geschäftsführerin, PB Factoring

Georgiy Michailov, Geschäftsführender Gesellschafter, Struktur Management Partner

Marcus Nelgen, Managing Director, Commerzbank

Clemens Niedner, Partner, Taylor Wessing

Thomas Poehler, Director, Kartesia

Thomas Schnarr, Head of Financial Services Germany & Austria, Oliver Wyman

Johann Stohner, Managing Director, Alvarez & Marsal

Jens Tinnappel, Leiter Special Situation Financing, NordLB

Carl von der Goltz, Geschäftsführender Gesellschafter, Maturus Finance

Tobias Wens, Managing Director, Boston Consulting Group

Dr. Frank Wüller, Geschäftsführer, Compeon

Anmerkungen:

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung der Mitherausgeber und Förderer wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Die genannten Positionen hatten die Vordenker zum Zeitpunkt der Teilnahme an der Diskussionsrunde am 26. September 2019 inne.

DAS THEMA

Ob die deutsche Wirtschaft nun technisch in eine Rezession schlittert oder sich ein minimales Wachstum bewahrt – klar ist, dass die Zeiten des ruhigen, wenn auch mäßigen Aufschwungs vorbei sind. In den Portfolien der Banken häufen sich die Krisenfälle und auch die Zahl der Insolvenzen steigt bereits.

Mit dem Abschwung geht die Frage einher, wie die Finanzierer sich als tragende Säule jeder Restrukturierung dieses Mal verhalten werden. Deutsche Unternehmen verlassen sich traditionell stark auf die Bankenfinanzierung. Doch die Banken sind selbst noch durch die Finanzkrise und nicht erledigte Hausaufgaben geschwächt. Die extreme Niedrigzinspolitik der Notenbanken, die den zarten Aufschwung der vergangenen Jahre erst möglich gemacht hat, ließ zwar die Ausfallraten sinken, die Erträge allerdings auch.

Dem aktuellen Abschwung wohnt daher eine Vorahnung von Wandel inne. Der Think Tank Corporate Banking & Finance versucht auf drei zentrale Fragen Antworten zu geben:

- ❓ Ist diese Krise anders?
- ❓ Wie werden sich Banken und andere Finanzierer verhalten?
- ❓ Welche Stolpersteine erschweren die Krisenbewältigung?

Abschließend werden in dem White Paper einige Ansichten und Anregungen zum Thema Finanzierung in der Krise formuliert.



DIE THESEN

IST DIESE KRISE ANDERS?

These 1 - Die Charakteristik der Krise ist eine andere.

- 1.1. Der Verlauf der Krise ist kein V, sondern ein L.
- 1.2. Ganze Branchen sind von einer tief greifenden Transformation betroffen.
- 1.3. Die Krise geht diesmal nicht von den Banken aus, aber sie sind geschwächt.

These 2 - Auf der Finanzierungsseite gibt es Licht und Schatten.

- 2.1. Viele Unternehmen haben ihre Finanzierung professionell strukturiert ...
- 2.2. ... dafür gibt es mehr und komplexere Finanzierungsinstrumente ...
- 2.3. ... und die laxen Kreditbedingungen erschweren den Banken das Eingreifen.

BANKEN UND ANDERE FINANZIERER IN DER KRISE

These 3 - Die Banken mühen sich, aber sie können nicht mehr wie früher.

- 3.1. Altfinanzierungen werden bei kleineren Unternehmen weiter restrukturiert, bei größeren häufiger nicht.
- 3.2. Frisches Geld wird es weniger geben, und Banken werden schlechte Bonitäten in der Krise auch nicht in der Breite als Neukunden entdecken.
- 3.3. Die Banken werden deutlich mehr Kredite verkaufen – aus regulatorischen und aus Kapazitätsgründen.

These 4 - Alternative Finanzierer stehen zahlreich bereit, sie können aber die Bankenfinanzierung nicht vollumfänglich ersetzen.

- 4.1. Factoring kann einiges auffangen, schrumpft aber mit.
- 4.2. Leasing setzt auf das Asset, in einer Krise stockt aber die Verwertung.
- 4.3. Förderbanken sind kein Lender of Last Resort.
- 4.4. Kapitalmarktfinanzierungen sind zunächst ein Segen, werden in einer echten Krise aber oft zum Fluch und sind nie ein Instrument zur Krisenfinanzierung.
- 4.5. Plattformen verbreitern das Spektrum und sparen Zeit.
- 4.6. Die Finanzierung über Mitarbeiter bleibt ein Sonderfall.
- 4.7. Spezialisierte Eigenkapitalgeber nehmen an Bedeutung zu.

These 5 - Debt Funds sind bei größeren Mittelständlern eine echte Alternative, sie werden verstärkt zum Zuge kommen.

- 5.1. Der Markt ist breit geworden, aber nur wenige suchen schwierige Fälle und die Renditeerwartung bei Krisenfällen ist enorm.
- 5.2. Private Debt steht auch als Käufer von Bankkrediten bereit.
- 5.3. Das Verhalten der Debt Funds in der Krise ist noch unklar.
- 5.4. Debt to Equity bleibt eine sehr seltene Strategie.

These 6 - Die Krise könnte Treiber einer neuen Finanzierungslandschaft sein.

- 6.1. Alternative Finanzierer füllen die Lücke und Debt Funds kaufen Kredite.
- 6.2. Im Aufschwung steht der Kapitalmarkt bereit.
- 6.3. Es geht nicht nur mit Banken, aber ohne sie geht es gar nicht.
- 6.4. Die Bedeutung der Banken könnte in einer echten Krise aber deutlich sinken.

DIE STOLPERSTEINE DER KRISENBEWÄLTIGUNG

These 7 - Zeit ist der entscheidende Faktor und sie wird immer knapper.

- 7.1. Die Unternehmen kommen meistens zu spät.
- 7.2. Meistens haben die Unternehmen versagt, die Banken aber auch.
- 7.3. Der Zugriff der Banken ist durch „Covenant Light“ erschwert worden.
- 7.4. Die Prozesse haben sich seit der jüngsten Krise internationalisiert. Dadurch steigt die Professionalität, aber das kostet viel Zeit und Geld.
- 7.5. Die Banken wollen mehr und geben weniger Zeit.

These 8 - Restrukturierungsexperten aller Couleur sind ein knappes Gut, das nur den größeren Unternehmen zur Verfügung steht.

- 8.1. Die Banken haben zu wenige erfahrene Sanierer für eine echte Krise. Mangelnde Erfahrung führt zu unnötigen Konflikten.
- 8.2. Die Banken bauen Kapazitäten auf, aber diese werden nicht ausreichen.
- 8.3. Der CRO ist Standard geworden, aber zu selten für breite Krisen.
- 8.4. Erfahrene und professionelle Berater stehen kleineren Unternehmen kaum zur Verfügung.

These 9 - Standardisierung wäre nützlich, ist aber kaum umsetzbar.

- 9.1. Ohne gemeinsame Regeln gibt es keinen Standard.
- 9.2. Einheitliche Formulierungen sind schon der größte gemeinsame Nenner.
- 9.3. Internationale Spieler akzeptieren keine deutschen Standards.

ANSICHTEN UND ANREGUNGEN

These 10: Banken sollten Sanierungs-Know-how einkaufen.

These 11: Auf allen Seiten muss offener kommuniziert werden.

These 12: Finanzkennzahlen sind in der Sanierungsfinanzierung ein zweiseitiges Schwert.

These 13: Super Senior ist ein sinnvolles Instrument in der Sanierung.

These 14: Die KfW könnte als Treuhänder notleidender Kredite agieren.

These 15: Neues Risiko: Sanierungsverhandlungen könnten gegen Kartellrecht verstoßen.

DIE ERLÄUTERUNGEN

IST DIESE KRISE ANDERS?

Krisen haben verschiedene Ursachen und Auslöser, sie haben auch unterschiedliche Verläufe. Darum sind Erkenntnisse aus der Vergangenheit nicht immer direkt übertragbar, zumal sich auch die Umstände im Laufe der Zeit ändern. Die Erinnerung an die Finanzkrise ist noch recht frisch, doch die kommende Krise wird anders sein.

Die Charakteristik der Krise ist eine andere.

Die jüngste Krise, ausgelöst durch extreme Verwerfungen im Finanzsektor, begann mit einem drastischen Einbruch und war gefolgt von einer fast ebenso raschen Erholung – eine klassische und eigentlich sehr seltene V-Form. Der derzeitige Abschwung ist ein langsamer. Noch lässt sich nicht abschätzen, wie lang der Abschwung sein wird und welche Dynamik er noch zeigen wird. In der letzten Krise vereitelte eine entschlossene konzertierte Aktion von Regierungen und Notenbanken in aller Welt eine lang anhaltende Rezession. Diese Krise dagegen ist gekennzeichnet von politischen Risiken und einem schwindenden Vertrauen in das bestehende Freihandelsregime in Verbindung mit einem strukturellen Wandel in einigen Kernbranchen. Außerdem sind die Verschuldungskapazitäten vieler Staaten und das Verteidigungsarsenal der Zentralbanken erschöpft. Daher folgt dieser Abschwung vermutlich keinem klassischen Muster des Konjunkturverlaufs, sondern wird tendenziell eher an die L-Form mit unterschiedlichen Neigungswinkeln erinnern.



Ganze Branchen sind von einer tief greifenden Transformation betroffen.

Ein konjunktureller Abschwung erwischt einzelne Branchen im Verlauf eines Zyklus zu unterschiedlichen Zeitpunkten und unterschiedlich stark. In diesem Fall gesellen sich aber umfassende Umwälzungen hinzu. Fast alle Unternehmen stehen vor der Herausforderung einer Digitalisierung der Prozesse und Geschäftsmodelle. Und einzelne Branchen – vor allem die gesamtwirtschaftlich wichtigen wie die Automobilindustrie und der Einzelhandel – durchlaufen eine transformatorische Veränderung. Hier stellt sich bei kriselnden Unternehmen oft die Frage, ob überhaupt ein überzeugendes Restrukturierungskonzept erstellt werden kann, das eine Finanzierung ermöglicht.

Die Krise geht diesmal nicht von den Banken aus, aber sie sind geschwächt.

Anders als die letzten Krise geht diese nicht vom Finanzsektor, sondern von der Realwirtschaft aus. Allerdings haben die Banken die Jahre seit der Finanzkrise in Deutschland nicht zu einem entschlossenen Cost Cutting und zu einem Umbau des Geschäftsmodells genutzt. Stattdessen werden die Häuser von regulatorischen Vorgaben getrieben, die hohe Kosten verursachen und viel Management-Kapazität binden.

Problematischer ist aber, dass viele deutsche Banken selbst in den wirtschaftlich guten Zeiten kaum Geld verdient haben. Auch die Erträge im Firmenkundengeschäft, die einige Jahre noch recht auskömmlich waren, sind geschmolzen, die Risikovorsorgen sind auf einem sehr niedrigen Niveau. Gleichzeitig haben viele – auch zusätzliche Spieler aus dem Ausland – das deutsche Firmenkundengeschäft als Wachstumsfeld entdeckt. Dadurch ist der Wettbewerb gestiegen, die durchsetzbaren Konditionen sind sowohl in Bezug auf das Pricing als auch auf Dokumentationsstandards gesunken.

Die meisten Banken konzentrieren sich auf die guten Bonitäten und verzichten trotz höherer Renditen auf höhere Risiken.

Entscheidungen über Engagements fallen in den Banken heute in doppelter Hinsicht zunehmend digital. Zum einen werden die elektronisch kalkulierten Ratings der Unternehmen immer seltener von Menschen korrigiert. Zum anderen trennen die Banken stärker als früher erwünschte von unerwünschten Kunden. Zwar ist bei einem granularen Portfolio auch nach Abzug der Ausfälle – wie im Markt für Hochzinsanleihen – eine höhere Rendite zu erwarten. Trotzdem wollen die meisten Häuser in Zeiten knappen Eigenkapitals und gesamtwirtschaftlicher Unsicherheit nur Kunden mit guter bis sehr guter Bonität.

Viele Unternehmen haben ihre Finanzierung professionell strukturiert ...

Die Erfahrungen aus der jüngsten Krise, die gute wirtschaftliche Lage und das hervorragende Finanzierungsumfeld haben dazu geführt, dass sich nicht nur die Finanzkennzahlen, sondern auch die Finanzierungsstruktur der Unternehmen seit der letzten Krise deutlich verbessert haben. Die meisten größeren Mittelständler haben heute eine kleine, aber professionelle Treasury-Abteilung, die häufig aus Ex-Bankern besteht. In Zusammenarbeit mit den Kernbanken wurden in vielen Fällen aufeinander abgestimmte, strukturierte zentrale Finanzierungen aufgesetzt.

... dafür gibt es mehr und komplexere Finanzierungsinstrumente ...

Allerdings gibt es nach wie vor Unternehmen, die auf bilaterale, nicht aufeinander abgestimmte und dezentrale Finanzierungsinstrumente setzen. Außerdem hat sich die Zahl der eingesetzten Finanzierungsinstrumente in den Unternehmen erhöht. Einige Produkte sind komplex strukturiert. Im Krisenfall ist daher der Abstimmungsbedarf deutlich größer, die Verständigung auf eine Lösung oft schwieriger.

... und die laxen Kreditbedingungen erschweren den Banken das Eingreifen.

Die gute Entwicklung vieler Firmenkunden und der große Wettbewerb unter den Banken haben in den vergangenen Jahren zu einer umfassenden Aufweichung der Kreditdokumentationen geführt. Gestartet bei den großen Buy-out-Finanzierungen sind die laxen Standards im Private-Equity-Segment teils bis in den Small-Cap-Bereich durchgesickert. Und auch die klassischen Corporate-Finanzierungen weisen häufig „Covenant-Light-Strukturen“ auf.

Aus Sicht der Kreditgeber stellt sich damit das Problem, dass sie sich potenziell mit Situationen konfrontiert sehen, in denen ein erster Default schon gleichbedeutend mit einem Zahlungsausfall oder einer Insolvenz sein kann.

Aus Sicht der Kunden fehlt mit den Banken ein Korrektiv, das in einer relativ frühen Phase Druck ausüben kann, den Problemen ins Auge zu sehen und – oft mit externer Unterstützung – rechtzeitig einzugreifen.



BANKEN UND ANDERE FINANZIERER IN DER KRISE

Wie verhalten sich die Banken im Krisenfall?

In fast allen Unternehmen sind Banken der größte Kreditgeber. Darum kommt ihnen die entscheidende Rolle in der Sanierung zu. In der jüngsten Krise, in der die Banken selbst Krisenherde waren, haben sie – von einigen Ausnahmen abgesehen – ihren Kunden die Stange gehalten. Das wird im nächsten Abschwung voraussichtlich anders sein.

Aus Sicht der Kunden sind drei Aspekte wesentlich: Wie werden die Altschulden restrukturiert, wer gibt frisches Geld, und behalten die Banken die Kredite in den Büchern?

Altfinanzierungen werden weiter restrukturiert.

Die bisherigen Fälle zeigen ein nicht einheitliches, aber in der Tendenz klares Bild: Die Bereitschaft der Banken ist aufgrund der neuen regulatorischen Vorgaben grundsätzlich gesunken, eine Restrukturierungssituation konstruktiv anzugehen. Restrukturierungsabteilungen wollen sich nicht mehr unbedingt im Guten verständigen. Damit hat sich die Ausgangslage für die Kunden erst einmal deutlich verschlechtert. Dennoch werden die meisten Fälle eine einvernehmliche Lösung finden, wenn die Banken am Engagement festhalten wollen.

Banken kündigen nicht wegen eines Covenant-Bruchs.

Banken kündigen aber de facto keinen Kredit wegen eines Covenant-Bruchs. Traditionell waren solche Fälle sogar durchaus willkommene zusätzliche Einkommensquellen, wenn in einem engen Korsett Covenants gebrochen und gegen kostenpflichtige Waiver korrigiert wurden. Diese Zeiten sind wegen laxer Kreditkonditionen vorbei, sodass Covenant-Brüche oft ernste Krisen bedeuten. Allerdings sind die Banken trotzdem sehr zurückhaltend mit einer Kündigung außerhalb der Insolvenz – auch weil sie Schadenersatzklagen fürchten müssen.

Je komplexer die Finanzierung, desto schwieriger ist die Lösung.

Bei reinen Konsortialkrediten wird zumeist weiterhin lösungsorientiert gearbeitet. Schwierig wird es in der Regel, wenn weitere Finanzierungsinstrumente mit anderen Gläubigern involviert sind. Hier stellt sich oft die Frage nach dem Aufwand im Verhältnis zur Rentabilität des Engagements. In der Praxis bewährt es sich, wenn – vom Unternehmen bezahlte – Berater zum Beispiel die Schuldscheininvestoren vertreten und für diese verhandeln und Entscheidungen vorbereiten.

Die kleinen Gläubiger machen oft am meisten Ärger.

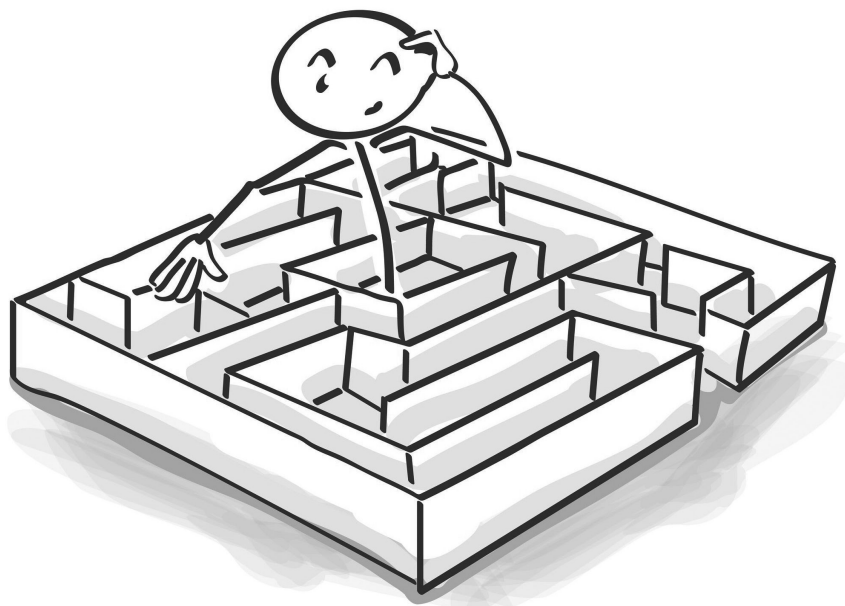
Schwierig wird es oft auch, wenn der Bankenkreis stark zersplittert ist und die Parteien unterschiedlich viel Geld „im Feuer“ haben. Typischerweise verweigern sich dann die kleineren Kreditgeber einem Haircut oder anderen Lösungen in der Hoffnung, von den anderen zu einem attraktiven Preis herausgekauft zu werden. Auch wenn Finanzierungen nicht aufeinander abgestimmt sind, können falsche Anreize für einzelne Gläubiger entstehen. Hier könnte in der Zukunft durch die Einführung des neuen präventiven Restrukturierungsrahmens eine Lösung für die fehlgeleiteten Anreize geschaffen werden.

In Summe werden die Banken den kleineren Unternehmen beistehen ...

Stillhalten und Durchstehen war und bleibt die Devise der meisten Banken bei kleineren Engagements. Finanzierungen in Höhe von kleinen zweistelligen Millionenbeträgen werden die Banken voraussichtlich gemeinsam durch die Krise steuern. Dabei hilft, dass das Firmenkundengeschäft bei vielen Banken auch nach einem Abschwung weiter im Fokus der Geschäftstätigkeit stehen wird. Aber auch hier wird sich bei den knappen Ressourcen in den Bankhäusern die Frage nach freien Kapazitäten stellen.

... anders als vielen größeren Unternehmen.

Anders sieht es bei den großvolumigen Engagements im großen Mittelstand aus. Hier ist die Komplexität der Verhandlungen deutlich größer, das Risiko auch. Zwar werden die Banken sich auch hier Mühe geben, konstruktiv an Lösungen mitzuwirken. Aber neue Bilanzierungsregeln, knappe personelle Ressourcen und eine gestiegene Nachfrage nach wackelnden Mittelstandskrediten werden zu einer zunehmenden Zahl an Verkäufen führen.



Frisches Geld wird es weniger geben.

In vielen Fällen brauchen Unternehmen in der Restrukturierung nicht nur die Aufrechterhaltung des bestehenden Kreditvolumens, sondern darüber hinaus zusätzliches Kapital. Hier sind die Signale der Banken deutlich: Sie sind grundsätzlich gewillt, mit den Kunden durch eine Restrukturierung zu gehen. Frisches Geld in ein Krisenunternehmen zu pumpen fällt ihnen allerdings zunehmend schwer. Darum suchen Banken verstärkt nach zusätzlichen Geldgebern.

Krisenunternehmen als Neukunden sind wenig gefragt.

Von anderen Banken wird dieses Geld selten kommen. Viele sind grundsätzlich gewillt, mit ihren Kunden eine Krise durchzustehen. Fällt es ihnen aber schon schwer, einem bestehenden Kunden zusätzliche Kredite zu bewilligen, so ist ihr Appetit auf wackelnde Neukunden noch erheblich geringer.

Einige wenige Häuser haben das Geschäftsfeld „Special Situation Financing“ für sich entdeckt. Allerdings greifen auch diese Banken nicht in ein fallendes Schwert. Sie suchen abgeschlossene Restrukturierungen, in die sich noch kein anderer hineintraut, oder eine komplett bereinigte und neu aufgestellte Unternehmensstruktur etwa nach der Übernahme durch einen Investor nach Kauf oder Insolvenz. Und sie verlangen in der Regel relativ enge Covenants und weitreichende Sicherheiten.

Das wird sich im Verlauf der Krise auch nicht ändern.

In einer fortschreitenden Krise steigt die Zahl der Opportunitäten für auf Krisenfälle spezialisierte Finanzierer. Allerdings werden die Banken diese Chance nicht nutzen. Zum einen liegt das an der reflexhaften Reaktion von Banken, einem sich ohnehin schon verschlechternden Portfolio keine weiteren schlechten Risiken hinzuzufügen.

Zum anderen werden in einer verschärften Krise alle halbwegs versierten Kräfte in den Sanierungsabteilungen zusammengezogen, sodass die für dieses Geschäft notwendige Kompetenz auf der Marktseite nicht mehr zur Verfügung steht.

Die Banken werden mehr Kredite verkaufen.

In der Vergangenheit haben deutsche Banken sich nur selten von notleidenden Krediten getrennt. Das wird sich ändern.

Die Regulatorik erschwert geduldige Restrukturierungen.

Regulatorische Anforderungen verringern die Bereitschaft, sich über einen längeren Zeitraum in der Restrukturierung zu engagieren: Unbesicherte Kredite müssen nach drei Jahren komplett wertberichtigt werden, besicherte nach sieben Jahren. Das senkt die Hürden im Vergleich zur Vergangenheit, als Banken sich eher in guten Zeiten von Krediten trennten, wenn sie sich die Risikovorsorge leisten konnten, während sie in Krisenphasen an den Engagements festhielten.

In der Sanierungsabteilung fehlen die personellen Ressourcen ...

Viele erfahrene Mitarbeiter, die in der jüngsten Krise Verantwortung trugen, sind mittlerweile in den Ruhestand gegangen. Außerdem gilt die Tätigkeit auf der „dunklen Seite“ vielen Kollegen als wenig attraktiv.

... und es gibt mehr Käufer für Bankkredite.

Einige Debt-Investoren sind explizit daran interessiert, Kredittranchen von Banken zu erwerben. Dies geschieht häufig über den informellen Sekundärmarkt mit oder ohne Einschaltung eines Brokers.

Darum werden Banken deutlich mehr Kredite verkaufen.

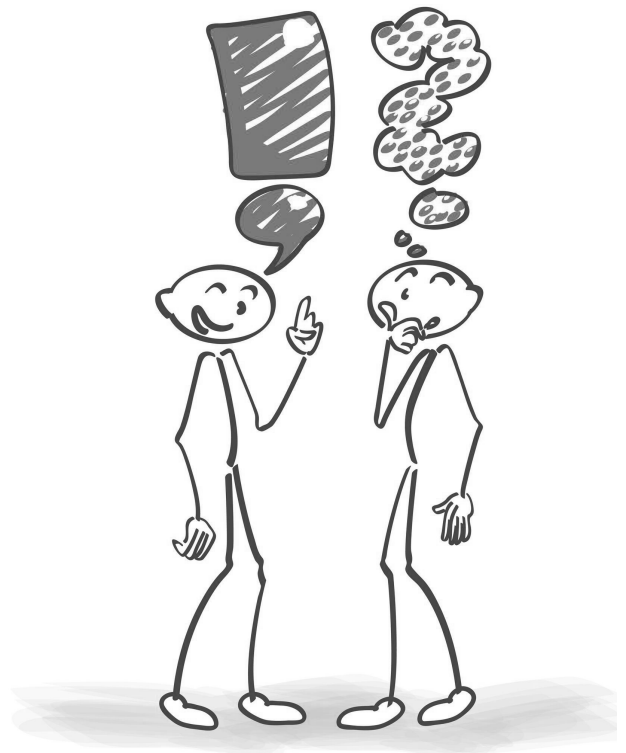
Damit stehen die Zeichen klar auf Verkauf: Banken werden sich – anders als in früheren Krisen – von vielen notleidenden Krediten trennen. Diese Praxis liegt nicht im langfristigen geschäftlichen Interesse der Häuser und ist somit kein strategischer Schachzug, sondern in erster Linie der Not geschuldet: Die Regulatorik bestraft das Abwarten, und die knappen personellen Ressourcen erlauben keine professionelle Sanierung in der Breite.

Welche alternativen Finanzierer stehen bereit?

Wenn die Banken in der Krise an Leistungsfähigkeit einbüßen, stellt sich die Frage nach alternativen Finanzierern. Die Finanzierungslandschaft hat sich seit der jüngsten Krise immer weiter aufgefächert. Verschiedene Spieler stehen bereit, auch in schwierigen Unternehmenslagen einzuspringen. Ein wirklicher Ersatz für die Banken können sie allerdings nicht sein.

Factoring kann einiges auffangen ...

Factoring-Gesellschaften stellen gern die in Krisenzeiten oft benötigte zusätzliche Liquidität zur Verfügung. Mitunter werden auch kleinere ausstiegswillige Bankpartner durch Factoring aufgefangen. Factoring ist im Insolvenzfall aussonderungsberechtigt und muss Eigentumsvorbehalte der Vorlieferanten nicht gegen sich gelten lassen (sofern der Factoring-Vertrag mit ausreichendem Vorlauf geschlossen wurde). Das erleichtert den Finanzierern den Einstieg in schwierigen Zeiten, wenn auch nicht in existenziellen Unternehmenskrisen. Außerdem bietet Factoring eine umsatzkongruente Finanzierung, die bei steigenden Umsätzen mitwächst.



... schrumpft aber mit.

Ein Allheilmittel in der Krise kann Factoring allerdings nicht sein. Nicht alle Forderungen eignen sich für Factoring – mehr als auf die Bonität des Forderungsverkäufers kommt es auf die Bonität des Schuldners und etwaige Einreden an. Und brechen die Umsätze weg, bricht auch ein Teil der Finanzierung weg – ohne dass in der Regel die Kosten sinken. Daher kann Factoring nur ein zusätzlicher Baustein sein, der Banklinien ergänzt. Außerdem verursacht das Aufsetzen eines Factoring-Programms in der in Krisenzeiten ohnehin überlasteten Finanzabteilung einen beachtlichen Zusatzaufwand – das Programm sollte daher bereits in guten Zeiten aufgesetzt worden sein.

Leasing setzt auf das Asset ...

Andere Anbieter wie Leasing-Finanzierer können ebenfalls ergänzend in die Bresche springen. Leasing ist nicht nur für Neuanschaffungen eine Option, sondern auch zum Beispiel für Maschinen im Bestand, die über eine Sale & Lease Back-Transaktion in Liquidität umgewandelt werden können. Da diese Finanzierungen mit etwa acht bis zehn Prozent Effektivzins nicht günstig sind, werden sie vor allem von Unternehmen genutzt, die entweder proaktiv ihre Finanzpartner diversifizieren wollen oder nur noch schwer an Bankkredite kommen.

... in einer Krise stockt aber die Verwertung.

Der Maschinenpark wird von Banken oft nicht als Sicherheit genutzt, weil sie mit der Be- und Verwertung in der Regel überfordert sind und regulatorische Vorgaben einen adäquaten Bewertungsansatz erschweren. Sind Maschinen doch Teil der Besicherung, finden sich Banken mitunter in Krisensituationen trotzdem bereit, sie freizugeben, wenn dafür frisches Geld in das Unternehmen kommt. In einem breiten Abschwung tun sich allerdings auch Leasing-Finanzierer schwer, weil der Markt für die Leasing-Güter auch einbricht und darum viel Geduld bis zu einer Verwertung gefordert ist.

Förderbanken sind kein Lender of Last Resort.

Förderbanken sind keine klassischen Krisenfinanzierer, die im Abschwung als Anlaufstelle für die Beschaffung kurzfristiger Liquidität dienen. Dafür sind die Programme und die relevanten Kreditgenehmigungsprozesse zu rigide und wenig risikofreudig. Ausnahmen sind von der Politik getriebene Unterstützungen bei großen Insolvenzen. In einer breiten Krise könnten Förderbanken zur Unterstützung herangezogen werden, bislang fehlen dafür aber die Strukturen und der politische Wille.

Kapitalmarktfinanzierungen sind zunächst ein Segen ...

Schuldscheine und Anleihen finden immer mehr Verbreitung im gehobenen Mittelstand. In der Krise sind sie zunächst oft einfacher zu handhaben als Bankenfinanzierungen, weil sie in der Regel mit weniger Eingriffsrechten der Investoren ausgestattet sind.

... werden in einer echten Krise aber oft zum Fluch ...

Wenn die Unternehmenskrise allerdings keine vorübergehende ist, sondern die Finanzierungsinstrumente selbst restrukturiert werden müssen, dreht sich der Spieß. Das gilt vor allem für den Schuldschein: Die Abstimmung mit zahlreichen oft eher semiprofessionellen Geldgebern, die neben mangelnder Restrukturierungserfahrung auch häufig so wenig Geld im Feuer haben, dass sich eine eingehende Beschäftigung für sie kaum lohnt, ist extrem komplex und hochriskant.

Anleihen sind einfacher zu handhaben, wenn sie nach deutschem Recht strukturiert sind und mit einem Mehrheitsvotum restrukturiert werden können. Deutlich schwieriger gestalten sich High Yield Bonds nach New Yorker Recht – hier sind Änderungen erstens sehr viel schwieriger zu erreichen und zweitens erheblich teurer. Im Segment der Mittelstands-Bonds hat sich außerdem gezeigt, dass auch Anleihen nach deutschem Recht schwer zu restrukturieren sind, wenn die Stücke bei zahlreichen und nicht bekannten Kleinanlegern gestreut sind.

... und sind nie ein Instrument zur Krisenfinanzierung.

In der Krise selbst stehen Kapitalmarktfinanzierungen zur Refinanzierung nicht zur Verfügung. Laufen sie während einer Unternehmenskrise aus, müssen sie in der Regel durch Bankkredite oder andere Liquiditätsquellen wie Eigenkapitalmaßnahmen oder Verkäufe von Geschäftsbereichen ersetzt werden.

Plattformen verbreitern das Spektrum und sparen Zeit.

Funktionierende Plattformen verbinden effizient eine Vielzahl von Marktteilnehmern und können dadurch räumliche, regionale Barrieren auflösen. Finanzierungen sind im Abschwung auch für Unternehmen ohne Krise schwieriger zu bekommen, und die Anforderungen werden höher. Auch hier erweitern Plattformen den Zugang zu potenziellen Finanzpartnern mit größerem Risikoappetit.

Allerdings können Plattformen nur einen Kontakt herstellen, für eine Verhandlung der Finanzierung über die Plattform sind Krisensituationen zu komplex. Ihr Mehrwert liegt also in der Transparenz und dem Zusammenführen von Marktteilnehmern, die nicht zueinander gefunden hätten. Gerade wenn der Faktor Zeit eine große Rolle spielt, kann eine Plattform entscheidend helfen. Bisher bietet der Markt allerdings nur Plattformen für „normale“ Unternehmensfinanzierungen und für den Handel mit notleidenden Krediten.



Die Finanzierung über Mitarbeiter bleibt ein Sonderfall.

Als Langfriststrategie eignen sich auch spezielle Finanzierungen über die betriebliche Altersversorgung. Diese Programme können allerdings nicht in einer akuten Krise implementiert werden. Rasch umsetzbar ist dagegen die Einzahlung eines Lohnanteils der Mitarbeiter in eine insolvenzfeste Unterstützungskasse, deren Liquidität dem Unternehmen sofort zur Verfügung steht.

Spezialisierte Eigenkapitalgeber nehmen an Bedeutung zu.

Turnaround-Fonds haben in den vergangenen Jahren eher ein Nischendasein gefristet. Das Kapital für Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 20 Millionen und 500 Millionen Euro steht aber reichlich zur Verfügung. Neben einigen wenigen traditionellen deutschen Spielern und einigen angelsächsischen Fonds sind auch verschiedene Industrieholdings und in jüngster Zeit sogar Family Offices aktiv auf der Suche nach Unternehmen, die sich in einer Ertrags- oder Liquiditätskrise oder bereits in der Insolvenz befinden.

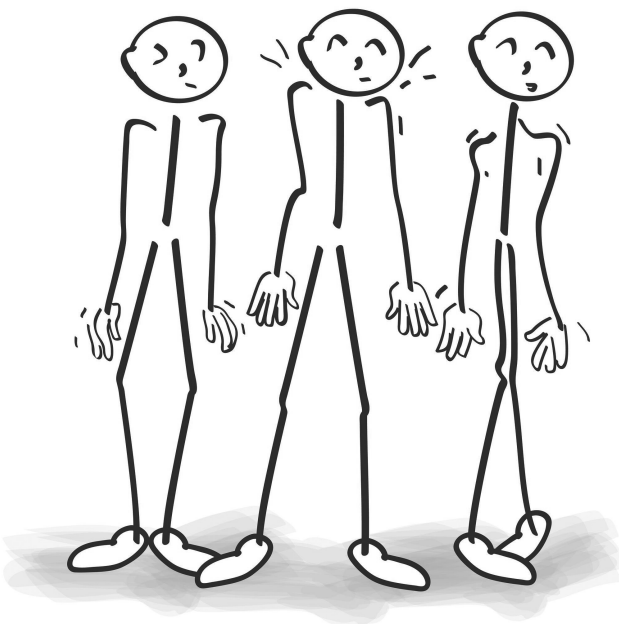
Voraussetzung für ein Investment ist stets ein gesunder operativer Kern. In Abhängigkeit von der Konstellation stellen die Banken weiterhin Fremdkapital auf häufig reduzierter Basis zur Verfügung. Andere Instrumente wie Factoring oder Leasing werden ebenfalls genutzt.

Hoffnungsträger Debt Fund?

In der öffentlichen Wahrnehmung spielen Debt Funds bereits eine bedeutende Rolle. Tatsächlich haben sie in der Finanzierung von LBOs – also Übernahmen durch Finanzinvestoren – bereits etwa die Hälfte des Marktes erobert. Im klassischen Corporate-Segment sind sie noch eine Ausnahme. Zwar haben viele Dutzend Debt Funds ein Interesse am deutschen Markt, bislang sind aber die meisten noch nicht aktiv geworden – und nur sehr vereinzelt gehen sie auch in Turnaround-Situationen.

Debt Funds werden eine größere Rolle spielen.

Gleichwohl sind Debt Funds in der Krisenfinanzierung heute eine echte Option. Im Gegensatz zu Banken kennen sie keine „Branchenampeln“ und keine Portfolioperspektive, sondern investieren grundsätzlich überall. Sie sind bereit, in Branchen zu investieren, die Banken mitunter kategorisch ausschließen. Außerdem ziehen Debt Funds – ebenfalls im Gegensatz zu Banken – typischerweise endfällige Tilgungsstrukturen vor und sind deutlich flexibler in der Strukturierung ihrer Vergütung, sodass sie durch den Zyklus hindurch trotz insgesamt oft höherer Kosten liquiditätsschonender finanzieren können.



Der Markt ist breit geworden.

Der Großteil der in Deutschland aktiven Debt Funds konzentriert sich auf den Mid-Market. Viele Häuser suchen Unternehmen mit einem EBITDA ab 20 Millionen Euro, die Mindestanlagesummen liegen in der Regel zwischen 30 Millionen und 50 Millionen Euro. Es gibt jedoch eine Reihe von Spezialisten, typischerweise lokale Spieler, die bereits bei 10 Millionen Euro beginnen, vereinzelt sind auch Kredite ab 5 Millionen Euro möglich.

An Bonitäten kann letztlich alles bedient werden – es gibt einige Spezialisten, die sich auf sogenannte Special Situations oder Distressed Debt konzentrieren, dafür allerdings eine hohe Rendite und spezielle Strukturen erwarten.

Nach wie vor sind die meisten Fonds, die in der Finanzierung von Unternehmen tätig sind, in der Hand von Private Equity. Allerdings sind die meisten Kreditfonds grundsätzlich auch an „normalen“ Corporates (Non-Sponsored) interessiert. Bislang spielen diese Finanzierungen in Deutschland wegen der hervorragenden Versorgung mit Bankkrediten kaum eine Rolle – die Anzahl steigt aber kontinuierlich.

Die Renditeerwartungen bei Krisenfällen sind hoch.

Während typische Renditen im klassischen Debt-Bereich um die sieben bis acht Prozent liegen (zusammengesetzt aus Arrangierungsgebühr und Zins), steigen die Erwartungen im Turnaround-Segment eher auf 15 Prozent. Dadurch wird aber nicht unbedingt der Cashflow belastet, weil diese Finanzierungen in der Regel eine Equity-Komponente (die typischerweise beim Verkauf greift) aufweisen.

In der Besicherung sind Fonds in der Regel flexibler als Banken – Factoring kann dadurch leichter eingebaut werden. Für die meisten ist der „Going Concern“ eines Unternehmens und damit eine Anteilsverpfändung wesentlich.

Private Debt steht auch als Käufer von Bankkrediten bereit.

Einige Debt-Investoren sind explizit daran interessiert, Kredittranchen von Banken zu erwerben. Dies geschieht häufig über den informellen Sekundärmarkt mit oder ohne Einschaltung eines Brokers.

Manchmal sucht aber auch ein Unternehmen eine neue Finanzierungslösung, weil eine Bank oder der Bankenclub im Krisenfall die Daumenschrauben anlegen und dadurch der Turnaround abgewürgt wird (einerseits durch Kosten, andererseits durch zu viel Management-Attention auf der Kommunikation mit Kreditgebern und nicht auf dem Operativen). In diesem Fall stehen spezialisierte Debt Funds bereit und nehmen Banken aus dem Konsortium, die eine Lösung nicht begleiten wollen. Einige Fonds können sich sowohl über den Sekundärmarkt als auch direkt einbringen und kaufen sich nicht nur ein, sondern stellen zusätzlich frisches Geld zur Verfügung.

Das Verhalten der Debt Funds in der Krise ist noch unklar.

Bislang ist die Zahl der Krisenunternehmen, die mit Private Debt finanziert sind, noch zu gering, um ein klares Urteil über ihr Verhalten in der Krise zu fällen. Klar ist aber, dass den immer weniger handlungsfähigen Banken sehr potente, liquide und erfahrene Spieler gegenüberstehen, die in einer Krise vermutlich an Bedeutung stark gewinnen werden – und zwar sowohl über den Primär- als auch über den Sekundärmarkt.

Allerdings wird der Einstieg von Debt Funds in ein Unternehmen über Schuldscheine von Banken nicht immer als negativ begriffen, solange sie es nicht auf eine Insolvenz anlegen. Oftmals ist ein zwar hart verhandelnder, aber professioneller Investor ein konstruktiveres Gegenüber als ein Sammelsurium aus einem Dutzend semiprofessioneller Investoren.

Debt to Equity bleibt eine sehr seltene Strategie.

Vor der jüngsten Finanzkrise gab es einen sehr aktiven Markt an Investoren, die über das Fremdkapital in angeschlagene Unternehmen einsteigen wollten. Dieser Markt brach im Zuge der Finanzkrise zusammen. In jüngster Zeit haben Fälle wie Beate Uhse und Gerry Weber viel mediale Aufmerksamkeit erregt. Es ist auch nicht auszuschließen, dass mit einem Ausweiten der Krise und einer steigenden Verkaufswilligkeit von Banken und anderen Fremdkapitalgebern die Zahl der Spieler wieder steigt. Debt to Equity als Strategie von Investoren wird aber in Deutschland auf absehbare Zeit eine kleine Nische bleiben, weil die Mittelstandsfinanzierung weiterhin stark von Bankkrediten dominiert wird.

Die Krise als Treiber einer neuen Finanzierungslandschaft?

Krisen sind immer Treiber für Veränderung. Auch als Reaktion auf die jüngste Finanzkrise hat sich die Finanzierung des gehobenen deutschen Mittelstands in den vergangenen Jahren bereits um einige bankenunabhängige Komponenten erweitert. Sowohl Kapitalmarkt- als auch Asset-Finanzierungen sind auf dem Vormarsch. Der Wandel ist aber ein allmählicher – mit einer echten Krise könnte aus einer evolutionären eine revolutionäre Entwicklung werden.

Alternative Finanzierer füllen die Lücke.

Wenn die Banken den Finanzierungsbedarf der Unternehmen nicht mehr decken können, bieten sich Chancen für andere Anbieter. Vor allem Asset-Finanzierer dürften die Gelegenheit ergreifen. Haben sie sich erst einmal beim Kunden etabliert, werden sie auch nach der Krise weiter in die Finanzierung einbezogen bleiben.

Debt Funds kaufen Kredite.

Debt Funds sind nicht nur bereit, neue Finanzierungen abzuschließen, sondern übernehmen auch bestehende Bankkredite. Damit lösen sie Banken ab, die bislang in einer engen Beziehung mit dem Kunden standen.

Im Aufschwung steht der Kapitalmarkt bereit.

Wenn die Zeichen wieder auf Wachstum stehen und die Kunden wieder investieren wollen, wird viel vom Verhalten ihrer Banken in der Krise abhängen, welche Finanzierungsinstrumente sie wählen. Gerade in der frühen Phase der Erholung werden außerdem viele Banken auch noch nicht wieder parat stehen. Damit werden Kapitalmarktinstrumente wie Anleihen und Schuldscheine sehr attraktiv.

Verlieren die Banken die Vorherrschaft?

In Summe könnte die Dominanz der Banken auf der Passivseite durch eine Krise deutlich leiden. Im internationalen Kontext wäre das allerdings keine tektonische Verschiebung – im Vergleich mit den meisten anderen Ländern ist der Anteil von Bankkrediten hierzulande deutlich überdurchschnittlich.

Es geht nicht nur mit Banken ...

Die Banken werden große Schwierigkeiten haben, ihre größeren mittelständischen Kunden ähnlich gut durch eine Krise zu begleiten wie in der Vergangenheit. Vielen wird es aufgrund eigener Schwächen schlicht nicht gelingen. Die gute Nachricht ist, dass der Finanzierungsmarkt mittlerweile so diversifiziert und leistungsfähig ist, dass für viele Unternehmen Alternativen bereitstehen.

... aber ohne sie geht es gar nicht.

Allerdings können alle Alternativen zusammen genommen die Banken nicht im Ansatz ersetzen. Alternative Finanzierungen passen immer nur in speziellen Konstellationen in typischerweise überschaubarer Größenordnung. Kapitalmarktprodukte bleiben bis auf Weiteres den guten und sehr guten Bonitäten vorbehalten.



DIE STOLPERSTEINE DER KRISENBEWÄLTIGUNG

Zeit: der entscheidende Faktor

Die Unternehmen kommen meistens zu spät.

Im Rückblick ist der geeignete Zeitpunkt für externe Beratung oder offene Kommunikation mit den Finanzierern stets recht gut zu erkennen. In der Praxis wird er regelmäßig verpasst. Zwar berichten einige Restrukturierungsberater von Lerneffekten aus der jüngsten Krise in Gestalt von Unternehmen, die sie frühzeitig einbinden und mit einem Restrukturierungs- und Finanzierungskonzept auf die Banken zugehen. Doch die meisten Unternehmen scheuen sich, die Dramatik der Situation sich selbst und den Finanzierungspartnern einzugestehen.

Typischerweise versuchen die Restrukturierer, die Uhr erst einmal von fünf nach auf fünf vor zwölf zu stellen. Im aktuellen Abschwung gibt es bereits zahlreiche Beispiele, in denen Unternehmen Berater für eine Finanzierung ansprachen, diese aber nur die Pflicht zur Insolvenzanmeldung feststellen konnten.

Meistens haben die Unternehmen versagt ...

Unternehmen schlittern selten unverschuldet in eine Krise. Manchmal bricht abrupt ein ganzer Markt weg, aber das ist die Ausnahme. Zumeist werden strategische Herausforderungen nicht rechtzeitig erkannt und adressiert. Vor allem aber mangelt es bei fast allen Unternehmen, die in eine Krise geraten, an Transparenz. Berater und Banken finden bei genauem Hinschauen viele Mängel und Inkonsistenzen, die sich aus dem Standard-Reporting nicht erkennen ließen.

... die Banken aber auch.

In guten Zeiten und in einem harten Wettbewerbsumfeld sind die Banken allerdings auch geneigt, viel zu akzeptieren und nicht allzu genau hinzuschauen. Gerade bei starkem Wachstum fragen die Banken zu wenig nach, ob die Organisation und das Management diesen Herausforderungen gewachsen sind. Solange sich ein Kunde noch im Weißbereich befindet, ist der Vertrieb auf Akquisitionsmodus geschaltet. Und oft befinden sich die Unternehmen noch gar nicht im Intensive Care, wenn klar wird, dass es lichterloh brennt.

Der Zugriff der Banken ist durch „Covenant Light“ erschwert worden.

In der Vergangenheit wurden Unternehmen häufig von den finanzierenden Banken zu einer Restrukturierung gedrängt. Diese Fälle werden seltener, weil die Banken durch laxe Kreditverträge oft gar keine Eingriffsrechte mehr haben, die Frühwarnfunktion ist abgeschaltet. Erst bei einschneidenden Maßnahmen, wie zum Beispiel dem Verkauf von Unternehmensteilen, greifen dann doch oft wieder Schutzklauseln.

Wenn die Unternehmen Hilfe holen, ist es oft schon zu spät.

Die fehlenden Eingriffsmöglichkeiten der Banken schlagen sich bereits im Sanierungserfolg nieder. Etliche Fälle, die in der jüngsten Vergangenheit von der Marktseite in die Sanierungsabteilung abgegeben wurden, konnten nur noch abgewickelt werden.

Die Prozesse haben sich seit der jüngsten Krise internationalisiert.

In der deutschen Restrukturierungslandschaft hat sich seit der Finanzkrise ein Wandel vollzogen, der zwar keineswegs vollkommen, aber klar spürbar ist. Die Prozesse haben sich internationalisiert und an die angelsächsischen Gepflogenheiten angenähert. Das bezieht sich sowohl auf die Vertragsgestaltungen als auch auf die Partikularisierung der Beraterlandschaft.

Dadurch steigt die Professionalität ...

Durch die komplexere Finanzierungsstruktur sitzen mehr Finanzierer mit durchaus unterschiedlichen Perspektiven und Interessen im Boot. Da alle typischerweise auch anwaltlich vertreten werden, steigen die Beratungskosten ebenso wie der Zeitaufwand für die Vorbereitung. Auch die Anforderungen an Sanierungsgutachten sind in den vergangenen Jahren gestiegen.

... aber das kostet viel Zeit und Geld.

Traditionell wurden in der ersten Bankensitzung Eckpunkte festgehalten, die erfahrene Restrukturierer einschätzen konnten und in einem kleinen Steering Committee dokumentiert wurden. Heute sitzen dagegen in der Regel alle am Tisch. Das führt mitunter zu maßgeschneiderten Lösungen, immer aber zu viel Zeit- und Geldaufwand.

In Summe wird die „Rüstzeit“, bevor tatsächlich nach der Erstellung eines Gutachtens und dessen Verabschiedung an der Umsetzung der Sanierung gearbeitet werden kann, immer länger. Gleichzeitig wird der von den Banken geduldete Sanierungszeitraum immer kürzer.

Die Banken wollen mehr ...

Seit der Finanzkrise sind die Banken in der Krise anspruchsvoller geworden. Das bezieht sich sowohl auf die Einhaltung formaler Aspekte als auch auf die Detailliertheit und Qualität von Turnaround-Konzepten und die interne engere Abstimmung mit den Rechtsabteilungen. Statt in sechs bis acht Wochen vom Konzept zur Finanzierung zu kommen, dauert es häufig vier bis fünf Monate.

... und geben weniger Zeit.

Die Banken sind zunehmend an schnelleren Lösungen interessiert, der dem Unternehmen zugestandene Zeitbedarf für eine Restrukturierung hat sich im Zuge dessen deutlich reduziert – von früher häufig drei bis vier Jahren auf heute eher 18 Monate. Dieser Trend dürfte sich verstetigen und die Bereitschaft der Banken steigern, Forderungen an alternative Finanzinvestoren zu veräußern.

Experten: das knappe Gut

Das größte Risiko in der Sanierung liegt darin, dass der Sanierungsprozess schlecht aufgesetzt und umgesetzt wird. Im kommenden Abschwung besteht die reale Gefahr, dass zu wenige erfahrene Restrukturierer in die Sanierung eingebunden sind – und zwar auf allen Seiten.

Die Banken haben zu wenige erfahrene Sanierer für eine echte Krise.

Die Banken haben eine ungewöhnlich lang anhaltende Phase der Hochkonjunktur erlebt. Das hat neben der weitgehenden Auflösung der Risikovorsorgen auch zu einem massiven Abbau von Personal in den Workout-Abteilungen geführt. Viele erfahrene Mitarbeiter, die in der jüngsten Krise Verantwortung trugen, sind mittlerweile in den Ruhestand gegangen. Außerdem gilt die Tätigkeit auf der „dunklen Seite“ vielen Kollegen als wenig attraktiv.

Mangelnde Erfahrung führt zu unnötigen Konflikten.

Mit der mangelnden Erfahrung und oft auch Souveränität steigt die Zahl der Fälle, in denen nicht zielorientiert gearbeitet wird. Zum einen überfordert die komplexe Finanzierungsstruktur vieler Unternehmen, die viel Abstimmungsbedarf erzeugt, unerfahrene Banker.

Zum anderen kommt es im Kreis der Finanzierer häufiger zu ökonomisch und rational nicht erklärbaren Zerwürfnissen. Das emotionale Element in einer Restrukturierung ist immer von besonderer Bedeutung. Überforderung und Fehlverhalten unter Druck sind eng mit fehlender Sanierungserfahrung verbunden.

Die Banken bauen Kapazitäten auf, aber diese werden nicht ausreichen.

Einige Häuser haben bereits in den guten Zeiten erkannt, dass die Zahl der Spezialisten in einem Abschwung nicht ausreichen wird. Ein Weg ist das Engagement im Segment „Special Situation Financing“, in dem sich Kollegen aus dem Weißbereich in Restrukturierungsfälle einarbeiten können. Andere Häuser bilden „Reservisten“ aus, die sie zusammen mit den erfahrenen Kollegen auf Sanierungen setzen, damit sie in der Krise bereits genügend Erfahrung gesammelt haben, um eigene Fälle zu übernehmen.

Angesichts der Zurückhaltung der meisten Banken, im Graubereich zu finanzieren, und der zahlreichen Kostensenkungsmaßnahmen in vielen Häusern werden aber weder am Markt noch in den Sanierungsabteilungen viele Banker „auf Vorrat“ ausgebildet. Damit wird die Zahl erfahrener Sanierer in einer echten Krise zu gering sein, um alle Fälle adäquat begleiten zu können. Auch darum werden künftig mehr notleidende Kredite verkauft werden.

Der CRO ist Standard geworden, aber zu selten für breite Krisen.

Noch vor 15 Jahren war der CRO im deutschen Restrukturierungsmarkt eher die Ausnahme und als eine von angelsächsischen Restrukturierungsspezialisten bevorzugte Figur mit einigen Fragezeichen versehen. Mittlerweile ist die Forderung nach einem CRO zur temporären Unterstützung des Managements im größeren Mittelstand zum Standard geworden. Mit einem erfahrenen Sanierer sind die Banken oft auch bereit, mehr Spielraum für die Restrukturierung zu geben. Allerdings ist die Zahl erfahrener CROs zu gering, um in einem breiten Abschwung auch nur die größeren Sanierungsfälle begleiten zu können.

Erfahrene und professionelle Berater stehen kleineren Unternehmen kaum zur Verfügung.

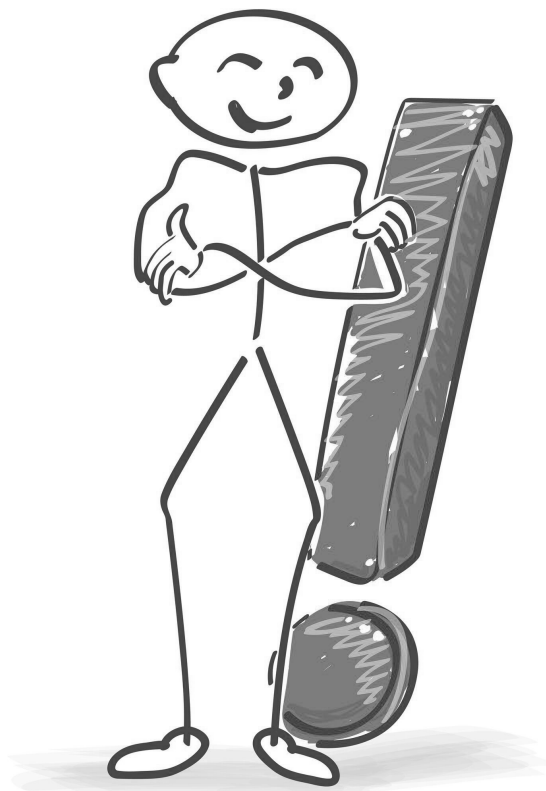
Das Angebot an professionellen Restrukturierern ist begrenzt. Schon im aktuellen Abschwung sind die meisten Kapazitäten in Projekten gebunden. In einem engen Markt entscheiden Preis, Umfang und Attraktivität der Projekte. Bei allen drei Punkten schneiden kleinere Unternehmen in der Regel schlechter ab. Die erfahrenen Finanzierungsberater erwarten ein Mindestvolumen in der Größenordnung einer halben Million Euro, Berater nehmen deutlich vierstellige Tagessätze, die bei spezialisierten Anwälten und Top-CROs sogar fast fünfstellig werden können. Angesichts dieser Kosten bleibt Unternehmen mit einem Umsatz unter 100 Millionen Euro diese Hilfe in der Regel verwehrt. Auch darüber wird es in einer breiten Krise für viele schwierig werden, die professionelle Unterstützung zu bekommen, die sie benötigen.

Standardisierung: nützlich oder sinnlos?

Immer noch existiert im Markt eine Vielzahl an Dokumentationen für Sanierungsvereinbarungen und Standstill-Abkommen. Zwar gibt es Standardisierungsinitiativen sowohl von der britischen Loan Management Association (LMA) als auch von der deutschen Vereinigung Deutsche Kreditmarkt-Standards (DKS), sie haben bislang aber nicht zu einer Standardisierung geführt.

Ohne gemeinsame Regeln gibt es keinen Standard.

In der Praxis scheitert die Standardisierung an sehr unterschiedlichen Herangehensweisen der Banken. Während sich einige Häuser in manchen Fällen mit einem Independent Business Review (IBR) zufriedengeben, bestehen andere aus Prinzip auf einem Sanierungskonzept nach IDW S6.



Schon in Einzelfällen ist die Verständigung auf ein einheitliches Verständnis schwierig: Manche Banken müssen sich minutiös an Gutachten halten, für jede Abweichung verlangen sie ein Kündigungsrecht. Andere Häuser haben mehr Spielraum und können eine Beurteilung in das Ermessen eines Beraters stellen. Auch die Festlegung eines Maßnahmenkatalogs ist nicht immer hilfreich, weil sich aus operativen Gründen Abweichungen ergeben können, die dennoch formal ein Verlassen des Sanierungspfads bedeuten.

Einheitliche Formulierungen sind schon der größte gemeinsame Nenner.

Standardisierung hat grundsätzlich drei verschiedene Komponenten, nämlich Art und Umfang von Dokumenten, den kommerziellen Inhalt und die Form. Eine Einigung auf Art und Umfang ist nur denkbar, wenn jeweils der größtmögliche Umfang vereinbart wird – damit führt Standardisierung an dieser Stelle nicht zu weniger, sondern zu mehr Aufwand. Die kommerziellen Aspekte müssen individuell verhandelt werden, können allerdings im Sinne von „tick the box“ aufgeführt und abgehakt werden. Die Struktur und Form von Dokumentationen ist am leichtesten standardisierbar. Allerdings sind auch hier Grenzen gesetzt, wo Geschäftsmodelle zum Beispiel nicht auf Strukturen von Reportings passen und dementsprechend beim Unternehmen doppelter Aufwand für die interne Steuerung und das Reporting an die Gläubiger entsteht.

Internationale Spieler akzeptieren keine deutschen Standards.

Die standardisierte Bearbeitung von Sanierungsfällen haben einige Banken im kleinvolumigen Bereich bereits umgesetzt. Eine Übertragung auf die größeren Kreditengagements dürfte aber daran scheitern, dass zu viele Spieler mit unterschiedlichen Herangehensweisen, internen Vorgaben und Interessen involviert sind. Sind internationale Finanzierungen und Finanzierer beteiligt, ist die Durchsetzung deutscher Standards ohnehin aussichtslos. Möglicherweise ist der noch umzusetzende vorinsolvenzliche Restrukturierungsrahmen aber ein Schritt in Richtung Standardisierung.

ANSICHTEN UND ANREGUNGEN

Banken sollten Sanierungs-Know-how einkaufen.

So wie Banken ihren Kunden oft empfehlen, die eigene Wertschöpfungskette zu verkürzen, um sich auf die eigenen Stärken zu konzentrieren, so könnten sie selbst im Umgang mit notleidenden Krediten handeln. Dieser Ansatz ist umso sinnvoller, als die Banken selbst nicht über genügend erfahrene Mitarbeiter für die Bewältigung einer echten Krise verfügen. Allerdings sind die im Markt verfügbaren Spezialisten rar und teuer.

Auf allen Seiten muss offener kommuniziert werden.

Jeder Restrukturierer weiß, dass in der Krise nur eins gilt: Vertrauen, Vertrauen, Vertrauen. Das Unternehmen hat davon in der Regel schon reichlich verspielt, weil es meistens zu spät kommuniziert hat. Daran sind aber auch die Finanzierer nicht unschuldig: Die Unternehmen haben nicht das Vertrauen, eine verlässliche Reaktion zu erhalten, die Unsicherheiten sind groß. In der Krise selbst wiederum neigen die Kernbanken dazu, andere Finanzierer, aber auch die Warenkreditversicherungen zunächst außen vor zu lassen, sodass diese ihrerseits oft misstrauisch und mitunter wenig kooperationsbereit sind. Offene Kommunikation auf allen Seiten und vorhersehbare Reaktionen aller Beteiligten könnten die Aussichten auf eine erfolgreiche Sanierung enorm erhöhen.

Finanzkennzahlen sind in der Sanierungsfinanzierung ein zweiseitiges Schwert.

Ohne klare Kennzahlen kann es keinen finanzierungsfähigen Sanierungsplan geben. Sich sklavisch daran zu orientieren kann aber die Sanierung selbst gefährden. Darum sind in der Praxis Augenmaß und Pragmatismus erforderlich. In der Krise selbst ist die Bedeutung von Kennzahlen ohnehin eingeschränkt, weil es in dieser Phase ausschließlich um Liquidität geht.

Auf der einen Seite muss sich das Management auf den Turnaround konzentrieren. Wenn ein wesentlicher Teil der Zeit darauf verwendet wird, in jedem Quartal Update-Berichte zu erstellen, um immer wieder die Sanierungsfähigkeit unter dem klassischerweise engen Korsett einer restrukturierten Bankenfinanzierung zu bestätigen, ist das dem Sanierungserfolg kaum zuträglich.

Auf der anderen Seite ist es den Kreditgebern natürlich wichtig zu sehen, dass das Unternehmen in die richtige Richtung geht und andernfalls gemeinsam über weitere Schritte gesprochen werden muss. Für bonitätsbezogene Sanierungsfinanzierer wie Mezzanine-Geber spielen Finanzkennzahlen eine erhebliche Rolle. Für einen Asset-Finanzierer wiederum sind die Finanzkennzahlen dagegen eher zweitrangig.

Super Senior ist ein sinnvolles Instrument in der Sanierung.

Super-Senior-Strukturen spielen im internationalen Kontext eine signifikante Rolle. Die Vorteile sind gerade in Sanierungssituationen wichtig: schnelle Verfügbarkeit und die stärker unternehmerische Sichtweise der Kapitalgeber.

Allerdings ist der Einsatz immer vom Einzelfall abhängig. Bestehende Gläubiger geben in der Krise ungern ihre bestehende Sicherheitenposition zugunsten eines Super-Senior-Investors auf. Daher ist der Weg in der Praxis oft verschlossen.

Unterschiedliche Investorentypen beurteilen denselben Fall durchaus unterschiedlich. Eine Bank kann es durchaus schätzen, wenn ein zusätzlicher Geldgeber frische Liquidität zuführt, während ein Debt Fund eine solche Rolle zwar selbst auch schätzen mag, das zusätzlich benötigte Geld im Zweifel aber lieber selbst zur Verfügung stellt, wenn er an das Unternehmen glaubt.

Die KfW könnte als Treuhänder notleidender Kredite agieren.

Ein grundsätzlich anderer Ansatz wäre ein Treuhandfonds für notleidende Kredite. In diesem Fall übernimmt die KfW die Engagements und managt sie aus einer Hand – mit dem großen Vorteil, dass nur ein Finanzierer am Tisch sitzt und nicht zahlreiche Charaktere eine gemeinsame Lösung finden müssen.

Neues Risiko: Sanierungsverhandlungen könnten gegen Kartellrecht verstoßen.

2017 hat die EU-Kommission eine Studie in Auftrag gegeben, um zu prüfen, ob Konsortialkredite eine unerlaubte Kartellabsprache bedeuten. Die jüngst erschienene Studie bleibt im Urteil vage, weist aber auf schädliche Verhaltensweisen hin, die im Krisenfall regelmäßig zur Anwendung kommen. Vor allem abgestimmtes Handeln legt einen Kartellverdacht nahe. Da ohne Abstimmung eine zeitnahe Lösung in einer Restrukturierung aber nicht gefunden werden kann, ist das potenzielle schädliche Verhalten nicht vermeidbar.

Empfehlungen für die Praxis der Restrukturierungsverhandlungen können noch nicht gegeben werden. Letztendlich müssen Banken im Ernstfall darauf plädieren, dass eine Entscheidung im Sinne des Kunden auf anderem Wege nicht möglich ist. Entlastend könnte außerdem wirken, wenn das betroffene Unternehmen bei den Abstimmungsgesprächen der Banken anwesend ist.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

FINANCE Think Tank
Corporate Banking & Finance

Eine Initiative der Targecy GmbH
Rathenauplatz 2-8 | 60313 Frankfurt a.M.
www.finance-thinktank.de

Ansprechpartner: Bastian Frien

☎ +49 69 256 279-20

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

MITHERAUSGEBER

Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft mbB
Thurn-und-Taxis-Platz 6 | 60313 Frankfurt a.M.
www.taylorwessing.com

Ansprechpartner: Clemens Niedner

☎ +49 69 97130-142

✉ c.niedner@taylorwessing.com

FÖRDERER

Struktur Management Partner GmbH
Gereonstraße 18-30 | 50670 Köln
www.struktur-management-partner.com

Ansprechpartner: Georgiy Michailov

☎ +49 221 91 27 30-15

✉ g.michailov@struktur-management-partner.com

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr.