

# Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung



# **Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung**

## **Inhalt**

<b>1. Aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung</b>	<b>3</b>
<b>2. Financial Covenants – Einführung und Überblick</b>	<b>7</b>
<b>3. Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung – Ergebnisse der aktuellen Umfrage von Roland Berger</b>	<b>11</b>
<b>4. Exkurs – Finanzierungsstrategien in der Krise</b>	<b>23</b>
<b>5. Fazit und Ausblick</b>	<b>26</b>
<b>Ansprechpartner</b>	<b>27</b>

## 1. Aktuelle Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung

Vor dem Hintergrund der **Wirtschafts- und Finanzkrise** entscheidet die Unternehmensfinanzierung mehr denn je über die Existenz von Unternehmen. Die Banken haben angesichts herber Verluste ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe zurückgefahren und sind häufig nur zu Kreditengagements bereit, wenn ihr Ausfallrisiko überschaubar ist oder reduziert werden kann.

**(Financial) Covenants** erlauben es Kreditinstituten zum einen, gezielteren Einfluss auf das Schuldnerunternehmen auszuüben. Andererseits helfen sie den Banken, Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen und somit ihr Ausfallrisiko zu reduzieren. Daher sind Financial Covenants aus der Unternehmensfinanzierung gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen kaum mehr wegzudenken.

Für CEOs und CFOs gleichermaßen gibt diese Studie in knapper Form Antworten auf folgende Fragen:

- > Welche konkreten Folgen hat die Krise für die Unternehmensfinanzierung?
- > Was sind Covenants? Welche Arten gibt es?
- > Wie schätzen Unternehmen die Themen Gläubigerschutz, Financial Covenants und Unternehmensfinanzierung aktuell und für die Zukunft ein?
- > Welche finanzwirtschaftlichen Strategien können Unternehmen einsetzen, um die Krise zu überwinden?

Zu diesen Themen hat Roland Berger Strategy Consultants etwa 500 CFOs von führenden deutschen Unternehmen unterschiedlicher Branchen befragt.

### Zwei Krisen zur gleichen Zeit

Was als Krise des amerikanischen Subprime-Marktes für Immobilien Mitte 2007 begann, hat sich inzwischen zu einem internationalen Flächenbrand der Finanzmärkte ausgeweitet. Den Anfang stellt wohl der 2. April 2007 dar: An diesem Tag stellte die "New Century Financial Corporation" – die zweitgrößte Adresse bei der Vergabe von Subprime Mortgages in den USA – aufgrund massiver Refinanzierungsprobleme Antrag auf Gläubigerschutz. Der weitere Verlauf der Krise ist bekannt und lässt sich durch eine einfache Aufzählung von Bankennamen kurz zusammenfassen: IKB, Sachsen LB, Northern Rock, Bear Stearns, AIG und allen voran Lehman Brothers, deren Pleite am 15. September 2008 zugleich den bisherigen Höhepunkt der Finanz- und den Beginn der Weltwirtschaftskrise markierte.

Die realwirtschaftlichen Folgen der Finanzkrise haben wiederum eine zweite Welle von Abschreibungsbedarfen bei den Banken ausgelöst: Laut EZB stehen bis 2010 allein die europäischen Kreditinstitute zusätzlich zu den bisher erfolgten 367 Milliarden US-Dollar vor einem weiteren Abschreibungsbedarf in Höhe von 283 Milliarden US-Dollar. Dieser ist insbesondere auf Ausfälle bei Unternehmenskrediten infolge von Insolvenzen zurückzuführen. In den USA könnte eine tiefe Rezession zu erneuten massiven Verlusten bei Hypothekenkrediten – diesmal insbesondere bei Alt-A-Hypotheken (bessere Bonität als Subprime-Hypotheken) –, Kreditkartenfinanzierungen und Studentenkrediten führen.

Mittlerweile summieren sich die Verluste der Kreditinstitute auf 3 Billionen US-Dollar<sup>1)</sup>. Die plötzlich ausgeprägte Liquiditätskrise an den Interbankmärkten und die sich verschärfende **Kreditklemme** tragen zusätzlich dazu bei, auch die **Realwirtschaft** schwer in Mitleidenschaft zu ziehen: Fallende Aktienkurse spiegeln weltweit die stark eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmen wider, und steigende Kosten für den Kreditrisikotransfer reflektieren die Gefahr von Firmenpleiten.

### Abbildung 1: Die Ursachen für die aktuelle Weltwirtschaftskrise liegen in globalen Ungleichgewichten und zu günstigen Krediten

Von der "Great Moderation"-Phase zur Weltwirtschaftskrise 1997-2007

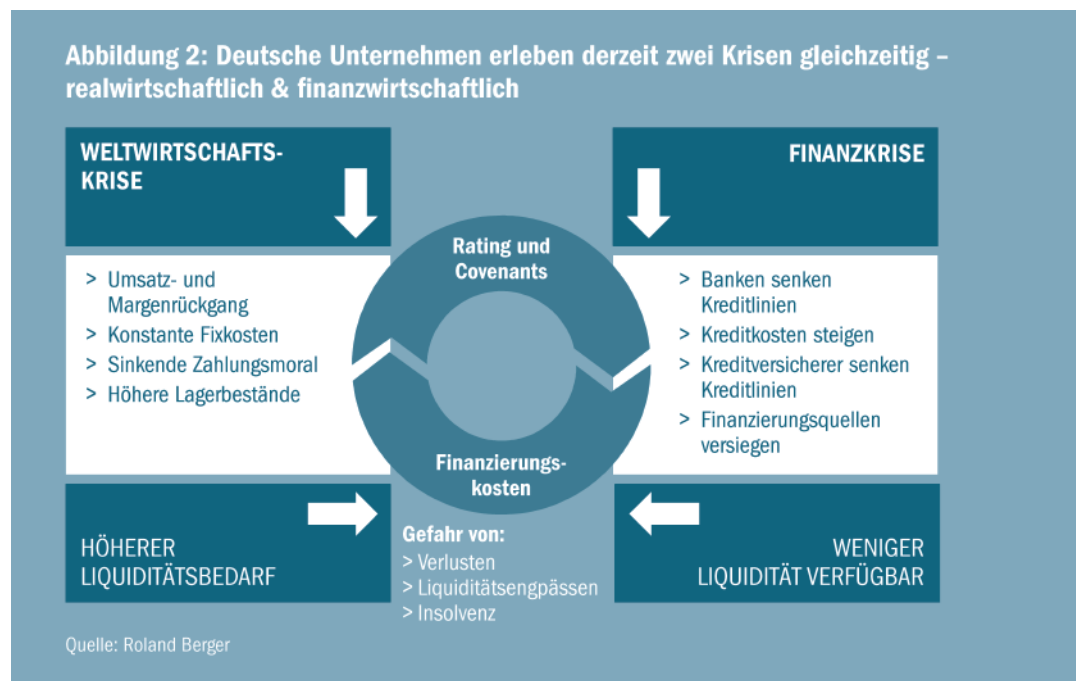


Quelle: Roland Berger

1) Quelle: *The Economist*, 14.05.2009

Erschwerend kommt für deutsche Firmen hinzu, dass Deutschland als "Exportweltmeister" durch den einbrechenden Welthandel besonders hart getroffen wird: Stark rückläufige Exporte und wegbrechende Auftragseingänge bedrohen viele deutsche Unternehmen, die in den zurückliegenden Monaten ihre Produktion drastisch zurückfahren mussten. Der massive Nachfragerückgang betrifft vor allem, aber nicht mehr nur Unternehmen aus dem Automobil- und Maschinenbausektor. Noch sorgt die Ausweitung von Kurzarbeit dafür, dass die Arbeitslosenzahlen nicht dramatisch ansteigen. Ein starker Rückgang der Erwerbstätigkeit in Deutschland könnte den Unternehmen jedoch neben der Auslandsnachfrage auch noch die Binnen- nachfrage als verbleibenden Stützpfiler entziehen.

Somit sind Unternehmen in Deutschland derzeit von zwei Krisen gleichzeitig betroffen: von einer realwirtschaftlichen (**Umsatz- und Margenrückgang**) und einer finanzwirtschaftlichen (**Finanzmittelverknappung**).



Die Anzahl von Firmeninsolvenzen, die sich auf die aktuelle Krisensituation zurückführen lassen, steigt weiter an: Im ersten Halbjahr 2009 lag sie mit 16.650 Fällen 14 Prozent über dem Vorjahreszeitraum.

Ungeachtet der staatlichen Kapitalspritzen für viele große Finanzinstitute bleiben Bankkredite knapp und teuer. Die Bundesregierung hat deshalb im Rahmen der Konjunkturpakete I und II staatliche Förderprogramme für diejenigen Unternehmen ins Leben gerufen, die nach dem 1. Juli 2008 in Schwierigkeiten geraten sind. Der in diesem Zusammenhang aufgelegte "Wirtschaftsfonds Deutschland" stellt für Unternehmen, welche die Kriterien zur Förderung erfüllen, 75 Milliarden Euro an Kreditbürgschaften (auf Bundes- und Bundeslandebene) und 40 Milliarden Euro an Darlehen (u.a. über die Kreditanstalt für Wiederaufbau [KfW]) zur Verfügung. Hier von stehen 15 Milliarden Euro an Darlehen für kleine und mittelständische Unternehmen (Jahresumsatz unter 500 Millionen Euro) und 25 Milliarden Euro für große Unternehmen (Jahresumsatz über 500 Millionen Euro) bereit.

Das Vertrauen in die strukturierten Kreditmärkte ist in seinen Grundfesten erschüttert – was wiederum zur Folge hat, dass Banken derzeit praktisch keine Risiken an Anleger weiterreichen können. Dies wird Unternehmen, die auf Bankkredite angewiesen sind, zu einem Umdenken in ihrem Finanzmanagement zwingen.

Die aktuelle Krise kann mehr als ein vorübergehendes Phänomen sein: Auch wenn sich die Märkte wieder stabilisieren, dürften sich die Rahmenbedingungen für Unternehmen grundlegend geändert haben, sodass das Thema "**Unternehmensfinanzierung in der Krise**" voraussichtlich lange auf der Agenda von CEOs und CFOs stehen wird.

Da sie in der **Unternehmensfinanzierung zunehmend an Bedeutung** gewinnen, widmet sich diese Studie gezielt der Rolle von Financial Covenants. Sie geht aber auch auf andere Formen des Gläubigerschutzes ein und gibt Aufschluss über Trends und Strategien in der Unternehmensfinanzierung.

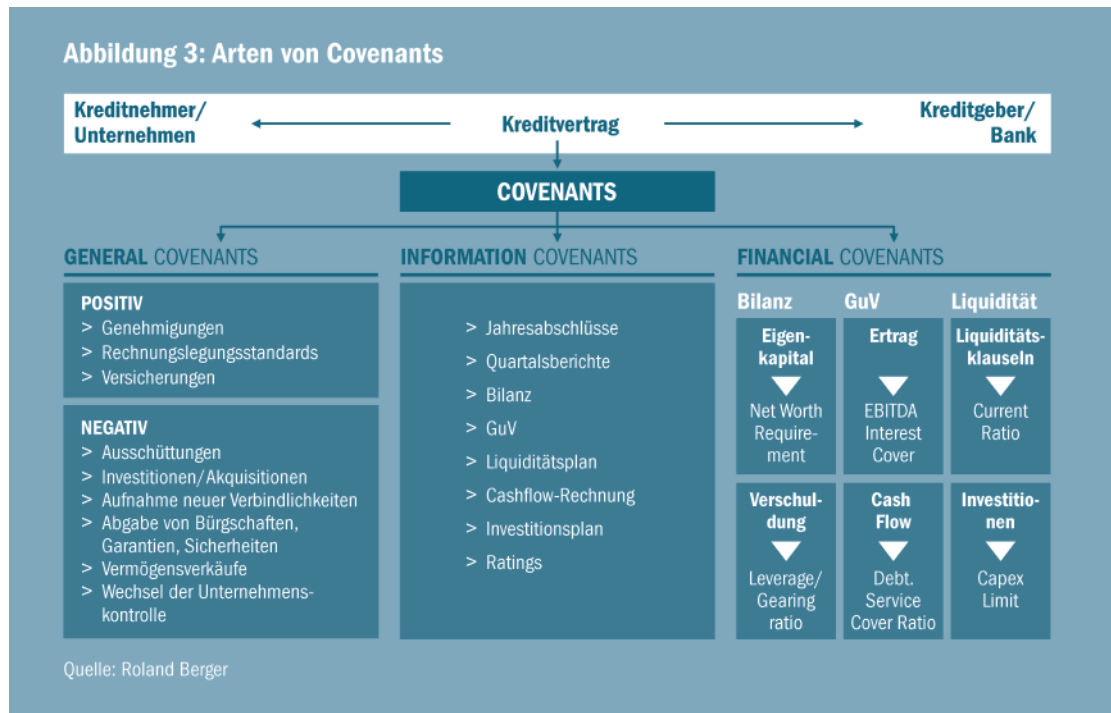
## 2. Financial Covenants – Einführung und Überblick

Unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise – also in Zeiten, in denen fast jedermann bzw. jedes Unternehmen Kredite ohne größere Restriktionen erhalten konnte –, waren Covenants in manchen Finanzierungskreisen quasi in Vergessenheit geraten oder führten als "Covenant Lights" ein Schattendasein. Jetzt stehen sie wieder auf der Agenda von CFOs ganz oben:

Covenants sind **Verpflichtungen des Kreditnehmers**, welche die finanzierende Bank und das kreditnehmende Unternehmen im Rahmen von Kreditverträgen individuell vereinbaren. Diese Vereinbarungen sollen den gegensätzlichen **Interessenlagen** der beiden Parteien Rechnung tragen: Ziel der Bank ist es, das **Kreditausfallrisiko** zu reduzieren, indem sie möglichst frühzeitig über negative Entwicklungen des Kreditnehmers informiert wird und sich für diesen Fall umfassende Kündigungsrechte offenhält. Dagegen liegt es im Interesse des Kreditnehmers, die unternehmerische Freiheit zu erhalten, die Unternehmensfinanzierung und die Liquidität zu sichern und keiner überraschenden Kreditkündigung ausgesetzt zu sein. Im Prinzip sind Covenants Kriterien, die rechtzeitig die Veränderung unternehmensspezifischer Rahmendaten anzeigen, auf denen der Kreditvertrag basiert. Auf diese Weise können die Vertragsparteien proaktiv **Gegenmaßnahmen** einleiten.

Im Jahr 2008 trafen laut der Ratingagentur Moody's 45 Prozent der europäischen Unternehmen mit einem niedrigen Kreditausfallrisiko (Investment Grade) und 75 Prozent der Firmen mit einem hohen Ausfallrisiko (Non-Investment Grade) Kreditvereinbarungen, die Covenants enthalten.

Grundsätzlich unterscheidet man zwischen **positiven** und **negativen** Covenants bzw. zwischen **General Covenants**, **Information Covenants** und **Financial Covenants**.



Zu den **General Covenants** gehören allgemeine Aspekte, die für die Kreditbeziehung bedeutend sind, etwa die Einhaltung von Betriebsgenehmigungen, die Festlegung der für die Unternehmenspublizität maßgeblichen Rechnungslegungsstandards sowie der Abschluss von Versicherungen, die für die Unternehmenstätigkeit notwendig sind. Auch die Offenlegung wesentlicher Ereignisse, welche die weitere geschäftliche Entwicklung beziehungsweise die Finanzierungs- und Liquiditätssituation des Unternehmens beeinflussen, gehört zu den General Covenants: In diese Kategorie zählen unter anderem Ausschüttungen von Gesellschaftsvermögen (in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen), wesentliche Investitionen, Aufnahmen neuer, insbesondere vorrangiger Kreditverbindlichkeiten, Übernahmen von Bürgschaften, Garantien oder ähnlichen Verpflichtungen zugunsten Dritter sowie die Zurverfügungstellung von jetzigen oder zukünftigen Vermögensgegenständen als Sicherheiten für andere Gläubiger. Zudem kann die Zustimmungspflicht beim Verkauf wesentlicher Vermögensgegenstände (z.B. Grundstücke und Gebäude), bei Unternehmensakquisitionen sowie beim Wechsel der Unternehmenskontrolle vereinbart werden. Dies sind dann sogenannte "Change of control"-Klauseln. Konkret könnte eine solche Klausel etwa in der Zustimmungspflicht beim Verkauf von mehr als 50 Prozent der Unternehmensanteile bestehen.

**Information Covenants** beziehen sich einerseits auf die Offenlegung von internen Unternehmensdaten sowie Finanzinformationen: Dazu gehören beispielsweise Jahresabschlüsse, Quartals- und Monatsabschlüsse, ein Businessplan für mindestens drei Jahre (mit Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz, Cashflow-Rechnung und Investitionsplan) sowie eine Liquiditätsplanung, d.h. eine direkte Planung sämtlicher Ein- und Auszahlungen. Weiterhin zählen auch Informationen über mögliche Rating-Herabstufungen von externen Agenturen zu den Information Covenants. Solche Bonitätsverschlechterungen können zu höheren Zinsaufschlägen und damit Kreditzinsen führen.

**Financial Covenants**, die sich auch als Kapitalstrukturauflagen umschreiben lassen, stellen im Rahmen der Unternehmensfinanzierung die bedeutendste Untergruppe von Covenants dar. Sie beziehen sich auf die finanzielle Situation des Kreditnehmers und verpflichten diesen, während der Kreditlaufzeit bestimmte Kennzahlen zum Eigenkapital, zur Verschuldung, zum Ertrag oder zur Liquidität einzuhalten. Diese Zielvorgaben sollen es ermöglichen, die wirtschaftliche und finanzielle Lage des Kreditnehmers zu erfassen. Financial Covenants fungieren damit als Indikatoren zur Früherkennung von Krisen: Wenn einzelne Financial Covenants nicht mehr eingehalten werden, ist dies ein wichtiger Hinweis auf eine verschlechterte Lage des Unternehmens. Indem sie dem Unternehmen finanzielle Disziplin auferlegen, tragen Financial Covenants dazu bei, das Ausfallrisiko zu senken. So können sie auch indirekt auf die Geschäftsführung Einfluss nehmen, wenn wesentliche Entscheidungen (z.B. Investitionen) dazu führen können, dass ihre Einhaltung gefährdet ist (z.B. im Rahmen einer steigenden Verschuldung). Financial Covenants sind damit Mindestanforderungen an die künftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage. Sie werden mit exakten Grenzwerten (Ober- bzw. Untergrenzen) – sowohl in absoluter Form als auch in Form von Verhältnisangaben – in den Kreditverträgen ausformuliert und festgesetzt.

### Arten von Financial Covenants

Die in der Kreditpraxis am häufigsten verwendete Klausel zur **Eigenkapitalausstattung** ist das Net Worth Requirement. Diese Klausel verlangt, dass das Eigenkapital des Kreditnehmers einen bestimmten, in absoluten Zahlen festgelegten Betrag nicht unterschreitet. Dabei wird häufig vorgesehen, dass der vereinbarte Mindestbetrag während der Kreditlaufzeit kontinuierlich ansteigt (Step-up-Provision). Somit wird sichergestellt, dass die im Unternehmen erzielten Gewinne zur Eigenfinanzierung verwendet und nicht in ihrer Gesamtheit an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.

Financial Covenants regeln zudem insbesondere die (maximale) Höhe der **Verschuldung** des Kreditnehmers. Die Regelung erfolgt meist, indem der Verschuldungsgrad (Leverage/Gearing Ratio) festgelegt wird, wobei Passivpositionen der Bilanz in Relation zueinander gebracht werden. Dabei darf die Summe der Verbindlichkeiten im Verhältnis zum Eigenkapital eine vereinbarte Obergrenze nicht übersteigen. Die absolute Obergrenze für die zugelassene Verschuldung ist demzufolge abhängig von der Eigenkapitalausstattung des Schuldnerunternehmens: Mit steigendem Eigenkapital – z.B. infolge eines Gewinnvortrags oder einer Kapitalerhöhung – darf der Kreditnehmer die Verschuldung proportional entsprechend ausweiten, wohingegen umgekehrt eine geschmälerte Eigenkapitalbasis (z.B. infolge von Verlusten) eine Rückführung der Verschuldung erforderlich macht.

Während bei den Eigenkapital- und Verschuldungsklauseln die Fähigkeit zur endfälligen Rückzahlung des Kreditvolumens an die Kapitalgeber im Vordergrund steht, dienen auf den **Ertrag** abstellende Klauseln als Maßstab dafür, ob der Kreditnehmer den periodisch wiederkehrenden Kapitaldienst (Zins und Tilgung) erbringen kann. In der Praxis finden sich diesbezüglich insbesondere folgende Kennzahlen, die Ertrags- (z.B. EBITDA als "cashflow-nahe" Kennzahl) bzw. Cashflow-Größen zu Bilanz- bzw. Aufwandspositionen zueinander in Bezug setzen:

- > Debt Service Cover Ratio (Schuldendienstdeckungsgrad) als Verhältnis von Cashflow, der dem Schuldendienst zur Verfügung steht, zum periodenrelevanten Schuldendienst (Zins + Tilgung)
- > Leverage Ratio (Nettoverschuldungsgrad) als Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA
- > EBITDA Interest Cover (Zinsdeckungsgrad) als Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand

Neben der Eigenkapitalausstattung, der Verschuldung und dem Ertrag determiniert auch die **Liquidität** des Schuldnerunternehmens ein kurzfristiges Insolvenz- und damit Kreditausfallrisiko. Deshalb sehen Financial Covenants in einigen Fällen die Einhaltung bestimmter Liquiditätsanforderungen vor. Liquiditätsklauseln (Current Ratios) sollen sicherstellen, dass während der Kreditlaufzeit beim Kreditnehmer die (kurzfristig) realisierbaren Mittel (z.B. liquide Mittel, Bankguthaben, Vorratsvermögen) die kurzfristigen (zinstragenden) Verbindlichkeiten um ein festgelegtes Maß übersteigen. Weiterhin ist ein sogenanntes Capex-Limit-Covenant – als eine kumulierte Obergrenze für Investitionen, die das kreditnehmende Unternehmen nicht überschreiten darf – ein liquiditätssteuerndes Instrument für den Kreditgeber.

### 3. Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung – Ergebnisse der aktuellen Umfrage von Roland Berger

Roland Berger Strategy Consultants hat im 1. Halbjahr 2009 etwa 500 CFOs zur Unternehmensfinanzierung im Allgemeinen und Financial Covenants im Besonderen befragt. Die Unternehmen entstammen einer Vielzahl verschiedener Branchen (u.a. Automobil, Bau, Logistik, Telekommunikation, Medien, Einzelhandel) und unterscheiden sich teils deutlich hinsichtlich Unternehmensgröße (weniger als 100 Millionen Euro bis über 10 Milliarden Euro Umsatz), Rechtsform und Fremdkapitalquote.

Die **thematischen Schwerpunkte** der Befragung waren

- > die Ausprägung der Gläubigerschutzmechanismen bei den teilnehmenden Unternehmen
- > die verwendeten Arten von Covenants
- > die Folgen eines Covenant-Bruches während der Laufzeit des Kreditvertrags
- > die Einschätzung der Covenants; dazu gehört beispielsweise die Frage, wie sich Covenants auf den strategischen Handlungsspielraum auswirken oder Unternehmensressourcen zur Überwachung erfordern
- > die Frage, inwieweit die Unternehmen bei der Implementierung von Covenants und bei einem Covenant-Bruch externe Berater hinzuziehen
- > aktuelle Trends in der Unternehmensfinanzierung innerhalb der nächsten 6 bis 12 Monate, sowohl grundsätzlich auf die Kapitalbeschaffung, aber auch spezifisch auf Kreditvergabe-kriterien, Gläubigerschutzmechanismen und insbesondere Covenants bezogen

In einer **Vorläuferstudie** aus dem Jahr 2008 ("Bedeutung und Management von Financial Covenants") hatte Roland Berger Strategy Consultants bereits Vertreter **finanzierender Banken** zu den Anforderungen bei der Festlegung von Financial Covenants aus der Kreditgeber-Perspektive befragt. Zudem hatten die Bankmanager ihre Einschätzungen abgegeben, wie sich die Financial Covenants auf den strategischen Spielraum ihrer Kunden auswirken.

#### Abbildung 4: Kernergebnisse der zwei Financial-Covenants-Befragungen – Perspektiven von Unternehmen (2009) und von Banken (2008)

##### ERGEBNISSE DER UNTERNEHMENSBEFRAGUNG

1. Nahezu **jeder Kreditvertrag** weist Covenants auf. 76 Prozent der befragten Unternehmen geben an, dass (Financial) Covenants Bestandteil ihrer Kreditverträge sind. Dies unterstreicht den Stellenwert der Covenants als **bedeutendstes Gläubigerschutzinstrument**. Kreditsicherheiten spielen hingegen nur eine **untergeordnete Rolle** (57 Prozent).
2. Am häufigsten werden Covenants verwendet, die sich auf **Ertrags- und Bilanzkennzahlen** beziehen. **EBITDA Interest Cover** und **Leverage Ratio** sind die mit Abstand wichtigsten Financial Covenants (64 Prozent bzw. 59 Prozent).
3. Ein Covenant-Bruch führt nur **in wenigen Fällen** zu einer **unmittelbaren Kreditkündigung** (8 Prozent der Befragten). Andere Instrumente stehen hier im Vordergrund: **Nachverhandlungen der Kreditverträge** (18 Prozent), **Anpassungen von Kreditkonditionen** (22 Prozent) und **Zahlung einer Waiver Fee** (20 Prozent) führen meist zu einer Lösung.
4. Die Hälfte der befragten Unternehmen (52 Prozent) sieht sich bei der **Implementierung und Umsetzung der Unternehmensstrategie** durch die festgelegten Covenants deutlich **eingeschränkt**. Des Weiteren sind die Studienteilnehmer der Meinung, dass die **spezifische Markt- und Branchensituation** bei der Festlegung der Covenants **nur unzureichend berücksichtigt** wird.
5. Für die nächsten 6 bis 12 Monate erwartet eine große Mehrheit der befragten Unternehmen zunehmende **Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung** (insbesondere von Fremdkapital – 88 Prozent hohe oder sehr hohe Zustimmung). **Striktere Kreditvergabekriterien**, sowohl bei **Neukreditaufnahmen** (81 Prozent sehr hohe oder hohe Zustimmung) und **Kreditverlängerungen** (64 Prozent sehr hohe oder hohe Zustimmung), werden ebenfalls von einer Mehrheit der befragten Unternehmen erwartet.

##### ERGEBNISSE DER BANKENBEFRAGUNG

1. (Financial) Covenants haben **eine hohe Bedeutung** (31 Prozent aller Studienteilnehmer messen Financial Covenants eine sehr hohe, 56 Prozent eine hohe Bedeutung zu), mit steigender Tendenz zu **strengeren Varianten**, insbesondere bei LBO-Transaktionen und bei Finanzierungen mittelständischer Unternehmen.
2. Am bedeutendsten sind Covenants, die sich auf **Ertrags- und Cashflow-Kennzahlen** beziehen. Insbesondere **EBITDA Interest Cover** und **Debt Service Cover Ratio** sind hier hervorzuheben (93 bzw. 91 Prozent der Studienteilnehmer messen diesen Ratios eine [sehr] hohe Bedeutung bei).
3. Eine **Covenant-Verletzung** führt in der Regel zu einer **Verteuerung der Kreditkonditionen** (81 Prozent) sowie zur **Einbindung von externen Beratern** (53 Prozent), insbesondere Unternehmensberatungen und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.
4. Der **strategische Handlungsspielraum** der Kreditnehmer wird **nicht eingeschränkt**: Über die Hälfte (56 Prozent) der an der Studie teilnehmenden Kreditinstitute vertritt die Auffassung, dass Financial Covenants den strategischen Handlungsspielraum der Schuldnerunternehmen nur zu einem **sehr geringen** bzw. **geringen** Grad einschränken, weitere 44 Prozent sehen nur eine moderate Einschränkung.
5. 66 Prozent der befragten Kreditinstitute geben an, dass Covenants größtenteils **kreditnehmerspezifisch festgelegt** werden, wobei das Finanzierungsinstrument, das Geschäftsmodell sowie die Branche des Unternehmens besonders berücksichtigt werden.

Bei der **aktuellen Umfrage** wurden nun ausschließlich Unternehmen aus der **Kreditnehmer-Perspektive** befragt. Ziel war es, deren Einschätzung zu diesem Thema zu verstehen und herauszufinden, wie sie die Bedeutung und Struktur von Financial Covenants beurteilen. Zusätzlich wurde – wie oben aufgeführt – untersucht, welche Trends in der Unternehmensfinanzierung die Kreditnehmer wahrnehmen und wie sie diese einschätzen.

Die Befragung führte zu folgenden **Kernergebnissen**:

1. Nahezu jeder Kreditvertrag weist General Covenant auf. (Financial) Covenants sind das bedeutendste Gläubigerschutzinstrument in Kreditverträgen.
2. EBITDA Interest Cover und Leverage Ratio sind die mit Abstand wichtigsten Financial Covenants.
3. Ein Covenant-Bruch führt nur in wenigen Fällen zu einer unmittelbaren Kreditkündigung. Über die Nachverhandlung der Kreditverträge, Anpassungen von Kreditkonditionen und Zahlung einer Waiver Fee wird meist eine Lösung erreicht.
4. Die befragten Unternehmen sehen ihren strategischen Handlungsspielraum durch Covenants eingeschränkt. Ihrer Meinung nach wird die spezifische Markt- und Branchensituation bei der Festlegung von Covenants nur unzureichend berücksichtigt.
5. Für die nächsten 6 bis 12 Monate erwartet eine große Mehrheit der befragten Unternehmen zunehmende Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung (insbesondere von Fremdkapital), striktere Kreditvergabe-kriterien sowie Financial Covenants besonders bei Neukreditaufnahmen.

Im Vergleich mit den Ergebnissen der vorherigen Studie zeigen sich zahlreiche Gemeinsamkeiten in den Kernergebnissen, da die zugrunde liegenden Kreditverträge identisch sind, jedoch lediglich aus verschiedenen Perspektiven (Kreditgeber und -nehmer) betrachtet werden. Interessant ist jedoch der **wesentliche Unterschied**, dass die Kreditgeber-Seite davon ausgeht, Covenants würden insbesondere das Geschäftsmodell des Schuldners und die spezifische Markt- und Branchensituation berücksichtigen. Aus der Perspektive der Kreditnehmer werden diese spezifischen Begebenheiten bei der Festlegung von Covenants in Kreditverträgen jedoch nur unzureichend berücksichtigt.

### **Nahezu jeder Kreditvertrag beinhaltet General Covenants**

Bei General Covenants werden positive und negative Covenants unterschieden. Positive Covenants sind in nahezu allen Kreditverträgen enthalten: 96 Prozent der teilnehmenden Unternehmen geben an, dass positive Covenants bei ihnen im Rahmen von Kreditverträgen verwendet werden. Negative Covenants dagegen sind nur bei 76 Prozent der teilnehmenden Unternehmen Bestandteil der Kreditverträge.

Bei den Unternehmen, die positive Covenants in ihren Kreditverträgen verwenden, sind dies mit Abstand am häufigsten Informationspflichten (98 Prozent der Unternehmen), gefolgt von Versicherungspflichten (51 Prozent). Fremdkapitalgeber möchten das Risiko für einen Kreditausfall minimieren und die Möglichkeit haben, frühzeitig gegenzusteuern. Die Informationen, welche die Unternehmen zur Verfügung stellen, sind die wichtigste Grundlage zur Kontrolle und zur Einleitung von eventuellen Gegenmaßnahmen. Deshalb wenden praktisch alle Kreditgeber entsprechende Covenants an. Die Fixierung des Rechnungslegungsstandards ist hingegen nur von untergeordneter Bedeutung (31 Prozent der Unternehmen, die positive Covenants verwenden). Ein Großteil der befragten Unternehmen (63 Prozent) bilanziert bereits in IFRS, sodass es in vielen Fällen nicht notwendig ist, die Rechnungslegungsstandards, auf deren Grundlage Finanzzahlen des Schuldners an den Kapitalgeber weitergegeben werden, weiter festzulegen.

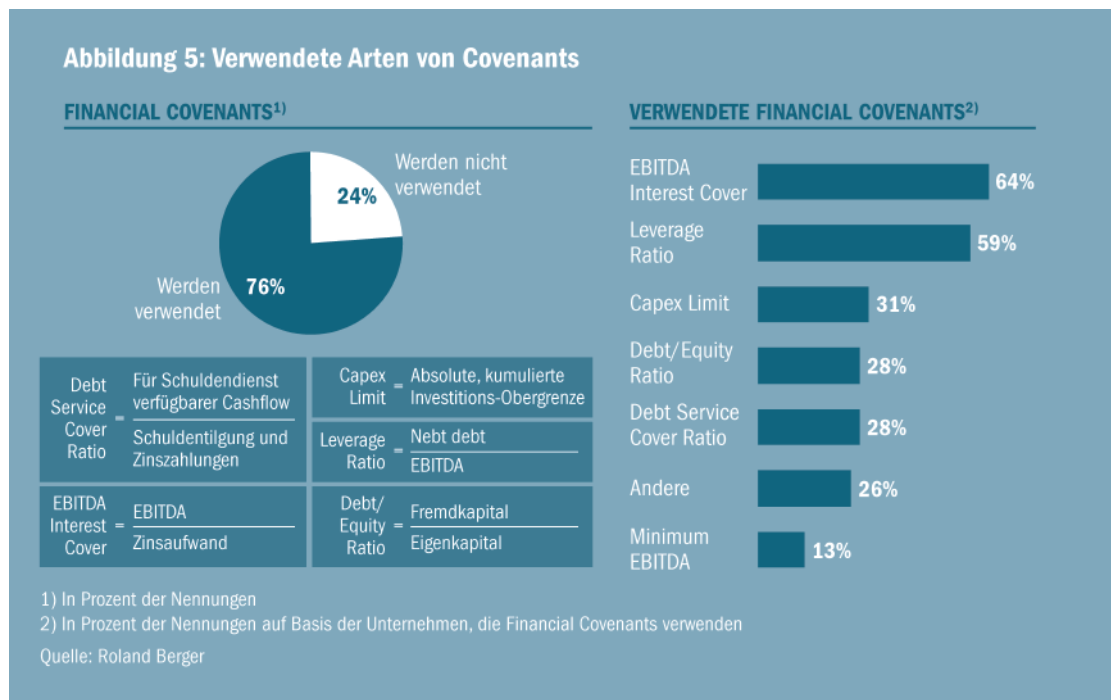
Die wichtigsten negativen Covenants betreffen Einschränkungen (bzw. Verbote oder Zustimmungsrechte) hinsichtlich der Zurverfügungstellung von Vermögensgegenständen als Sicherheiten für andere Gläubiger (79 Prozent der Unternehmen, die negative Covenants verwenden), bei der Aufnahme zusätzlicher Kreditverbindlichkeiten (77 Prozent) und außerordentliche Kündigungsrechte bei einem Gesellschafterwechsel (67 Prozent). Weitere negative Covenants, die im Rahmen der Untersuchung genannt wurden, betreffen Einschränkungen bei Akquisitionen bzw. Unternehmensverkäufen, die Übernahme von Bürgschaften oder Dividendenausschüttungen. Die Kapitalgeber versuchen durch derartige Covenants, einen übermäßigen Liquiditätsabfluss außerhalb des normalen Geschäftsablaufs, beispielsweise durch Akquisitionen oder Dividenden, zu verhindern bzw. eine Minderung des Wertes ihrer Sicherheiten zu vermeiden, etwa durch Aufnahme zusätzlicher besicherter Kreditlinien. Verstößt ein Unternehmen gegen diese negativen Covenants, kann der Gläubiger sich die Kündigung einer Kreditlinie vorbehalten.

### **Financial Covenants sind das bedeutendste Gläubigerschutzinstrument**

In den Kreditverträgen von 76 Prozent der Unternehmen, die an der Studie teilgenommen haben, liegen Financial Covenants als Gläubigerschutzinstrument vor. Kreditsicherheiten werden hingegen nur bei 57 Prozent der Unternehmen angewandt. Der Anteil der Unternehmen, die lediglich gesetzliche Gläubigerschutzinstrumente wie etwa ein Mindestkapital verwenden, ist mit 6 Prozent sehr gering. In den meisten Kreditverträgen werden also entweder Financial Covenants oder Kreditsicherheiten, in vielen Fällen auch beide Instrumente, eingesetzt. Möchte ein Unternehmen Fremdkapital aufnehmen, so wird sich der Kapitalgeber mithilfe von Covenants und Kreditsicherheiten vor einem Kreditausfall schützen wollen und sich nicht nur auf die gesetzlich vorgeschriebenen Gläubigerschutzinstrumente berufen.

### **EBITDA Interest Cover und Leverage Ratio sind die mit Abstand wichtigsten Financial Covenants**

76 Prozent der teilnehmenden Unternehmen verwenden Financial Covenants in Kreditverträgen. Insbesondere solche Financial Covenants, die sich auf den Unternehmensertrag (EBITDA) bzw. den Cashflow und damit auf die laufende Schuldendienstfähigkeit beziehen, sind hierbei von großer Bedeutung, etwa EBITDA Interest Cover (64 Prozent der Unternehmen, die Financial Covenants verwenden) oder eine Obergrenze für jährliche Investitionen bzw. ein Capex Limit (31 Prozent). Bilanzielle Verschuldungskennzahlen wie Leverage Ratio (59 Prozent) und Debt/Equity Ratio (28 Prozent) werden in Kreditverträgen ebenfalls häufig verwendet. Folglich ist während der Kreditlaufzeit neben einem zielgerichteten Kapitalstrukturmanagement insbesondere eine kontinuierliche, positive operative Unternehmensentwicklung entscheidend, um Covenant-Verstöße zu vermeiden. In der Regel sehen Financial Covenants eine gewisse Flexibilität für Abweichungen vor. Kommt es dennoch zu einem Covenant-Bruch, hat der Gläubiger gemäß Kreditvertrag gewisse Rechte, beispielsweise ein außerordentliches Kündigungsrecht.



Bei der vorangegangenen Studie hatten die Kredit gebenden Banken ebenfalls EBITDA Interest Cover als wichtigstes Financial Covenant gewertet; 61 Prozent der befragten Banken maßen diesem Financial Covenant eine hohe Bedeutung bei. Als ebenfalls bedeutend stuften sie den cashflow-basierten Debt Service Cover Ratio (52 Prozent), Leverage Ratio (56 Prozent) und Debt/Equity Ratio (32 Prozent) ein. Somit ist das Ergebnis der beiden Studien weitgehend ähnlich; lediglich beim Debt Service Cover Ratio werden Unterschiede bei der Einschätzung der Relevanz deutlich (28 Prozent aus Sicht der Unternehmen).

### **Covenant-Verletzungen führen nur in wenigen Fällen zu einer Kreditkündigung**

Bei 55 Prozent der befragten Unternehmen ist bisher kein Covenant-Bruch erfolgt. Bei einem Covenant-Bruch kam es außerdem nur in Ausnahmefällen zu einer Kreditvertragskündigung, die dem Gläubiger in der Regel vertraglich zusteht. Zunächst ergriffen die Kreditgeber andere Maßnahmen: Sie erhoben eine Gebühr bzw. eine sogenannte Covenant Waiver Fee (20 Prozent), verhandelten den Kreditvertrag nach und passten dabei zukünftige Financial Covenants an (18 Prozent) oder zwangen das Unternehmen zu anderen Gegenmaßnahmen (14 Prozent), etwa der Einleitung von Kostensenkungsmaßnahmen oder dem Verkauf unprofitabler Unternehmensteile.

Auf Basis dieser Maßnahmen können sich Kreditgeber und -nehmer oft darauf einigen, den Kredit weiterzuführen, wobei die Kredit gebende Bank in zahlreichen Fällen indirekt in die Führung eines in Schwierigkeiten geratenen Unternehmens eingreifen kann. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Kreditgeber gewisse strategische und operative Gegenmaßnahmen unter Androhung einer Kreditkündigung einfordert. Jedoch können hier durch eine Waiver Fee und die Anpassung von Kreditkonditionen wie des Zinssatzes umfangreiche Kosten auf das Unternehmen zukommen, die dessen finanzielle Situation weiter belasten.

Interessanterweise haben lediglich 22 Prozent der Unternehmen eine Anpassung der Kreditkonditionen bzw. insbesondere des Zinssatzes hinnehmen müssen. Dieser Anteil entspricht etwa zwei Drittel der Unternehmen mit Covenant-Bruch, bei denen der Kreditvertrag nicht gekündigt wurde. Dies widerspricht vergleichsweise deutlich dem Ergebnis der vorangegangenen Studie, in der 81 Prozent der befragten Banken geäußert hatten, ein Covenant-Bruch habe unter anderem zu einer Kreditzinserhöhung geführt. Bei 8 Prozent der befragten Unternehmen kam es bereits zu einer Kreditkündigung, was jedoch einem vergleichsweise kleineren Anteil der Unternehmen mit Covenant-Bruch entspricht. Generell ist davon auszugehen, dass Gläubiger insbesondere dann den Kredit fällig stellen werden, wenn sie dem Unternehmen trotz Anpassung der Kreditkonditionen oder sonstiger Maßnahmen nicht mehr zutrauen, den Kredit in der Zukunft zu bedienen oder angepasste Covenants einzuhalten.

### **Bei der Implementierung von Covenants greift man auf externe Berater zurück**

Über die Hälfte der befragten Unternehmen (55 Prozent) engagiert bei der Implementierung von Covenants externe Berater. Wie bereits ausgeführt, nutzen etwa drei Viertel der Unternehmen Financial Covenants oder negative Covenants in ihren Kreditverträgen. Insofern ist der Einsatz von Beratern bei der Implementierung von Covenants relativ verbreitet, was auf zunehmend komplexere Covenant-Strukturen in Kreditverträgen hinweist, die eine Unterstützung erforderlich machen. Insbesondere die Expertise von externen Rechtsanwälten (57 Prozent der Unternehmen, die bei der Covenant-Implementierung einen Berater engagieren) und Wirtschaftsprüfern (32 Prozent) ist im Zuge von Kreditvertragsverhandlungen und bei der Festlegung der Konditionen gefragt. Unternehmens- und andere Berater (jeweils 14 Prozent) spielen dagegen nur eine untergeordnete Rolle. Generell ist davon auszugehen, dass komplexere Kreditverträge den Einsatz von Beratern erfordern, während bei kleineren Kreditlinien mit einfacheren Covenant-Strukturen kein oder nur sehr limitierter Beratereinsatz notwendig ist. Die steigende Anforderung an unternehmens- und branchenindividuelle Covenants wird jedoch zukünftig auch zu einem vermehrten Einsatz von Unternehmensberatern führen.

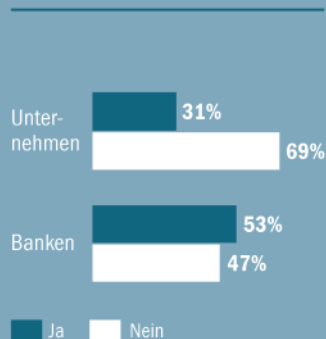
### Im Fall eines Covenant-Bruchs sind Unternehmensberater und Rechtsanwälte die am häufigsten genutzten Berater

Im Fall eines Covenant-Bruchs engagieren 31 Prozent der befragten Unternehmen externe Berater. Bei den Gläubigerbanken liegt diese Quote mit 53 Prozent höher. Wie oben ausgeführt, ist es bereits bei 45 Prozent der befragten Unternehmen zu einem Covenant-Bruch gekommen. Somit ziehen in mehr als der Hälfte dieser Fälle beide Seiten – Unternehmen und Gläubiger – mindestens einen externen Berater hinzu. Unternehmensberater (50 Prozent bei Banken und 56 Prozent bei Unternehmen) und Rechtsanwälte (20 bzw. 56 Prozent) werden bei Covenant-Verletzungen am häufigsten mandatiert, wobei bei der Berechnung lediglich die Banken bzw. Unternehmen berücksichtigt wurden, die im Fall eines Covenant-Bruchs überhaupt einen externen Berater genutzt haben. Wirtschaftsprüfer werden hingegen seltener eingesetzt.

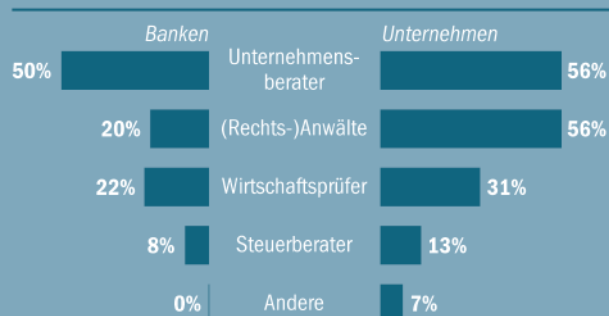
Wie bereits die vorangegangene Studie gezeigt hat, ist die Mandatierung eines Unternehmensberaters für beide Seiten in vielen Fällen vorteilhaft. Dies gilt insbesondere für die Bank, die häufig nur ein begrenztes Detail- bzw. Fachwissen über den Gläubiger, seine finanzielle Situation, seinen Markt und die Zukunftsaussichten besitzt. Eine detaillierte Analyse der Situation des Gläubigers durch eine von der Bank eingesetzte Unternehmensberatung kann aufseiten der Kredit gebenden Bank das Vertrauen in die Zukunftsfähigkeit des Gläubigers – zumindest partiell – wiederherstellen, das nach einem Covenant-Bruch verloren gegangen ist.

Abbildung 6: Nutzung externer Berater

#### NUTZUNG EXTERNER BERATER BEI EINEM COVENANT-BRUCH<sup>1)</sup>



#### DETAILLIERUNG EXTERNER BERATUNG BEI EINEM COVENANT-BRUCH<sup>2)</sup>



1) In Prozent der Nennungen

2) In Prozent der Nennungen auf Basis der Unternehmen, die bei einem Cov.-Bruch externe Berater engagieren

Quelle: Roland Berger

### **Financial Covenants schränken die unternehmerische Freiheit der Kreditnehmer ein**

Die befragten Unternehmen sehen ihren strategischen Handlungsspielraum durch Covenants eingeschränkt. 52 Prozent der Unternehmen sehen hier eine starke Einschränkung (Zustimmung der Stufe 4 oder 5 in untenstehender Abbildung) bei der Planung und Umsetzung der Unternehmensstrategie. Zudem zeigt sich, dass viele Unternehmen die Ressourcen zur Einhaltung und Überwachung von Covenants für überschaubar halten (58 Prozent mit hoher oder mittlerer Zustimmung). Auch hinsichtlich der Transparenz und des Schwierigkeitsgrads der Covenant-Berechnung sehen nur vergleichsweise wenige Unternehmen Schwierigkeiten. Jedoch werden Covenants weniger als Instrument gesehen, um die Kreditkosten zu senken (lediglich 27 Prozent mit sehr hoher oder hoher Zustimmung).

Bemerkenswerterweise sind nur 14 Prozent der Unternehmen der Auffassung, dass ihre spezifische Markt- und Branchensituation bei der Festlegung von Covenants ausreichend berücksichtigt werden. Dieser Sachverhalt scheint aus Unternehmenssicht der Hauptkritikpunkt an Covenants zu sein, etwa wenn eine unflexible und für verschiedene Sektoren weitgehend identische Covenant-Struktur eingesetzt wird, welche die Zyklizität einer Branche nur unzureichend berücksichtigt.

Die Einschätzung, dass der strategische Handlungsspielraum eingeschränkt wird, widerspricht dem Ergebnis der vorangegangenen Studie: Hier waren 18 Prozent der befragten Banken der Meinung gewesen, dass Financial Covenants den strategischen Handlungsspielraum zu einem sehr geringen Grad (38 Prozent zu einem geringen, 44 Prozent zu einem moderaten, 0 Prozent zu einem hohen Grad) einschränken. Weitere Unterschiede bei den Studien ergeben sich hinsichtlich der Berücksichtigung von unternehmensspezifischen Faktoren bei der Festlegung von Covenants. In der vorangegangenen Studie hatten 66 Prozent der Kreditinstitute angegeben, Financial Covenants unternehmensspezifisch festzulegen. Die nun vorliegende Befragung zeigt jedoch, dass viele Unternehmen dieses Vorgehen noch als unzureichend ansehen. Die unterschiedliche Wahrnehmung zwischen Banken und Unternehmen zeigt auch, dass hier ein großer Moderationsbedarf besteht.

**Abbildung 7: Einschätzung der Covenants seitens der Unternehmen<sup>1)</sup>**

[1 = hohe Zustimmung, 5 = geringe Zustimmung]

	1	2	3	4	5	Keine Angabe
Lassen einen großen strategischen Handlungsspielraum zu	8%	10%	22%	25%	27%	8%
Sind ein Instrument zur Senkung der Kreditkosten	2%	25%	33%	18%	14%	8%
Ihre Einhaltung und Überwachung bindet keine Unternehmensressourcen	20%	18%	20%	25%	12%	6%
Berücksichtigen Markt- und Branchenbesonderheiten	2%	12%	25%	29%	22%	10%
Sind transparent und leicht zu errechnen	18%	35%	20%	12%	6%	10%
Sind ein Instrument zur Unternehmenssteuerung	8%	25%	22%	20%	20%	6%

1) In Prozent der Nennungen  
Quelle: Roland Berger

### Financial Covenants werden in der Regel vierteljährlich überwacht

Die Überwachung der Financial Covenants findet bei 75 Prozent der befragten Unternehmen auf vierteljährlicher Basis statt. Mit 66 Prozent hatte die vorangegangene Studie einen vergleichbaren Wert ergeben. Monatliche (10 Prozent) und jährliche (8 Prozent) Überprüfungen stellen eine Ausnahme dar. Beim vierteljährlichen Monitoring stehen die regelmäßige Überwachung der Covenant-Einhaltung bzw. die rechtzeitige Einleitung von Gegenmaßnahmen und Aufwand bzw. Kosten in einem angemessenen Verhältnis.

### Befragte erwarten zunehmende Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung und striktere Kreditvergabekriterien

Für die nächsten 6 bis 12 Monate erwartet eine große Mehrheit der befragten Unternehmen, dass die Beschaffung von Fremd- und Eigenkapital zunehmend schwieriger werden wird (Fremdkapital: 45 Prozent mit sehr hoher, 43 Prozent mit hoher Zustimmung; Eigenkapital: 35 Prozent mit sehr hoher und 33 Prozent mit hoher Zustimmung). Die Einschätzung, dass der Kapitalmarkt bei der Kapitalbeschaffung nicht an Bedeutung gewinnen wird, verdeutlicht diese Schwierigkeiten:

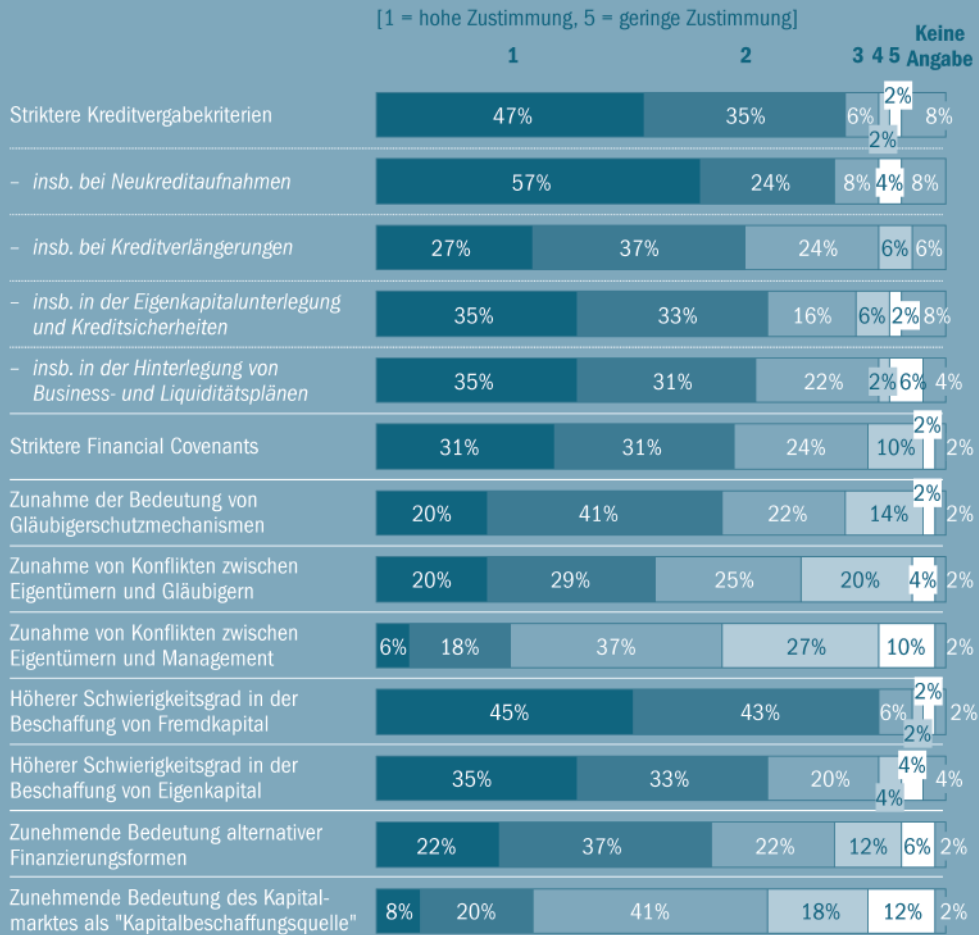
Lediglich 28 Prozent der befragten Unternehmen stimmen in hohem oder sehr hohem Maße zu, dass der Kapitalmarkt über die kommenden 6 bis 12 Monate an Bedeutung gewinnen wird. Einen Bedeutungsgewinn alternativer Finanzierungsformen erwarten die meisten Unternehmen ebenfalls nicht.

Sämtliche oben genannten Punkte zeigen deutlich, dass sich die Finanzierungssituation für viele Unternehmen in der gegenwärtigen Krise deutlich verschlechtert hat und dass derzeit keine Besserung bei der Kapital- bzw. Liquiditätsbeschaffung in Sicht ist. Auch aus diesem Grund wird ersichtlich, weshalb – wie oben beschrieben – eine Kreditkündigung mithilfe umfassender Gegenmaßnahmen möglichst vermieden wird: Alternative Kreditlinien sind im gegenwärtigen Finanzmarktumfeld für viele Gläubiger nicht erhältlich.

Eine Mehrheit der befragten Unternehmen erwartet auch striktere Kreditvergabekriterien sowohl bei Neukreditaufnahmen (81 Prozent mit sehr hoher oder hoher Zustimmung) als auch bei Kreditverlängerungen (64 Prozent mit sehr hoher oder hoher Zustimmung). Ähnliches gilt für eine umfassendere Eigenkapitalunterlegung, die Stellung umfangreicherer Kreditversicherungen und die Hinterlegung detaillierterer Business- bzw. Liquiditätspläne. Dies ist ebenfalls eine Folge der gegenwärtigen Krise.

In Hinblick auf die weiterhin schwierige konjunkturelle Lage wollen sich die Banken stärker als in der Vergangenheit gegen einen möglichen Zahlungsausfall der Schuldner absichern. Insbesondere aus diesem Grund erwarten die Unternehmen auch striktere Financial Covenants (62 Prozent äußerten hier sehr hohe Zustimmung), da die Banken möglichst frühzeitig bei Problemen des Gläubigers eingreifen und Gegenmaßnahmen einfordern wollen, um einen Zahlungsausfall nach Möglichkeit zu verhindern. In diesem Kontext ist zu sehen, dass 49 Prozent (sehr hohe oder hohe Zustimmung) der Unternehmen eine zunehmende Anzahl an Konflikten zwischen Kreditnehmer und Gläubigern erwarten, auch weil striktere Financial Covenants den Gläubigern mehr Möglichkeiten geben, bei Problemen in die strategische und operative Führung des Schuldnerunternehmens einzugreifen.

**Abbildung 8: Trends in der Unternehmensfinanzierung innerhalb der nächsten 6 bis 12 Monate<sup>1)</sup>**



1) In Prozent der Nennungen

Quelle: Roland Berger

## 4. Exkurs – Finanzierungsstrategien in der Krise

Die aktuelle Umfrage hat deutlich gemacht, dass angesichts der Wirtschafts- und Finanzkrise die Herausforderungen für CFOs und CEOs bei der Kapitalbeschaffung, aber auch beim Stakeholder-Management mit Gläubigern und Anteilseignern stark zunehmen.

Als Antwort auf die sich abzeichnenden Schwierigkeiten sollten Unternehmen alle Möglichkeiten ausschöpfen, ihre Finanzierung zu optimieren. Deshalb haben wir für die drei Bereiche Eigenfinanzierung, Fremdfinanzierung und Kapitalstruktur wesentliche Ansatzpunkte zur Unternehmensfinanzierung in der Krise zusammengestellt:

### Eigenfinanzierung

#### 1. Innenfinanzierungskraft optimieren

Wenn eine Preiserhöhung zur Margenabsicherung schwer durchführbar ist, liegt es nahe, die Kosten zu reduzieren. Die Senkungen dürfen jedoch keinesfalls die langfristige Wettbewerbsposition des Unternehmens beeinträchtigen. Auch deshalb greifen die Unternehmen derzeit auf Kurzarbeit zurück: So können sie verhindern, dass sie im Aufschwung erneut auf die teure Suche nach qualifiziertem Personal gehen müssen.

#### 2. Cash- und Working-Capital-Management verbessern

Unternehmen können die derzeitige Situation auch dazu nutzen, ihr Cash-Management einer kritischen Prüfung zu unterziehen. Viele Konzerne lassen ihre Cash-Positionen lokal in den Tochtergesellschaften steuern, dabei wäre es unter Umständen deutlich effizienter, dies auf der Konzernebene zu tun. Eine Optimierung der Lagerbestände sowie des Forderungsmanagements sollte zudem nicht nur in Krisenzeiten erfolgen.

#### 3. Werte heben durch Konsolidierung und Anteilsverkäufe

In der Regel honorieren Anleger den Verkauf von Beteiligungen, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Auch wenn es zurzeit schwieriger werden könnte, bei Veräußerungen einen attraktiven Preis zu erzielen, sollten Unternehmen diese Möglichkeit in Betracht ziehen, um Unternehmenswert zu schaffen. Größeren Problemen dürften sich die Unternehmen derweil bei der Finanzierung und Begründung von Übernahmen und Akquisitionen gegenübersehen: Zustimmung ist nur bei solchen Transaktionen zu erwarten, die schnelle und greifbare Kostenvorteile bringen.

## **Fremdfinanzierung**

### **4. Hausbankenbeziehungen festigen, allgemeine Abhängigkeit von Bankkrediten verringern**

In Zeiten der Kredit- und Liquiditätsklemme tun Unternehmen gut daran, ihre Geschäftsbeziehungen auf eine kleinere Zahl von Hausbanken zu beschränken und bei diesen für ausreichende Liquiditätslinien zu sorgen. Der maßgeschneiderte Einsatz von Financial Covenants kann hierbei sehr hilfreich sein. Die in Deutschland so oft kritisierte Hausbankbeziehung vor allem mit Sparkassen und Raiffeisenbanken schützt insbesondere viele Unternehmen aus dem Mittelstand derzeit vor der Kreditklemme. Für die Mittelstandsfinanzierung ist zudem nach wie vor die (Waren-)Kreditversicherung ein wichtiger Bestandteil. Erfolgt die Kreditvergabe durch Banken nur zögerlich und ist auch der Weg einer Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt versperrt, sollten Unternehmen andere Finanzierungsquellen in Betracht ziehen. Private-Equity-Firmen sitzen zurzeit auf Bergen von Cash, und auch die gebeutelten Hedgefonds könnten an einer Beteiligung interessiert sein. Zudem können deutsche Unternehmen sich um eine Vielzahl von staatlichen Förderungs- bzw. Finanzierungsprogrammen bewerben.

### **5. Laufzeiten von Krediten und Anleihen verlängern**

Diese Maßnahme versteht sich in Zeiten knapper Kreditmittel eigentlich von selbst; eine hohe Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungen kann für Unsicherheit sorgen, nicht zuletzt bei Aktionären. Unternehmen sollten auf Bewegungen im Anleihenmarkt stets schnell reagieren können und darauf vorbereitet sein, auf verschiedenen Märkten langfristige Finanzierungen sicherzustellen. So wurden im Zeitraum von Januar bis Mai 2009 bereits mehr Euro-Anleihen von Unternehmen ausgegeben als in einem ganzen Jahr jemals zuvor.<sup>2)</sup>

## **Kapitalstruktur**

### **6. Kapitalkosten anpassen**

Zweifellos hat es Veränderungen bei den Kosten für Verbindlichkeiten gegeben. Aber wie steht es mit den Eigenkapitalkosten? Angesichts der Schwankungen an den Aktienmärkten werden Unternehmen unter Umständen ihren Beta-Faktor und die dadurch bestimmten Eigenkapitalkosten neu errechnen müssen. Hinzu kommt, dass Gläubiger und Aktionäre nicht immer einer Meinung sind, wenn es um die Bonität eines Unternehmens geht. Die CFOs werden daher wohl ihre Annahmen regelmäßig auf den Prüfstand stellen müssen.

2) *Financial Times*, 27.05.2009: *Euro corporate bond issuance surges*

### **7. Dividenden und Aktienrückkäufe unter die Lupe nehmen**

Keine Frage – Anleger haben ihre Haltung in puncto Kapitalstruktur radikal geändert. Nachgelassen hat der Druck auf die Unternehmen, eine "effiziente" Bilanz aufrechtzuerhalten und überschüssige Mittel an die Aktionäre in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen auszuschütten. In nächster Zeit ist zudem kaum mit einem Wiederaufleben dieses Trends zu rechnen. In der aktuellen Lage begrüßen es Anleger möglicherweise sogar, wenn Unternehmen ihr Kapital zusammenhalten. Selbst solide Firmen mit erstklassigen Ratings werden bereits festgestellt haben, dass diese Krise unangenehme Folgen für die relativen Kosten von Fremd- und Eigenkapital hat. Bei Unternehmen mit vergleichsweise hohem Fremdmittelanteil setzt sich inzwischen die Erkenntnis durch, dass es von Vorteil sein kann, den Verschuldungsgrad über die Verringerung des Fremdmittelanteils oder durch die Ausweitung der Eigenkapitalbasis zurückzufahren.

### **8. Schwerwiegende Fehler in der Struktur der Fremdfinanzierung vermeiden**

Bereits bei der Planung und Strukturierung der Finanzierung gilt es, schwerwiegende Fehler zu vermeiden. Die Geschäftsplanung des Unternehmens ist die Basis für die Festsetzung der Covenants. Die Planungsparameter müssen deshalb konsequent hinterfragt werden, um Kündigungsgründe zu vermeiden. Weil die Geschäftsplanung meist auf Jahresbasis erfolgt, die Covenants aber in der Regel alle drei Monate getestet werden, ist vor allem darauf zu achten, dass die Saisonalität und Zyklizität des Unternehmens und der Branche richtig abgebildet werden. Wenn Capex-Covenants zum Einsatz kommen, muss das Unternehmen genügend Investitionsspielraum für seine jetzige und zukünftige Lebenszyklusphase erhalten.

Es ist zu empfehlen, einen realistischen "Downside Case" zu erstellen, der auf einer Vielzahl von Szenarien basiert. Dieser spiegelt die schlechteste realistisch zu erwartende Geschäftsentwicklung wider. Zins und Tilgung müssen in diesem Szenario noch bedient und Covenants nach Möglichkeit immer noch eingehalten werden können. Zusätzlichen Spielraum bietet der sogenannte "Headroom" – der Puffer zwischen dem Wert der Finanzkennzahl gemäß Geschäftsplanung und dem darauf basierenden Covenant. Dieser Puffer sollte großzügig bemessen sein. Zudem ist auf Fristenkongruenz zu achten: Langfristige Vermögensgegenstände dürfen nicht kurzfristig finanziert werden. Bei der Bewertung der Vermögensgegenstände ist im Übrigen zu berücksichtigen, dass das Anlagevermögen nie höher bewertet werden sollte, als bei einem Verkauf dafür zu erzielen wäre. Ein entsprechender Werthaltigkeitstest (Impairment-Test) sollte insbesondere in Krisenzeiten öfter als nur einmal zum Jahresabschluss durchgeführt werden.

Zu guter Letzt sollte die Finanzierung auf keinen Fall überbesichert sein. Dafür sollten gegebenenfalls auch etwas höhere Kreditzinsen in Kauf genommen werden. Denn eine Überbesicherung kann den zukünftigen Refinanzierungsspielraum des Unternehmens erheblich schmälern.

## 5. Fazit und Ausblick

Die Besonderheit der Wirtschafts- und Finanzkrise liegt – wie der Name schon zeigt – darin, dass Unternehmen es momentan mit **zwei Krisen** zu tun haben:

Die **Finanzkrise** manifestiert sich darin, dass es für Unternehmen deutlich schwieriger ist als früher, Eigenkapital und vor allem Fremdkapital zu beschaffen. Unsere Studie zeigt, wie restriktiv Unternehmen vieler Branchen und unterschiedlicher Größe die Kapitalbeschaffung zurzeit erleben. Die zunehmende Risikoaversion der Banken führt zu immer weiter verschlechterten Kreditkonditionen und zu Kreditrestriktionen bis hin zum Kreditstopp.

Der Einsatz von Financial Covenants kann die Beschaffung von Fremdkapital erleichtern, die Anwendung von gezielten Finanzierungsstrategien die Innen- und Außenfinanzierungskraft stärken. Auf diese Weise können Unternehmen die Finanzkrise überwinden. Allerdings wird oft übersehen, dass der Einsatz von Financial Covenants kein Allheilmittel, sondern eben nur Mittel zum Zweck bei der Kreditbeschaffung ist. Deren Anpassung an die unternehmens- und branchenspezifischen Besonderheiten und die sorgfältige Planung ausreichender "Headrooms" sowie die Einbindung entsprechender Experten können die Erfolgsaussichten bei der Finanzierung stark erhöhen.

Die **Wirtschaftskrise** macht es wiederum erforderlich, dass Unternehmen ihre Geschäftsmodelle kritisch überprüfen. Es gilt, die Absatzmärkte und Entwicklungen bei Kunden, Lieferanten und Wettbewerbern kontinuierlich im Auge zu behalten. Der rasante Wandel im Markt sowie die hohe Unsicherheit über die künftige wirtschaftliche Entwicklung haben in den vergangenen Monaten die Validität vieler Businesspläne vollkommen untergraben. Folglich müssen die Prämissen in den Planungen flexibler als vorher gestaltet werden. Szenarioanalysen und qualitative Bewertungen werden künftig vermehrt zum Einsatz kommen. Gleichzeitig steigt die Bedeutung von Managementqualifikationen mit einem ganzheitlichen Ansatz in Bezug auf Strategie, operatives Geschäft und Unternehmensfinanzierung.

Die derzeitige Krise ist vor allem auch eine **Vertrauenskrise**. Deshalb ist das Vertrauen, welches das Management bei allen Stakeholdern genießt – Anteilseignern, Gläubigern, Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten – der wohl wichtigste Schlüssel zur Überwindung der Krise.

## Ansprechpartner



**Dr. Sascha Haghani**

Partner

Roland Berger Strategy Consultants GmbH  
Karl-Arnold-Platz 1 | 40474 Düsseldorf | Germany  
Phone +49 211 4389-2168 | Fax +49 211 4389-2195  
Mobile +49 160 744-2168  
sascha\_haghani@de.rolandberger.com



**Steffen Voll**

Project Manager

Roland Berger Strategy Consultants GmbH  
Karl-Arnold-Platz 1 | 40474 Düsseldorf | Germany  
Phone +49 211 4389-2148 | Fax +49 211 4389-2176  
Mobile +49 160 744-2148 | E-Fax +49 211 9702-2148  
steffen\_voll@de.rolandberger.com



**Dr. Matthias Holzamer**

Senior Consultant

Roland Berger Strategy Consultants GmbH  
Karl-Arnold-Platz 1 | 40474 Düsseldorf | Germany  
Phone +49 211 4389-2291 | Fax +49 211 9702-2291  
Mobile +49 160 744-2291  
matthias\_holzamer@de.rolandberger.com



**Claudia Warnig**

Consultant

Roland Berger Strategy Consultants GmbH  
Karl-Arnold-Platz 1 | 40474 Düsseldorf | Germany  
Phone +49 211 4389-2119 | Fax +49 211 9702-2119  
Mobile +49 160 744-2119  
claudia\_warnig@de.rolandberger.com





**Amsterdam**  
**Bahrain**  
**Barcelona**  
**Beijing**  
**Berlin**  
**Brussels**  
**Bucharest**  
**Budapest**  
**Casablanca**  
**Chicago**  
**Detroit**  
**Düsseldorf**  
**Frankfurt**  
**Hamburg**  
**Hong Kong**  
**Istanbul**  
**Kyiv**  
**Lisbon**  
**London**  
**Madrid**  
**Milan**  
**Moscow**  
**Munich**  
**New York**  
**Paris**  
**Prague**  
**Riga**  
**Rome**  
**São Paulo**  
**Shanghai**  
**Stuttgart**  
**Tokyo**  
**Vienna**  
**Warsaw**  
**Zagreb**  
**Zurich**