

Bedeutung und Management von Financial Covenants

Bedeutung und Management von Financial Covenants

Inhalt

1. Das Comeback der Financial Covenants	3
2. Financial Covenants – ein Überblick	5
3. Sanktionsmechanismen und Gegenmaßnahmen bei Covenant-Brüchen	7
4. Zunehmende Bedeutung von Financial Covenants in Deutschland – Eine Umfrage von Roland Berger Strategy Consultants	9
5. Festlegung von Financial Covenants und Management von Covenant-Verletzungen	17
6. Erfolgsfaktoren beim Covenant-Management	22
Ansprechpartner	24

1. Das Comeback der Financial Covenants

Die gegenwärtige Krise auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten hat dazu geführt, dass Verpflichtungen des Kreditnehmers im Rahmen von Unternehmenskrediten, sogenannte **Financial Covenants, wieder mehr Beachtung finden**. Noch bis vor Kurzem war das Gegenteil der Fall: Angesichts der hohen Mittelzuflüsse bei Private-Equity-Gesellschaften und des damit einhergehenden Booms bei kreditfinanzierten Firmenübernahmen (LBOs) sowie des starken Wettbewerbs um Fremdkapitalfinanzierungen schienen Covenants erheblich an Bedeutung zu verlieren. Um gegenüber neuen "Mitspielern" bei Kreditfinanzierungen, insbesondere Hedgefonds, nicht ins Hintertreffen zu geraten, verzichteten vor allem in den Vereinigten Staaten viele Kreditinstitute auf vertragliche Gläubigerschutzmechanismen in Form von Covenants oder behandelten diese sehr lax (Covenant Lite). Die gestiegene Tendenz zu Weiterplatzierungen von Bankkrediten an Dritte und die damit verbundene Reduktion der Risikopositionen bei den Banken begünstigte diese Entwicklung. Laut Standard & Poor's betrug in den ersten beiden Quartalen 2007 die Gesamtsumme der ausstehenden Covenant-Lite-Kredite im Durchschnitt 105 Mrd. Dollar, im Zeitraum 1997-2006 waren es dagegen nur 32 Mrd. Dollar.

Die im Sommer 2007 ausgelöste **Kreditkrise** hat jedoch zu einem deutlich **gestiegenen Risikobewusstsein** bei den finanzierenden Banken geführt. Sie stufen Kreditausfallrisiken seitdem tendenziell höher ein, was sich in einer Zunahme der unternehmensspezifischen Kreditzinsaufschläge (Kreditspreads) seit Juni/Juli 2007 zeigt. Gleichzeitig haben Banken ihre Anforderungen an die Kreditvergabe verschärft, sodass insbesondere Financial Covenants als Frühwarn- und Risikomanagementsystem bei der Unternehmensfinanzierung wieder häufiger eingesetzt werden. Der "Economist" spricht in seiner Ausgabe vom 11. Oktober 2007 von einem "Comeback" der Financial Covenants. Es ist davon auszugehen, dass die Bedeutung von Financial Covenants als gläubigerschützendes Instrumentarium in Kreditverträgen weiter steigen wird.

Welche Folgen die aktuellen Entwicklungen auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland haben, ist noch nicht eindeutig abzusehen. Fest steht allerdings, dass der (klassische) Bankkredit nach wie vor die Hauptfinanzierungsquelle für (insbesondere mittelständische) deutsche Unternehmen ist. Sofern die gegenwärtige Kreditkrise eine allgemeine, global um sich greifende **Restriktion der Kreditvergabe** zur Folge hat, dürfte dies auch die Finanzierungspraxis sowie das Wachstum von Unternehmen in Deutschland beeinflussen.

Aus aktuellem Anlass hat Roland Berger Strategy Consultants ca. 100 Führungskräfte bei mehr als 20 deutschen Kreditinstituten zur Rolle von Financial Covenants im Rahmen der Unternehmensfinanzierung befragt.

Neben den wesentlichen Ergebnissen der Befragung gibt die Studie unter anderem Aufschluss über folgende Fragen:

- > Wie werden Financial Covenants thematisch abgegrenzt und welche Arten kommen zum Einsatz?
- > Welche Konsequenzen können Covenant-Brüche haben?
- > Welche wesentlichen Aspekte sind bei der Festlegung von Financial Covenants sowie beim Management von Covenant-Verletzungen zu beachten?

2. Financial Covenants – Ein Überblick

Covenants sind **Verpflichtungen des Kreditnehmers**, die im Rahmen von Kreditverträgen zwischen der finanzierenden Bank und dem kreditnehmenden Unternehmen vereinbart werden. Sie sollen der gegensätzlichen Interessenlage der beiden Parteien Rechnung tragen: Während die Bank das Ziel verfolgt, das Kreditausfallrisiko zu minimieren, und sich dafür umfassende Kündigungsrechte offenhält, möchte der Kreditnehmer seine unternehmerische Freiheit erhalten, die Liquidität sichern und sich keinem Risiko der Kreditkündigung aussetzen. Im Prinzip sind Covenants Kriterien, anhand derer beide Vertragsparteien die (nachteilige) Veränderung von unternehmensspezifischen Rahmendaten, die Grundlage der Kreditvergabe waren, rechtzeitig identifizieren und aktiv Gegenmaßnahmen einleiten können.

Grundsätzlich unterscheidet man **drei Arten** von Covenants:

- > General Covenants
- > Information Covenants
- > Financial Covenants.

Zu den **General Covenants** gehören allgemein für die Kreditbeziehung bedeutende Aspekte wie die Einhaltung von Betriebsgenehmigungen, die Sicherstellung eines bestimmten Versicherungsschutzes sowie die Zustimmungspflicht beim Verkauf wesentlicher Vermögensgegenstände oder beim Wechsel der Unternehmenskontrolle.

Information Covenants beziehen sich auf die Offenlegung von internen Unternehmensdaten sowie Finanzinformationen, zu denen beispielsweise Jahresabschlüsse, Quartals- und Monatsabschlüsse oder ein Business Plan für mindestens drei Jahre (mit Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz, Cashflow-Rechnung und Investitionsplan) gehören.

Financial Covenants stellen im Rahmen der Unternehmensfinanzierung die bedeutendste Untergruppe von Covenants dar und lassen sich auch als Kapitalstrukturaufgaben beschreiben. 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, um eventuelle Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen. Sie tragen zur Senkung des Kreditrisikos bei, indem sie finanzielle Disziplin vom Unternehmen einfordern.

Financial Covenants sind Mindestanforderungen an die künftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die mit exakten Grenzwerten in den Kreditverträgen ausformuliert werden. Diese Grenzen werden sowohl in absoluter Form als auch als Verhältnisangaben festgeschrieben.

Folgende Financial Covenants sind in der Praxis besonders relevant:

- > **EBITDA Interest Cover** (Zinsdeckungsgrad) als Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand
- > **Debt Service Cover Ratio** (Schuldendienstdeckungsgrad) als Verhältnis von dem für den Schuldendienst zur Verfügung stehenden Cashflow zum periodenrelevanten Schuldendienst
- > **Leverage Ratio** (Nettoverschuldungsgrad) als Verhältnis von Net Debt zu EBITDA
- > **Capex Limit** als kumulierte Obergrenze für Investitionen, die das kreditnehmende Unternehmen nicht überschreiten darf

Abbildung 1: **BEISPIELE FÜR PRAXISRELEVANTE FINANCIAL COVENANTS**

Englische Bezeichnung	Deutsche Bezeichnung	Definition	Bedeutung in der Praxis
EBITDA Interest Cover	Zinsdeckungsgrad	$\text{EBITDA Interest Cover} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Zinsaufwand}}$	Sehr hoch
Debt Service Cover Ratio (DSCR) auch Fixed Charge Cover oder Cashflow Cover	Schuldendienstdeckungsgrad	$\text{DSCR} = \frac{\text{Für Schuldendienst verfügbarer Cashflow}}{\text{Schuldentilgung und Zinszahlungen}}$	Sehr hoch
Leverage Ratio	Nettoverschuldungsgrad	$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{Net debt}}{\text{EBITDA}}$	Sehr hoch
Capex Limit	Investitionslimit	Absolute kumulierte Obergrenze	Mittel

Quelle: Roland Berger

Darüber hinaus werden weitere Financial Covenants eingesetzt, die jedoch in der Praxis keine größere Rolle spielen. Zu diesen Kennzahlen gehören beispielsweise die absolute Höhe des Eigenkapitals oder des EBITDA.

3. Sanktionsmechanismen und Gegenmaßnahmen bei Covenant-Brüchen

Um Covenants nach deren Festschreibung im Kreditvertrag als wirkungsvolles Frühwarnsystem und Risikomanagementsystem für die Laufzeit des Kredit-Engagements nutzen zu können, müssen aktuelle Informationen über die Entwicklung des Unternehmens zeitnah und vollständig vorliegen. Die entsprechenden Informationspflichten des Schuldners müssen bereits frühzeitig im Kreditvertrag verankert werden. Für ein effektives **Monitoring** der Financial Covenants ist es entscheidend, die notwendigen Informationen nicht nur jährlich, sondern auch quartals- oder – im Fall von Unternehmenskrisen – monatsweise zu prüfen. Nur wenn der Kreditgeber regelmäßig und in instrumentalisierter Form die relevanten Informationen erhält, kann er ein Nichteinhalten der Financial Covenants durch das Unternehmen frühzeitig erkennen, sodass entsprechende Gegenmaßnahmen rechtzeitig und proaktiv eingeleitet werden.

Kommt es dennoch zur **Verletzung der Covenants**, kann dies weitreichende negative Folgen für den Schuldner haben, insbesondere im Hinblick auf das Vertrauensverhältnis zu den Kapitalgebern. Für die finanzierenden Banken bedeutet die Nichteinhaltung der Covenants eine Verschlechterung der Schuldendienstfähigkeit und damit der Bonität des Schuldners – das Risiko der nicht fristgemäßen Rückführung des Kredit-Engagements nimmt zu. Insbesondere vor dem Hintergrund der Basel-II-Richtlinie, welche die Notwendigkeit einer risikoadjustierten Eigenkapitalhinterlegung von Krediten fordert, gilt es deshalb, die erhöhten Risiken nach Verletzungen von Covenants professionell zu managen.

Den Kreditgebern steht hierbei eine Reihe von Sanktionsmechanismen zur Verfügung. Das schwerwiegendste Drohinstrument im Fall der Nichteinhaltung von Financial Covenants ist die **Kündigung des Kreditvertrags**. Bei Erstverletzung wird dieses Kündigungsrecht in der Praxis jedoch selten angewandt; vielmehr kommt es in den meisten Fällen zu einer Nachverhandlung des Kreditvertrags. In kritischeren Fällen beginnen Banken die Nachverhandlung bereits mit der **Einfrierung der Kreditlinien**, um ihre Verhandlungsposition zu stärken.

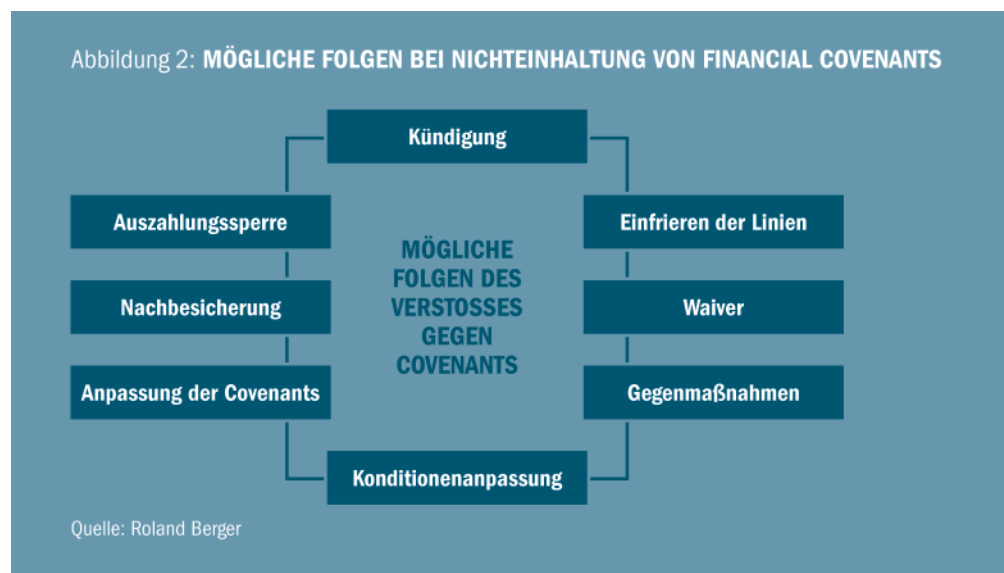
Ein Verzicht auf das Kündigungsrecht wird als **Waiver** bezeichnet. Der Waiver wird vor allem bei unkritischen Verletzungen von Financial Covenants ohne weitere Maßnahmen erteilt und kann eine Bearbeitungsgebühr – eine Waiver Fee – nach sich ziehen. Je nach Verletzungsgrad kann jedoch ein Kündigungsverzicht durch eine oder mehrere der folgenden Maßnahmen flankiert werden:

Zum einen kann die Bank heilende **Gegenmaßnahmen** fordern, beispielsweise die Veräußerung von (nicht betriebsnotwendigem) Vermögen oder die Zuführung von zusätzlichem Eigenkapital. Durch solche Maßnahmen werden unter Umständen die nicht eingehaltenen Financial Covenants ex post geheilt.

Häufig kommt es darüber hinaus zu einer **Anpassung der Kreditkonditionen**: Die sich in der verschlechterten Finanzkennzahl widerspiegelnde Bonitätsänderung des Unternehmens führt in der Regel zu einer Erhöhung des Zinssatzes.

Falls sich die Verschlechterung der Finanzkennzahlen des Unternehmens als nachhaltig herausstellt, muss im Regelfall eine **Anpassung der Financial Covenants** erfolgen. Diese kann sich sowohl auf die Höhe als auch auf die Art der Covenants beziehen. Darüber hinaus kann die Gläubigerbank die Bestellung zusätzlicher Sicherheiten (**Nachbesicherung**) sowie eine Sperre für Ausschüttungen und/oder (nachrangige) Darlehen (**Auszahlungssperre**) fordern.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Art und der Ausprägungsgrad der gewählten Sanktionsmechanismen vom Grad der Bonitätsverschlechterung und somit von der aktuellen, neuen Risikoeinschätzung der Bank über den Kreditnehmer abhängen.



4. Zunehmende Bedeutung von Financial Covenants in Deutschland – Eine Umfrage von Roland Berger Strategy Consultants

Um angesichts der aktuellen Entwicklungen auf den Kreditmärkten die Bedeutung von Financial Covenants in der Praxis genauer zu erfassen, hat Roland Berger Strategy Consultants rund 100 Führungskräfte von mehr als 20 deutschen Kreditinstituten – darunter alle vier deutschen Großbanken sowie die größten Kreditinstitute aus dem öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Bankensektor – zum Thema Financial Covenants befragt.

Die **thematischen Schwerpunkte** der Befragung sind:

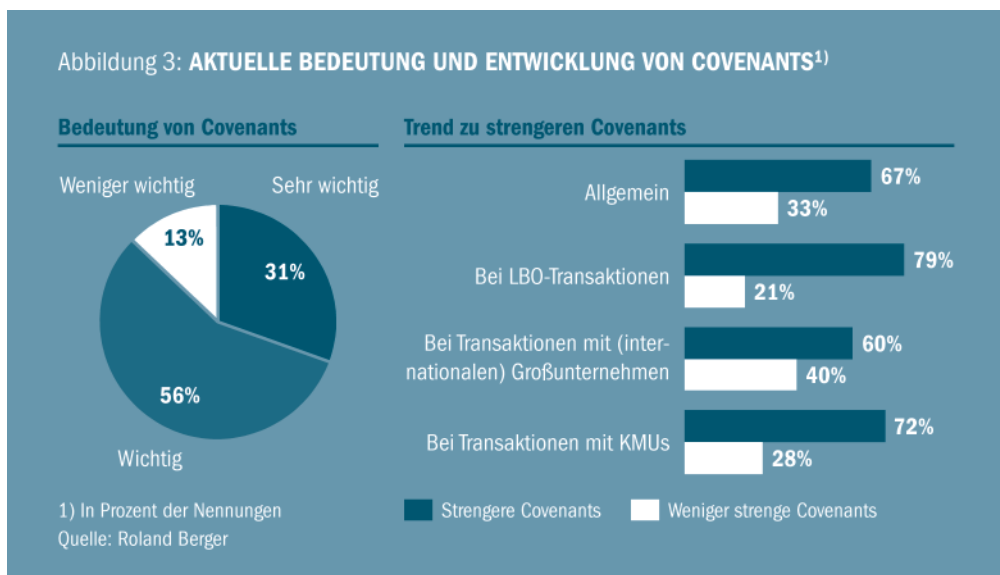
- > Bedeutung von Financial Covenants bei der Kreditfinanzierung
- > Anforderungen bei der Festlegung und Arten von Financial Covenants
- > Auswirkungen von Financial Covenants auf den Handlungsspielraum des kreditnehmenden Unternehmens
- > Konsequenzen von Covenant-Verstößen während der Kreditlaufzeit

Die Befragung hat zu folgenden **Kernergebnissen** geführt:

1. Die Befragten messen Financial Covenants aktuell eine **hohe Bedeutung** bei, mit steigender Tendenz zu strengeren Varianten, insbesondere bei LBO-Transaktionen und bei Finanzierungen mittelständischer Unternehmen.
2. Die **Relevanz** von Financial Covenants in Kreditverträgen **steigt mit zunehmendem Ausfallrisiko**.
3. Covenants werden größtenteils **kreditnehmerspezifisch festgelegt**, wobei das Finanzierungsinstrument, das Geschäftsmodell sowie die Branche des Unternehmens besonders berücksichtigt werden.
4. Am **bedeutendsten** sind Covenants, die sich auf **Ertrags- und Cashflow-Kennzahlen beziehen** (insbesondere EBITDA Interest Cover, Debt Service Cover Ratio).
5. **Funktionalität, Praktikabilität und Robustheit** der eingesetzten Covenants sind **wichtige Einflussgrößen** bei deren Festlegung.
6. Der strategische **Handlungsspielraum** des Kreditnehmers wird nach überwiegender Meinung durch Financial Covenants **kaum eingeschränkt**.

7. Financial Covenants werden mehrheitlich **auf vierteljährlicher Basis überwacht**.
8. **Covenant-Verletzungen** führen in der Regel zu einer **Verteuerung der Kreditkonditionen** sowie zur **Einbindung von externen Beratern** (insbesondere Unternehmensberatungen und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften).

Hohe Bedeutung von Financial Covenants – Tendenz zu strengeren Formen

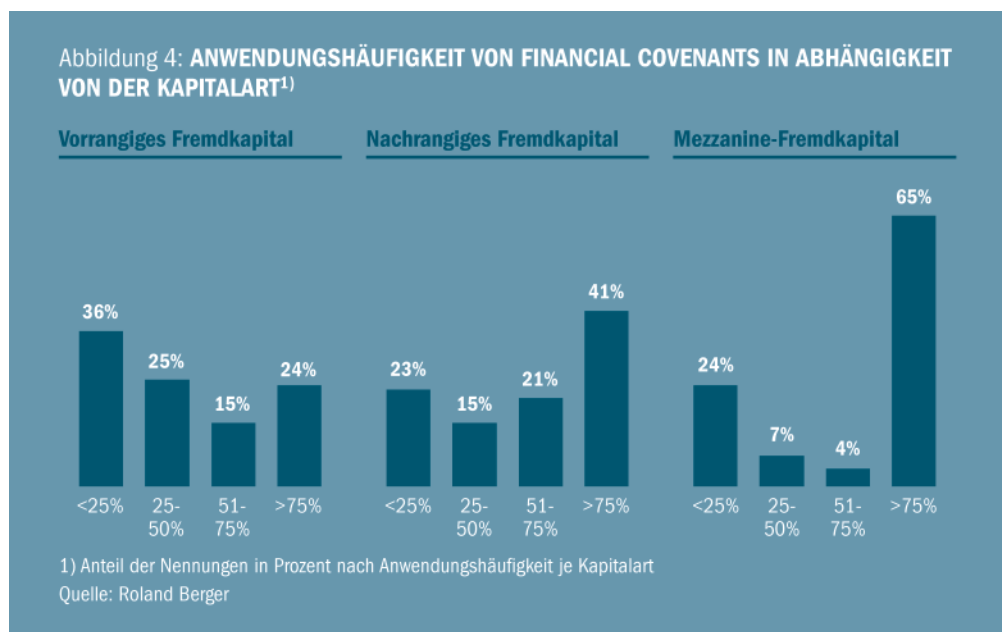


31 Prozent aller Studienteilnehmer messen Financial Covenants eine sehr hohe, 56 Prozent eine hohe und 13 Prozent eine geringe Bedeutung bei. Dieses Ergebnis deckt sich mit der zu Beginn dieser Studie aufgestellten Behauptung, dass Financial Covenants nicht zuletzt wegen der momentanen Entwicklungen auf den internationalen Kreditmärkten zu einem immer wichtigeren Eckpfeiler der Fremdkapitalfinanzierung werden; ihre Relevanz als Frühwarn- und Risikomanagementsystem tritt stärker in den Vordergrund.

Allgemein ist ein Trend zu strengeren Financial Covenants, insbesondere bei LBO-Transaktionen und KMUs, zu beobachten. Ein Großteil der befragten Banker konstatiert bei LBO-Transaktionen und bei KMU-bezogenen Fremdkapitaltransaktionen einen Wandel zu meist strikteren Financial

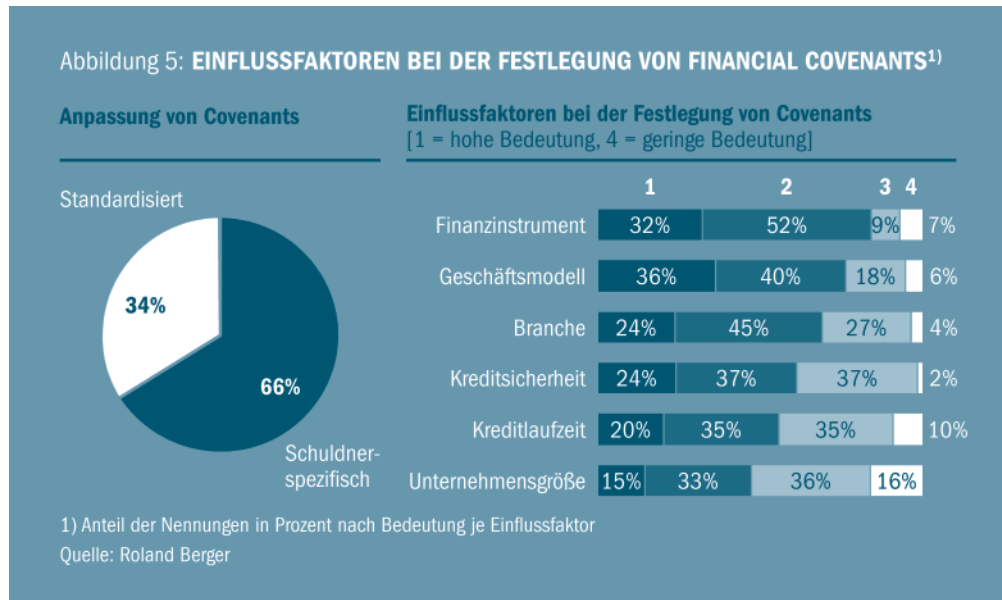
Covenants (79 bzw. 72 Prozent), wohingegen bei (multinationalen) Großunternehmen 60 Prozent der Befragten eine Verschärfung sehen. Während die Restriktion der Kreditvergabebedingungen bei fremdkapitalfinanzierten Firmenübernahmen als bereits bekannt und allgemein nachvollziehbar gilt, dürfte die Anwendung strengerer Covenants bei KMUs weitreichende Implikationen für die Finanzierungspraxis im deutschen Mittelstand haben.

Die Relevanz von Covenants steigt mit zunehmendem Kreditausfallrisiko



Financial Covenants werden insbesondere bei nachrangigen Kredit- und Mezzanine-Finanzierungen angewandt. Dieses Ergebnis war insofern zu erwarten, als mit abnehmendem Rang des Fremdkapitals auch dessen Ausfallwahrscheinlichkeit steigt. Da bei nachrangigem Fremdkapital ein Gläubiger die Befriedigung vorrangiger Fremdkapitalgeber abwarten muss, gewinnt die vertragliche Absicherung des Ausfallrisikos durch Financial Covenants hierbei an Bedeutung. Die Befragung zeigt zudem, dass bei Mezzanine-Fremdkapital-Transaktionen verstärkt von Financial Covenants Gebrauch gemacht wird, das heißt: Auch bei hybriden Finanzierungsformen wie der Mezzanine-Finanzierung als Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital werden Gläubigerschutzmechanismen in Form von Financial Covenants eingesetzt.

Financial Covenants werden kreditnehmerspezifisch festgelegt

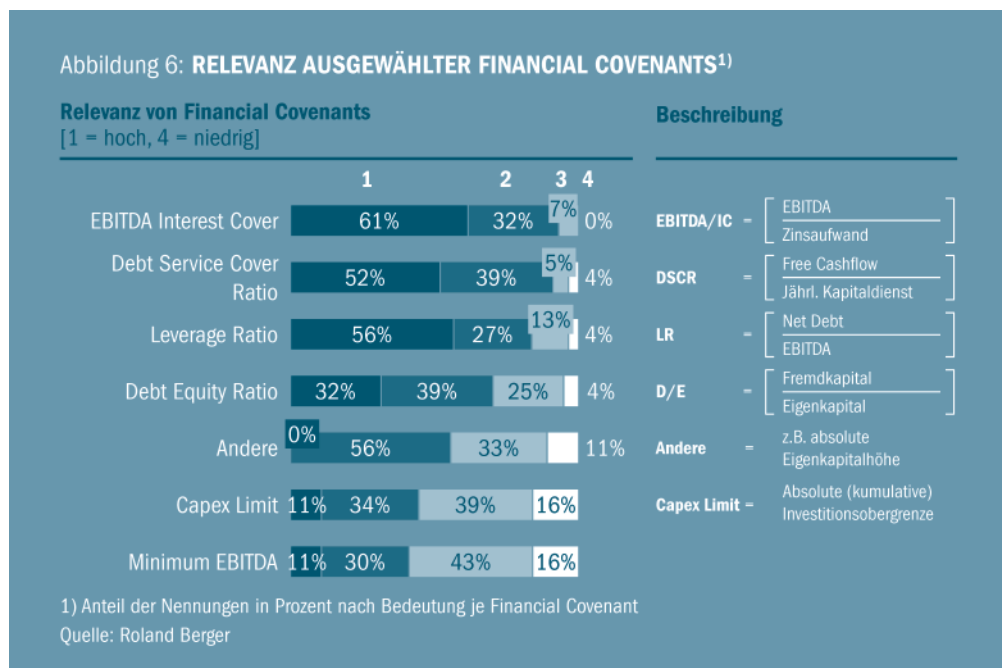


Kreditinstitute führen größtenteils (66 Prozent) eine unternehmensspezifische Anpassung von Financial Covenants durch, wobei das zugrunde liegende Finanzierungsinstrument, das Geschäftsmodell und die Branche des Kreditnehmers den größten Einfluss haben. Es wird verdeutlicht, dass es vorgefertigte, standardisierte Covenants nicht geben kann und dass die Banken eine über die Finanzwirtschaft des Schuldnerunternehmens hinausgehende Kenntnis des Geschäftsmodells sowie der Branche haben müssen. Weiterhin bestimmen die Art und der Umfang der Kreditsicherheiten, die Kreditlaufzeit sowie die Unternehmensgröße die Ausgestaltung der Covenants.

Die bedeutendsten Covenants beziehen sich auf Ertrags- und Cashflow-Kennzahlen

Kreditinstitute ordnen vor allem denjenigen Financial Covenants eine dominante Rolle zu, deren Bezugsgröße eine Kennzahl ist, die auf den Unternehmensertrag bzw. Cashflow (EBITDA bzw. Free Cashflow) und damit auf die laufende Schuldendienstfähigkeit abstellt.

Bilanziellen Verschuldungskennzahlen wie der Debt Equity Ratio kommt eine etwas geringere Bedeutung zu. Folglich ist während der Kreditlaufzeit neben einem zielgerichteten Kapitalstrukturmanagement insbesondere eine kontinuierliche, positive operative Unternehmensentwicklung entscheidend, um Covenant-Verstöße zu vermeiden.



Funktionalität, Praktikabilität und Robustheit sind wichtige Einflussgrößen bei der Festlegung

Zu den wesentlichen Eigenschaften, die bei der Festlegung von Financial Covenants im Rahmen des Kreditvertrags zu berücksichtigen sind, zählen Funktionalität, also die genaue Abbildung der finanziellen Situation des Schuldnerunternehmens (37 Prozent), Praktikabilität im Sinne unkomplizierter Berechnung und Überwachung (28 Prozent) sowie Robustheit, d.h. Unanfälligkeit gegenüber Manipulationen (26 Prozent).

Aus den beschriebenen Eigenschaften lässt sich ableiten, dass Financial Covenants die finanzwirtschaftlichen Besonderheiten des Kreditnehmers abbilden müssen, ohne dabei an Transparenz und Manipulationsresistenz zu verlieren. Die Erfüllung dieser Anforderungen erfordert eine fundierte Kenntnis der operativen Kernhebel sowie deren Auswirkungen auf die Finanz-, Vermögens- und Ertragslage.

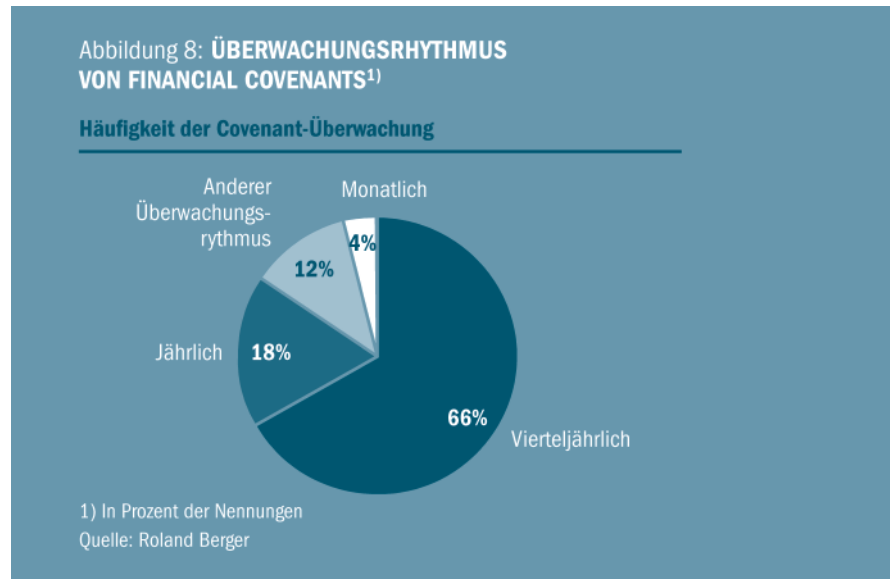
Der strategische Handlungsspielraum wird kaum eingeschränkt



Eine Einschränkung des strategischen Handlungsspielraums des Schuldnerunternehmens ist mit Financial Covenants nach überwiegender Meinung der befragten Banken nur in begrenztem Maße verbunden. 18 Prozent sind der Meinung, dass Financial Covenants den strategischen Handlungsspielraum des Schuldnerunternehmens zu einem sehr geringen Grad (38 Prozent zu einem geringen, 44 Prozent zu einem moderaten, 0 Prozent zu einem hohen Grad) einschränken.

Dieses Ergebnis sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass Financial Covenants zum einen möglicherweise strategische Weichenstellungen während der Kreditlaufzeit beeinflussen. So können sie sich beispielsweise auf Entscheidungen über notwendige Investitionen auswirken, da nach einem investitionsbedingten Anstieg der Verschuldung Covenants verletzt werden könnten. Zum anderen bieten Financial Covenants – zumindest aus theoretischer Sicht – den Banken die Möglichkeit, infolge eines Covenantbruchs aktiv in die Führung des Schuldnerunternehmens einzugreifen. Hängt das Überleben der Gesellschaft maßgeblich von der Finanzierung durch die kreditgebende(n) Bank(en) ab, kann bzw. können diese unter Androhung der Kündigung des Kreditverhältnisses umfangreiche Mitwirkungsrechte – bis hin zur faktischen Übernahme der Unternehmensführung – durchsetzen.

Vierteljährliche Überwachung von Financial Covenants



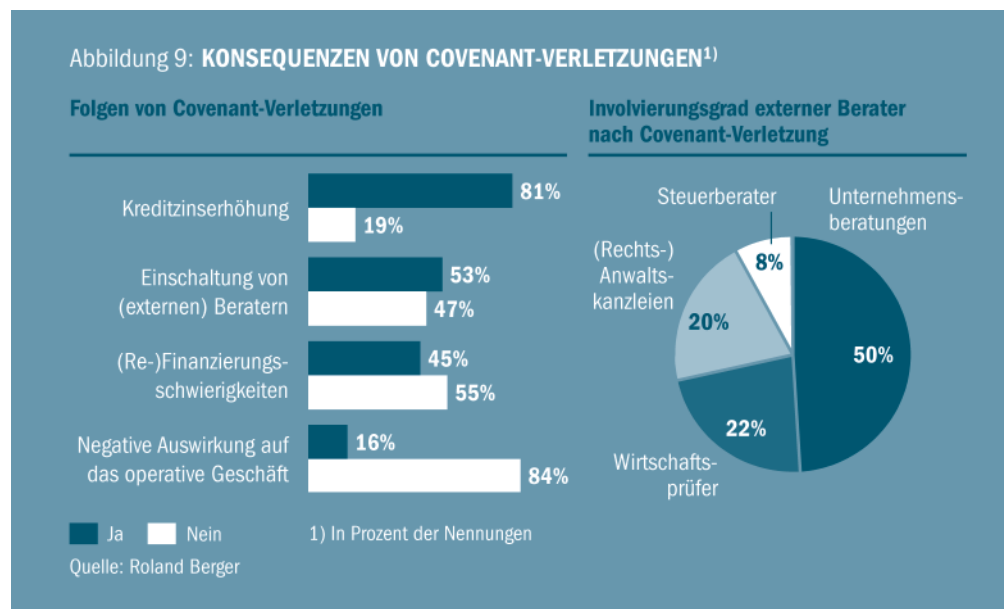
Die Überwachung von Financial Covenants findet mehrheitlich auf vierteljährlicher Basis (66 Prozent) statt. 18 Prozent der Befragten geben an, Financial Covenants auf jährlicher Basis zu überwachen, 4 Prozent tun dies auf monatlicher Basis. Die marktübliche vierteljährliche Überwachung stellt hierbei in der Praxis ein angemessenes Verhältnis zwischen dem Aufwand bzw. den Kosten einer kontinuierlichen Überwachung und der Möglichkeit eines aktiven, rechtzeitigen Eingreifens bei einer Covenant-Verletzung dar.

Covenant-Verletzungen führen häufig zu schlechteren Kreditkonditionen und Einbindung externer Berater

Covenant-Verletzungen ziehen in der Regel eine Zinserhöhung sowie die Einschaltung externer Berater nach sich. Als externe Berater werden Unternehmensberatungsgesellschaften am häufigsten beim Management von Covenant-Brüchen (50 Prozent) eingebunden. Bei der Festlegung von Covenants im Rahmen des Abschlusses von Kreditverträgen beträgt dieser Anteil 37 Prozent. Der hohe Involvierungsgrad von Unternehmensberatungsgesellschaften bei Covenant-Verletzungen liegt nicht zuletzt darin begründet, dass ein Covenant-Bruch in aller Regel ein Symptom einer (strategischen, Ergebnis- oder Liquiditäts-)Krise darstellt und oft zu einem Vertrauensverlust bei den kreditgebenden Banken führt.

Letzteren ist das frühzeitige und professionelle Management von Covenant-Verletzungen für den weiteren unternehmerischen Erfolg wichtig. Bei diesem Prozess, der auf Basis eines umfassenden Konzepts eine unabhängige Analyse des Unternehmens und des relevanten Marktes erfordert, sowie bei den Verhandlungen neuer Covenants hat sich ein neutraler Moderator, der das Vertrauen der Banken genießt, oftmals als hilfreich erwiesen.

Weiterhin zeigt die Befragung, dass Covenant-Brüche mehrheitlich nicht zu Schwierigkeiten bei (Re-)Finanzierungen (55 Prozent) führen. Zudem haben Covenant-Verletzungen in der Regel keine negativen Auswirkungen auf das operative Geschäft (84 Prozent).

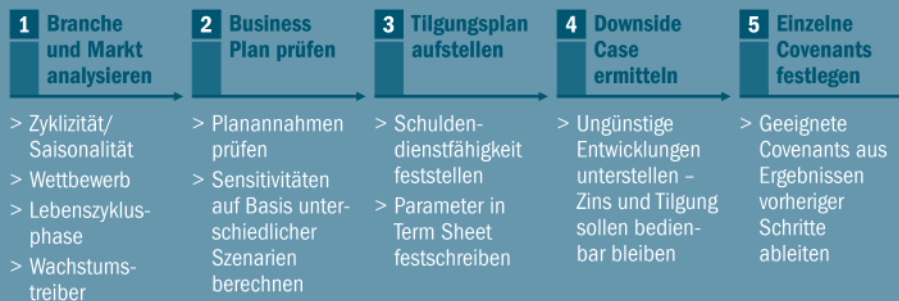


5. Festlegung von Financial Covenants und Management von Covenant-Verletzungen

Die Befragung hat gezeigt, dass in Kreditverträgen zunehmend strengere Covenants angewandt werden. Damit diese ihre **Funktion als Frühwarn- und Risikomanagementsystem** während der Kreditlaufzeit optimal erfüllen können, sind die Anforderungen an Covenants hinsichtlich Robustheit, Praktikabilität und Funktionalität sowie die unternehmensindividuelle Ermittlung bei Abschluss des Kreditvertrags für Kreditgeber und -nehmer entscheidend. Gleichzeitig gilt es, Financial Covenants so zu gestalten, dass dem Unternehmen genügend strategischer Handlungsspielraum bleibt. Aus den Erkenntnissen der Befragung leiten sich **Handlungsempfehlungen** für Banken und Unternehmen ab, die im Folgenden näher beleuchtet werden.

Die Festlegung von Financial Covenants erfordert einen **umfassenden Ansatz**. Banken müssen sich einen tiefgehenden **Einblick in das Unternehmen und dessen Branche** verschaffen. Ein gründliches Verständnis der Ergebnis- und Cashflow-Situation sowie des Kapitalbedarfs sind wichtig, damit Covenants zielgerichtet festgelegt werden können. Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, lässt sich der idealtypische Verlauf bei der Ermittlung und Festlegung in **fünf Phasen** untergliedern.

Abbildung 10: VORGEHEN ZUR FESTLEGUNG VON FINANCIAL COVENANTS



Quelle: Roland Berger

Am Beginn des Prozesses steht die Analyse der **Besonderheiten der jeweiligen Branche und des Marktes**, insbesondere der branchenspezifische Zyklizität im Jahresvergleich und Saisonalität während des Jahres sowie des Wettbewerbsumfelds. Anhand der historischen und aktuellen Unternehmens- und Marktentwicklung werden die Lebenszyklusphase der Branche und die Wachstumstreiber untersucht.

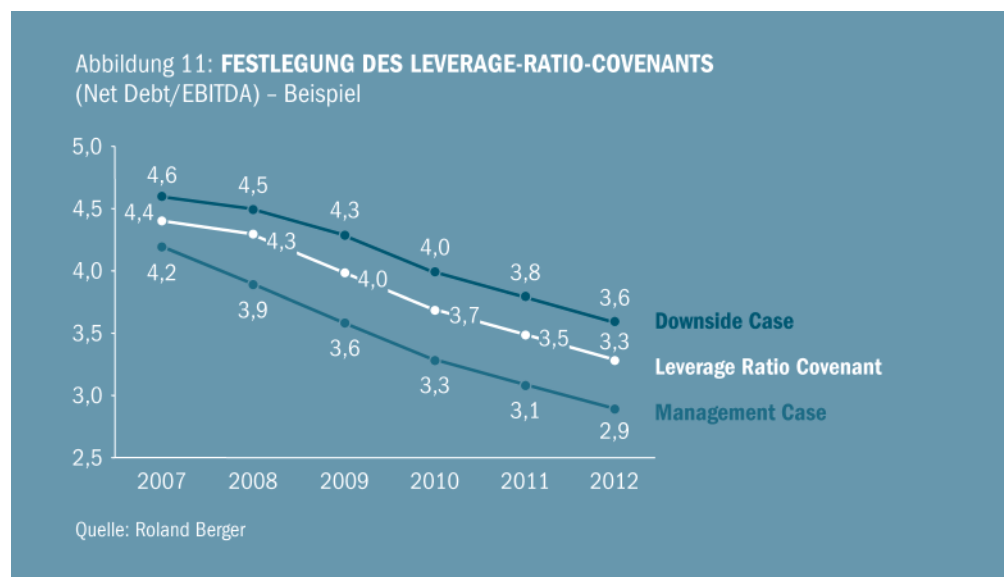
Auf Basis der aus der Branchen- und Marktanalyse gewonnenen Erkenntnisse gilt es im nächsten Schritt, den **Business Plan** des Unternehmens – also die integrierte GuV, Bilanz- und Cashflow-Planung des Managements (Management Case) für die nächsten drei bis fünf Jahre – detailliert zu prüfen und gegebenenfalls zu revidieren. Im Detail sind die getroffenen **Annahmen** zur allgemeinen **Umsatz- und Kostenentwicklung** (z.B. Material-, Personal-, sonstiger betrieblicher Aufwand), zur Entwicklung des **Net Working Capital** (Vorräte, Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen) sowie zu geplanten **Investitionstätigkeiten** (z.B. Produktionsanlagen, Fuhrpark) des Unternehmens zu betrachten. Besonderes Augenmerk liegt dabei auf der Sensitivität der Ertrags-, Cashflow- und Verschuldungsentwicklung im Hinblick auf Änderungen der zugrunde liegenden Annahmen im Rahmen unterschiedlicher **Szenarien**, da aus dem Business Plan abgeleitete Finanzkennzahlen später als Bezugsgröße für die Berechnung der Financial Covenants herangezogen werden.

In einem dritten Schritt wird für den anvisierten Finanzierungsbedarf ein individueller **Tilgungsplan** erstellt, der den zeitlichen Verlauf der Kapitalrückzahlung über die gesamte Laufzeit hinweg bis zur restlosen Tilgung der Darlehensschuld abbildet. Hierbei ist die sich aus dem Business Plan – insbesondere aus der Bilanzstruktur sowie dem zur Bedienung der Tilgung und Zinsen zur Verfügung stehenden Cashflow – ergebende **Schuldendienstfähigkeit** des Unternehmens zu berücksichtigen. Unter Einbeziehung des individuellen Risikoprofils des Unternehmens kann im Anschluss daran die endgültige **Finanzierungsstruktur** und -höhe festgelegt werden. Die Finanzierungsstruktur determiniert nicht nur die Art der einzelnen Kreditlinien (Senior Debt A-C, Betriebsmittellinie, Mezzanine etc.), sondern auch die Laufzeit der Kredite, ihre Rückzahlungstermine (z.B. monatlich, vierteljährlich oder endfällig) und die Zinssätze. Bei der Festlegung dieser Parameter zwischen Kapitalgeber und -nehmer im Rahmen eines sogenannten Term Sheets ist vor dem Hintergrund des Business Plans darauf zu achten, dass die vorgesehenen Tilgungen hinsichtlich des Zeitpunktes und der Höhe realistisch sind und nicht der gesamte zur Verfügung stehende Cashflow für die Rückführung der Kreditlinien genutzt wird.

Nachdem die Art und Höhe der einzelnen Finanzierungsinstrumente feststehen, wird in einem weiteren Schritt der sogenannte **Downside Case** für den Business Plan ermittelt. Hierbei handelt es sich um ein Geschäftsentwicklungsszenario, das im Vergleich zum Business Plan des Managements (Management Case) auf ungünstigeren Annahmen beruht. Auch wenn dieses Szenario sich bewahrheitet, soll das Unternehmen in der Lage sein, seinen vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen nachzukommen.

Auf Basis des Downside Case werden geeignete **Financial Covenants** ausgewählt. Ziel ist es, die Unternehmensrisiken insbesondere aus Sicht des Kreditgebers zu erfassen und die Stärken und Schwächen des Unternehmens abzubilden.

Nach Auswahl der Covenants wird ausgehend von den Ergebnissen sowie den Szenarioanalysen der vorangehenden Schritte ermittelt, wie sich diese **Finanzkennziffern im Zeitablauf** entwickeln werden. Zwischen der im Management Case gezeichneten Unternehmensentwicklung und dem Downside Case ergibt sich damit ein Korridor, in dem die Höhe der Financial Covenants festzulegen ist. Die nachfolgende Grafik stellt beispielhaft die Entwicklung der Verschuldung, abgebildet durch die Leverage Ratio, dar und zeigt die Entwicklung des Covenants im Vergleich zum Management und Downside Case.



Im Rahmen der Festlegung von Covenants ist der sogenannte **Headroom** zu berechnen: Dies ist der Puffer zwischen dem Wert der Finanzkennzahl gemäß Management Case (z.B. für das Jahr 2012: Net Debt/EBITDA: 2,9) und dem festgelegten Covenant (3,3). Er gilt pro Betrachtungsperiode und wird in der Regel in Prozent angegeben. Im gewählten Beispiel beträgt der Headroom der Kennzahl Net Debt/EBITDA 14 Prozent, das bedeutet: Die Kennziffer Net Debt/EBITDA darf sich von 2,9 um maximal 14 Prozent auf 3,3 ungünstiger entwickeln, damit die Einhaltung des Covenants gewährleistet ist. Headroom und Zinsen korrelieren negativ; daher begehen Unternehmen oftmals den Fehler, dass sie sich einen niedrigeren Kreditzins mit zu knapp bemessenen Headrooms "erkaufen".

Bei der Festlegung von Covenants ist zudem eine Reihe von rechtlichen Beschränkungen zu beachten. Die **Risiken** beim Einsatz von Financial Covenants liegen insbesondere auf der Seite der kreditgebenden Bank. An dieser Stelle sollen jedoch allgemein gehaltenen Hinweise genügen: Zum einen kann die Vereinbarung der Financial Covenants rechtlich unwirksam sein, wodurch möglicherweise der gesamte Kreditvertrag unwirksam wird. Weiterhin können Financial Covenants mögliche Ansprüche der Banken aus allgemeinen Rechtsgrundlagen (z.B. AGB der Kreditinstitute) ausschließen. Zudem besteht für das Kreditinstitut ein Subordinationsrisiko, falls der ausgeübte Einfluss auf das Unternehmen eine Quasi-Gesellschafterposition begründet. Ein Verwertungsverbot für Sicherheiten und ein Kündigungsverbot im Krisenfall können die Folgen sein.

Wie oben erwähnt, ist nach Festlegung der Covenants für die Überwachung während der Kreditlaufzeit ein professionelles **Monitoring** entscheidend. Trotz regelmäßigen Informationsaustausches kann es jedoch zur Verletzung der vereinbarten Covenants kommen, wobei die Sanktionsmaßnahmen seitens der Bank weitreichende Auswirkungen auf den Handlungsspielraum des Unternehmens sowie auf dessen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben können. Das professionelle Management von Covenant-Brüchen ist deshalb entscheidend für die weitere Unternehmensentwicklung. Wichtig ist, dass die kreditgebenden Banken nach einem Covenant-Bruch ihr Vertrauen in die Wettbewerbs- und Wertschaffungsfähigkeit des Unternehmens und damit in die Fähigkeit zur Rückführung des Kredits (in voller Höhe) zurückerlangen. Das zielgerichtete **Management von Covenant-Brüchen** erfolgt in mehreren Schritten:

Zunächst gilt es im Rahmen einer detaillierten **Analyse der Ausgangssituation** Transparenz herzustellen, welche Covenants gebrochen wurden, sowie Ursachen zu analysieren. Weiterhin sind erste Handlungsempfehlungen für die Kommunikation mit den Kreditinstituten abzuleiten. **Informationsbedarf** besteht in dieser Situation vor allem bezüglich der künftigen Strategie und Geschäftsentwicklung inklusive deren Auswirkungen auf die im Business Plan abgebildete Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.

Der adjustierte **Business Plan** bildet schließlich die Grundlage für die Ermittlung der Finanzkennzahlen sowie die **Definition neuer Covenants** im Zeitablauf und damit die Ausgangsbasis für die Verhandlung mit den involvierten Banken.

6. Erfolgsfaktoren beim Covenant-Management

Die Entwicklungen in der jüngsten Vergangenheit, untermauert durch die Ergebnisse der Umfrage von Roland Berger Strategy Consultants, zeigen, dass Financial Covenants aufgrund der zunehmenden **Risikoaversion bei Banken**, insbesondere bei kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen und Finanzierungen von mittelständischen Unternehmen, wieder an Bedeutung gewinnen. Bereits bei der **Festlegung von Covenants** im Rahmen der Verhandlung der Kreditverträge ist darauf zu achten, dass die gewählten Covenants die **Besonderheiten der Branche, des Marktes und des Unternehmens** berücksichtigen. Suboptimal vereinbarte Covenants können weitreichende Auswirkungen auf die Handlungsfreiheit des Unternehmens und damit auf strategische Entscheidungen haben, welche wiederum dessen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage beeinflussen.

So ist bei der erstmaligen Festlegung der Covenants häufig nicht zu antizipieren, welchen Einfluss strategische Entscheidungen und veränderte Rahmenbedingungen in der Zukunft auf die Einhaltung der vereinbarten Finanzkennzahlen haben werden. Um jedoch handlungsfähig zu bleiben und Sanktionsmaßnahmen wie die Kündigung des Kreditvertrags oder erhöhte Kreditkosten zu vermeiden, ist ein effektives, regelmäßiges **Monitoring** (i.d.R. vierteljährlich) zu installieren. Eine drohende Covenant-Verletzung kann somit frühzeitig erkannt werden, und es lassen sich rechtzeitig Gegenmaßnahmen einleiten.

Trotz regelmäßiger Überwachung kann es jedoch zu einer Verschlechterung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage kommen, die es unmöglich macht, die Covenants einzuhalten. Aufgrund der Tragweite eines Covenant-Bruchs und des einhergehenden Vertrauensverlustes empfiehlt es sich, rechtzeitig die **aktive Kommunikation** mit allen Beteiligten zu suchen. Sollte ein Bruch unvermeidbar oder bereits eingetreten sein, ist ein frühzeitiges und professionelles **Bankenmanagement** zielführend. Wenn die relevanten Informationen vollständig aufbereitet sind, kann im Dialog mit der Bank nach einer geeigneten Lösung gesucht werden.

Bei der Festlegung von Covenants sowie beim Management von Covenant-Verletzungen hat sich in der Praxis ein **neutraler Moderator**, der das Vertrauen der Banken besitzt, oftmals als hilfreich erwiesen. Roland Berger Strategy Consultants verfügt über ein Team von Corporate-Finance-Experten, das mit der Erfahrung aus mehr als 1.500 Restrukturierungs- und Corporate-Finance-Projekten in der Lage ist, Banken und insbesondere Unternehmen in allen Stufen der Unternehmensfinanzierung, der Rekapitalisierung und des Covenant-Managements zu unterstützen.

Roland Berger Strategy Consultants übernimmt dabei insbesondere folgende Funktionen:

- > Maßgeschneiderte Ausgestaltung von Financial Covenants bei der Kreditaufnahme unter Berücksichtigung unternehmens- und branchenspezifischer Aspekte
- > Entwicklung und Optimierung des Monitoring und Reporting
- > Beratung bei der präventiven Anpassung von Financial Covenants, wenn eine Nichterfüllung absehbar ist
- > Abfederung der Negativeffekte im Zuge der Covenant-Verletzung
- > Moderation zwischen Unternehmen und Banken

Im Rahmen eines **ganzheitlichen Ansatzes** umfasst die Unterstützung neben finanzstrategischen Aspekten die detaillierte Berücksichtigung und Analyse der Unternehmensstrategie sowie des operativen Geschäfts inklusive des Branchen- und Wettbewerbsumfeldes. Ziel ist es, auf das Unternehmen zugeschnittene, langfristig optimale Finanzierungsbedingungen zu erreichen sowie die Planbarkeit und Sicherstellung von Liquidität zu verbessern.



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

Senior Consultant

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

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