

Fazit einer
Veranstaltung am
16. Oktober 2008
in München

Die richtige Reaktion bei drohenden Covenant-Brüchen war das Kernthema der diesjährigen Veranstaltung „Manager für Manager“ in München. Die über 80 hier zusammengekommenen mittelständischen Vorstände und Geschäftsführer waren sich einig, dass vorbeugende Schritte nötig sind, um in der derzeitigen konjunkturell schwierigen Situation eine Verletzung der Covenants zu vermeiden. Wo es dennoch zum Covenant-Bruch kommt, sind hohe Kosten, schlechtere Kreditbedingungen und andere von der Bank diktierte, einschneidende Maßnahmen in der Regel unumgänglich. Auf dem Podium vertreten waren Dr. Georg Kellinghusen, CEO der ALNO AG, Dirk Kiessling, Inhaber der EAS und Ex-CFO der Demag Cranes AG sowie Dr. Ralf Struthoff, Inhaber der Dr. Struthoff GmbH und Ex-CFO der Veolia Umweltservice GmbH (vormals SULO).

Covenants sind Bedingungen in Unternehmenskreditverträgen, die vom Kreditnehmer einzuhaltende Kennzahlen festschreiben. Eine häufig verwendete Kennzahl ist z.B. Nettofinanzverschuldung geteilt durch EBITDA. Kann ein Kreditnehmer diese Kennzahl nicht einhalten, so ist dies ein Covenant-Bruch, der den Kreditgeber dazu berechtigt, die Rückzahlung des Kredits zu verlangen. Durch die sich verschlechternde wirtschaftliche Lage ist zu erwarten, dass im nächsten Jahr viele Unternehmen in diese Situation kommen werden.

ACHTUNG BEI COVENANT-LIGHT-FINANZIERUNGEN

Bei einem Covenant-Bruch gibt es drei Möglichkeiten: Im besten Fall lassen sich die Lead-Banken vom Restrukturierungskonzept überzeugen und heilen den Covenant-Bruch über einen so genannten Waiver. Dies erfolgt allerdings gegen Zahlung einer entsprechenden Gebühr und der Erhebung risikoangepasster, also erhöhter Zinsen. Ist die Situation noch kritischer, wer-

den die Banken weitere Bedingungen an den Waiver knüpfen. Typische solche Bedingungen werden die Auswechslung des Managements sein, Notverkäufe von Unternehmensteilen oder das Nachschießen von Eigenkapital durch den Finanzinvestor, wie es kürzlich bei ATU und Sanitec geschehen ist. Hält das Banken-Konsortium auch solche Maßnahmen für zwecklos, werden sie den Gläubiger übernehmen und einen Notverkauf einleiten, wie dies in der Vergangenheit z.B. bei der Bundesdruckerei (Authentos) der Fall war.

In der derzeitigen Situation werten die Banken vor allem die in den Jahren 2006 und 2007 ausgegebenen Covenant-Light-Finanzierungen als problematisch. Sie werden nach Ansicht der Experten versuchen, Covenant-Brüche herbeizuführen, um die Kreditbedingungen neu verhandeln zu können. Bei vielen Unternehmen wurden die Covenants in der Vergangenheit auf Basis sehr optimistischer Unternehmensplanungen

festgelegt. Hier sind oft bereits künftige Working-Capital-Optimierungen vorweggenommen und der Spielraum für Überschreitungen der festgelegten Kennzahlen mit 10 bis 20 Prozent sehr eng definiert. In diesen Fällen können selbst normale operative Schwankungen bereits in die Nähe eines Covenant-Bruchs führen. Diese Situation führt zu einer hohen Zusatzbelastung des Managements, das in schwierigen Situationen einen großen Teil seiner Kapazitäten auf die Kommunikation mit Banken verwenden muss, statt auf das operative Geschäft.

VORBEUGEN IST BESSER ALS ZAHLEN

Viele Veranstaltungsteilnehmer rieten deshalb dazu, jeden Monat die Einhaltung der Covenants zu dokumentieren, wo dies nicht ohnehin schon durch einen eingeschalteten Wirtschaftsprüfer geschieht. Zudem sollten in verzweigten Unternehmen alle Geschäftsführer, auch von Auslandsgesellschaften, ihre Covenant-Pflichten genau kennen und darauf eingeschworen werden. Auch wenn momentan noch kein Grund zur Sorge besteht, sollte ein reger Kontakt mit den Lead-Banken aufrecht erhalten und eventuelle Probleme sofort auf den Tisch gebracht werden.

„Die Manager plädieren dafür, rechtzeitig Schritte einzuleiten, um vermeidbaren Covenant-Brüchen vorzubeugen“ berichtet Dr. Benedikt Hohaus, Partner bei P+P Pöllath + Partners. „Selbst der einfache Waiver ohne weitere Personal-, Eigenkapital- und Strategieänderungen als günstigste Variante eines Covenant-Bruchs ist im Zweifelsfall eine äußerst kostspielige Angelegenheit.“

NEUES BANKENVERTRAUEN BRAUCHT MEIST NEUE KÖPFE

Die Manager gehören fast regelmäßig zu den ersten Opfern eines drohenden Covenant-Bruchs. Wenn die Lead-Banken das Gefühl haben, dass der Businessplan nicht eingehalten wird, sind Forderungen nach einem neuen Management beinahe immer Teil der geforderten Maßnahmen. Zudem drohen den Managern in einer solchen Situation oft Haftungsrisiken wegen Insolvenzverschleppung oder der Rückgewähr von Eigenkapital. Während der Jobverlust meistens verkraftbar ist, geht es in Zeiten geringer Unternehmensbewertung auch um das persönlich investierte Kapital: Gerade bei Private Equity-finanzierten Unternehmen ist das Management meist mit einem signifikanten Betrag am Unternehmen beteiligt.

Wird einem Manager nun gekündigt, erhält er als so genannter Good Leaver regelmäßig den Verkehrswert seines Anteils zurück. Doch bei einem Unternehmen, das nahe am Covenant-Bruch steht, kann dies einen erheblichen Verlust des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalausfall bedeuten. „Die betroffenen Geschäftsführer und Vorstände sollten rechtzeitig Entschädigungen verhandeln, um nicht zweifach geopfert zu werden“ rät Patrick Smague von SMAGUE Executive Search. „Umgekehrt muss sich das kommende Management intensiv mit dem Businessplan und den Covenants ihres neuen Unternehmens auseinandersetzen, bevor sie ihr Beteiligungsprogramm verhandeln. Häufig muss ein gänzlich neues Beteiligungsprogramm aufgesetzt werden, das der momentanen Situation des Unternehmens entspricht.“

NEUE PRIVATE EQUITY- GESCHÄFTSMODELLE

Für Private-Equity-Unternehmen ist nach dem Zusammenbruch der Kreditmärkte das klassische Geschäftsmodell in vielen Fällen unattraktiver geworden. Dennoch wird traditionelles M&A auch weiterhin funktionieren. Der Eigenkapital-Anteil für neue Engagements wird massiv ansteigen, bis hin zu fast fremdfinanzierungslosen Einstiegen wie dem von BC Partners bei SGB Starkstrom. Dennoch können auch solche Engagements sinnvoll sein, denn viele Insider rechnen mit einer baldigen Normalisierung der Kreditmärkte. In diesem Fall müssen die Investoren nur abwarten bis der Kreditmarkt wieder flüssiger wird, um dann über eine Rekapitalisierung oder über rein fremdfinanzierte Zusatzakquisitionen einen angemessenen Verschuldungsgrad herzustellen. Mittelfristig werden sich die durch Kredite finanzierbaren EBITDA-Multiples wahrscheinlich in Richtung 3 bis 4 bewegen, also deutlich unterhalb des Niveaus vergangener Jahre.

Auch wenn die Zeit massiver Hebelwirkungen für Private Equity-Unternehmen zunächst vorbei scheint, eröffnet die Finanzkrise auch eine ganze Reihe neuer Geschäftsmöglichkeiten für Private Equity: Notverkäufe, sowohl von Banken als auch von Corporates, werden günstige Einstiegschancen schaffen, die sich trotz hohen Eigenkapitalbedarfs noch rechnen. Da Fremdkapital derzeit nicht oder nicht im üblichen Umfang zur Verfügung steht, machen die bei Großinvestoren ohnehin schon in Mode gekommenen Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften noch mehr Sinn.

Beispiele finden sich bei Computerlinks, D+S europe, Sat1Pro7, Hugo Boss oder Telekom. Der nicht vorhandene Zugriff auf die Cash Flows und Sicherheiten des Unternehmens wiegt in der jetzigen Situation weniger schwer. Hinzu kommt, dass sich die Bewertung an der Börse deutlich schneller nach unten bewegt hat als die Bewertungsvorstellungen der privaten Verkäufer.

Sofern es ihre Fonds-Statuten zulassen, werden Private Equity-Fonds zudem weit unter Nennwert gehandelte Kredite ihrer Portfoliounternehmen am Markt aufkaufen. So können sie nicht nur ihren Beteiligungsunternehmen helfen, sondern haben auch die Chance auf erhebliche Wertsteigerungen. Zudem könnten Private Equity-Unternehmen künftig, nach dem Modell der „distressed debt“-Hedgefonds, signifikante unterbewertete Kreditpakete an Unternehmen kaufen, um dann Covenant-Brüche zur Übernahme der Unternehmen zu nutzen.

„Obwohl der traditionelle Markt für Private Equity-Unternehmen wegen der geringen Hebelwirkung derzeit unattraktiv zu sein scheint, bieten sich nach wie vor gute Geschäftsmöglichkeiten durch günstige Einstiegspreise und überschuldete Unternehmen,“ resümiert Dr. Alexander Götz, Partner bei BLÄTTCHEN&PARTNER AG.

„**Manager für Manager**“ ist eine Veranstaltung von BLÄTTCHEN&PARTNER, P+P Pöllath+Partners und SMAGUE Executive Search für Manager von Unternehmen mit Bezug zu Private Equity. Die Manager haben die Möglichkeit ohne Anwesenheit von Private Equity Investoren, Banken oder Beratern über strategische, aber auch operative Themen zu diskutieren sowie ein Netzwerk Gleichgesinnter aufzubauen.

BLÄTTCHEN & PARTNER AG

BLÄTTCHEN&PARTNER ist eine auf Kapitalmarkt- und Private Equity Themen spezialisierte Corporate Finance Beratungsgesellschaft und begleitet Unternehmen bei Börsengängen sowie Wachstumsfinanzierungen über Venture oder Private Equity Capital. Dr. Stephan Mahn und Dr. Alexander Götz beraten die Manager von Unternehmen in Private Equity Transaktionen vor allem hinsichtlich der ökonomischen Fragestellungen in der Transaktionsphase, der Erstellung von Planungs- und Reportingmodellen und insbesondere bei der Verhandlung der Management Equity Programme.



P+P Pöllath+Partners ist eine auf Transaktionsberatung, insbesondere von Private Equity Investoren, spezialisierte Rechtsanwaltskanzlei. Dr. Benedikt Hohaus berät Finanzinvestoren, aber auch Management Teams bei der Ausgestaltung und Verhandlung von sogenannten Management Equity Programmen, also der Beteiligung des Managements an den erworbenen Unternehmen mit Eigenkapital



SMAGUE Executive Search AG ist eine auf die Vermittlung von Führungskräften der ersten und zweiten Ebene spezialisierte Personalberatung. Patrick Smague ist Gründer und Vorstand und berät u.a. Finanzinvestoren bei der Suche nach Vorständen und Geschäftsführern in Portfoliounternehmen. SMAGUE Executive Search AG ist darüber hinaus Gründer und Mitgesellschafter des manager-lounge leaders network - Businessclub des manager magazin.