

ADVISORY NOTES .

N°13 | April 2011

Erfolgsfaktor Unternehmensfinanzierung:
Strategie und Finanzierung in Einklang bringen

Strategie und Finanzierung in Einklang bringen.

Instrumente zur Unternehmensfinanzierung gibt es mehr als je zuvor.

Worauf es ankommt, ist der richtige Mix bei gleichzeitigem Erhalt der Flexibilität.

„**M**ach Dich nicht von Banken abhängig – denn die spannen den Regenschirm auf, wenn die Sonne scheint, aber wenn es regnet, machen sie ihn zu!“ Diesen Ratschlag hört man von Unternehmern in jüngster Zeit immer wieder. Denn unter dem nachwirkenden Eindruck der großen Finanzkrise und vor dem Hintergrund der zunehmend verschärften Eigenkapitalregelungen von „Basel II & III“ müssen Unternehmer nun schon seit geraumer Zeit erfahren, dass auf die alte Hausbankbeziehung im Zweifelsfall kein oder nur verzögert Verlass ist.

Zugleich erleben die meisten Unternehmer in ihren angestammten Märkten eine sich beschleunigende Dynamik, welche ihren Ursprung in den immer kürzer werdenden Technologiezyklen bzw. Konsumententrends oder dem zunehmenden Konsolidierungsdruck auf der Wettbewerbs-ebene hat. Um in einem solchen Umfeld erfolgreich agieren (oder zumindest überleben) zu können, ist Flexibilität eine der wichtigsten Eigenschaften. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass bei schwankenden Geschäftsverläufen die bestehende Finanzierung „mitatmen“ kann und man stets in der Lage ist, Marktchancen beherzt zu ergreifen, weil auch kurzfristig größere Darlehen (z.B. für Akquisitionen) verfügbar sind. Genau an dieser Stelle können allerdings die klassischen Hausbanken meist nicht die notwendige Flexibilität aufweisen. Es ist daher dringend geraten, dass man die Passivseite seiner Bilanz nicht

dem Schicksal des Moments überlässt, sondern eigenständig und nachhaltig plant. Ziel muss es dabei sein, dass die eingeschlagene Unternehmensstrategie der nächsten Jahre ihr individuelles Abbild in der Finanzierungsstruktur wiederfindet. Hierbei ist immer genügend „Puffer“ einzubauen, denn bei einer offenen Zukunft können überraschend Kursänderungen notwendig werden, die zuvor noch nicht absehbar waren. Zuviel „Maßschneiderei“ lässt hier aus einem zunächst bestens passenden Hemd morgen schnell ein einschnürendes Korsett werden.

Um eine nachhaltige Finanzierungsstruktur erfolgreich aufzusetzen, ist somit ein dreistufiges Vorgehen notwendig: 1) Zunächst sollte man ein klares Bild über die zukünftige finanzielle Entwicklung des Unternehmens erarbeiten und daraus ein Gefühl für die Sensitivitäten der Geschäftsplanung entwickeln. 2) Auf dieser Basis muss dann der richtige Mix der am Markt verfügbaren Finanzierungsinstrumente abgeleitet werden. Hierfür muss man natürlich die sich ständig verändernden Angebote (v.a. auf Seite der sogenannten bankenunabhängigen „alternativen“ Finanzierungsinstrumente) kennen, aber auch in ihrer Funktionsweise verstehen. 3) Schließlich sollte dieses Vorgehen als kontinuierlicher Prozess verstanden werden, damit sich die Finanzierung dauerhaft mit der fortschreitenden strategischen Geschäftsentwicklung „mitentwickeln“ kann.

Der erfolgreiche Aufbau eines wie vorstehend beschriebenen Finanzierungsprozesses erfordert somit fachliche Expertise, detaillierte Kenntnis des aktuellen Finanzierungsumfelds und bindet Ressourcen. Unternehmer, die hierin nicht Ihre Hauptaktivität sehen, sollten die Möglichkeit einer externen Unterstützung eingehend prüfen. Diese birgt dabei mehrere Vorteile:

- **Signalwirkung:** Die professionelle Analyse der aktuellen Finanzierungsstruktur aus Sicht eines Externen schafft Transparenz und vermittelt potentiellen Kapitalgebern einen positiven Eindruck, welcher sich in einem späteren Rating und damit folglich auch in den erzielbaren Zinskonditionen niederschlägt.
- **Ressourcenschonung:** Die Fremdvergabe setzt interne Ressourcen des Unternehmens frei, so dass die Aktivitäten des Unternehmens voll auf die eigentlichen Kernaktivitäten ausgerichtet werden können.
- **Wettbewerb:** Ein guter Corporate-Finance-Berater ist in der Lage, durch den gezielten Aufbau einer Wettbewerbssituation unter den kapitalgebenden Instituten deutlich günstigere Konditionen zu erwirken.
- **Erfahrung:** Corporate-Finance-Berater verfügen über eine langjährige Erfahrung in der Suche nach Kapital. Sie unterhalten nicht nur die notwendigen Kontakte zu potentiellen Finanzierungspartnern bzw. Banken, sondern wissen dabei auch die „Spreu vom Weizen“ zu trennen.

- **Übersetzungsleistung:** Von entscheidendem Vorteil ist letzten Endes die Fähigkeit, die Sprache der Finanzierungswelt zu sprechen und daher auch zu wissen, in welcher Form welche Informationen und Unterlagen diese für eine positive Antwort benötigt: Denn neben dem richtigen Konzept entscheidet vor allem die richtige Kommunikation über die Finanzierungszusage und ihre Konditionen.

Die Strukturierung einer strategischen Finanzierung

Bevor ein erfahrener Corporate-Finance-Berater mit der Ansprache der Finanzierungspartner beginnen kann, wird dieser in der Regel zunächst zusammen mit dem Unternehmer ein klares Bild der Ausgangssituation entwickeln und darauf aufbauend denkbare Finanzierungsalternativen ableiten und auf ihre Eignung hin überprüfen. Der Weg hin zur Skizzierung einer individuellen Unternehmensfinanzierung wird sich daher typischerweise am auf der nächsten Seite abgebildeten, sechsstufigen Prozess orientieren.

Ziel dieses Prozesses sollte eine Lösung sein, die optimalerweise nicht zu einer überproportional hohen Fremdkapitalquote führt, damit auch die Finanzierungsfähigkeit des weiteren Unternehmenswachstums erhalten bleibt (Stichwort: Flexibilität). Hierzu ist es im ersten Schritt zunächst notwendig, dass in Anbetracht der anstehenden strategischen Szenarien der Finanzbedarf und die Verschuldungskapazität des Unternehmens für

die nächsten fünf bis sieben Jahre analysiert werden. Eine solche Finanzstrukturanalyse liefert, wenn sie gut gemacht ist, zugleich einen aussagekräftigen Businessplan, der im späteren Verlauf ohnehin für die erfolgreiche Ansprache der Finanzierungspartner benötigt wird. Zunächst aber,

reichend sicher erscheinen lässt. Gleichzeitig sollten die gegebenen Informationen eine Form aufweisen, mit der sie leicht und in positiv wertender Weise in das bankeninterne Rating einfließen können.



und als zweiter Schritt des oben abgebildeten Prozesses, legt eine Finanzstrukturanalyse diejenige Basis, mit der sich die Wirkung der im Markt verfügbaren Finanzierungsinstrumente (einzeln und in Kombination) hinsichtlich der gewünschten Ziele und Effekte (v.a. Liquidität, Kosten, Rating, strategische Passung) überprüfen und auswählen lässt.

Wurde auf vorstehend beschriebene Weise ein maßgeschneidertes Finanzierungskonzept abgeleitet, geht es nun im dritten Prozessschritt darum, dieses in ansprechender Weise gegenüber den potentiellen Finanzierungspartnern zu kommunizieren. Hierzu gehört neben dem bereits weiter oben erwähnten Businessplan auch die prägnante Darstellung des Unternehmens, seines Marktumfelds und einer überzeugenden unternehmerischen Strategie. Ziel der meist in Form eines Finanzierungs-Factbooks präsentierten Informationen ist es, den potentiellen Kapitalgebern ein robustes Zukunftskonzept transparent zu machen, welches ihr Investment attraktiv und aus-

Wurden die notwendigen internen Vorarbeiten erledigt und die Unterlagen für die Investorenanfrage erstellt, geht es in der nun anschließenden „externen“ Phase darum, möglichst gezielt die passenden Kapitalgeber anzusprechen, um zunächst im Rahmen von Vorverhandlungen den beabsichtigten Finanzierungsmix zu konkretisieren. Haben sich die „preferred partner“ für die Finanzierung herauskristallisiert, müssen diesen im nachfolgenden Schritt die notwendigen Unterlagen bzw. Informationen für die finale Prüfung (z.B. im Rahmen einer Due Diligence) bereitgestellt und noch offene Fragen beantwortet werden. Ein guter Berater wird sich hierbei die bislang mit dem Kapitalgeber gemachten Erfahrungen mit dem notwendigen taktischen Fingerspitzengefühl zu Nutze machen, um die Konditionen, Sicherheiten und Covenants des Finanzierungsengagements im Sinne des Unternehmers final zu verhandeln. Liegt schließlich der unterschriebene Finanzierungsvertrag vor, ist gerade nach oftmals schwierigen Verhandlungen die Freude groß. Dabei gilt es nicht zu übersehen, dass meist noch

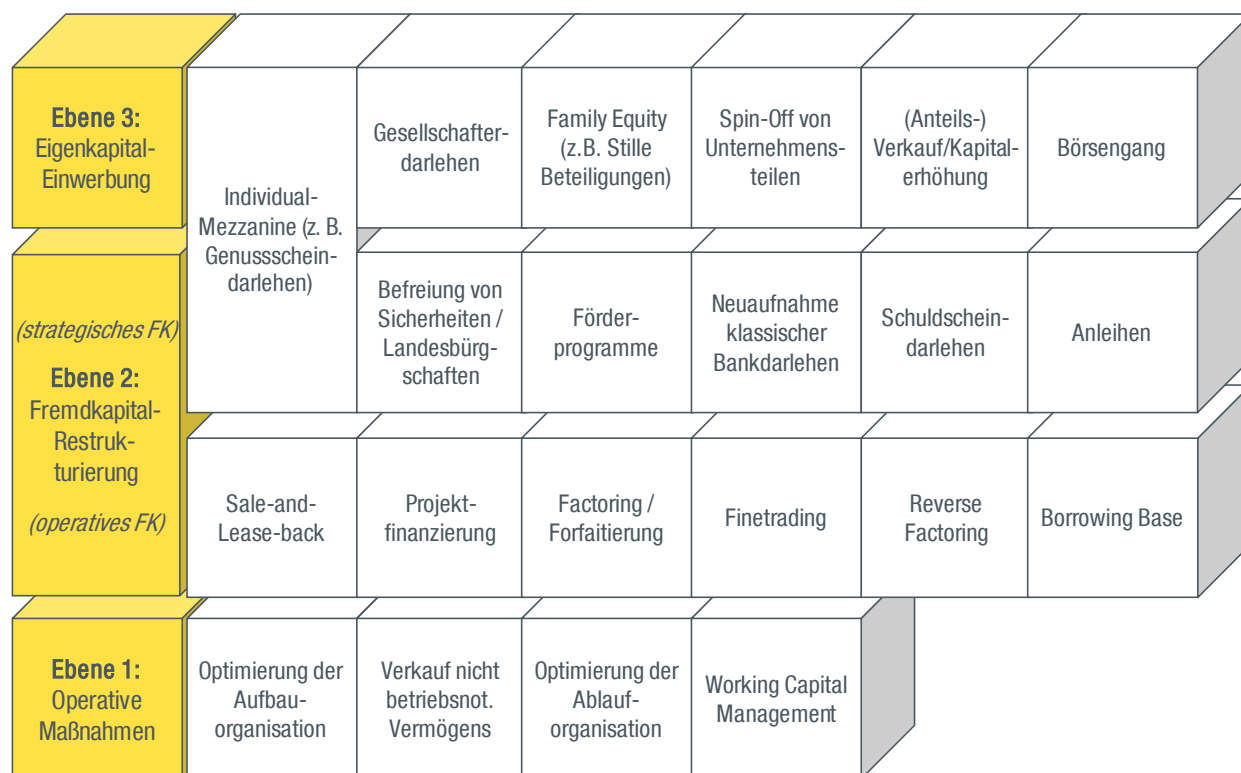
gewisse Auszahlungsvoraussetzungen zu schaffen sind, bevor das eingeworbene Kapital dem Unternehmen tatsächlich zufließt.

Das Spektrum möglicher Finanzierungsinstrumente ist groß

Wie bereits weiter oben erwähnt, sollte es Ziel des vorstehend beschriebenen Prozesses sein, dass auch das zukünftige Wachstum des Unterneh-

weitere Wachstumsfinanzierung zu sichern. Um eine nachhaltig tragfähige Lösung zu finden, wird die optimale Unternehmensfinanzierung in vielen Fällen ein Mix qualitativ verschiedener, aufeinander aufbauender Instrumente und Maßnahmen sein. Untenstehende Abbildung zeigt hierbei die verschiedenen Ebenen denkbarer Bausteine auf.

Vermutlich wird der optimale Mix bei vielen Unternehmen aus Instrumenten aller drei Ebenen bestehen. Während die erste Ebene v.a. flankierende operative Maßnahmen der Innenfinanzie-



mens erhalten bleibt. Dies bedeutet in manchen Fällen zugleich, dass die neue Finanzierungsstruktur neben Fremdkapital auch eine Eigenkomponente beinhalten kann, um den „Investment-Grade“-Status des Ratings und damit eine

Angabe aufzeigt (welche relativ unabhängig von der weiteren Finanzierung als zusätzliche Liquiditätsstütze in Betracht gezogen werden sollten), sind in der zweiten Ebene verschiedene Instrumente

der eher operativ bzw. strategisch orientierten Fremdkapitalfinanzierung aufgezeigt.

Operative vs. strategische Finanzierungen

Operativ orientierte Finanzierungen setzen dabei v.a. auf Working Capital-Größen, wie z.B. die schnelle Liquiditätsüberführung von offenen Forderungen (Factoring), die Vorfinanzierung des Einkaufs (Finetrading) oder einer mit den Auftragsbestand „mitatmenden“ Vorratsfinanzierung (sog. „Borrowing Base“, bei der die Vorräte selbst als Sicherheit dienen).

Während operativ orientierte Finanzierungen also vor allem der liquiditätsschonenden Gestaltung der laufenden Geschäftsprozesse dienen, bilden strategisch orientierte Finanzierungen die Basis für die langfristige Unternehmensentwicklung. Neben klassischen Bankdarlehen existieren eine Reihe weiterer sinnvoller alternativer Bausteine. So sollten auch die zur Verfügung stehenden Förderprogramme des Bunds und der Länder geprüft werden. Diese mit attraktiven Konditionen ausgestatteten Mittel können dabei beispielsweise auch zur Restrukturierung bereits bestehender Darlehen genutzt werden. Instrumente des Asset Backed Lending (wie z.B. Sale-and-Lease-back) sind zwar nicht dazu geeignet, große Vorhaben zu finanzieren, können jedoch signifikant Liquidität freisetzen. Da diese Maßnahmen teilweise mit einer erheblichen Verbesserung der Bilanzrelationen verbunden sind, tragen sie darü-

ber hinaus auch zu einer Erhöhung des Ratings bei und schaffen somit die Voraussetzung für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals.

Die Finanzierung über eigene Anleihen wird für den gehobenen Mittelstand zunehmend interessant. Eine erfolgreiche Platzierung gelingt dabei umso leichter, je bekannter die Marke bzw. das Produkt des Emittenten ist, oder inwieweit dieser die Anleihen über seinen Kundenzugang direkt vermarkten kann. Der zentrale Vorteil der alternativen Finanzierung über Anleihen liegt darin, dass die Abhängigkeit gegenüber den klassischen Banken verringert und gleichzeitig der Zugang zum Kapitalmarkt geebnet wird. Die hierbei einhergehende Professionalisierung der Finanzmarktkommunikation kann sich dann z.B. bei einem späteren Börsengang als sehr nützlich erweisen.

Möglichkeiten der Eigenkapitalfinanzierung

Wie bereits weiter oben beschrieben, lässt sich eine nachhaltige und wachstumsorientierte Unternehmensfinanzierung allerdings nicht in allen Fällen allein durch Maßnahmen der Innenfinanzierung und der zusätzlichen Aufnahme von Fremdkapital bewerkstelligen. Vielmehr wird die entscheidende Frage oftmals sein, wie viel (zusätzliches) Eigenkapital für das Aufrechterhalten des „Investment Grade“ und die Finanzierung des weiteren Wachstums benötigt wird. Die Hereinnahme einer Eigenkapital- bzw. eigenkapi-

talnahen Komponente muss dabei nicht zwangsläufig die Aufgabe der unternehmerischen Unabhängigkeit bedeuten. Denn neben einer direkten Beteiligung sind auf dem Markt langfristige stille Beteiligungen (z.B. von den öffentlich geförderten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der Länder, die sogenannten MBGs) oder interessante Individualmezzanine-Angebote (nicht zu verwechseln mit den zwischenzeitlich nicht mehr erhältlichen kritischen Programm-Mezzaninen) erhältlich.

Neben den klassischen institutionellen Beteiligungs- bzw. Mezzaninekapitalgebern kann in letzter Zeit vermehrt Eigenkapital über Family Offices eingeworben werden („Family Equity“). Dieses von vermögenden Familien für Direktbeteiligungen zur Verfügung gestellte Kapital hat meist den großen Vorteil, dass die Bedingungen sehr individuell verhandelt werden können. Entscheidend ist aber sicherlich, dass der Investor in der Regel selbst eine unternehmerische Vergangenheit hat und daher eine deutlich bessere Einschätzung der zu finanzierenden Marktchancen besitzt, als dies bei den klassisch risikoaversen Bankvertretern der Fall ist.

Hat man sich zur Aufnahme von Eigenkapital entschieden, werden eine ganze Reihe zusätzlicher Themen relevant. So gerät z.B. die Frage der Unternehmensbewertung in den Fokus, will man doch einen möglichst hohen Preis für die Beteiligung externer Investoren erzielen. An dieser Stelle sollte man unbedingt auf die Unterstützung eines erfahrenen Corporate-Finance-Beraters bauen, der nicht nur bei Finanzierungsthemen son-

dern v.a. auch bei M&A-Transaktionen einen Erfahrungsschwerpunkt aufweist. Denn die wertsteigernde Aufbereitung der bewertungsrelevanten Kennzahlen und Informationen aus Investorensicht erfordert Spezialkenntnisse, über die gewöhnlich der hauseigene Wirtschaftsprüfer bzw. Steuerberater nicht verfügt. Darüber hinaus besitzt ein professioneller Berater ein breit gefächertes Kontaktnetz zu potentiellen Investoren, deren Investment- und „Exit“-Philosophien ihm bekannt sind. Auf diese Weise wird die Wahrscheinlichkeit erheblich erhöht, dass der Unternehmer auch den „richtigen“ Investor findet, der nicht nur das benötigte Kapital mitbringt, sondern auch kulturell und strategisch zu dem Unternehmen bzw. Unternehmer passt. Nicht selten lassen sich dann im Anschluss auch Transaktionsstrukturen finden, bei denen der Unternehmer eine Rückkaufoption erhält, die einerseits die Renditeerwartungen des Investors und andererseits die Unabhängigkeitsbedürfnisse des Unternehmers sicherstellt.

Fazit:

Der Markt verfügt prinzipiell über genügend Liquidität in Form unterschiedlichster Finanzierungsbausteine. Allerdings wird sich eine auf die individuelle Unternehmensstrategie angepasste Finanzierungsstruktur weder „von selbst“ anbieten noch eine Einfache sein. Vielmehr wird es darum gehen, aus dem gesamten Spektrum der Finanzierungsinstrumente ein maßgeschneidertes Paket zusammenzuschneiden, welches neben kurzfristigen Liquiditätsfragen auch solche des zukünftigen

Wachstums des Unternehmens zu beantworten in der Lage ist. Nicht selten wird es hierbei auch notwendig sein, Eigenkapital bzw. eigenkapitalnahe Mittel einzuwerben. Unabhängig davon ist es jedoch aufgrund veränderter Rahmenbedingungen ratsam, sich bei der Auswahl der Finanzierungsinstrumente externe Unterstützung zu gönnen, um eine nachhaltig belastbare Lösung sicherzustellen.

Dr. Karsten Zippel

Kontakt: zippel@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2011. All rights reserved.

ADVISORY NOTES

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing