



CORPORATE FINANCE IM BANN DER PANDEMIE

Auswirkungen, Anforderungen, Aussichten

Aus der Reihe: Innovation in Corporate Finance

INHALT

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

DAS KONZEPT

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

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

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

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

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



Bastian Frien
Gründer und Geschäftsführer
FINANCE Think Tank

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

DIE VORDENKER

Dr. Daniel Bartsch, Vorstand, creditshef

Bastian Frien, Geschäftsführender Gesellschafter, FINANCE Think Tank

Volker Groß, Geschäftsführer, Helbling Business Advisors GmbH

Thomas Haag, Leiter Firmenkunden Region Südwest, Bayerische Landesbank

Dr. Daniel C. Heine, Managing Director Private Debt, Patrimonium Asset Management

Dr. Thomas Lange, Partner, GÖRG

Bernd Renz, Leiter Vertrieb Factoring, Targobank

Dr. Johannes E. Schmittat, Managing Director, GCA Altium

Prof. Dr. Robert Simon, Geschäftsführer, R.A.C.H. – Interim GmbH

Thomas Vinnen, Geschäftsführender Gesellschafter, Nord Leasing

Mathias Weidner, Senior Partner Business Development, DPE Deutsche Private Equity

Jürgen Zapf, Managing Director & German Practice Co-Leader, Alvarez & Marsal

Anmerkungen:

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

Die genannten Positionen hatten die Vordenker zum Zeitpunkt der Teilnahme an der Diskussionsrunde inne.

DAS THEMA

Die Krise hat die Corporate Finance Community genauso kalt erwischt wie den Rest der Wirtschaft. Zwar wurden nach der Finanzkrise für jeden sichtbar etliche Hausaufgaben in Politik und Finanzwirtschaft nicht gemacht, die politische Großwetterlage wurde zunehmend undurchsichtig und das Konjunkturbarometer war gesunken. Dennoch hatten sich die meisten in der durch reichlich Zentralbankliquidität erkaufte Ruhe behaglich eingerichtet. Nur der eine oder andere Restrukturierer hatte Grund zur Klage.

Die Pandemie hat nun das Arbeitsumfeld der Corporate Finance Community schlagartig verändert – physisch, aber vor allem auch in den geschäftlichen Herausforderungen. Noch Mitte Februar konnte ein Branchen-Großevent wie DEALSOURCING mit engster physischer Vernetzung stattfinden – nur anderthalb Wochen später waren in Italien ganze Großstädte abgeriegelt. Und auch wenn die Politik in Deutschland noch zögerte, so versuchten viele Unternehmen mit Reisebeschränkungen bereits frühzeitig, ihre Mitarbeiter vor Ansteckungen zu schützen. Anfang März erreichte die Pandemie die Börse, Mitte März wurden die Schulen geschlossen und ein umfassendes Kontaktverbot verhängt. Weltweit ruhten schlagartig zahlreiche Produktionsbetriebe, Lieferketten waren unterbrochen – und jede Prognose zur weiteren Entwicklung der Realwirtschaft bleibt seitdem Spekulation.

Von dieser Entwicklung ist die gesamte Corporate Finance Community massiv betroffen. Am Ende verdienen alle Gewerke ihr Geld mit der Realwirtschaft. Egal ob sie ihr wie Banken und alternative Finanziere Fremdkapital oder wie Private Equity Eigenkapital zur Verfügung stellt, ob sie wie Finanzierungs-, Restrukturierungs- und M&A-Berater von ihr beauftragt oder wie Kanzleien entweder von den Unternehmen oder den Kapitalgebern mandatiert werden – alle hängen von den Aktivitäten der Realwirtschaft ab.

Dieses White Paper untersucht, wie die Corporate Finance Community von der Pandemie aktuell betroffen ist, wie sie den Markt prägt und wie die Branche der Realwirtschaft helfen kann. Abschließend wirft die Studie ein paar Schlaglichter auf grundlegende Veränderungen, die durch die aktuelle Krise zu erwarten sind.



DIE THESEN

WIE DIE PANDEMIE DIE CORPORATE FINANCE COMMUNITY TRIFFT

Die Vorsichtsmaßnahmen

- ➔ Die Schutzhöhle der Kopfarbeiter: das Home Office.
- ➔ Die Reißleine der Kopfloren: Kurzarbeit und Kündigungen.

Die Gewerke

- ➔ Private Equity schüttelt sich und lauert.
- ➔ Debt Funds lernen Krise.
- ➔ Banken mühen sich redlich.
- ➔ M&A-Berater bangen.
- ➔ Finanzierungsberater bemühen sich um attraktive Aufträge.
- ➔ Fintechs hoffen auf Rückenwind.
- ➔ Die alternativen Finanziere spielen ihre Erfahrung aus.
- ➔ Die Restrukturierungsberater reiben sich die Hände.
- ➔ Die spezialisierten Anwälte schwanken mit ihren Beratungskollegen.
- ➔ Die „Unternehmervertrauten“ tragen große Verantwortung.

WIE DIE PANDEMIE DEN MARKT PRÄGT

Der Finanzierungsmarkt

- ➔ Fördermittel werden zum dominierenden Finanzierungsinstrument.
- ➔ Die Banken finanzieren nach Ihren Möglichkeiten – doch die sind beschränkt.
- ➔ Die Black Box Private Debt wird transparent.
- ➔ Der Kapitalmarkt kneift, wenn es brennt – kehrt aber schnell wieder zurück.
- ➔ Margen und Kreditbedingungen: auf dem Weg zur Zwei-Klassen-Gesellschaft.
- ➔ Warenkreditversicherungen und Bürgschaften funktionieren für die meisten weiter.
- ➔ Die alternativen Finanziere können Krise – und könnten wachsen.
- ➔ Der LBO-Markt drückt den Reset-Knopf – und beginnt dasselbe Spiel.
- ➔ Auf die Finanzierungsberater wartet ein El Dorado.

Der M&A-Markt

- ➔ Der M&A-Markt backt weniger und kleinere Brötchen ...
- ➔ ... und verkauft viele verbrannte.
- ➔ Die Preisfindung wird den Markt hemmen.
- ➔ Private Equity verliert einzelne Spieler, wird aber als Mannschaft stärker.

Der Restrukturierungsmarkt

- ➔ Die operativen Berater kommen aus allen Löchern.
- ➔ Private Equity vergisst rasch.
- ➔ Die Banken haben viel Erfahrung verloren, Debt Funds lernen.
- ➔ Der Kapitalmarkt will Krise nicht, die alternativen Finanziere leben (auch) von ihr.
- ➔ Sanierer fehlen allenthalben.

WIE DIE CORPORATE FINANCE COMMUNITY DER REAL- WIRTSCHAFT HELFEN KANN

- ➔ Viel Wirkung, wenig Wahrnehmung.
- ➔ Kapital und Knowhow sind die zentralen Sanierungsbausteine.
- ➔ Restrukturierungsberater bringen Struktur und Umsetzungs-Knowhow.
- ➔ Die Banken haben in jeder Krise eine Schlüsselfunktion.
- ➔ Die Debt Funds punkten mit Risikoappetit und Flexibilität.
- ➔ Alternative Finanziere leben vom professionellen Umgang mit ihren Sicherheiten.
- ➔ Finanzierungsberater kennen Markt und Spieler – und die richtige Aufbereitung.
- ➔ Gute Anwälte zeigen das Machbare – und führen auch mal den Prozess.
- ➔ Für den kleineren Mittelstand sind die Spezialisten rar.
- ➔ Die „Unternehmervertrauten“ und die Banken sind in diesem Segment die Berater in der Not.

BIG PICTURE: WIE DIE PANDEMIE DAS UMFELD VERÄNDERT

Makroökonomisches Umfeld

- ➔ Moderne Arbeitsformen erreichen die Corporate Finance Community.
- ➔ Protektionismus und Deglobalisierung drohen.
- ➔ Die Schulden wachsen, die Geldmenge auch.

Finanzsystem

- ➔ Krisen schaden den Banken.
- ➔ Die Staatsfinanzierung ist auf dem Vormarsch.

Unternehmensfinanzierung

- ➔ Die „Zombies“ sterben endlich doch.
- ➔ Im Corporate Banking wird bei den Kunden gesiebt.
- ➔ Private Debt bekommt seine Chance im Corporate-Markt.
- ➔ Der Kapitalmarkt kann auch Mittelstand.
- ➔ Die Auslese unter den Fintechs schafft starke Spieler.
- ➔ Die Finanzierungsberater emanzipieren sich.
- ➔ Last, but not least: Die Finanzierungskrise ist nur verschoben.

DIE ERLÄUTERUNGEN

WIE DIE PANDEMIE DIE CORPORATE FINANCE COMMUNITY TRIFFT

Die vergangenen Jahre waren zwar keine goldenen, aber doch sehr gute für die meisten Spieler im Corporate-Finance-Markt. Auch wenn sich ein konjunktureller Abschwung abgezeichnet hatte – von der aktuellen Krise sind alle kalt erwischt worden. Die einzelnen Gewerke sind sehr unterschiedlich betroffen, eins eint aber alle: der Rückzug in die privaten Arbeitszimmer.

Die Vorsichtsmaßnahmen

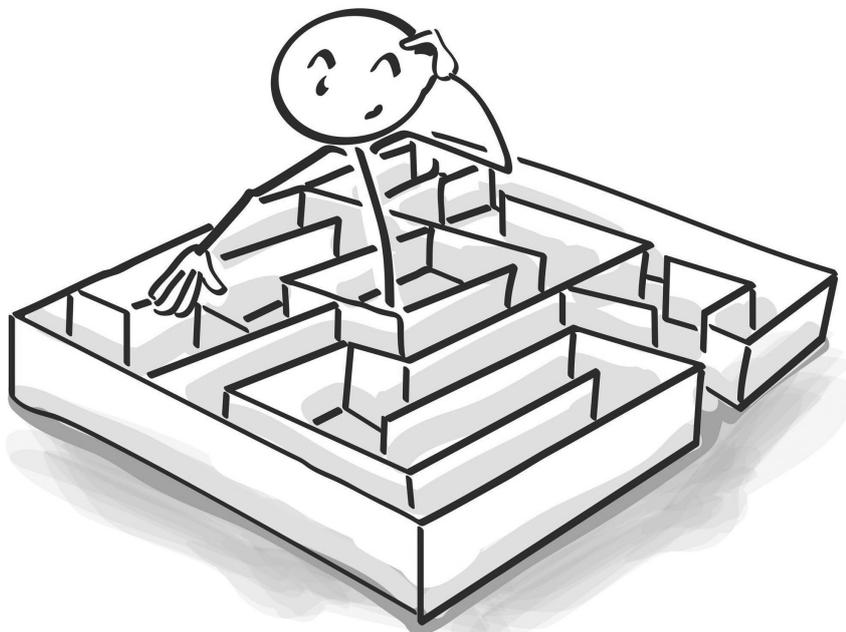
Die Schutzhöhle der Kopfarbeiter: das Home Office.

Alle Unternehmen haben die Heimarbeit entdeckt – und viele auch die Vorteile. Mittlerweile beherrscht die Branche alle gängigen Videokonferenz-Formate, die sich in den Augen der meisten durchaus bewähren. Man braucht kein Prophet zu sein, um vorherzusagen, dass auch nach der Pandemie die bislang eher seltenen virtuellen Treffen einen festen Platz in den Terminkalendern behalten werden.

Die Reißleine der Kopflosen: Kurzarbeit und Kündigungen.

Ein quantitativer Überblick fehlt – aber die anekdotische Evidenz zeigt, dass vor allem unter den M&A-Beratern etliche Häuser Kurzarbeit eingeführt haben, und zwar bei den Analysten ebenso wie bei den Support-Kräften. Aus Teilen der Big Four und aus großen Anwaltskanzleien verlautbaren einige drastische Maßnahmen wie die komplette Beendigung aller befristeten Verträge. All diese Maßnahmen haben eine ökonomische Ratio, werfen aber auch die Frage auf, wo eigentlich die Liquidität aus den guten vergangenen Jahren hingeflossen ist.

Es gibt aber auch andere Signale der Führungsmannschaft an ihre Mitarbeiter: In manchen Häusern verzichtet die Partnerriege vorübergehend auf Teile ihrer Gehälter, um keine drastischen Maßnahmen in der Belegschaft ergreifen zu müssen.



Die Gewerke

Private Equity schüttelt sich und lauert.

Bei den Finanzinvestoren hängen die Auswirkungen stark davon ab, in welcher Phase sich der laufende Fonds befindet und wie das Portfolio zusammengestellt ist. Wer sich gerade im Fundraising befand, ist hart getroffen – das Geldeinsammeln ist derzeit praktisch zum Erliegen gekommen. Im Vorteil sind hier die Evergreen-Investoren oder kleinere PE-Häuser, die eigenes Geld investieren.

Im Portfolio zeigt sich eine große Bandbreite: Natürlich gibt es kein Schwarz und kein Weiß – wer aber in den falschen Branchen in der Produktion investiert ist, den Leverage ausgereizt oder Liquidität sehr eng geplant hat, der leckt gerade die Wunden. Viele Finanzinvestoren haben ihre Portfoliounternehmen angehalten, alle Linien zu ziehen und sich mit Liquidität vollzusaugen. Wer dagegen etwa im IT-Segment mit moderater Verschuldung unterwegs ist, der kann gelassen und gespannt in die Zukunft schauen.

Wer sich jetzt in der Verkaufsphase befindet, hat große Sorgen, wenn er kein Portfolio aus krisenresistenten Unternehmen besitzt. Der Exit-Kanal ist weitgehend verstopft und die Bewertungen dürften in den meisten Branchen auf absehbare Zeit deutlich niedriger ausfallen als bislang kalkuliert.

Auf der Kaufseite warten dagegen Opportunitäten. Die meisten PE-Häuser behaupten schon heute, weiterhin im Kaufmodus zu sein. Das ist bei manchen wahr, bei anderen noch Lippenbekenntnis. Wer noch aktiv im Sourcing unterwegs ist, berichtet davon, derzeit nicht weniger, aber qualitativ deutlich schlechtere Deals zu sehen. Die bereits auf Restrukturierungsfälle spezialisierten Investment Manager reiben sich ohnehin die Hände.

Debt Funds lernen Krise.

Die Debt Funds verfolgen keine einheitliche Strategie. Die meisten in Deutschland aktiven Häuser sind auf das LBO-Geschäft fokussiert – hier waren schon vor der Pandemie ein paar Wackelkandidaten im Portfolio, nun werden zahlreiche hinzukommen. Absehbar vorübergehende Unternehmenskrisen dürften von den Fonds aber ohne viel Aufhebens durchfinanziert werden. Immerhin: Im deutschsprachigen Raum kommt nun der erste Lackmустest, der die Krisenfestigkeit dieser Investoren prüft.

Das dürfte eine steile Lernkurve werden: Außer den Distressed-Spezialisten haben die wenigsten Kreditfonds Sanierungsexperten an Bord. Die meisten Investment Manager haben zwar einen Bankhintergrund, kommen typischerweise aber aus dem LBO-Umfeld, in dem sie in gut laufende Unternehmen investierten und eine Workout-Abteilung als Back-up hatten.

Zahlreiche Gelegenheiten warten auf die wenigen auf Turnaround spezialisierten Fonds. Sie stehen bereit, in Konsortialfinanzierungen einzusteigen oder komplette Finanzierungspakete zu übernehmen. Auf diese Strategie bereiten sich auch bislang eher auf Schönwetter-Deals fokussierte Spieler vor.

Banken mühen sich redlich.

Die Banken stehen derzeit in ihrem Firmenkundengeschäft vor einer Herausforderung, die sie allein nicht bewältigen können. Zu viele Kunden brauchen derzeit Liquidität, um den Einbruch im Geschäft zu überbrücken. Da der Staat diese Situation zeitig erkannt und Maßnahmen ergriffen hat, müssen die Banken Stand heute nicht um ihre Existenz bangen, sondern können sich um die Bedürfnisse ihrer Kunden kümmern. Anders als in der Finanzkrise greift der Staat nicht schwächelnden Banken unter die Arme, sondern finanziert über das Bankensystem die Realwirtschaft, damit diese am Leben bleibt und die Bankbilanzen weitgehend ungeschoren bleiben.

Dennoch sind die Aufgaben für die Banken mannigfaltig und schwierig. Sie müssen zum einen eine gewaltige organisatorische Leistung vollbringen: Zigtausend Anträge auf Fördermittel müssen geprüft, weitergeleitet, ausgezahlt und verwaltet werden – und das oft aus dem Home Office heraus.

Zum anderen stehen die Banken auch vor inhaltlichen Entscheidungen: Wie soll man mit den zahllosen Covenant-Brüchen umgehen? Welche Richtschnur gilt für die Rolle in Konsortien bei größeren Mittelständlern? In welchen Fällen ist eine teilweise Risikoübernahme bei KfW-Krediten akzeptabel, in welchen nicht? Und auch bei einer Haftungsübernahme von 100 Prozent durch die KfW sind die Banken nicht gänzlich aus dem Schneider. Durch den zusätzlichen Kredit steigt die Verschuldung der Unternehmen und damit die Herausforderung, die bereits ausgelegten Kredite der Bank künftig zu bedienen.

In den Bereichen ECM und DCM wird das Geschäft auf absehbare Zeit schwierig bleiben. Börsengänge sind in naher Zukunft sehr unwahrscheinlich, Kapitalerhöhungen nur zu hohen Discounts vorstellbar (einige „Krisengewinnler“ können Ausnahmen bilden) und auch auf der Fremdkapitalseite werden nur bonitätsstarke und große Unternehmen reüssieren können.

Die Risikoabteilungen dürften auch weniger ruhig schlafen. Denn trotz Staatsgeld drückt die Krise auf die Bilanz: Die Kombination aus zusätzlicher Verschuldung und im Schnitt deutlich verschlechterten Gewinnerwartungen der Firmenkunden sorgt für eine schlechtere Bonität des Kreditportfolios – und damit für steigende Risikokosten.



M&A-Berater bangen.

Die M&A-Berater sind von der Pandemie aktuell am stärksten betroffen. Einige schon durchverhandelte Deals wurden noch beim Notar durchgeschoben, seitdem regiert vorwiegend die Schockstarre. Dasselbe gilt für die Due-Diligence-Experten, auch wenn hier in absehbarer Zeit eine hohe Anzahl von Anfragen im Rahmen von Covenant-Brüchen bzw. Refinanzierungen zu erwarten ist.

Es besteht Anlass zur Hoffnung, dass das Geschäft im zweiten Halbjahr wieder anzieht. Aber sicher ist das keineswegs. Die Notverkäufe – die zweifellos kommen werden – sind noch kaum im Markt und dürften in vielen Fällen von den Distressed-Spezialisten durchgeführt werden. Der „normale“ M&A-

Markt wird mit großer Gewissheit in diesem Jahr deutlich schrumpfen – welche Auswirkungen die Überkapazitäten auf die Vergütung und die Überlebensfähigkeit einzelner Häuser haben werden, ist noch nicht abzuschätzen. Viele Marktbeobachter erwarten aber eine deutliche Auslese im M&A-Markt.

Einige Häuser haben mit drastischen Kostenprogrammen reagiert und sowohl Analysten als auch Support-Kräfte in Kurzarbeit geschickt. Einzelkämpfer und kleinere Einheiten können eine Dürrezeit besser überstehen. Die wenigen großen auf den Mittelstand fokussierten M&A-Häuser sind auf einen hohen Dealflow angewiesen, weil sie neben den Beratern auch ein nicht unerhebliches Back Office und weitere Strukturen mit hohem Fixkostenanteil aufgezogen haben. Dass einige internationale Häuser ihre Offices in Ländern schließen, in denen sie nicht rentabel wirtschaften, ist durchaus wahrscheinlich.

Finanzierungsberater bemühen sich um attraktive Aufträge.

Die Finanzierungsberater führen derzeit zahlreiche Gespräche mit Unternehmen, die aber nicht zwangsläufig in ein Mandat münden. Das hat auch damit zu tun, dass die beratungsaffinen Kunden oft größere und in der Finanzabteilung gut geführte Unternehmen sind. Diese haben sich in den vergangenen Jahren mit reichlich Liquidität vollgesogen, sodass oft kein akuter Handlungsdruck herrscht. Andere erarbeiten noch die revidierten Businesspläne, um damit in die Bankgespräche gehen zu können. Aber es gibt genug Unternehmen, die externe Unterstützung in Betracht ziehen. Erhöhte Komplexität ist immer gut für Finanzierungsberater. Hier können sie Mehrwert schaffen, auch und besonders abseits der KfW-Programme bei Unternehmen.

Die Auslastung ist bereits hoch, da die kritischen Situationen zunehmen: Die wenigen auf finanzielle Restrukturierung spezialisierten Berater sind schon mit großen, oft kapitalmarktorientierten Fällen „Land unter“. Die „klassischen“ Finanzierungsberater hatten in den vergangenen Jahren nicht allzu viel Gelegenheit, Restrukturierungserfahrung zu sammeln, werden aber in dieser Krise eine steile Lernkurve durchlaufen. Wer hier aktuelle Referenzen vorzeigen kann, ist klar im Vorteil. Generell ist eine operative Krise mit finanziellen Implikationen bei vielen Unternehmen eine gute Voraussetzung für ein anziehendes Geschäft. Allerdings ist denkbar, dass die Staatshilfen das Liquiditätsthema verschieben und eine Welle an Mandaten erst kommt, wenn die durch die Krise und Fördermittel erhöhten Schulden auf Basis niedrigerer Gewinne refinanziert werden müssen.

Fintechs hoffen auf Rückenwind.

Die Fintech-Landschaft ist breit gestreut. Alle Fintechs mit Kapitalmarktbezug haben im Moment Schwierigkeiten. Finanzierungsplattformen erleben eine deutlich erhöhte Anzahl an Anfragen, die aber oft nicht bedient werden können. Die klassischen Finanziere wie die Banken suchen derzeit nicht nach Neukunden – und die suchenden Unternehmen sind vor allem solche, die von ihren Banken nichts mehr bekommen. Damit können fast nur Vermittlungen an alternative Finanziere erfolgreich sein. In Kurzform: viel Arbeit, wenig Geschäft, die bestehenden Plattformen sind für Ausnahmesituationen eher nicht geeignet.

Die Kreditgeber unter den Fintechs erleben ihre klassischen Probleme in potenziert Form, bekommen aber auch zusätzliche interessante Gelegenheiten. Schon immer leiden sie unter einer Negativauslese, weil sich oft Unternehmen an sie wenden, die an anderer Stelle nichts bekommen. Allerdings sind einige in einem Crossover-Segment tätig, in dem die Banken nun mehr Platz lassen. Dem steht zwar

die höhere Unsicherheit in Bezug auf das Kreditrisiko gegenüber, es gibt aber mehr Chancen, auch attraktive und gut gepreiste Kreditrisiken ins Portfolio zu hieven. Derzeit melden sich auch gestandene Mittelständler, die für die Plattformen bislang kaum erreichbar waren.

Daneben gibt es eine ganze Reihe weiterer Geschäftsmodelle von Fintechs. Einige kranken in der Vergangenheit daran, dass die meisten Unternehmen Liquidität nicht als Engpass sahen und darum nicht bereit waren, selbst sehr interessante Ansätze auszuprobieren. Das gilt vor allem für Lösungen in der Supply-Chain-Finanzierung. Aktuell sind die Unternehmen noch in der Orientierungsphase und haben weder Zeit noch Kopf für neue Dienstleister. Perspektivisch kann die Krise aber einigen Fintechs zum Durchbruch verhelfen, die Risiken minimieren und zusätzliche Finanzierungsquellen erschließen.

Die alternativen Finanziere spielen ihre Erfahrung aus.

Factoring ist traditionell ein Finanzierungsinstrument auch für die schwächeren Bonitäten. Nach einer kurzen Schockstarre setzte bei den Factoring-Anbietern rasch eine große Nachfrage ein. Entscheidend sind aber zwei Fragen: Wie viele und welche Forderungen gibt es noch bei einem massiven Umsatzrückgang, und wie verhalten sich die Kreditversicherungen? Letztere haben noch keine klar erkennbare Strategie, an der sich die Finanziere orientieren könnten. Klar ist aber: Wenn die Limite stark sinken, ist der Schutz vor Forderungsausfall und damit das Factoring-Geschäft unmöglich. Bislang ist das Geschäft auf breiter Front aber weiterhin möglich.

Bei den Bestandskunden sind die ersten Insolvenzfälle aufgetreten. Viele Kunden fragen außerdem bei den Factoring-Gesellschaften an, ob sie Zahlungen ihrer Kunden stunden dürfen. In der Regel tragen die Finanziere diese Stundungen mit, um keinen zusätzlichen Druck aufzubauen.

Im Leasing-Geschäft gelten etwas andere Regeln. Auch hier sind aber schwächere Bonitäten wegen der guten Besicherung ohnehin überproportional vertreten. Und auch hier sind die Anfragen nach Ratenaussetzungen und Stundungen massiv angestiegen, allerdings in diesem Fall, um die eigene Liquidität zu schützen. Noch herrscht bei den Leasing-Gesellschaften und Anbietern von Sale & Leaseback keine Alarmstimmung, auch die Verwertungspreise der Leasing-Objekte sind noch nicht spürbar unter Druck geraten.

Die Anfragen für Neugeschäft liegen über dem Durchschnitt. Da Leasing-Geber aber nicht allein auf den Wert des Leasing-Objekts abstellen, sondern vor allem auch auf die Bonität des Leasing-Nehmers schauen, sind ähnlich wie bei Banken die Risikoprüfungen mit großen Unsicherheiten behaftet. Viele Anbieter sind daher gerade eher zögerlich. Beim Sale & Leaseback von Maschinen ist der Zweitmarkt in der Finanzkrise eine Weile quasi zum Erliegen gekommen und die noch verwertbaren Güter in den Erlösen drastisch gesunken – diese Erfahrungen beziehen die Anbieter heute natürlich mit ein.



Die Restrukturierungsberater reiben sich die Hände.

Die Restrukturierungsberater sind immer die Gewinner einer Krise – das wird auch in diesem Fall so sein. Derzeit machen alle mobil: die Einheiten in den Big Four genauso wie die Spezialisten bei den Strategieberatern, die zum Teil aus einigen Dutzend Experten bestehenden spezialisierten Restrukturierungsberater ebenso wie die Einzelkämpfer und natürlich die Insolvenzverwalter.

Es ist allerdings das Schicksal der Krisenberater, dass sie oft erst geholt werden, wenn es richtig brennt – und wenn andere Stakeholder das Unternehmen dazu zwingen, externen Rat einzuholen (und zu bezahlen). Die aktuelle Krise ist dafür in vielen Fällen noch zu jung. Die Insolvenzantragspflicht ist bis Ende September 2020 ausgesetzt. Für vorausschauende Unternehmen besteht daher jetzt die Chance, mögliche Sanierungsoptionen zu durchdenken – ab Oktober 2020 wird es dann losgehen.

Infolge der sich abzeichnenden Covenant-Brüche bei Finanzierungen wird es auf jeden Fall zahlreiche Anfragen sowohl zu Gutachten als auch zur Umsetzungsbegleitung geben. Und damit zeichnet sich ab, dass es in naher Zukunft in der Zukunft zu einem echten Engpass kommen wird: Die gut beleumundeten Berater waren nämlich bereits in den vergangenen Monaten mit Mandaten in den kriselnden Branchen gut ausgelastet.

Die spezialisierten Anwälte schwanken mit ihren Beratungskollegen.

Die Auslastung der einzelnen Practice Groups schwankt in den Wirtschaftskanzleien traditionell mit der Konjunktur, wobei das M&A-Geschäft eher im Aufschwung und das Restrukturierungsgeschäft im Abschwung boomt, während das Finanzierungsgeschäft in beiden Phasen – mit unterschiedlichen Themenstellungen – nachgefragt wird. Das Schicksal Rechtsexperten ähnelt damit dem der spezialisierten Berater, allerdings mit etwas weniger Schwankung und einer breiteren Verwendung: Auch wenn Unternehmen auf einen M&A- oder Finanzierungsberater verzichten, so kommt doch keine Transaktion ohne anwaltliche Unterstützung aus.

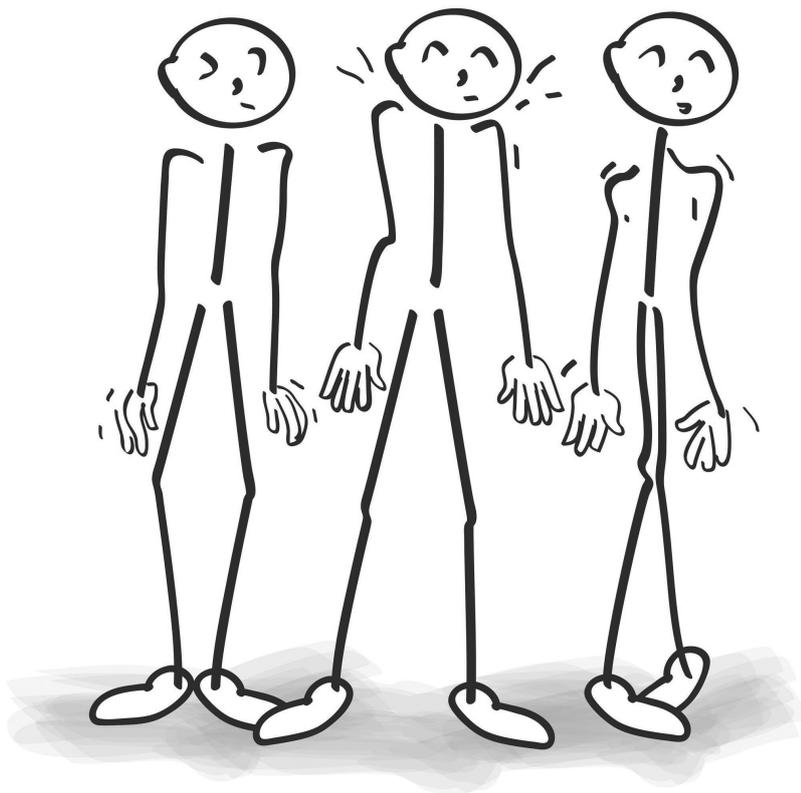
Gift auch für die Wirtschaftskanzleien ist allerdings Untätigkeit der Mandanten. Da diese einige Wochen zu beobachten war und die Kanzleien auch auf breiter Front von Kostensenkungen der Mandanten ausgehen, die auch vor dem externen juristischen Rat nicht haltmachen, haben einige Großkanzleien weitgehende Maßnahmen zur eigenen Absicherung getroffen, vor allem auf der Personalseite. Andere, eher mittelständische Kanzleien sehen jetzt ihre Chance, begehrte Talente an sich zu binden, auf die sie in einer anderen Phase keinen Zugriff hätten.

Die zahlreichen spezialisierten Boutiquen, die sich oft aus früheren Partnern der Großkanzleien zusammensetzen, schauen sehr unterschiedlich in Gegenwart und Zukunft. Die Restrukturierungsspezialisten werden reichlich zu tun haben, reine M&A-Boutiquen werden es deutlich schwerer haben. Es ist gut vorstellbar, dass sich einige Partner der kleinen Häuser oder sogar ganze Einheiten einer der Großkanzleien anschließen.

Die „Unternehmerv vertrauten“ tragen große Verantwortung.

Ein großer Teil der Verantwortung lastet beim kleineren Mittelstand neben den Banken auf den Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und Haus-und-Hof-Anwälten der Unternehmen. Diese „Unternehmerv vertrauten“ stehen dem Unternehmen und dem Unternehmer oft nahe. In kleineren Unternehmen fehlen oft die Spezialisten, die die Ausprägung und Dramatik der Krise richtig einschätzen können und über das notwendige Wissen zur Bewältigung verfügen.

Im Moment arbeiten die meisten gemeinsam mit ihren Mandanten am Anschlag. Die engen Berater des Unternehmers sind aber in der Regel keine ausgewiesenen Krisenexperten. Um kompetent durch die Krise zu steuern, vernetzen sie sich daher häufig mit den Spezialisten aus der Corporate Finance Community – vorausgesetzt, sie haben die Kontakte und die Unternehmen sind groß genug, um sich professionelle Krisenunterstützung leisten zu können.



WIE DIE PANDEMIE DEN MARKT PRÄGT

Der Finanzierungsmarkt

Fördermittel werden zum dominierenden Finanzierungsinstrument.

Die Banken werden von der Politik in die Pflicht genommen, ihren Teil zur Überwindung der Krise beizutragen. Das beschränkt sich nicht auf Ermahnungen, in der Kreditvergabe „ein Auge zuzudrücken“ (was die Banken aufsichtsrechtlich gar nicht dürfen), sondern vor allem auf die Durchleitung gewaltiger Förderprogramme, die mittlerweile nicht nur von der KfW, sondern auch von den Landesförderbanken ausgereicht werden.

Fördermittel führten bei Banken lange ein Nischendasein – das hat sich schlagartig geändert. Aber auch bei Fördermitteln führt kein Weg an einem normalen Kreditprozess vorbei (und die Anforderungen der KfW sind bei schwächeren Bonitäten höher). Die durchleitenden Institute müssen die Unterlagen anfordern, analysieren und bewerten. Viele Banken haben in Anlehnung an die Prozesse der Förderinstitute vereinfachte Bearbeitungswege definiert und eingeführt. Trotz zahlreicher Klagen insbesondere kleinerer Unternehmer kann man bislang grosso modo feststellen, dass die Banken sich bemühen, organisatorisch – und zum Teil auch risikoseitig – ihren Beitrag zur Überwindung der Krise zu leisten.

Die KfW-Finanzierungen für den Mittelstand kennen in der Kreditvariante drei Spielarten (daneben sind auch Eigenkapital- und Mezzanine-Finanzierungen über den Wirtschaftsstabilisierungsfonds möglich): Beim Unternehmenskredit mit einem Volumen bis zu einer Milliarde Euro stellen die Banken die komplette Liquidität und erhalten eine Haftungsfreistellung in Höhe von 80 Prozent, bei kleineren Unternehmen auch bis zu 90 Prozent. Die Laufzeit beträgt bis zu zehn Jahre, die ersten zwei sind tilgungsfrei. Dieselben Bedingungen bei sogar kompletter Risikoübernahme gelten für den Schnellkredit, der allerdings mit einem Maximalbetrag von 800.000 Euro nur für kleine Unternehmen gedacht ist. Als dritte Variante steigt die Förderbank in eine bestehende Konsortialfinanzierung ein und nimmt 80 Prozent der zusätzlichen Kreditsumme bei einer Maximallaufzeit von sechs Jahren. Dafür wird die KfW pari passu zu den Regelungen für die zusätzlichen 20 Prozent gestellt, die von den Konsortialbanken beigesteuert werden.

Die Auszahlung der Kredite verzögert sich in manchen Fällen. Einige Banken hatten mit Fördermitteln in den vergangenen Jahren kaum zu tun und darum wenig Erfahrung im Umgang mit der KfW. Die Förderinstitute selbst werden regelrecht überrannt. Auch die Unternehmen sind oft überfordert, vor allem mit einer Liquiditätsplanung, die verschiedene Szenarien berücksichtigt. Viele CFOs erhalten immer noch optimistische Pläne aus dem Vertrieb, die keine Liquiditätslücke erkennen lassen. In Zusammenarbeit mit Beratern müssen auch realistische und pessimistische Szenarien gerechnet werden. Wenn die Banken dann allerdings Anträge an die KfW weiterreichen, liegt die Bewilligungsquote bei fast 100 Prozent.

Die Praxis zeigt, dass kleine Unternehmen gut versorgt werden, weil die KfW alle Risiken übernimmt. Auch Großunternehmen, die nicht schon in einer Krise waren, können auf Hilfe setzen, wie die Fälle Tui und Adidas zeigen. Die Problemfälle liegen dazwischen: Für Mittelständler ist der Unternehmenskredit das Mittel der Wahl. Allerdings tun sich die Banken oftmals schwer, den verbleibenden Risikoteil in die eigenen Bücher zu nehmen.

Bei all den Angaben muss angemerkt werden, dass es sich bei den Fördermitteln um ein „Moving Target“ handelt: So kursieren Gerüchte, dass der Unternehmerkredit irgendwo zwischen 25 Millionen und 100 Millionen Euro gedeckelt werden soll – mit entsprechendem Handlungsdruck für die größeren Unternehmen. Unsicherheit bleibt also auch an dieser Stelle ein Faktor.

So hilfreich die Fördermittel im Einzelfall sind, sie verändern den Markt: Die langen Laufzeiten führen dazu, dass sie auf absehbare Zeit und im Unterschied zu früher ein wesentlicher Baustein in den Passivseiten vieler Unternehmen sein werden. Ihre Rückführung und Ablösung wird ein dominierendes Thema der kommenden Jahre sein.

Die Banken finanzieren nach Ihren Möglichkeiten – doch die sind beschränkt.

Der Bankkredit ist nach wie vor der mit Abstand größte Block in der Fremdfinanzierung deutscher Unternehmen. Noch ist die Krise zu frisch, um ein klares Bild von den Auswirkungen auf die Bankenfinanzierung zu zeichnen. Einige Elemente lassen sich aber bereits ablesen.

Bei den Fördermitteln werden die Banken den Erwartungen weitgehend gerecht. Großvolumige zusätzliche Finanzierungen sind dagegen schwierig: Akquisitions- oder sonstige Wachstumsfinanzierungen (sowie Refinanzierungen) werden derzeit zumeist verschoben. Die wenigen neuen Finanzierungen sind wieder häufiger mit einem Underwriting versehen, damit die Unternehmen eine Finanzierungsgarantie haben.

Allgemeine „Covenant Holidays“, also eine Aussetzung der typischerweise durch Finanzkennzahlen definierten Korridore, gibt es nicht und würden vom Regulator auch nicht akzeptiert. Allerdings können Unternehmen durchaus eine zwischen einem und vier Quartalen dauernde Aussetzung erreichen, wenn sie eine sorgfältige Dokumentation der Pandemie-Auswirkungen auf die Finanzkennzahlen und eine geplante und gut begründete Verbesserung in einem absehbaren Zeitraum vorzeigen können.

Die Banken werden nicht alle rechtlichen Möglichkeiten nutzen und nur in Ausnahmefällen Kredite fällig stellen. Anders als in M&A-Verträgen wird die MAC-Klausel in Kreditverträgen aller Voraussicht nach keine Rolle spielen. Zwar greifen die aktuellen „Covenant-Lite“-Strukturen oft erst spät, sie geben der Bank aber bei massiver Verschlechterung das Recht zum Eingreifen. Fällig stellen werden die Banken Kredite aber nicht – auch weil das Haftungsrisiko dadurch enorm steigt. Allerdings: Das in Sanierungen oft benötigte zusätzliche Geld wird es in vielen Fällen nicht geben.

Ein Problem sind die personellen Ressourcen: Wenn in den kommenden Monaten die Einschlüsse häufiger werden, dürften viele Banken an ihre Kapazitätsgrenzen stoßen. Viele erfahrene Mitarbeiter, die in der Finanzkrise Verantwortung trugen, sind mittlerweile in den Ruhestand gegangen. Es besteht die Gefahr, dass gerade bei kleineren Unternehmen zu wenige Einzelfallprüfungen stattfinden und einige durch den Rost fallen, die es nicht verdienen bzw. in ruhigeren Zeiten sorgfältig begleitet und durchfinanziert würden.

Der Mangel an Personal und Erfahrung in den Sanierungsabteilungen wird auch die Neigung verstärken, sich von Not leidenden Krediten zu trennen. In diese Richtung wirken auch die jüngsten regulatorischen Vorgaben, nach denen unbesicherte Kredite nach drei Jahren, besicherte nach sieben Jahren komplett wertberichtigt werden müssen. Schon vor Beginn der Pandemie erklärten CEOs führender Banken öffentlich, dass in der nächsten Krise mehr Kredite verkauft würden. Gleichwohl werden die Banken sich nicht leichtfertig von Kunden trennen, weil das Firmenkundengeschäft nach der Krise ein Anker im Geschäftsmodell bleiben wird.

Die Black Box Private Debt wird transparent.

Die Erfahrungen mit Debt Funds in der Krise sind in Deutschland noch zu überschaubar, um klare Erwartungen zu formulieren. Die Pandemie wird sehr viel mehr Transparenz in das Verhalten der Kreditfonds bringen. Bisher sind die Signale aus den Unternehmen, die mit Private Debt finanziert sind, eher ermutigend – die Fonds nehmen typischerweise eine konstruktive Rolle ein. Ohnehin sind nur wenige – und dann eher die im LBO-Markt engagierten – Spieler willens und in der Lage, den Schritt vom Kreditgeber zum Eigentümer zu gehen. Wo dies passiert, wird es – ähnlich wie bei Banken – eher die Folge eines missglückten Investments denn Endpunkt einer Strategie sein.

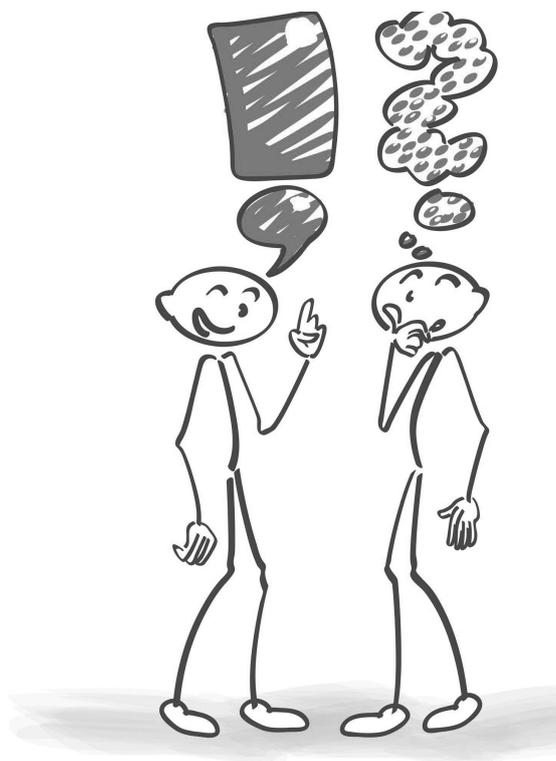
Noch finden die meisten Finanzierungen der Debt Funds im LBO-Umfeld statt. Das könnte sich ändern: Einige Fonds sind explizit an schwierigen Situationen interessiert und bereit, Bankkredite oder wackelnde Schuldscheine zu übernehmen. Noch ist die Krise aber zu frisch, um zu beurteilen, ob es eine nennenswerte Zahl an solchen Transaktionen geben wird. Klar ist aber, dass in dieser Krise mit den Debt Funds liquide und entscheidungsfähige Spieler bereitstehen, die von Banken nicht mehr nur als Wettbewerber, sondern auch als willkommener zusätzlicher Kreditgeber oder als charmanter Exit aus einer Kundenbeziehung gesehen werden können.

Auch die „klassischen“ Debt Funds können damit auf mehr Deals hoffen. Es ist außerdem zu erwarten, dass künftig mehr Unternehmen, die sich in schwierigem Fahrwasser bewegen, ohne aber wirkliche Restrukturierungsfälle zu sein, als nicht „bankable“ eingestuft werden. Damit erhöhen sich die Möglichkeiten für die Debt Funds, auch außerhalb des LBO-Geschäfts mit hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Margen zum Zuge zu kommen. Dazu kommen die Unternehmen, die sich in der Krise von der Bank im Stich gelassen fühlen und sich aktiv nach neuen Finanzierungspartnern umschaun. In diesen Fällen werden die Margen allerdings niedriger sein.

Der Kapitalmarkt kneift, wenn es brennt – kehrt aber schnell wieder zurück.

Der Kapitalmarkt hat auch in dieser Krise zunächst seinem Image als „Hasenfuß“ alle Ehre gemacht. Die Aktienmärkte gingen in die Knie, als die Furcht um sich griff, der Bondmarkt schloss ebenso rasch wie der Schuldscheinmarkt und die Refinanzierungssätze der Banken stiegen gewaltig. Das entschiedene Handeln von Regierungen und Zentralbanken hat das Vertrauen des Kapitalmarkts, dass diese Krise für viele Unternehmen keine existenzielle sein muss, ein Stück weit wiederhergestellt. Ablesbar ist diese Entwicklung an den Risikorenditen und an den Aktienkursen.

Allerdings ist der Kapitalmarkt keine Option, um in der Krise frisches Geld zu erhalten. Er wird aber wieder zur Verfügung stehen, sobald sich ein klarer Aufwärtstrend abzeichnet. Der Anleihemarkt profitiert auch von noch mehr Geld der EZB, die bereits angekündigt hat, verstärkt Unternehmensanleihen kaufen zu wollen – allerdings nur im Investment-Grade-Bereich.



Für den Bereich darunter wird es schwierig (auch wenn gerade darüber spekuliert wird, ob die EZB künftig analog zur Fed auch Junk Bonds kaufen wird): Die Ratingagentur Moody's prognostiziert für europäische Anleihen im Noninvestment-Bereich bis zum Jahresende eine Ausfallquote von 7,8 Prozent. Für die schwachen Bonitäten könnten staatsgarantierte Unternehmensanleihen ihre Premiere feiern. Diese können mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren aus dem 400 Milliarden Euro schweren Wirtschaftsstabilisierungsfonds abgesichert werden. Details stehen noch aus, für die Staatsgarantie soll auf jeden Fall eine Gebühr fällig werden.

Die Zukunft des Schuldscheinmarkts wird von der Performance der aktuellen Emittenten abhängen. Grundsätzlich wird das Segment von guten Bonitäten geprägt, allerdings hat es in jüngster Zeit auch Emissionen aus dem Crossover-Segment gegeben. Da der Schuldschein schwer zu restrukturieren ist, sind Ausfälle nicht ausgeschlossen, wenn Unternehmen in Schieflage geraten. Aktuell haben einige Unternehmen – zu deutlich höheren Konditionen – Schuldscheine emittiert, die von den arrangierenden Banken im Rahmen einer Zwischenfinanzierung zunächst ins eigene Portfolio genommen wurden. In ruhigeren Zeiten werden sie an die klassischen Investoren veräußert. Wenn der Schuldscheinmarkt sich in der Krise gut schlägt, steht weiterem Wachstum nichts im Wege – im schlechten Fall könnte die Nachfrage rasch versiegen.

Margen und Kreditbedingungen: auf dem Weg zur Zwei-Klassen-Gesellschaft.

Die Risikomargen sind über etliche Jahre hinweg immer weiter gesunken. Das ist nun vorbei: In aktuellen Finanzierungen sind die Margen zum Teil gewaltig in die Höhe geschossen, an den Bondmärkten waren die Ausschläge noch größer. Sowohl der Banken- als auch der Anleihemarkt haben sich aber auf einem etwas höheren Niveau wieder beruhigt. Dazu trägt sicherlich auch bei, dass die derzeit dominierenden Fördermittel ein klares Margenraster vorgeben. Außerdem hat sich das Risikoprofil vieler Unternehmen verschlechtert, sodass die höheren Spreads zum Teil nur das höhere Risiko widerspiegeln, nicht aber einen Anstieg der risikoadjustierten Margen. Interessanter ist daher die Frage, wie die mittelfristigen Folgen der Krise einzuschätzen sind.

Die Pandemie dürfte eine Entwicklung verstärken, die bereits im Gange war: Die Margen für Unternehmen, um die die Banken wetteifern, und für die weniger attraktiven Kreditnehmer gehen weiter auseinander. Attraktivität aus Sicht einer Bank hat viel, aber nicht nur mit der Bonität des Kunden zu tun. Zwar haben viele das Crossover-Segment entdeckt, deutlich schwächere Bonitäten sind für die meisten Häuser aber tabu. Auch gute Risiken sind aber nicht per se attraktive Kunden: Die Banken schauen immer mehr auf das potenzielle Cross-Selling-Geschäft, durch das bei guten Bonitäten erst der notwendige Ertrag mit dem Kunden generiert werden kann. Dazu gehören Absicherungsgeschäfte und Trade Finance ebenso wie Kapitalmarkt- oder M&A-Transaktionen.

Die bonitätsstarken Unternehmen werden dennoch weiterhin – von Banken oder von anderen Finanziers – Kredit zu niedrigen Margen erhalten. Für diese Gruppe ist auch nicht zu erwarten, dass die Kreditdokumentation sich für die gleiche Bonitätsstufe nennenswert verschärft, weil nach wie vor viel Liquidität und Wettbewerb den Markt prägen werden.

Für die schwächeren Risiken sieht das anders aus: Die Krise dürfte dazu führen, dass immer mehr Unternehmen als nicht „bankable“ eingestuft werden, sie also von den Banken keinen (zusätzlichen) Kredit erhalten. Wenn diese Unternehmen größere Mittelständler sind, stehen für sie alternative Anbieter wie

Debt Funds bereit. Sie finanzieren nur zu gern auch schwächere Bonitäten, wenn die Marge stimmt. Die liegt dann allerdings im hohen einstelligen oder sogar im zweistelligen Bereich.

Die Gruppe der für die Banken nicht attraktiven Unternehmen wird stark wachsen. Einige bislang umworbene Unternehmen werden durch eine höhere Verschuldung und mittelfristig schlechtere Ertragsaussichten für die Banken riskanter. Diese Unternehmen werden ihre Finanzierungsquellen diversifizieren. Damit gehen höhere Risikomargen einher, weil die Nicht-Banken kein Cross-Selling in die Kreditkalkulation einfließen lassen können.

Warenkreditversicherungen und Bürgschaften funktionieren für die meisten weiter.

In jedem konjunkturellen Abschwung und in zahlreichen Restrukturierungen einzelner Unternehmen schauen die Betroffenen vor allem in eine Richtung: zu den Warenkreditversicherern. Sonst oft unter dem Radarschirm unterwegs, werden sie plötzlich zu einem entscheidenden Spieler. Wenn die Kreditversicherer die Deckung entziehen, finden viele Geschäfte nicht mehr statt, und auch der Forderungsverkauf ist kaum mehr möglich.

Um die Folgen der Pandemie zu begrenzen, haben die größten Kreditversicherer mit dem Staat einen Schutzschirm vereinbart. Er sieht vor, dass die Warenkreditversicherungen trotz Bonitätsverschlechterungen ihre bestehenden Deckungszusagen aufrechterhalten oder sogar ausweiten. Der Bund gibt den Kreditversicherungen bis zum Jahresende eine Rückgarantie in Höhe von 30 Milliarden Euro für die Absicherung von Geschäftstransaktionen deutscher Unternehmen mit ihren in- und ausländischen Abnehmern. Dafür geben die Versicherer 65 Prozent der Prämieinnahmen ab und tragen Verluste in Höhe von 500 Millionen Euro sowie die Ausfallrisiken, die über die Garantie hinausgehen.

Am üblichen Zyklus der Warenkreditversicherung wird sich mittel- und langfristig aber nichts ändern: Während und kurz nach der Krise ist die Nachfrage der Unternehmen nach Deckung hoch. Mit dem Anziehen der Konjunktur und sinkenden Ausfallquoten sinkt auch die Nachfrage wieder.

Der Markt für Garantien ist im Bestandsgeschäft stabil. Sowohl die Banken als auch die Versicherungen halten ihren Kunden die Stange, nur vereinzelt berichten Unternehmen von Kürzungen bislang nie gezogener Linien. Die Risikoprämien sind moderat gestiegen. Neugeschäft wird allerdings sehr kritisch betrachtet – wer als Unternehmen noch keine Beziehung zu Garantiegebern aufgebaut hat, der tut sich derzeit schwer.

Die alternativen Finanziere können Krise – und könnten wachsen.

Die alternativen Finanziere wie Leasing- und Factoring-Gesellschaften sowie Anbieter von Sale & Leaseback könnten mittelfristig zu den Gewinnern der Krise zählen. Beide Anbieter haben große Erfahrungen mit schwächeren Bonitäten und können wegen ihrer guten Besicherung bzw. dem Rückgriff auf die Bonität des Abnehmers ein Stück weit unabhängig vom Rating des eigenen Kunden entscheiden. Auch diese Krise wird dazu führen, dass zahlreiche Unternehmen ihre Finanzierung diversifizieren wollen, und das explizit auch außerhalb des Bankenmarkts. Der Kapitalmarkt steht nicht vielen offen, die Debt Funds sind für viele zu teuer, darum ist die Entscheidung für Leasing und Factoring naheliegend.

Den Rückenwind können die alternativen Finanziere allerdings nur nutzen, wenn sie sich in der Krise tatsächlich bewähren. Grundsätzlich wird die finanzielle Restrukturierung deutlich komplizierter, wenn mehr Finanziere mit unterschiedlichen Verträgen, Besicherungen und Interessen mit am Tisch sitzen.

Wenn Banken und Berater den Eindruck gewinnen, dass die „Exoten“ eine Lösung erschweren, werden sie ihren Kunden künftig von diesen Finanzierungsbausteinen abraten. Sind die Erfahrungen in den Sanierungsverhandlungen dagegen positiv, ist weiteres Wachstum programmiert.

Um das Wachstumspotenzial tatsächlich zu heben, werden die Leasing-Anbieter noch flexibler werden müssen – etwa einen Finanzierungsmix mit kürzeren und längeren Laufzeiten anbieten und sich auf Sonderzahlungen einlassen. Die Factoring-Gesellschaften werden in einen zunehmenden Wettbewerb mit Supply-Chain-Finanziers geraten, allerdings sind hier auch Kooperationsmodelle denkbar. Und immerhin dürfte im Forderungsverkauf der Verfall der Margen erst einmal gestoppt sein.

Der LBO-Markt drückt den Reset-Knopf – und beginnt dasselbe Spiel.

Der Markt für die Finanzierung von Übernahmen durch Finanzinvestoren ist dem Kapitalmarkt in seinem Reaktionsmuster nicht unähnlich. Der Markt für große Buy-outs ging rasch zu, der Markt für mittelgroße Übernahmen war Ende März nicht vollständig, aber fast geschlossen. Eine Umfrage zeigt allerdings, dass sowohl die Banken als auch die Debt Funds Ende April bereits wieder handlungswilliger in Bezug auf Neugeschäft waren.

Derzeit durchläuft der Markt eine Phase des strikten Aussortierens, die allerdings vereinzelte Häuser bereits vor der Pandemie begonnen hatten. In Deutschland ist der Midcap-Markt auf Bankenseite deutlich überbesetzt, dazu gesellen sich Dutzende Debt Funds. Auf der Jagd nach Rendite war der LBO-Markt bei fast jeder Firmenkundenbank in den Fokus geraten – mit entsprechenden Folgen für Margen und Kreditdokumentation.

Es gab bereits vor der Pandemie Anzeichen, dass der Höhepunkt des Käufermarkts überschritten sein könnte. Die Krise bewirkt nun eine Kehrtwende: Zumindest eine Zeitlang werden nur noch weitgehend krisenresistente Geschäftsmodelle finanziert – und das zu deutlich höheren Margen und niedrigeren Leverages.

Der mittelfristige Ausblick sieht allerdings anders aus. Wenn es den Banken gemeinsam mit den Finanzinvestoren (und dem Staat) gelingt, die Ausfälle im LBO-Portfolio in Grenzen zu halten, wird der Markt wieder anspringen. Wenn die PE-Häuser sogar den Beweis antreten können, dass sie ihre Unternehmen professioneller – und ggf. mit zusätzlichem Eigenkapital – durch die Krise steuern als der Durchschnitt, kann das Finanzierungssegment für Banken (und Debt Funds) sogar noch



attraktiver werden. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden zusätzlichen Liquiditätsflut, die sowohl die Banken als auch die Finanzinvestoren erreichen dürfte, ist es nicht unwahrscheinlich, dass analog zur Finanzkrise – nach einem kurzen Durchschütteln und auf einem deutlich strikteren Ausgangsniveau – die Aufweichung der Finanzierungsstandards rasch wieder beginnt.

Auf die Finanzierungsberater wartet ein El Dorado.

Verlässliche Statistiken existieren nicht, aber die anekdotische Evidenz zeigt, dass die Zahl der durch Finanzierungsberater begleiteten Transaktionen seit der Finanzkrise stark gestiegen ist. Eine dreistellige Zahl von Professionals im Markt bedient immer mehr auch mittelständische Kunden. Der Trend zur Finanzierungsberatung wird durch die Folgen der Pandemie intakt bleiben und sich vermutlich verstärken.

Die Krise wird die Verschuldung vieler Unternehmen in die Höhe treiben und die Profitabilität senken. Sie wird die Banken weiter schwächen und alternativen Kreditgebern mehr Raum eröffnen. Aus Sicht der Unternehmen wird die Refinanzierung in einer komplizierteren Ausgangslage und einer komplexeren Finanzierungswelt schwieriger – ein ideales Einfallstor für Berater.

Der M&A-Markt

Der M&A-Markt backt weniger und kleinere Brötchen ...

Der Markt stand einige Wochen quasi still. Liquidität sichern, Pulver trocken halten – das war (und ist) für die meisten Unternehmen das Gebot der Stunde. Über allem schwebt außerdem eine Frage ohne Antwort: Was ist der richtige Preis? In krisenresistenten Branchen gibt es zwar noch einige Deals. Aber die meisten sind abgesagt, verschoben oder werden jetzt gar nicht erst geplant. In laufenden Transaktionen wird natürlich der Kaufpreis ebenso noch mal auf den Tisch gebracht wie Fragen nach Sicherheiten und Vertragsstrafen. Möglicherweise werden auch die bislang kaum beachteten MAC-Klauseln einmal gerichtlich getestet (Fresenius hat das kürzlich bei Akorn in den USA ganz unabhängig von der Pandemie erfolgreich getan). Und M&A-Versicherungen (W&I) werden vermutlich in größerem Maße zum Zuge kommen als bislang.

Gestiegen sind auch die Anforderungen an die Due Diligence: Die traditionellen Schwerpunkte gehen an den wesentlichen Herausforderungen, die durch diese Krise aufgeworfen werden, vorbei. Derzeit muss der Fokus auf vier kritischen Themen liegen: erstens Aussagen über die Normalisierung der gerade laufenden Krise, zweitens die Verifizierung des Businessplans (insbesondere auch im Hinblick auf den Corona-Effekt), drittens die Entwicklung der sich vermutlich stark verändernden Verschuldung und viertens die Entwicklung der kurzfristigen Liquiditätsausstattung. Um in dieser Ausnahmesituation aussagekräftig zu sein, muss eine Due Diligence umfangreichere Szenario-Rechnungen enthalten und eher mit dem Blick eines Restrukturierungsberaters erfolgen.

In den kommenden Monaten werden die M&A-Targets verschiedene der folgenden Kriterien erfüllen müssen: unzyklische Branchen, systemrelevante Geschäfte, wiederkehrende Erträge über Lizenzen etc., Kunden in stabilen Branchen wie Versicherungen, geringe Capex-Ausgaben, spezifisches Know-how (Patente, Produktionsprozesse, Produkteigenschaften etc.), eine besondere Marktpositionierung (Monopole, Single Source etc.) oder Zugang zu speziellen Märkten (Regionen, Kundengruppen etc.).

... und verkauft viele verbrannte.

Künftig wird eine besondere Art von Transaktionen den Markt mitbestimmen: die Notverkäufe, die von spezialisierten Distressed-M&A-Beratern eingefädelt werden. Uneins ist der Beratungsmarkt in der Frage, wer insbesondere bei Unternehmen in der Insolvenz zuschlagen wird. Während die einen darauf verweisen, dass sich die wenigen spezialisierten Finanzinvestoren in diesem Segment vorwiegend die Finger verbrannt haben und darum nur Strategen als Käufer infrage kommen, sehen andere Private Equity durchaus als relevante Käufergruppe – und gerade auch Investoren, die bislang keinen Turn-around-Fokus hatten, sich aber in bestimmten Branchen gut auskennen.

Eine weitere Gruppe von Deals sind die langersehnten Übernahmen – also solche Unternehmen, die der Käufer bereits gut kennt. Die gut aufgestellten Strategen haben jetzt die Chance, Unternehmen zu erwerben, auf die sie schon lange ein Auge geworfen haben, die aber bislang nicht auf dem Markt waren. Als Käufer kommen größere deutsche Konzerne in Betracht, aber auch die finanz- und entscheidungsstarken Familienunternehmen, die ohne viel Bürokratie eine wichtige Übernahme in Angriff nehmen können. Einige Unternehmen haben bereits bei Banken, Debt Funds und auch Factoring-Gesellschaften eine „Kriegskasse“ angefragt. Im Markt wird auch von zahlreichen asiatischen Konzernen (aus China, Japan und Südkorea) berichtet, die bislang regelmäßig den Finanzinvestoren im Bieterwettbewerb unterlegen waren und nun darauf hoffen, endlich bei attraktiven europäischen Targets zum Zuge zu kommen.

Sowohl Private Equity als auch Strategen setzen großen Hoffnungen in die Bereinigung von Portfolien großer Konzerne. Die Finanzinvestoren erwarten außerdem kleinere Übernahmen als Add-on-Akquisitionen für ihre Portfoliounternehmen.

Die Preisfindung wird den Markt hemmen.

Allerdings: Schon vor der Pandemie war die Schere zwischen den Erwartungen der Verkäufer an den Erlös und die Zahlungsbereitschaft der Käufer immer weiter auseinandergegangen, weil sich die Konjunktur global eintrübte und politische Risiken (auch in Bezug auf den Freihandel) sichtbar wurden. Dieser Trend hat sich abrupt verstärkt: Auf absehbare Zeit wird der M&A-Markt daran krankt, dass sowohl die Multiples als auch die absoluten Gewinne bzw. die Gewinnerwartungen deutlich sinken, während die Verkäufer noch an Vorkrisen-Bewertungen festzuhalten versuchen. Abgesehen von Notverkäufen und langersehnten Übernahmen werden Deals oft am Kaufpreis scheitern. Erst wenn die Käufer der wirtschaftlichen Entwicklung wieder trauen und die Verkäufer ihre Erlöserwartung angepasst haben, kann der M&A-Markt in der Breite wieder anspringen.

In der Zwischenzeit werden Notlösungen gebastelt, die beiden Seiten genügend Sicherheit geben sollen. Ein Ansatz sind EBITDA-Garantien für 2020, mit denen der Verkäufer das Risiko für die Performance in diesem Jahr übernimmt, der Käufer für die Zeit danach. Wer allerdings als Verkäufer glaubt, dass der Markt bald wieder anspringt, der wird eher noch warten. In Summe steht dem M&A-Markt eine Durststrecke bevor.

Private Equity verliert einzelne Spieler, wird aber als Mannschaft stärker.

Krisen sind für Finanzinvestoren schlechte Verkaufs-, aber gute Einkaufszeiten. Das gilt auch für die Pandemie mit ihren wirtschaftlichen Folgewirkungen. Einige in den falschen Branchen ausinvestierte Fonds werden möglicherweise eine so schlechte Performance aufweisen, dass sie keinen Nachfolgefonds auflegen können. Das wird aber die Ausnahme bleiben. Tatsächlich kann die Krise die Performance einiger Fonds durch geglückte Add-on-Akquisitionen sogar verbessern.

Sobald die Wirtschaft wieder eine klare Richtung bekommt, wird Private Equity als Käufer im M&A-Markt zur Verfügung stehen. Vor allem die auf Restrukturierungsfälle spezialisierten Investment Manager werden zahlreiche Kaufgelegenheiten erhalten. Zwar hatte der Dealflow schon vor der Pandemie angezogen, er beschränkte sich aber auf einige schwierige Branchen. Nun kommen vermutlich auch Unternehmen aus attraktiven Sektoren auf den Markt, deren Versäumnisse durch das Management bislang noch von der guten Marktlage übertüncht worden waren – in Kombination mit einem wieder anspringenden Markt sind das Filetstücke für die Turnaround-Spezialisten.

Die extrem plötzliche und tiefe Krise birgt auch Chancen für ein besonderes Angebot der PE-Häuser, das sie in jüngster Zeit verstärkt, aber bislang nur mit überschaubarem Erfolg durch den Markt trugen: die „Minderheitsbeteiligung auf Zeit“. Viele Unternehmen werden durch Liquidität aus Fördermitteln vor der Insolvenz gerettet, bauen aber dadurch zu hohe Schulden auf. Ein Ausweg kann temporäres Eigenkapital von Finanzinvestoren sein. Der Unternehmer profitiert in diesem Konzept vom Glauben an die eigene Leistung: Er holt auf einem relativ niedrigen EBIT-Level frisches Eigenkapital herein und kauft den Miteigentümer heraus, wenn die Krise überstanden und das EBIT wieder deutlich höher ist. Das kann für beide Seiten sehr attraktiv sein.

Auf mittlere Sicht wird die Pandemie der Branche nicht schaden. Krisenzeiten sind zwar schwierig für den Exit, aber eine gute Gelegenheit zum Kauf. Das wird auch beim Fundraising spürbar werden: Die Liquidität bei institutionellen Investoren wird nicht versiegen, sodass Commitments kommen werden, wenn die Perspektiven wieder etwas klarer sind. „First-timer“ dürften es allerdings künftig noch schwerer haben als ohnehin schon.



Der Restrukturierungsmarkt

Die operativen Berater kommen aus allen Löchern.

Wie in anderen Krisen werden auch dieses Mal wieder zahlreiche Berater ihre vermeintlichen Restrukturierungsqualitäten entdecken und anpreisen. Bei den Big Four und den großen Beratungen werden viele Juniors in die Restrukturierung gehievt, manch ein M&A-Berater wird sein Glück auf diesem Feld versuchen und zahlreiche Transformationsbegleiter werden sich auch zu positionieren versuchen. Nur wenige werden es schaffen, auf gleichem Niveau Kapazität aufzustocken. Das verbessert die durchschnittliche Beratungsqualität nicht und wird auch nichts daran ändern, dass die vergangenen zehn Jahre zu wenigen Marktteilnehmern die Chance eröffnet haben, echte Restrukturierungsexpertise zu erwerben. Der ungewöhnlich lange, durch Zentralbankgeld künstlich verlängerte Konjunkturzyklus fordert (auch) an dieser Stelle seinen Tribut.

Restrukturierungs-Knowhow ist gerade in einer raschen und tiefen Krise schwer auf andere Branchen übertragbar. Es braucht vielfach tiefes Expertenwissen über Sourcing- und Absatzmärkte, über Kostinstrumente und konjunkturelle Sondereinflüsse. Die Spezialisten im Markt für die leistungswirtschaftliche Restrukturierung sind rar und waren schon vor der Pandemie ausgelastet. Sie werden sich die Mandate aussuchen können. Der Markt für CROs wiederum ist groß und intransparent, die Qualität variiert enorm. Die umfassenden Haftungsrisiken schrecken außerdem manch einen gestandenen Manager ab, in einem Krisenunternehmen eine Organfunktion zu übernehmen.

Immerhin sind viele Unternehmen grundsätzlich gut gerüstet. Neben oft hohen Cash-Beständen wirken auch Maßnahmen aus der Finanzkrise noch heute: Viele haben ihre Kostenbasis flexibilisiert und zahlreiche Manager verfügen selbst über Krisenerfahrung.

Private Equity vergisst rasch.

Die Finanzinvestoren haben ein Generationenproblem, wenn es um Krisen geht. Nur relativ wenige Professionals jenseits der 50 sind in den Fonds aktiv, das Durchschnittsalter der Investment Manager ist niedrig. Damit verliert die Private-Equity-Branche früher als andere Gewerke Sanierungs-Knowhow. Die letzte große Krise ist lange her, und der Einschnitt war zwar tief, aber kurz. Die meisten Entscheidungsträger außerhalb der Turnaround-Investoren haben daher keine umfassende Restrukturierungsexpertise. Darum wird diese Krise, wenn sie denn nicht den erhofften V-Verlauf nimmt, eine große Herausforderung für die Branche.

Einige Beobachter glauben, dass Finanzinvestoren mit eigenen operativen Teams, die sie für Performance-Verbesserungen in ihre Portfoliounternehmen entsenden, besser durch die Krise kommen als andere. Diese These muss aber erst noch belegt werden. Sollte sie sich bewahrheiten, wird eine solche Aufstellung künftig vermutlich einen Unterschied im Fundraising bedeuten.

Die Banken haben viel Erfahrung verloren, Debt Funds lernen.

Die Workout-Abteilungen der Banken sind nicht für eine große Sanierungswelle gerüstet. Konjunktur und Kostendruck haben dazu geführt, dass die Personaldecke immer dünner wurde. Dazu kommt die durchschnittlich gesunkene Expertise der Sanierer, weil viele Altgediente mit Erfahrung aus mehreren Krisen in den vergangenen Jahren in den Ruhestand gegangen sind. Schon in dem der Pandemie

vorausgegangenen zarten konjunkturellen Abschwung berichteten Workout-Banker freimütig über die Probleme in ihren Abteilungen und konstatierten, dass die Unerfahrenheit von Kollegen mitunter in mangelnde Souveränität in Verhandlungen und damit emotionale statt rationale Entscheidungen münde. Die Kombination aus personeller Überlastung und fachlicher Überforderung wird in einer breiten Krise sichtbar werden.

Auch die Debt Funds müssen die Feuuertaufe erst noch bestehen. Außer den Distressed-Spezialisten beschäftigen sie kaum Professionals, die bereits umfangreiche Erfahrung mit Sanierungsverhandlungen gesammelt haben. Immerhin scheuen sich die Debt Funds selten, Geld für externe versierte Berater in die Hand zu nehmen.

Der Kapitalmarkt will Krise nicht, die alternativen Finanziere leben (auch) von ihr.

Noch schwieriger sind die Kapitalmarktfinanzierungen. Bei Anleihen ist es oft schon eine Herausforderung, die Gläubiger ausfindig zu machen, um eine ausreichende Mehrheit für finanzielle Restrukturierungen organisieren zu können. Immerhin braucht es hier keine einstimmigen Beschlüsse. Bei den in den vergangenen Jahren boomenden Schuldscheinen sind zwar die Investoren bekannt, sie haben aber selten Sanierungsexpertise und oft wenig Ruhe und Geduld. An beiden Instrumenten sind in der Vergangenheit schon Restrukturierungen gescheitert – mit Profis wird in beiden Fällen nicht verhandelt.

Weniger Anlass zur Sorge bieten die alternativen Finanziere. Ihr Geschäftsmodell ist ohnehin (auch) auf die schwächeren Bonitäten ausgerichtet, sodass auch in konjunkturell guten Zeiten reichlich Erfahrung mit Restrukturierungen gesammelt wurde, die den Anbietern jetzt zugutekommt.

Sanierer fehlen allenthalben.

In Summe fehlen dem Markt in einer tiefen Krise an allen Ecken und Enden die Experten. Da in einer Sanierung weniger schiere Manpower als Erfahrung gefragt ist, lässt sich auch keine Workforce aus dem Boden stampfen. Zwar können Berater aus dem klassischen Corporate-Finance-Umfeld oder operative Berater mit den Schwerpunkten Change Management unter kundiger Anleitung relativ rasch „umgeschult“ werden. Der Mangel an Expertise wird dennoch viele der kommenden Restrukturierungsfälle prägen.

WIE DIE CORPORATE FINANCE COMMUNITY DER REALWIRTSCHAFT HELFEN KANN

Viel Wirkung, wenig Wahrnehmung.

Obwohl es der Branche nicht an ausgeprägten Egos mangelt, ist sie doch nicht gut darin, der breiten Öffentlichkeit ihre Relevanz für die Gesamtwirtschaft vor Augen zu führen. Das hat auch damit zu tun, dass die Corporate Finance Community nicht organisiert ist: Zwar gibt es unzählige Interessenvertretungen und Verbände, die von den Banken über Factoring, Leasing, Private Equity, Anwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, Fintechs und M&A-Berater bis hin zu den Sanierern reichen. Die einzelnen Gewerke schaffen es aber nicht, ihre Stimmen zu bündeln und der Bedeutung der Zunft die gebührende Aufmerksamkeit zu verleihen. Dabei ist die Branche für die Überwindung von Krisen von entscheidender Bedeutung.

Kapital und Knowhow sind die zentralen Sanierungsbausteine.

Die Dienstleistungen der Corporate Finance Community sind auch in guten Zeiten wichtig und zum Teil von strategischer Relevanz für die Realwirtschaft und werden darum auch vergleichsweise hoch bezahlt. Umgekehrt gilt: Weil die Themen ebenso komplex wie spannend sind und in den meisten Gewerken viel Geld verdient werden kann, zieht Corporate Finance zahlreiche kluge Köpfe an. Die sind nun gefragt.

Corporate Finance mit der Mischung aus Kapital und Rat ist in Unternehmenskrisen, gerade aber in breiten Wirtschaftsabschwüngen ein unentbehrlicher Helfer für die Realwirtschaft. In dieser besonderen Pandemie-Krise, die erstens kaum eine Branche ungeschoren lässt und zweitens fast simultan weltweit eingetreten ist, gilt das umso mehr – und zwar für alle Gewerke.

In normalen Zeiten ist Finanzierung außer bei Übernahmen oder Sprunginvestitionen eine zwar notwendige, aber wenig beachtete Komponente des wirtschaftlichen Erfolgs. In der Krise ist Liquidität die Lebensader des Unternehmens.

M&A-Transaktionen sind immer ein wichtiger strategischer Baustein in der Unternehmensfinanzierung. In der Krise kann der Teilverkauf die Rettung sein – wenn auch das nicht mehr hilft, trägt der rasche und kluge Notverkauf vor oder nach der Insolvenz maßgeblich dazu bei, das Geschäftsmodell und möglichst viele Arbeitsplätze zu retten.

Restrukturierung ist immer zentral für das Überleben eines Unternehmens. Darum schlägt in der Krise die Stunde der operativen Sanierer.

Und weil alle Maßnahmen, jeder Rat und jede Finanzierung nicht nur inhaltlich fundiert begründet und gut umgesetzt, sondern auch rechtlich abgesichert sein müssen, kommt auch den Anwälten eine besondere Bedeutung zu – ansonsten drohen Anfechtungen und lange Streitigkeiten. Dasselbe gilt für die steuerlichen und bilanziellen Auswirkungen aller Maßnahmen, sodass den Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern in der Krise – neben ihrer Rolle als oft engstem Vertrauten des Unternehmers – eine besondere Verantwortung zuwächst.

Restrukturierungsberater bringen Struktur und Umsetzungs-Knowhow.

Viele Unternehmen haben sich – etwa aufgrund schnellen Wachstums oder der lang andauernden Hochkonjunktur – noch nicht intensiv mit Krisenthemen beschäftigt. In diesen Fällen ist es notwendig, die Logik der Krisensteuerung zu implementieren. Das können oft nur Berater leisten. Vor allem die unbedingte und unnachgiebige Ausrichtung auf das Thema Liquidität gelingt dem Management selten allein.

Wichtig ist neben den internen Anpassungen vor allem die Kommunikation mit den Stakeholdern. Die Finanziere brauchen Transparenz in Bezug auf die Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells und die Liquiditätssituation. Die Kunden müssen bei der Stange gehalten werden und brauchen Informationen über mögliche Lieferengpässe, oft unterstützen sie bei richtiger Ansprache auch ihre wichtigen Lieferanten. Die eigenen Lieferanten wiederum brauchen Vertrauen in die Zahlungspläne und in das Gesamtkonzept – das schließt die Kommunikation mit den Warenkreditversicherungen ein. Und auch die Mitarbeiter müssen wissen, wie es weitergeht und dass sich mögliche Einschnitte lohnen.

An all diesen Schnittpunkten können viele Fehler gemacht werden, die nur durch Erfahrung zu vermeiden sind. Außerdem hilft die Neutralität eines beratenden Dritten oft, auch unangenehme Maßnahmen zu akzeptieren.

Die Banken haben in jeder Krise eine Schlüsselfunktion.

Die typische Krise reißt Löcher in die Liquidität der Unternehmen. Und sie führt oft zu Verletzungen von Kreditbedingungen. Damit kann keine echte Krise ohne eine Auseinandersetzung mit den Banken bewältigt werden (sofern Verbindlichkeiten bestehen).

Der Verlust an Sanierungsexpertise in den Banken und die Auswirkungen auf aktuelle Restrukturierungen sind bereits hinreichend deutlich gemacht worden. Nichtsdestotrotz: Die Banken verfügen als Institutionen natürlich weiterhin über ein enormes Wissen im Umgang mit kriselnden Kunden. Und auch wenn die Kunden diese Sichtweise nicht immer einnehmen, so sitzen die Banken doch mit ihnen im selben Boot. Kaum eine Finanzierung im gehobenen Mittelstand ist so gestrickt, dass die Banken mit ihren Sicherheiten aus dem Schneider sind. Darum teilen sie das Interesse, dem Unternehmen wieder auf die Beine zu helfen.

Der grundsätzlich konstruktive Ansatz der Banken hat in Deutschland eine lange Tradition. Sie wird auch in dieser Krise fortgesetzt, auch wenn sich einige Rahmenbedingungen so verändert haben, dass es den Banken zunehmend schwerfällt, ihren Kunden auch in schwierigen Zeiten die Treue zu halten. Um so wichtiger ist das richtige und professionelle Verhalten der Kunden im Umgang mit ihren Finanziers.

Nur sehr wenige Banken haben bisher die Turnaround-Finanzierung als eigenes Geschäftsfeld entdeckt. Mit der wachsenden Erfahrung in der Krise wächst möglicherweise der Appetit. Stand heute müssen aber andere Geldgeber angesprochen werden, wenn in der Krise zusätzliche Liquidität außerhalb des bestehenden Bankenkreises benötigt wird.



Die Debt Funds punkten mit Risikoappetit und Flexibilität.

Die Debt Funds können nicht nur Unternehmen finanzieren, deren aktuelles Risiko für Banken untragbar ist. Sie können auch Konsortialfinanzierungen auffangen, in denen sich einzelne Banken querstellen, deren Anteile die anderen aber nicht übernehmen wollen. In diesen Fällen können Debt Funds entweder an die Stelle der Querulanten treten – oder aber die komplette Bankenfinanzierung ablösen. Sie haben den großen Vorteil der Flexibilität, sodass sie die Passivseite aus einer Hand mit nach Laufzeit und Rang unterschiedlichen Krediten zusammenbauen und zusätzlich Mezzanine-Komponenten hinzufügen können. Natürlich ist die Gesamtverzinsung in diesen Fällen erheblich höher als bei klassischen Bankenfinanzierungen.

Alternative Finanziere leben vom professionellen Umgang mit ihren Sicherheiten.

Die alternativen Finanziere haben in schwierigen Situationen ihren großen Auftritt. Weil sie grundsätzlich teurer sind als klassische Bankkredite, haben sie in guten Zeiten einen etwas schwereren Stand. Durch ihre Besicherung – ob es Forderungen oder Leasinggüter sind – können sie aber auch dann finanzieren, wenn die Banken abwinken. Dabei stellt sich immer die Frage, ob die zu finanzierenden Assets bereits als Sicherheit in der Bankenfinanzierung dienen und ggf. freigegeben werden. Bei überzeugenden Konzepten sind die Banken dazu durchaus bereit, wenn sie selbst nicht mehr Geld geben wollen. Gerade der Verkauf von Forderungen und die Finanzierung über Maschinen im Sale & Lease-back sind darum verlässliche Liquiditätsquellen auch in schwierigen Zeiten.

Eine Zeit lang erfreute sich auch die sogenannte Borrowing-Base-Finanzierung, also auf Basis des besicherten Umlaufvermögens, einer gewissen Beliebtheit. In den Zeiten der Hochkonjunktur war dieses für beide Seiten mit Aufwand verbundene Finanzierungsinstrument kaum mehr gefragt. Einige Banken haben in den vergangenen Jahren den Umgang mit dem Umlaufvermögen als Sicherheit verlernt und brauchen externe Berater für Wertbestimmungen und Verwaltung. Es könnte aber durchaus sein, dass diese Form der atmenden Finanzierung eine Renaissance erlebt – auch mit Nicht-Banken als Finanzierern.

Finanzierungsberater kennen Markt und Spieler – und die richtige Aufbereitung.

Banken treffen ihre Finanzierungsentscheidungen auf Basis der von den Unternehmen eingereichten Unterlagen. Finanzierungsberater verbessern signifikant die Qualität der Unterlagen, indem sie den Prozess sauber organisieren, die Argumentation klar strukturieren und typische Fragen der Kreditgeber bereits vorab adressieren können. Das gilt für Fördermittel genauso wie für klassische Bankenfinanzierungen.

Noch wichtiger sind die Berater in Krisenfällen, wenn die Kreditverhandlungen schwierig werden, weil Covenants gebrochen wurden oder zusätzliche Liquidität gebraucht wird. Die Verantwortlichen im Unternehmen durchlaufen den Prozess oft zum ersten Mal oder haben eine lange zurückliegende Erfahrung aus einer anderen Marktsituation. Die Berater dagegen sind mit der Verhandlungssituation ebenso vertraut wie mit den aktuellen Marktbedingungen und alternativen Finanzierungsoptionen.

Aufseiten der Kreditgeber sind die Berater in guten Zeiten oft eher ein lästiges Übel, in Restrukturierungsgesprächen sind sie dagegen oft ein willkommener Partner. Die Finanzierungsexperten bringen nicht nur Sachkenntnis an den Tisch, sondern führen die Unternehmen oft auch durch die Verhandlungen und nehmen die Emotionalität aus den Gesprächen, um sachlich an einer für alle Seiten akzeptablen Lösung zu arbeiten.

Gute Anwälte zeigen das Machbare – und führen auch mal den Prozess.

Der Anwalt als oberster Bedenkenträger, der die Dinge gern kompliziert macht und daran auch noch verdient, weil er auf Stundenbasis vergütet wird, ist in der Krise weder gefragt noch häufig anzutreffen. Die Zunft hat in den vergangenen zwanzig Jahren zumindest bei den großen Wirtschaftskanzleien einen enormen Wandel durchlaufen und versteht sich als Berater, der sich nicht auf die Fallstricke, sondern auf die Lösungen konzentriert.

Gerade in der Restrukturierung, aber auch in den anderen Gewerken haben sich Köpfe herausgebildet, die durch Persönlichkeit und Erfahrung einen Einfluss auf die Prozesse nehmen, der weit über den juristischen Rahmen hinausgeht. Das beschränkt sich nicht nur auf die Verhandlungssituation selbst, sondern auch auf die Gespräche hinter den Kulissen. Oft kennen sich die Beteiligten aus vorherigen Transaktionen und können dadurch konstruktiv an Lösungen arbeiten, auch und gerade wenn sie an unterschiedlichen Seiten des Tisches sitzen. Das gilt im Übrigen auch für die Finanzierungs- und Restrukturierungsberater.

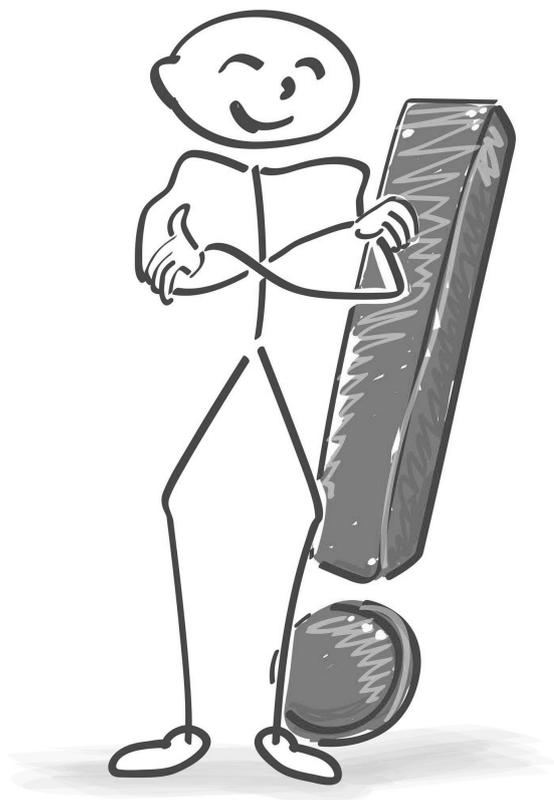
Für den kleineren Mittelstand sind die Spezialisten rar.

Die Unterstützung durch Corporate-Finance-Experten ist nicht günstig. Die Stundensätze der spezialisierten Restrukturierungsberater und Anwälte sind so hoch, dass viele Mittelständler sie sich nicht leisten mögen oder können. M&A- und Finanzierungsberater wiederum schätzen monatliche Retainer, vor allem verdienen sie aber oft auch im Erfolgsfall anteilig am Transaktionsvolumen – das schafft einen großen Anreiz, sich mit großvolumigem Geschäft zu befassen.

Auch die Geldgeber schielen auf Größe. Sie haben mit kleineren Investments nicht viel weniger Aufwand als mit großen, der Renditehebel ist allerdings viel kleiner und das Risiko oft schwerer kalkulierbar. Erfolgreiche Private-Equity-Gesellschaften stoßen oft von Fonds zu Fonds in neue Unternehmensgrößen vor und die meisten Debt Funds sind unter 20 Millionen Euro Finanzierungsvolumen kaum aktiv.

Die Folge: Die besten Experten und einige Finanzierungsoptionen stehen dem Großteil des deutschen Mittelstands – Unternehmen mit einem Umsatz unter 50 Millionen Euro – kaum zur Verfügung.

Allerdings finden auch kleinere Unternehmen in der Krise durchaus Kapital- und Beratungsangebote. Erfahrene Krisenmanager, die als Einzelkämpfer zum Teil schon seit Jahrzehnten im Markt aktiv sind, nehmen auch Herausforderungen in kleineren Unternehmen an. Auch in der Restrukturierungsberatung finden sich zahlreiche Boutiquen mit Fokus auf den kleineren Mittelstand. Einige M&A- und Finanzierungsberater sind ebenfalls in diesem Segment unterwegs (allerdings in der Regel mit einem deutlich geringeren



Markt-Knowhow). Und auch Anwälte lassen sich zu akzeptablen Stundensätzen finden (der Preis für die Ersparnis ist allerdings die geringere Spezialisierung, die im schlechtesten Fall in Mehraufwand und schlechteren Ergebnissen münden kann).

Auf der Kapitaleseite sind neben den Banken auch neue Finanziere wie Fintechs in kleineren Segmenten aktiv. Auch die alternativen Finanziere wie Leasing- und Factoring-Gesellschaften haben einen großen Teil ihrer Kundschaft im kleineren Mittelstand. Auf der Fremdkapitaleseite sind auch Family Offices vermehrt mit kleineren Tickets unterwegs. Dasselbe gilt für Eigenkapitalfinanzierungen: Für jede Größenordnung – von einigen Hunderttausend bis zu mehreren Millionen Euro – stehen semiprofessionelle oder private Investoren bereit, die in den vergangenen Jahren oft zu wenig zum Zuge gekommen sind und daher über reichlich Liquidität verfügen. Derzeit wird im Markt eifrig an Vermittlungsplattformen gebastelt, um Nachfrage und Angebot zusammenzuführen.

Die „Unternehmervertrauten“ und die Banken sind in diesem Segment die Berater in der Not.

Eine wichtige Rolle kommt bei kleineren Unternehmen den Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern zu. Sie haben zwar in der Regel kaum Sanierungsexpertise, kennen aber den Mandanten gut und haben oft ein umfassendes Verständnis der Zusammenhänge. Da sie außerdem in der Regel das Vertrauen des Unternehmers genießen, können sie den richtigen Experten ins Spiel bringen. Daneben haben natürlich auch die finanzierenden Banken ein großes Netzwerk an sanierungserfahrenen Partnern.

BIG PICTURE: WIE DIE PANDEMIE DAS UMFELD VERÄNDERT

Makroökonomisches Umfeld

Die Pandemie wird keine eigenen Trends erzeugen. Sie verstärkt aber Entwicklungen, die bereits im Gange sind und bei einigen Trends eine bislang ungekannte Dynamik kreieren.

Moderne Arbeitsformen erreichen die Corporate Finance Community.

Der naheliegendste Effekt liegt in der digitalisierten Zusammenarbeit innerhalb und zwischen Unternehmen. Die Effizienz von Home Office und Videokonferenzen bleibt auch nach der Pandemie als Erfahrung erhalten. Für die Corporate Finance Community bergen sie dieselben Vorteile wie für andere Unternehmen auch, aber in potenziierter Form: Sündhaft teure Büroflächen und zahlreiche Reisen zu potenziellen und aktuellen Kunden sind für viele Spieler im Markt ein wesentlicher Kostenfaktor. Beide Ausgabenblöcke dürften durch den Einsatz digitaler Lösungen dauerhaft gesenkt werden können.

Protektionismus und Deglobalisierung drohen.

Die wichtigeren Veränderungen finden aber an anderer Stelle statt. Bereits vor der Pandemie war das Konzept der globalisierten Wirtschaft gesellschaftlich mehr als umstritten. In den vergangenen Jahren häuften sich protektionistische Vorstöße auch unter den Großmächten. Die Krise hat die Verletzlichkeit globaler Lieferketten schmerzlich vor Augen geführt – eine sich beschleunigende Deglobalisierung als Antwort auf die aktuellen Erfahrungen ist kein unwahrscheinliches Szenario, weil es neben einer Ratio aus Risikosicht auch den Zeitgeist trifft.

Dieser Trend hat für die Unternehmen Folgen im Absatz und beim Sourcing – er löst erhöhten operativen Restrukturierungsbedarf aus, kann in verschiedenen M&A-Aktivitäten münden und finanzseitig durch Effizienzverluste den Beratungsbedarf steigern.

Die Schulden wachsen, die Geldmenge auch.

Eine weitere Folge der Pandemie ist eine ausufernde Verschuldung der öffentlichen Hand in vielen Ländern der Erde. Dieser Trend ist – mit Deutschland als fast einziger Ausnahme – seit der Finanzkrise global intakt und längst als Problem identifiziert. Das Finanzsystem wird dadurch potenziell unsicherer. Die Zentralbanken büßen damit ihre letzte Handlungsfreiheit ein und können kaum noch glaubhaft an der Zinsschraube drehen. Vollkommen unklar ist auch, wie sich die Geldmenge letztlich auf die Güter- und Asset-Preise auswirken wird. Ein Ausweg aus der zinslosen Liquiditätsflut ohne Schuldenschnitte oder Währungsreformen wird aber unwahrscheinlicher.

Finanzsystem

Krisen schaden den Banken.

Das Bankensystem wird durch eine massive Wirtschaftskrise geschwächt. Steigende Risiken und Ausfälle treffen in Europa auf eine ohnehin nicht sehr widerstandsfähige Bankenlandschaft. Zwar haben die Häuser auf regulatorischen Druck hin ihre Eigenkapitalquoten gestärkt und ihren Leverage gesenkt, auf diesem Weg aber ihre Profitabilität eingebüßt. Ein solches Umfeld lässt keine ehrgeizigen Wachstumspläne zu. Solange es in Europa keinen einheitlichen Bankenmarkt mit einer dazu passenden Zahl an schlagkräftigen Häusern gibt, werden Banken aus einer Defensive heraus agieren müssen.

Die Staatsfinanzierung ist auf dem Vormarsch.

Da die Liquidität im Markt allerdings eher zu- als abnehmen dürfte, werden die schon in den vergangenen Jahren zu beobachtenden alternativen Finanziers verstärkt auf den Plan treten. In der Pandemie ist mit dem Staat ein weiterer wichtiger Spieler hinzugekommen. Auch dies ist kein neuer Trend, wie die Entwicklung der Bilanzen der KfW und der Landesförderanstalten der vergangenen Jahre erkennen lassen. Die Dimension in der Unternehmensfinanzierung ist aber eine neue – und es ist keineswegs sicher, dass die Staatsfinanziers sich wie derzeit geplant mit dem Auslaufen der Notfinanzierungen wieder aus den Passivseiten der Unternehmen verabschieden (können). Ob dazu überhaupt der politische Wille bestehen wird, ist zumindest unsicher.

Unternehmensfinanzierung

Die „Zombies“ sterben endlich doch.

Auch wenn die deutsche Wirtschaft in ihrer Struktur von „japanischen Verhältnissen“ noch weit entfernt ist: Die durch Zentralbankgeld künstlich verlängerte Konjunktur, die hohe Liquidität im Bankensektor, die extrem niedrigen Zinsen und der Unwille der Banken, Abschreibungen in Kauf zu nehmen, haben auch in Deutschland Unternehmen am Leben erhalten, die unter normalen Bedingungen längst vom Markt verschwunden wären. Die Krise könnte zahlreichen dieser Unternehmen nun ein Ende bereiten.

Die Vorgaben der Politik sind klar: Gescheiterte Geschäftsmodelle sollen durch Fördermittel nicht durchfinanziert werden – nur wer Ende 2019 kein Krisenfall war, darf staatliche Hilfe in Anspruch nehmen. Die Banken haben auch wenig Interesse an einer Durchfinanzierung, weil die Schuldenlast dieser Unternehmen durch Fördermittel noch weiter steigt, während sich die Ertragslage vieler Unternehmen durch die Krise weiter verschlechtert. Damit steigen die Risiken für die Banken weiter.

Einen Sonderfall stellen Unternehmen dar, die sich Ende 2019 in einer Krisensituation befanden, in den ersten Monaten des aktuellen Jahres aber eine finanzielle Restrukturierung mit ihren Geldgebern aushandeln konnten und nun durch die Pandemie-Krise wieder wackeln. In diesen speziellen Fällen zeigt sich bislang ein pragmatischer Ansatz der KfW, diese Unternehmen trotz formaler Verletzung der Kriterien zu finanzieren.

Im Corporate Banking wird bei den Kunden gesiebt.

Anders als die vorherige Krise wurde die aktuelle nicht durch die Finanzwirtschaft ausgelöst – aber sie wird tiefe Spuren im Corporate Banking hinterlassen. Experten von der Beratungsgesellschaft Oliver Wyman gehen für die europäischen Banken davon aus, „dass die Krise die für dieses Jahr im Wholesale Banking eingeplanten Gewinne nahezu komplett vernichten wird“.

Es spricht derzeit einiges dafür, dass die Banken sowohl die ihnen im Rahmen der volkswirtschaftlichen Theorie als auch aktuell von der Politik zugedachte Rolle in der Krise übernehmen werden – allerdings eben nur im Rahmen ihrer Möglichkeiten, und die sind nicht unbeschränkt. Zwar ist das Firmenkundengeschäft seit Jahren der Hoffnungsträger vieler Banken im deutschen Markt. Die Rentabilität ist aber immer weiter gesunken, die Senkung der Fixkosten geht nur schleppend voran. Da der Kuchen für die Banken bestenfalls gleich groß bleibt, führen die Häuser einen intensiven Verteilungskampf.

An Liquidität mangelt es zwar nicht: Über eine mit einem Negativzins versehene langfristige Kredittranche der EZB erhalten die Banken bei Bedarf weiteres Geld, um Unternehmenskredite auszureichen. Die Probleme der Banken liegen aber an anderer Stelle, nämlich neben der Rentabilität vor allem in den Risikokosten und dem Eigenkapital. Beide Parameter werden entscheidend vom weiteren Verlauf der Krise geprägt und hängen voneinander ab: Ist die Krise nur kurz und die Erholung umfassend (V-Verlauf), steigen die Risikokosten nur moderat und das Eigenkapital wird nicht allzu stark belastet. Bei einem L-förmigen Verlauf der Krise werden Kreditausfälle und erhöhte Risikokosten durch eine dauerhafte Bonitätsverschlechterung gewaltig an den Eigenkapitalquoten knabbern. Das dritte Quartal 2020 dürfte zum Lackmustest werden.

Erleichterung könnte – ungewöhnlich genug – vonseiten der Regulatorik kommen. Eckpfeiler des letzten Teils von Basel III (wegen seiner Bedeutung oft auch schon Basel IV genannt) stehen derzeit auf dem Prüfstand – dazu gehören die obligatorische Verschuldungsquote ebenso wie die Eigenkapitalverordnung und die Einschränkung interner Ratingmodelle. Vor allem der letzte Punkt würde in seiner bislang geplanten Form das Firmenkundengeschäft weiter erschweren. Mit der Verschiebung von Basel III auf 2023 und einigen inhaltlichen Lockerungen dürfte es wenigstens an dieser Stelle ein wenig Rückenwind geben.

Trotzdem werden etliche Banken in der Krise ihr Kundenportfolio sorgfältig analysieren und entscheiden, wem sie die Stange halten wollen, wenn Unternehmen wackeln. Gleichwohl werden die Banken sich nicht leichtfertig von Kunden trennen. Alle Anzeichen sprechen dafür, dass die meisten Häuser – und das gilt auch für die Auslandsbanken – im deutschen Firmenkundengeschäft weiterhin eine tragende Säule ihres Geschäftsmodells sehen. Wahrscheinlicher als ein Rückzug auf breiter Front ist daher ein – mehr oder weniger strategisch getriebenes – Aussieben auf Basis einer Portfolioanalyse.

Festhalten werden die Banken an allen Unternehmen, die entweder nicht oder nur temporär von der Krise betroffen sind und künftig eine rentable Geschäftsbeziehung versprechen. Auch Kunden, die in der Einschätzung der Bank nur ein Tal der Tränen durchlaufen, aber viel Potenzial mitbringen, dürfen

auf die Unterstützung der Banken hoffen, solange deren Sanierungsabteilungen nicht überfordert sind. Von anderen Kunden werden sich die Banken trennen, indem sie Kredite verkaufen oder an Refinanzierungen nicht mehr teilnehmen.

Die Folgen für das viel beschworene Kernbankensystem werden unterschiedlich sein: Enttäuschte Unternehmen werden sich neuen Banken oder sogar gänzlich neuen Finanziers zuwenden. In welchem Ausmaß das geschieht, ist derzeit noch unklar. Umgekehrt wird es aber auch Fälle geben, in denen die Beziehung in der Krise gestärkt wird, weil der Kunde sich von der Bank verlässlich durch die Krise begleitet fühlt. In Summe öffnen sich aber weitere Einfallstore für Wettbewerber der Banken.

Private Debt bekommt seine Chance im Corporate-Markt.

Die Wettbewerber stehen längst bereit: Nicht nur in Krisensituationen und im LBO-Markt dürfen die Debt Funds auf mehr Deals hoffen. Sie profitieren auch von ihrer Resilienz: Sie sind in der Regel – anders als die Bankbilanz – nicht Leverage-getrieben, sodass sie nicht denselben gehebelten Risiken ausgesetzt sind. Im schlimmsten Falle erhalten die Investoren nicht die versprochene Rendite, eine Gefahr für das Finanzsystem geht von ihnen aber nicht aus.

Wenn künftig mehr Unternehmen, die sich in schwierigem Fahrwasser bewegen, ohne aber wirkliche Restrukturierungsfälle zu sein, als nicht „bankable“ eingestuft werden, erhöhen sich die Möglichkeiten für die Debt Funds, auch im klassischen Mittelstandssegment mit hohen einstelligen oder sogar zweistelligen Margen zum Zuge zu kommen. Eine weitere Deal-Quelle sind Unternehmen, die sich in der Krise von der Bank im Stich gelassen fühlen und sich aktiv nach neuen Finanzierungspartnern umschauchen. In diesen Fällen werden die Margen allerdings niedriger sein und neben den Debt Funds stehen auch andere Investoren wie Versicherungen oder Family Offices bereit.

Der Kapitalmarkt kann auch Mittelstand.

Wenn die Banken Lücken lassen, die auch ein risikoadäquates Pricing erlauben, werden auch Finanzierungen über den Kapitalmarkt attraktiver. Das gilt nicht nur für große und bonitätsstarke Unternehmen: Das Pooling und die Verbriefung von Bankkrediten an mittelständische Unternehmen sind gut eingeübte und bewährte Praxis. Wenn Fintechs oder andere Anbieter eine verlässliche Risikomessung bieten können, kann auf den Umweg über die Bankbilanz auch verzichtet werden. Auch wenn die Erinnerung an die gescheiterten Mezzanine-Programme vor der Finanzkrise noch manchen schmerzt – das Instrument ist damals nicht am Konzept, sondern an der Umsetzung gescheitert.

Die Auslese unter den Fintechs schafft starke Spieler.

Für die im Firmenkundengeschäft tätigen Fintechs bringt die Krise Chancen und Risiken zugleich mit sich. Viele pfiffige Ideen krankten bislang daran, dass die Unternehmen auf die etablierten Spieler im Markt vertrauten oder oft schlicht keinen Aufwand für zusätzliche, aber nicht benötigte Liquidität betreiben wollten.

Die Krise kann beide Faktoren verändern. Nicht alle Kundenbeziehungen werden die Krise schadlos überstehen, sodass sich neue Angriffspunkte für die Fintechs bilden. Und Liquidität ist urplötzlich für viele Unternehmen ein Kernthema geworden, das nicht über Nacht verschwinden wird, wenn das Geschäft wieder anzieht. Wer einen höheren Schuldenberg abzutragen hat, der wird innovativen Ansätzen offener gegenüber treten als bislang.

Diesen Chancen steht allerdings ein gewaltiges Risiko gegenüber, nämlich die eigene Finanzierung. Etliche ambitionierte Fintechs stehen vor der nächsten Funding-Runde – das dürfte für einige ein erfolgloses Unterfangen werden. Wer aber den finanziellen Atem und das passende Geschäftsmodell hat, der könnte – auch mithilfe der Krise – endlich zu einem relevanten Spieler werden.

Die Finanzierungsberater emanzipieren sich.

Der Markt kennt nur sehr wenige spezialisierte Finanzierungsberater. Die meisten größeren Einheiten hängen an M&A-Beratern und könnten zumindest temporär von der oft etwas vernachlässigten kleinen Schwester zur Hoffnungsträgerin werden. In vielen M&A-Beratungen ist das Debt Advisory de facto bislang nicht viel mehr als eine Akquise-Unterstützung. Die Krise könnte diesen kleinen, bislang abhängigen Einheiten zum Durchbruch als eigenständiges Geschäftsfeld verhelfen. Bereits vor der Krise gut aufgestellte Teams werden natürlich ebenfalls profitieren.

Last, but not least: Die Finanzierungs Krise ist nur verschoben.

Die Fördermittel, die heute das Überleben der Unternehmen sichern, werden in den kommenden Jahren zu einer großen Bürde. Je nach Programm müssen die meisten Kredite innerhalb von zwei bis sechs Jahren zurückgeführt werden. Das wird in vielen Fällen, in denen die Verschuldung dramatisch gestiegen ist und die Renditen niedrig sind, nicht aus dem operativen Cashflow geschehen können. Auf die Finanzierungsberater warten damit goldene Zeiten: Refinanzierungen dürften ein brennendes Thema für viele gehobene Mittelständler werden.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

FINANCE Think Tank
Corporate Banking & Finance

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

Ansprechpartner: Bastian Frien

☎ +49 69 256 279-20

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

VORDENKER

Dr. Daniel Bartsch

Vorstand

creditshef Aktiengesellschaft

☎ +49 69 348 7724-40

✉ daniel.bartsch@creditshef.com

Volker Groß

Geschäftsführer

Helbling Business Advisors GmbH

✉ +49 211 137 070

☎ volker.gross@helbling.de

Thomas Haag

Leiter Firmenkunden Region Südwest

Bayerische Landesbank

☎ +49 711 664 854-66

✉ thomas.haag@bayernlb.de

Dr. Daniel C. Heine

Managing Director Private Debt

Patrimonium Asset Management AG

☎ +41 58 787 00 23

✉ daniel.heine@patrimonium.ch

Dr. Thomas Lange

Partner

GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB

☎ +49 221 336 606 02

✉ tlange@goerg.de

Bernd Renz

Leiter Vertrieb Factoring

TARGOBANK AG

☎ +49 6131 464 736 0

✉ bernd.renz@targobank.de

Dr. Johannes E. Schmittat

Managing Director

GCA Altium AG

☎ +49 69 204 346 433

✉ Johannes.Schmittat@gcaaltium.com

Thomas Vinnen

Geschäftsführender Gesellschafter

Nord Leasing GmbH

☎ +49 40 334 4155-155

✉ Vinnen@nordleasing.com

Jürgen Zapf

Managing Director & German Practice Co-Leader

Alvarez & Marsal

☎ +49 89 710 406 029

✉ jzapf@alvarezandmarsal.com

Prof. Dr. Robert Simon

Geschäftsführer

R.A.C.H. – Interim GmbH

☎ +49 160 366 080 2

✉ robertsimon1@gmx.net

Mathias Weidner

Senior Partner Business Development

DPE Deutsche Private Equity
Management III GmbH

☎ +49 89 200 038 290

✉ mathias.weidner@dpe.de

HAFTUNGS AUSSCHLUSS

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