

STUDIE

Financial Covenants in der Unternehmens- finanzierung 2014

Roland Berger
Strategy Consultants



HHL

LEIPZIG
GRADUATE SCHOOL
OF MANAGEMENT

160
140
120

Jul Aug

EBITDA Interest Cover

Month	EBITDA Interest Cover
Jun	110
Jul	125
Aug	145

Inhalt

Executive Summary	3
1 Aktuelles Umfeld der Unternehmensfinanzierung	4
1.1 Allgemein	4
1.2 Financial Covenants	8
2 Anlass und Leitfragen der Studie.....	11
3 Ergebnisse der aktuellen Befragung.....	12
4 Fazit und Ausblick	19
Autoren	20

Executive Summary

Financial Covenants sind als **kreditvertragliche Nebenvereinbarungen** zwischen Gläubigern und Schuldern definiert. Ihre Auflagen und Vorgaben sind zusätzlich zur eigentlichen Zahlungsverpflichtung einzuhalten. Für die vorliegende Studie wurden rund **100 Unternehmen im deutschsprachigen Wirtschaftsraum** befragt. Im Fokus standen die Verbreitung von und der Umgang mit Financial Covenants.

Hintergrund der Studie

Gesamtwirtschaft Die Situation der Finanzmärkte hat sich durch die globale **Finanzkrise** und die **Euro-Schuldenkrise** dauerhaft verändert. Ihren Niederschlag findet dies in sowohl strikterer **Regulierung** als auch umfassenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen, welche vor allem zur derzeitigen **Niedrigzinsphase** führten.

Kreditrisiken Hieraus leiten sich Konsequenzen für Finanzierungsgeber und -nehmer ab. Gerade weil sich **Finanzierungszugang** und **-konditionen** für Kreditnehmer verbessert haben, wird die **Risikobeurteilung** von Schuldern vor und während der Kreditlaufzeit immer wichtiger.

Zentrale Ergebnisse und Trends

Kennzahlen **EBITDA Interest Cover** und **Leverage Ratio** sind die wichtigsten Kennzahlen bei Financial Covenants.

Reporting Eine Übermittlung von Unternehmensfinanzdaten an den Gläubiger **pro Quartal** ist weiterhin der vorherrschende Berichtsturnus.

Auswirkung auf das Management Trotz des umfassenden Covenant-Einsatzes ist der **unternehmerische Handlungsspielraum** gewachsen – wirtschaftlich sinnvolle Transaktionen werden selten behindert.

Spezifika **Unternehmensbesonderheiten**, die sich aus den jeweiligen Märkten oder Branchen ableiten, werden bei der Vertragsgestaltung nur begrenzt berücksichtigt.

Covenant-Bruch Beim Covenant-Bruch wird in den meisten Fällen eine **Strafgebühr** (Waiver Fee) verhängt. Zu Kreditkündigungen kommt es selten.

Covenant-Management Häufig werden **externe Berater** herangezogen, um Covenants zu implementieren oder Covenant-Brüchen zu begegnen.

Ausblick

Financial Covenants sind ein **zentrales Gläubigerschutzinstrument** im stark **fremd- bzw. bankenfinanzierten deutschsprachigen Wirtschaftsraum**. Ihre Bedeutung steigt in **unsteten Zeiten**, wenn sich finanzwirtschaftliche, konjunkturelle und unternehmerische Veränderungen ankündigen. Insbesondere diejenigen Unternehmen sind solide aufgestellt, die den Wandel früh antizipieren und ihre Finanzierungspolitik kontinuierlich überprüfen.

1 Aktuelles Umfeld der Unternehmensfinanzierung

1.1 Allgemein

Unternehmensfinanzierung am Scheideweg

Der Zusammenbruch des US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkts und die anschließende **globale Finanzkrise** haben klar gemacht, wie wichtig eine transparente Gestaltung des Kreditvergabesystems ist. In einem komplexen Finanzsystem beruht die Risikobeurteilung von Krediten nicht ausschließlich auf der Analyse des Schuldners vor Kreditvergabe, sondern dessen finanzielle Leistungsfähigkeit wird auch während der Kreditlaufzeit kontinuierlich überwacht. Dass Letzteres vielfach versäumt wurde, zeigt sich in den immensen Abschreibungssummen aufgrund **unterschätzter Ausfallrisiken**.

Auch **deutsche Unternehmen** stehen im Zuge der Finanzkrise am **Scheideweg**, zumal hierzulande die **Fremdfinanzierung** über Bankenkredite weit verbreitet ist. Einerseits stellt die Niedrigzinsphase eine Möglichkeit zur langfristigen, **günstigen Refinanzierung** dar – sie wurde von den Zentralbanken zur Bekämpfung der Krisenfolgen herbeigeführt; andererseits wird die Verschärfung der **Bankenregulierung** zu einer weiteren Differenzierung bei der risikoadäquaten Bepreisung von Unternehmenskrediten führen. Dieser Scheideweg charakterisiert sich dadurch, dass Unternehmen mit hoher Bonität, zum Teil durch Nutzung des direkten Zugangs zum **Kapitalmarkt**, ihre vorteilhaften Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten oder sogar weiter verbessern können. Hingegen werden sich die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen, denen der Weg zum Kapitalmarkt mangels Größe und bzw. oder Bonität versperrt ist, bei einer zunehmend **risikoadäquaten Bepreisung** von Unternehmenskrediten möglicherweise verschlechtern.

Die Befragung der Unternehmen im Rahmen der Studie hat ergeben, dass der **Nettofinanzierungsbedarf** in 22 Prozent der Fälle steigt (vor allem bei einem Jahresumsatz von 0,10 bis 0,25 Milliarden Euro), in 45 Prozent konstant bleibt (vor allem bei einem Jahresumsatz von mehr als 2,5 Milliarden Euro) und in 29 Prozent sinkt. Der steigende Nettofinanzierungsbedarf gepaart mit der Tatsache, dass vor allem kleine und mittelständische Unternehmen die wachsenden Vorzüge der kapitalmarktbasierter Finanzierung nicht in vollem Umfang nutzen können, legt folgende Hypothese nahe: Das sich wandelnde Umfeld der Unternehmensfinanzierung wird die Nutzung von (Financial) Covenants insbesondere im deutschen **Mittelstand** intensivieren, weil dieser so den erhöhten **Reporting-Anforderungen** der finanzierenden Banken begegnen kann. Diese Entwicklung sollten Unternehmen nicht nur als Zusatzbelastung verstehen, sondern auch als Chance zur Einführung eines aktiven Covenant-Managements nutzen: Es kann im Rahmen des **Risikomanagements** als Frühwarnsystem fungieren.

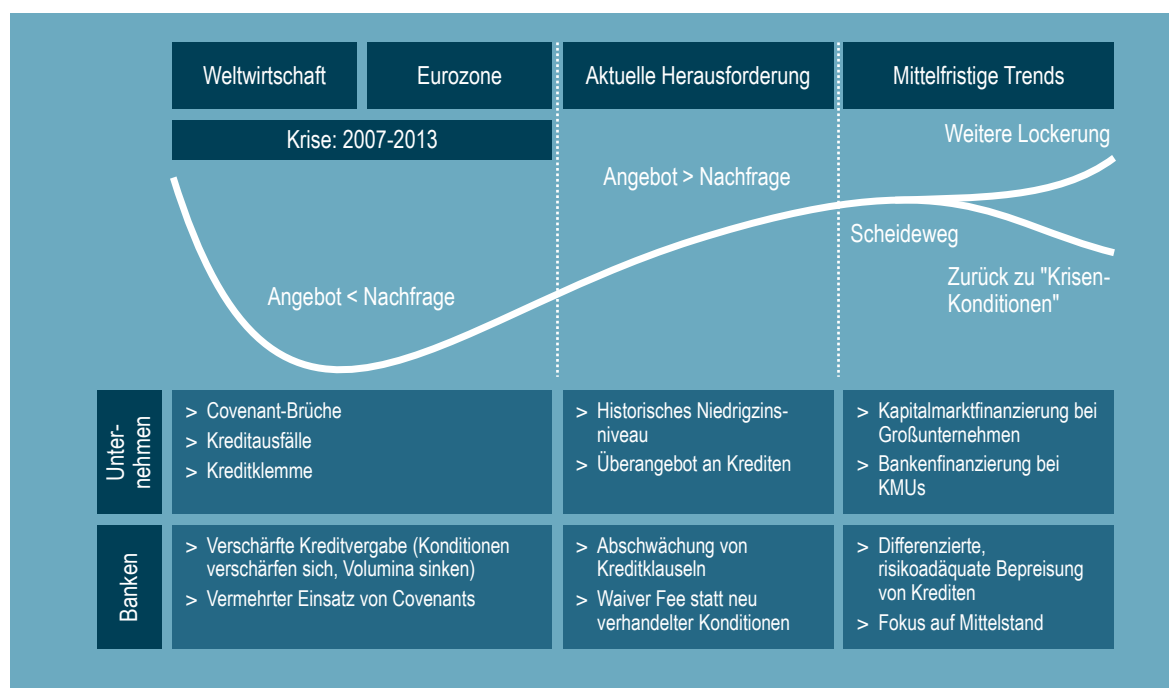
Unternehmen, die auf Fremdkapital zurückgreifen, sollten den Finanzierungsmarkt stets im Blick behalten. Dies betrifft Fremdkapitalinstrumente, Konditionen sowie Rahmenbedingungen insbesondere in Bezug auf Financial Covenants.

Kreditvergabe und Covenants

In den vergangenen Jahren war der Einsatz von Covenants Schwankungen unterworfen, die im Zusammenhang mit der volkswirtschaftlichen Gesamtentwicklung des jeweiligen Landes bzw. des Währungsraums standen.

Abbildung 1 zeigt eine in drei Phasen unterteilte **Kreditvergabe** aus Banken- und Unternehmenssicht: Bei drohender oder fortwährender Rezession werden vermehrt Covenants eingesetzt, während man in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs häufig teilweise oder ganz darauf verzichtet. In Krisen kommt es vermehrt zu Covenant-Brüchen und Kreditausfällen. Gläubiger reagieren mit einer verschärften Kreditvergabe, ungünstigeren Konditionen und sinkenden Volumina.

Abbildung 1: Kreditvergabe im Wirtschaftszyklus aus Unternehmens- und Bankenperspektive



Quelle: Roland Berger; HHL

War die Kreditvergabe vor 2007 noch wenig restriktiv, so verschärfen sich ihre Bedingungen während der Krise innerhalb weniger Monate so, dass es zu einem Unterangebot von Krediten kam. Die Ursache waren steigende Finanzierungskosten, striktere Anforderungen an die Sicherheiten und eben der vermehrte und auch restriktivere Einsatz von Covenants. Die daraus resultierende **Kreditklemme** erschwerte es auch wirtschaftlich gesunden Unternehmen, ihren Liquiditätsbedarf vollumfänglich zu decken.

Im Gegensatz dazu übersteigt seit dem Ende der Krise das Angebot an Liquidität die Nachfrage. Dieses **Überangebot von Krediten** auf Basis eines historisch niedrigen Zinsniveaus verstärkt die Konkurrenz unter den institutionellen und privaten Finanzierern

um Kapitalnehmer. In der Folge kommt es zu Abschwächungen der Kreditklauseln oder der Covenant-Enforcements. Anstatt der Fälligestellung von Krediten oder der Neuverhandlung strengerer Konditionen wird derzeit beispielsweise häufig nur eine Waiver Fee, d.h. eine Strafgebühr, verhängt. Anstatt von Covenant-Brüchen, Kreditausfällen und komplizierten Kreditverlängerungen ist ein Kreditnehmermarkt festzustellen. Diese Entwicklung kommt Schuldnern entgegen und erklärt zudem, warum Liquiditätssorgen derzeit kein großes Thema in der deutschen Unternehmenslandschaft sind.

Fraglich ist nun, welchen Weg das Finanzierungsumfeld mittelfristig einschlagen wird, also ob sich die aktuellen Konditionen verfestigen oder sich Einsatz und Enforcement von Covenants wieder stärker verbreiten bzw. strikter werden, ähnlich wie zu Krisenzeiten.

Erwartungen

Ein zentrales Ergebnis der Befragung ist, dass die Mehrzahl der Unternehmen die aktuellen Finanzierungsbedingungen nicht als dauerhaft einschätzen, sondern mit **Verschärfungen** rechnen. Ihrer Meinung nach wird die Situation nicht länger von den Folgen der Krisenbekämpfung durch "billiges Geld" geprägt sein. Insbesondere striktere Kreditvergabekriterien werden erwartet, gerade bei Neukrediten (vgl. Abbildung 2). Entsprechend einem Trend der vergangenen Jahre zu verstärkter **Corporate Governance** zeigt die Studie, dass Gläubigerschutzmaßnahmen allgemein an Bedeutung gewonnen haben.

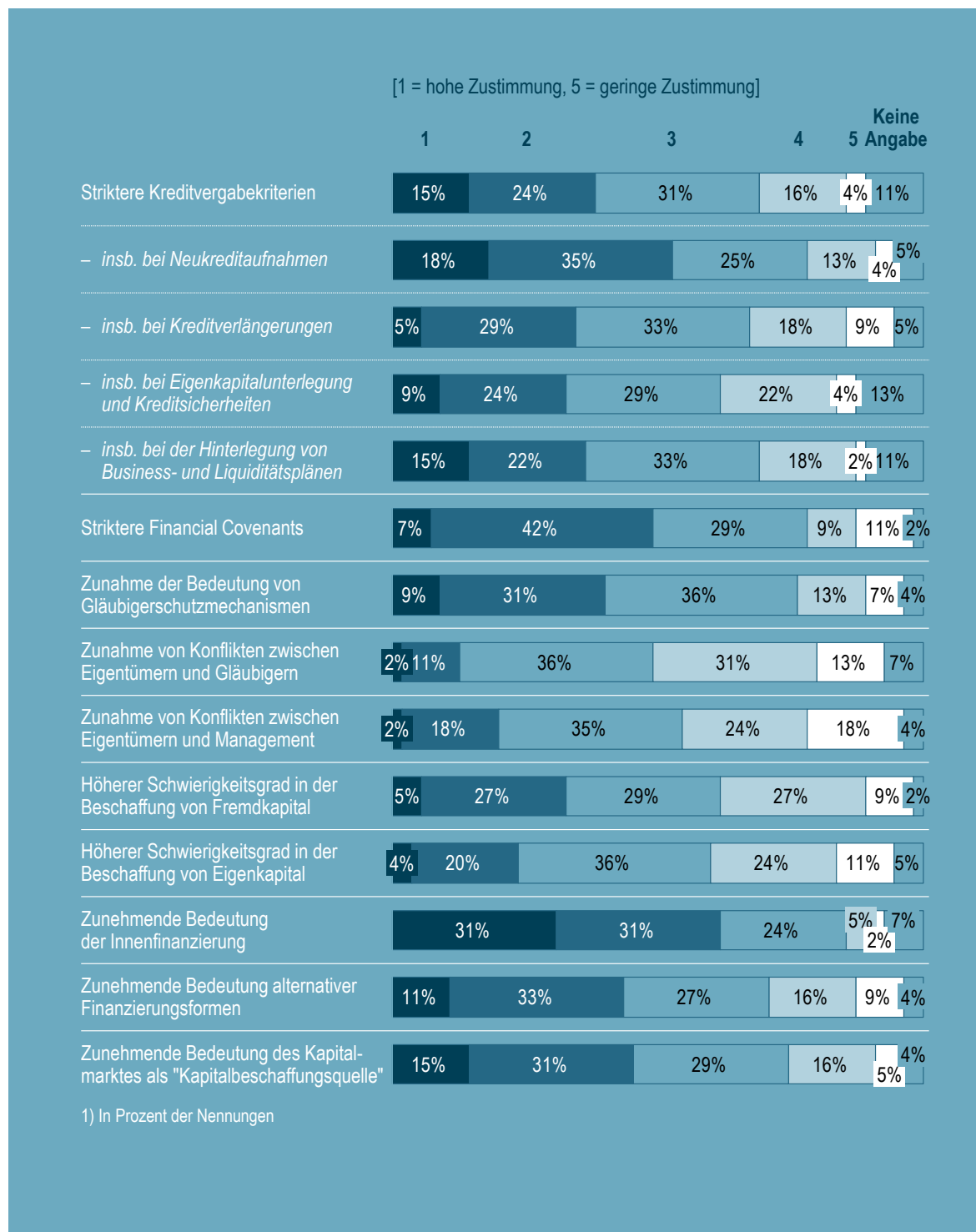
Bemerkenswerterweise blicken kapitalmarktorientierte Unternehmen sich verschärfenden Kreditvergabekriterien für Neuaufnahmen oder Verlängerungen tendenziell gelassener entgegen: Im Gegensatz zu anderen Unternehmen erwarten sie eine stark zunehmende Bedeutung des **Kapitalmarkts** und somit eine Reduzierung der Abhängigkeit von der **Bankenfinanzierung**.

Diese Erkenntnisse decken sich mit dem Befund einer weiteren Studie von Roland Berger Strategy Consultants¹, wonach Unternehmen der **Innenfinanzierung** mehr Bedeutung zumessen, wenn es darum geht, die Abhängigkeit von externen Finanzierungspartnern zu reduzieren. Auftrieb bekommt die Innenfinanzierung außerdem dadurch, dass sie häufig an die Verbesserung operativer Prozesse geknüpft ist. Eine solche reduziert nicht nur die Abhängigkeit von externen Kapitalgebern, sondern kann das Geschäftsmodell dauerhaft verbessern.

¹ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2012): Herausforderungen für Unternehmen in der Wachstumsfinanzierung, www.rolandberger.com

STUDIE Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung

Abbildung 2: Trends in der Unternehmensfinanzierung innerhalb der nächsten 2 Jahre ¹⁾



Quelle: Roland Berger; HHL

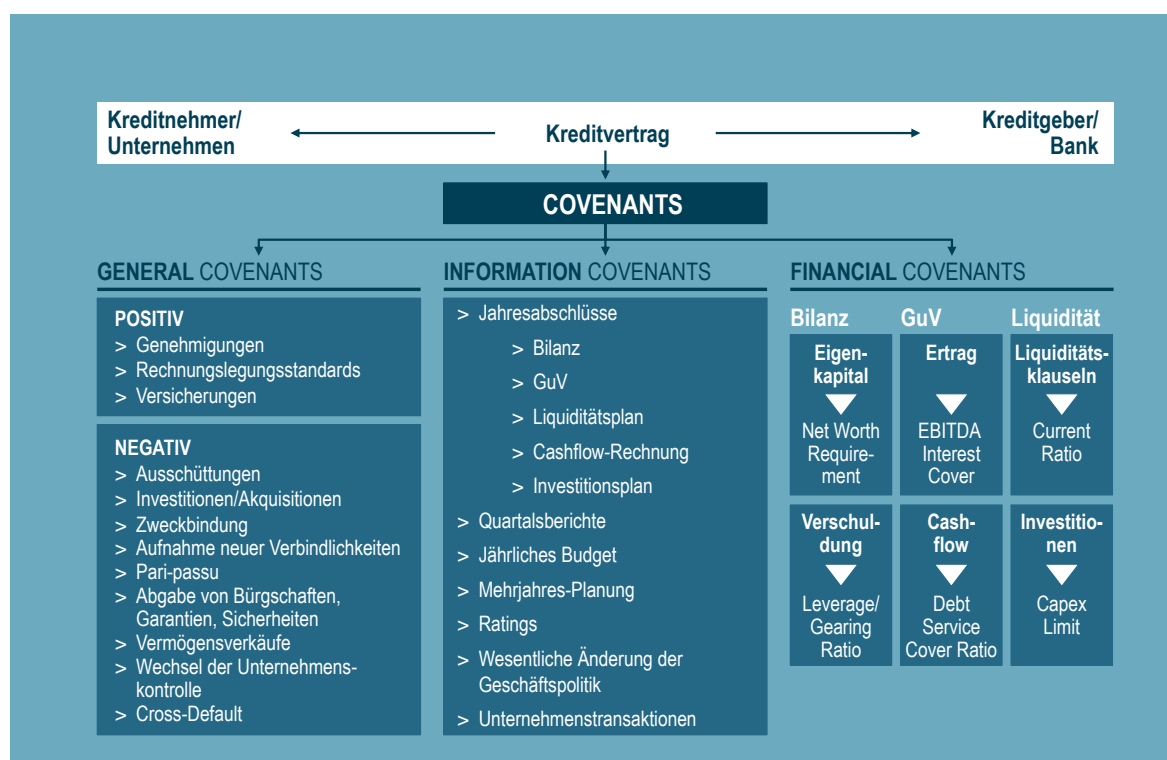
1.2 Financial Covenants

Arten von Covenants

Covenants sind als **kreditvertragliche Nebenvereinbarungen** definiert, die zwischen Gläubigern und Schuldern getroffen werden und zusätzlich zur eigentlichen Zahlungsverpflichtung einzuhalten sind. Für den Schuldner kann der Bruch von Covenants weitreichende Folgen haben: von veränderten Kreditkonditionen bis hin zur sofortigen Fälligkeit.

Grundlegend unterscheidet man zwischen den drei Arten **General Covenants**, **Information Covenants** und **Financial Covenants** (vgl. Abbildung 3). General Covenants existieren in positiver wie in negativer Ausprägung und enthalten allgemeine Vorschriften und Regelungen der Kreditbeziehung (z.B. zur Ausschüttung, für den Fall der Aufnahme weiterer Kredite, zur Abgabe von Bürgschaften und Sicherheiten). Des Weiteren regeln sie die **Unternehmenspublizität** bezüglich der zu verwendenden Rechnungslegungsnormen.

Abbildung 3: Arten von Covenants



Quelle: Roland Berger; HHL

Im Gegensatz dazu befassen sich Information Covenants mit Verpflichtungen zur Lieferung von Unternehmensdaten, beispielsweise zu **Monats- oder Quartalsabschlüssen**.

Financial Covenants als bedeutendste Variante sind kennzahlenbasierte Vereinbarungen, die dem Schuldner spezifische Verhaltenspflichten auferlegen, um den Gläubiger abzusichern und **Informationsasymmetrien** abzubauen. Sie beziehen sich auf die **Kapitalstruktur** sowie die **Ertrags- und Liquiditätslage** eines Unternehmens. Ferner umfassen sie Vorschriften zu dessen finanzieller Situation und dienen dadurch zur **Risikoberichterstattung** an die Gläubiger. Daneben statten sie Gläubiger für den Fall eines Financial-Covenant-Bruchs mit Rechten und Handlungsoptionen aus, über welche klassischerweise nur Eigner verfügen. Dies kann so weit gehen, dass Investitionsentscheidungen blockiert werden, wenn sie Rückzahlungsverpflichtungen gefährden.

Einfluss der Wirtschaftslage auf die Verwendung von Covenants

Durch die weltweite Finanz- und die anschließende Euro-Schuldenkrise sind die **Risikoprämien** stark gestiegen. Als Gegenmaßnahme starteten die globalen Zentralbanken und insbesondere die Fed (Federal Reserve Bank) sowie, in geringerem Umfang, die Europäische Zentralbank 2008 bzw. 2009 Ankaufprogramme diverser Wertpapiere. Allerdings sind diese fortwährenden Ankaufprogramme stark umstritten: Sie verursachen eine **Zinssenkung**, die renditesuchende Investoren zu hoch riskanten Anlagen bewegt, wodurch sich neue Blasen bilden können.

Aktuell nähert sich das weltweit in US-Dollar begebene Kreditvolumen stark fremdfinanzierter Unternehmen wieder dem Niveau von 2007 an. Die steigende Risikofreudigkeit drückt sich allerdings nicht nur in einem höheren Kreditangebot für riskante Schuldner aus, sondern auch in geringeren Zusatzkreditrestriktionen. Während unmittelbar nach der Krise neben der eigentlichen Zinszahlung und der Kredittilgung hohe Zusatzanforderungen an die Kapitalstruktur und die Ertrags- und Liquiditätslage des Schuldners gestellt wurden, entfallen Letztere nun vielfach komplett. Diese vereinfachten, in den sogenannten "**Covenants Lite**" ("Cov-lites") gebündelten Zusatzanforderungen erlebten 2013 ein Rekordjahr und waren in 57 Prozent der in US-Dollar denominierten Kredite zu finden – das sind 70 Prozent mehr als in den Krisenjahren.²

Auch wenn Cov-lites in Europa ebenfalls zunehmen, machen sie doch nur einen relativ geringen Anteil des Kreditmarkts aus. Das untermauert die vorliegende Studie, indem sie Financial Covenants als vertragliche Komplementärintstrumente zu Cov-lites untersucht, welche per definitionem eben keine Finanzkennzahlen enthalten. Analysiert wird nicht nur, wie verbreitet Financial Covenants in Kreditverträgen von Unternehmen des deutschsprachigen Bereichs sind, sondern auch, wie schwierig es für den Schuldner ist, sie einzuhalten. Somit wird neben der Existenz der finanziellen Kreditnebenvereinbarungen auch die vorherrschende Strenge der Ausgestaltung und des **Enforcements** von Financial Covenants vertieft untersucht.

² Vgl. Financial Times (23.03.2014): European regulators warn as risky loans rise above bubble peak

Bedeutung von Financial Covenants

Durch einen Ausschluss von Financial Covenants in Kreditverträgen mit Cov-lite-Klauseln verlieren die Banken ein wesentliches Instrument zur **Kontrolle und Einflussnahme**. Das ist insofern prekär, als sie in der Praxis – anders als in der Theorie – bei Kreditabschluss die während der Laufzeit entstehenden Risiken nicht vollumfänglich abschätzen und adäquat einpreisen können. In der Finanzierungstheorie wird hingegen angenommen, dass Banken in der Lage sind, die durch Financial Covenants stärker kontrollierten und demzufolge reduzierten Risiken während der Laufzeit bereits bei Kreditabschluss über eine **adjustierte Risikoprämie** zu berücksichtigen. Somit wäre die Daseinsberechtigung von Financial Covenants darin begründet, Kreditnehmern durch eine geringere anfängliche Risikoprämie bessere Konditionen anbieten zu können.

Bankenseitig haben Financial Covenants große Bedeutung, da bei effizienter Gestaltung relevante Abweichungen vom ursprünglich angenommenen Geschäftsverlauf des Schuldners zu Brüchen führen sollten, die in der Folge **Konditionsanpassungen** bis hin zu einer risikogerechten Bepreisung zulassen.

Geringere Ausfälle und höhere Erlösquoten von Krediten mit Cov-lites zwischen 2007 und 2010 sollten nicht überbewertet werden. Denn vermutlich wurden zu Beginn des Cov-lite-Trends nur Kreditnehmer mit guter **Bonität** und soliden **Sicherheiten** in Betracht gezogen. Bei Ausweitung der Cov-lites auf riskantere Schuldner ist mit weit weniger positiven Ergebnissen zu rechnen. Sie sind aufgrund der fehlenden Financial Covenants und der damit ebenfalls fehlenden Berichtspflichten während der Laufzeit schwierig zu erkennen bzw. mit entsprechenden Nachverhandlungen wieder auf den rechten Weg zu bringen.

Befürworter von Cov-lites betonen deren Vorteile für Unternehmen bei sich verschlechterndem Geschäftsverlauf: Ohne Financial Covenants, also ohne einschränkende Vorgaben der kreditgebenden Banken, haben Unternehmen den **Freiraum** für strategisch wichtige Gegenmaßnahmen. Zweifelsohne sind eine auf das **Geschäftsmodell** ausgelegte Vertragsgestaltung und adäquate Gegenmaßnahmen bei Financial-Covenant-Brüchen unabdingbar. Auf eine risikoadäquate (Anpassung der) Bepreisung sollte jedoch nicht verzichtet werden. Gerade die Ursachenanalyse zur jüngsten Krise hat deutlich gemacht, wie wichtig eine kontinuierliche **Überwachung** des Schuldners ist, um immense **Abschreibungssummen** und letztlich sogar Systemversagen zu vermeiden.

Angesichts der kontrovers diskutierten Daseinsberechtigung von Financial Covenants stellt sich eine der Leitfragen dieser Studie nach **Verbreitung, Handhabung** und **Enforcement** im deutschsprachigen Gebiet (vgl. Kapitel 2 Anlass und Leitfragen der Studie).

2 Anlass und Leitfragen der Studie

Die vorliegende Studie reiht sich in eine mehrjährige Beleuchtung des Themas Financial Covenants durch Roland Berger Strategy Consultants ein: Im Jahr 2008 wurden Financial Covenants aus Kreditgeber-Perspektive analysiert.³ Hierbei ging es vornehmlich um die Anforderungen bei der Festlegung von Covenants aus **Bankensicht** sowie die daraus resultierende Einschränkung der kreditnehmerseitigen Handlungsfähigkeit.

Um auch die Kreditnehmer-Perspektive einzubeziehen, führte die Strategieberatung 2009 eine Studie mit dem Titel "Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung" durch, in der **kreditnehmende Unternehmen** Bedeutung und Struktur von Financial Covenants sowie allgemeine Trends in der Unternehmensfinanzierung einschätzten. Aus damals aktuellem Anlass enthielt diese Studie auch einen Exkurs zu **Finanzierungsstrategien** in der Krise.

Die vorliegende Studie führt nun die Unternehmensbefragung von 2009 fort. Dabei wurden rund **100 Unternehmen** aus Deutschland, Österreich und der Schweiz befragt, 55 davon beantworteten alle Fragen vollständig. Die Grundgesamtheit der befragten Unternehmen ist bezüglich Branchenzugehörigkeit und Unternehmensgröße (von 0,1 bis über 2,5 Milliarden Euro Umsatz) insgesamt gleichmäßig verteilt. Der Fragenkatalog der Vorgängerstudie wurde im Wesentlichen beibehalten, jedoch um Fragen zur **Finanzkommunikation** erweitert und im Hinblick auf aktuelle **Trends in der Unternehmensfinanzierung** vertieft.

Im Kern geht die Studie der Frage nach, ob Financial Covenants ausschließlich als zusätzliches **Steuerungsinstrument in Krisen** verwendet werden bzw. ihre Daseinsberechtigung haben oder ob sie auch in wirtschaftlich weniger angespannten Situationen eingesetzt werden. Dabei orientiert sich die Studie an folgenden Leitfragen:

- > Wie ist die **Grundstimmung** bei den Unternehmen im Zuge der Euro-Schuldenkrise?
- > Welche **Erwartungen** haben die Unternehmen an die wirtschaftliche Entwicklung und wie schlagen sich diese in der Finanzierungsplanung nieder?
- > Welche Auswirkungen hat dies auf **Verbreitung, Handhabung** (Umgang mit Informationsanforderungen) und **Enforcement** von Financial Covenants?

Durch das Beibehalten der Kernfragen aus der Vorgängerstudie lässt sich der Einsatz von Financial Covenants 2014 und 2009 direkt vergleichen, sodass sich auch ein etwaiger Trendwandel unmittelbar zeigen würde. Jedoch: Obwohl die Finanzkrise 2009 ihren Höhepunkt erreichte, ist in den vergangenen fünf Jahren **kein Trendwandel** festzustellen. Nach wie vor sind Financial Covenants in der Unternehmensfinanzierung stark verbreitet und ihre Bedeutung als **Gläubigerschutzinstrument** ist auch nach der Finanzkrise ungebrochen.

³ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2008): Bedeutung und Management von Financial Covenants, www.rolandberger.com

3 Ergebnisse der aktuellen Befragung

Im Folgenden werden die wesentlichen Erkenntnisse aus der Befragung der rund 100 teilnehmenden Unternehmen zusammengefasst und veranschaulicht.⁴ Die Schwerpunkte sind:

- > Verwendete **Arten** und **Anzahl** sowie **Standardisierung** von Financial Covenants
- > **Reportingzyklen** und Datengrundlage
- > **Strategische Beurteilung** von Covenants
- > Umgang mit und Folgen von **Covenant-Brüchen**
- > Einsatz eines **externen Beraters** zum Management von Covenants

Positive General Covenants und Financial Covenants sind am meisten verbreitet

60 Prozent der befragten Unternehmen geben an, dass Financial Covenants in ihren Kreditverträgen zum Einsatz kommen. Somit ist deren **Verbreitungsgrad** gegenüber 2009 (76 Prozent) zwar niedriger, aber im Wesentlichen ungebrochen.

Positive General Covenants, d.h. Vorschriften für das Unternehmen bezüglich Publizität, Rechnungslegungsnormen oder Abgabe von Bürgschaften und Sicherheiten, sind in nahezu jedem Covenant-Vertrag enthalten und gehören somit zum Standardrepertoire. Hier hat sich gegenüber der Vorgängerstudie nichts geändert. Anforderungen an die **Unternehmenspublizität** sind die am meisten verbreitete Form von positiven General Covenants und finden sich in den Kreditnebenvereinbarungen aller Unternehmen. An zweiter Stelle stehen Vorschriften zur **Rechnungslegung**, welche bei der Hälfte aller Unternehmen mit Covenant-Verträgen vorkommen.

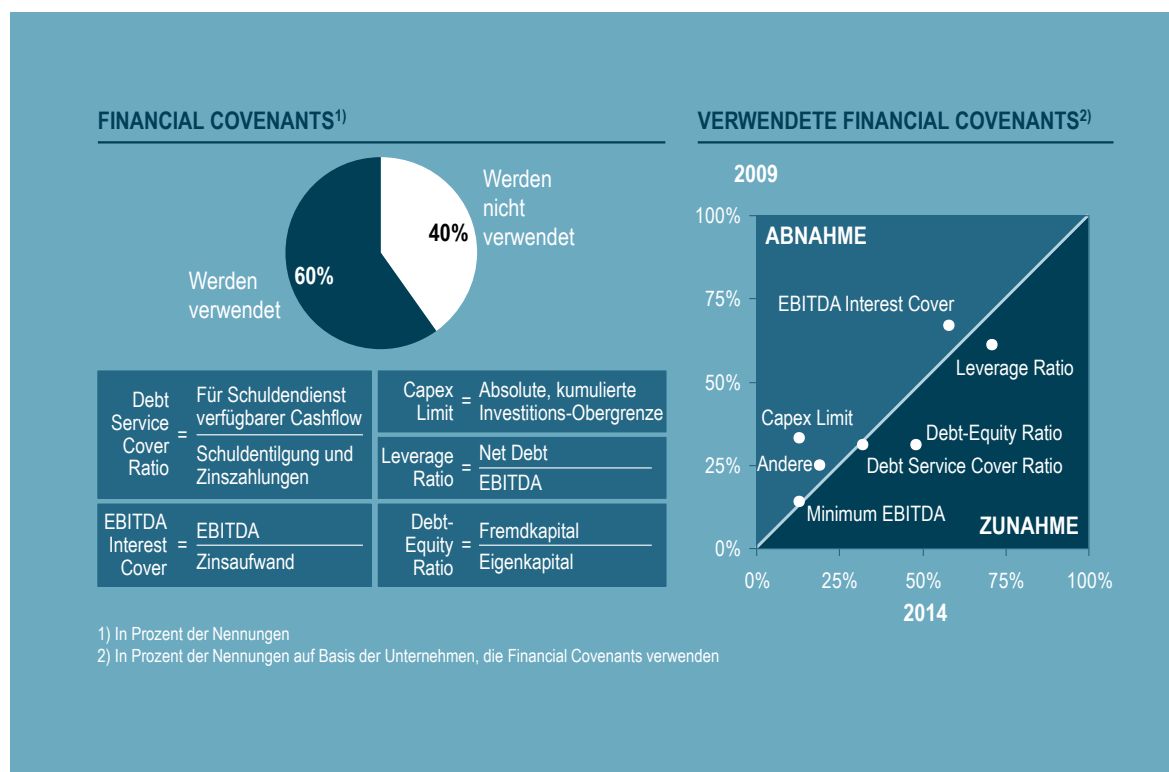
EBITDA Interest Cover und Leverage Ratio sind die wichtigsten Financial Covenants

Financial Covenants treten in unterschiedlichen Arten auf und beziehen sich auf diverse **Finanzkennzahlen** (vgl. Abbildung 4). Bei den befragten Unternehmen sind **EBITDA Interest Cover** und **Leverage Ratio** weiterhin die am meisten verbreiteten Kennzahlen. Dabei fließt in beide Kennzahlen die Cashflow-nahe Größe EBITDA ein (EBITDA Interest Cover als EBITDA zu Zinsaufwand und Leverage Ratio als Net Debt zu EBITDA).

Unternehmen mit Financial Covenants differenzieren sich über die **Kapitalmarktorientierung**: Während insgesamt der dynamische Verschuldungsgrad (Leverage Ratio) als Kennzahl dominiert, finden sich EBITDA Interest Cover Ratios deutlich häufiger in den Verträgen von Unternehmen, die Fremd- bzw. Eigenkapital-Instrumente im geregelten Markt platziert haben.

⁴ Siehe auch Abschnitt 1.1 Allgemein

Abbildung 4: Verwendete Arten von Financial Covenants 2014 ^{1) 2)}



Quelle: Roland Berger; HHL

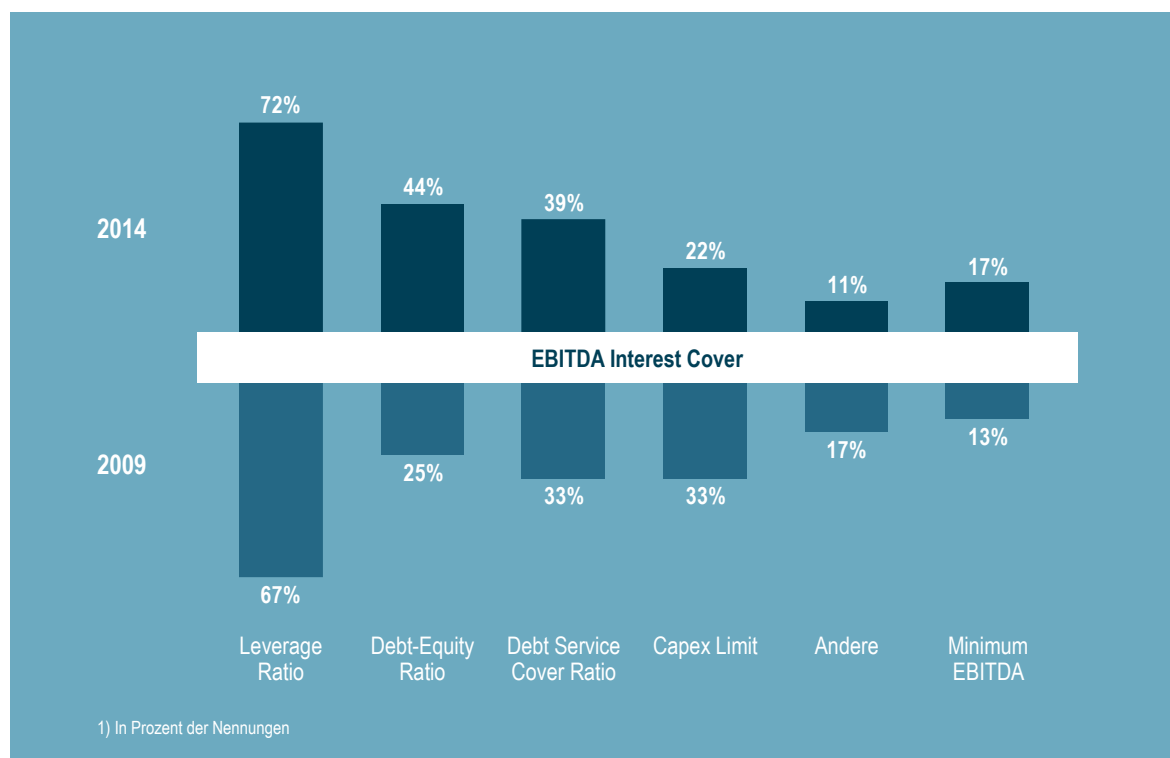
Mehrheitlich liegen zwei Financial Covenants je Unternehmen vor

Neben Financial Covenants mit nur einer Kennzahl wurden auch vermehrt solche mit **Kennzahlenkombinationen** festgestellt. Im Durchschnitt kommen je befragtes Unternehmen zwei bis drei Arten von Financial Covenants zum Einsatz.

Für 2014 ist eine leicht rückläufige Tendenz auf in der Regel zwei Financial Covenants zu verzeichnen, die auch die **Komplexität** der unternehmensinternen Covenant-Steuerung und die damit zusammenhängende **Ressourcenbindung** verringern dürfte.

Am häufigsten wird das EBITDA Interest Cover mit der Leverage Ratio kombiniert (vgl. Abbildung 5). An dritter Stelle folgt die Debt-Equity Ratio, auch in Verknüpfung mit diversen anderen Kennzahlen; sie liefert zusätzlich Informationen zu **Finanzierungsstruktur** bzw. **Verschuldungskapazität** des Schuldners.

Abbildung 5: Übliche Kombinationen von Financial Covenants 2014 vs. 2009 ¹⁾



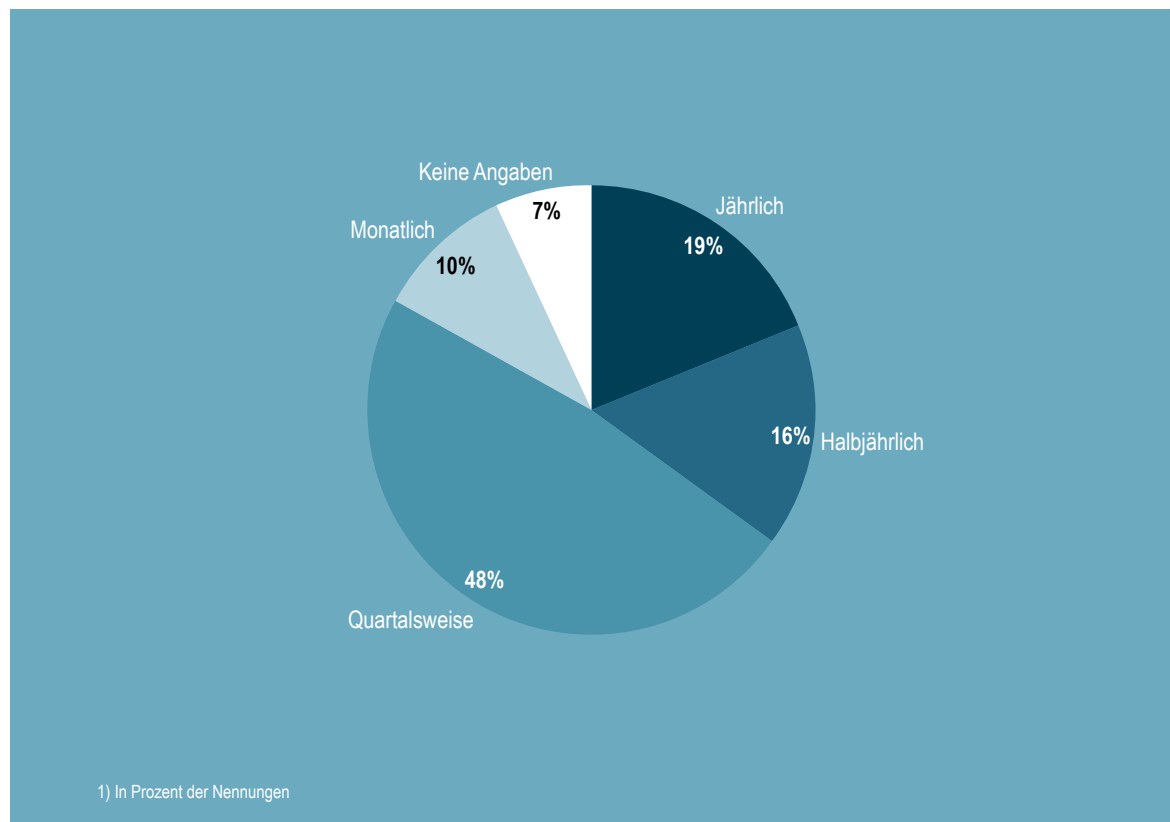
Quelle: Roland Berger; HHL

Reporting pro Quartal herrscht weiterhin als Berichtsturnus vor

Der vorherrschende **Berichtsturnus** von Financial Covenants ist weiterhin ein Reporting pro **Quartal**. Daher sind die weitergegebenen Daten zunächst mehrheitlich **nicht testiert**, können später aber gegebenenfalls mit testierten Daten validiert werden. Daneben wurden bei der Befragung aber auch jährliche und halbjährliche Berichterstattungspflichten erfasst (vgl. Abbildung 6).

Dass viele Unternehmen an Covenants die **zusätzlichen Kosten** kritisieren, welche die Informationsbereitstellung verursacht, ist nachvollziehbar. Zu bedenken ist allerdings, dass Covenants nur dann ihre Wirkung als zusätzliches Informations- und Steuerungselement für die Gläubiger entfalten, wenn sie rechtzeitig überprüft werden und ein kurzfristiges Gegensteuern möglich ist.

Abbildung 6: Berichtsturnus für Financial Covenants 2014 ¹⁾



Quelle: Roland Berger; HHL

Trotz Financial Covenants wächst der unternehmerische Handlungsspielraum

Häufig geäußerte Kritik an Financial Covenants ist, dass sie die strategischen Freiheitsgrade von Unternehmen einschränken können. 2014 gehen Unternehmen beim Covenant-Einsatz jedoch von einem größeren **Handlungsspielraum** aus als noch 2009. Dies ist insofern zu begrüßen, als Covenants Gläubiger mit weitergehenden Informationsrechten ausstatten und ihnen für den Notfall Eingriffsmöglichkeiten geben sollen. Wirtschaftlich und strategisch sinnvolle Entscheidungen sollen sie indes nicht verhindern.

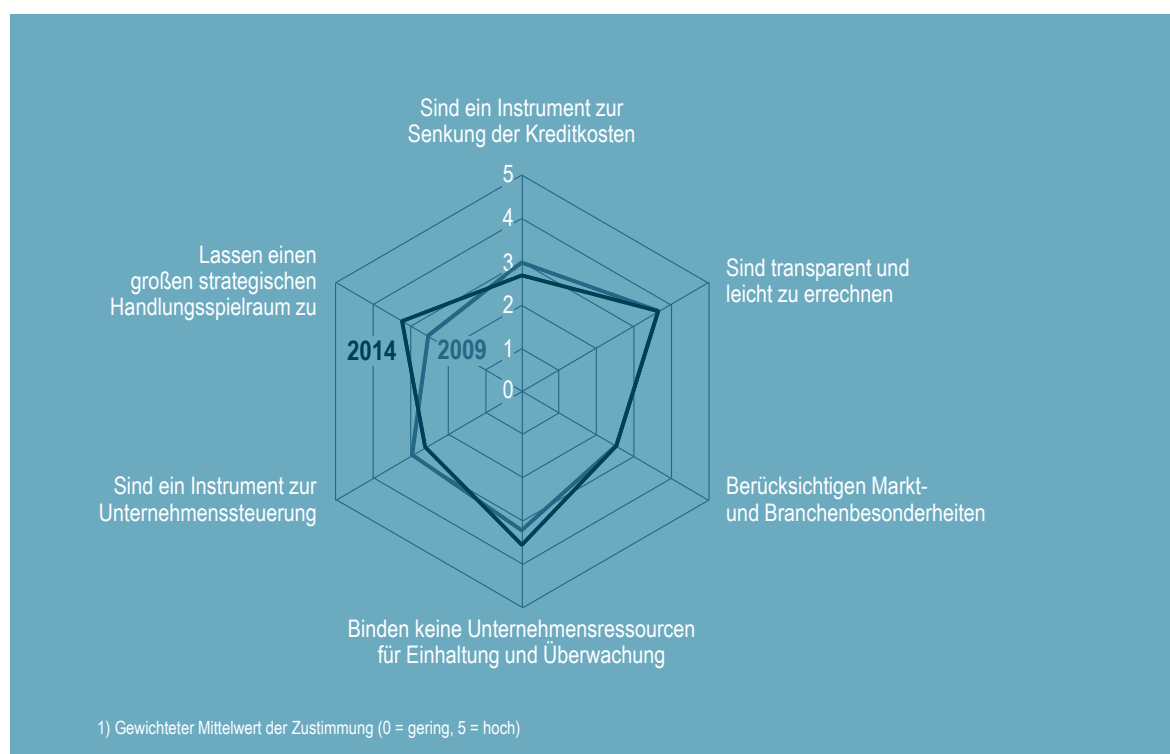
Analog dazu wird die Einhaltung und Überwachung von Financial Covenants als weniger stark ressourcenbindend erachtet. Zweifelsohne verursachen Implementierung, Überwachung und Reporting von Covenants einen **Mehraufwand** für Unternehmen. Dass dieser sich in Grenzen hält, kann sichergestellt werden, indem beispielsweise ein aktives **Covenant-Managementsystem** etabliert und fest in das Unternehmens-Reporting integriert wird.

Financial Covenants tragen Markt- und Branchenbesonderheiten nur bedingt Rechnung

Bezüglich der Berücksichtigung von Markt- und Branchenbesonderheiten durch Financial Covenants sind die Ergebnisse von 2009 und 2014 nahezu gleich, wie Abbildung 7 zeigt. Die Befragten geben zu Protokoll, dass überwiegend **standardisierte** Covenants eingesetzt werden.

Das Spannungsfeld zwischen unternehmerischen Freiheitsgraden zur Führung des regulären Geschäfts und der Standardisierung von Financial Covenants wird meist mit **Headroom-Vorgaben** entschärft: Je volatil das inhärente Geschäftsmodell eines Unternehmens ist, desto höher sollten die Headrooms ausgestaltet werden, damit es durch reguläre Geschäftsvolatilität zu keinem Covenant-Bruch kommt. Oft fehlt es den Finanzierern jedoch an tiefergehendem Verständnis des Geschäftsmodells, das nötig ist, um die reguläre Volatilität von Umsatz, Kosten und Ergebnis entsprechend in den Covenants abzubilden. Daher wird häufig ein **externer Berater** damit beauftragt, auf Basis eines integrierten Businessplans das Geschäftsmodell des Unternehmens mit allen relevanten Umsatz- und Kostentreibern abzubilden. Das Ergebnis ist oftmals eine **szenariobasierte Planung** der für die Covenants relevanten Kennzahlen (EBITDA, Zinsaufwand, Net Debt sowie Fremd- und Eigenkapital).

Abbildung 7: Einschätzung von Financial Covenants durch Unternehmen 2014 vs. 2009 ¹⁾



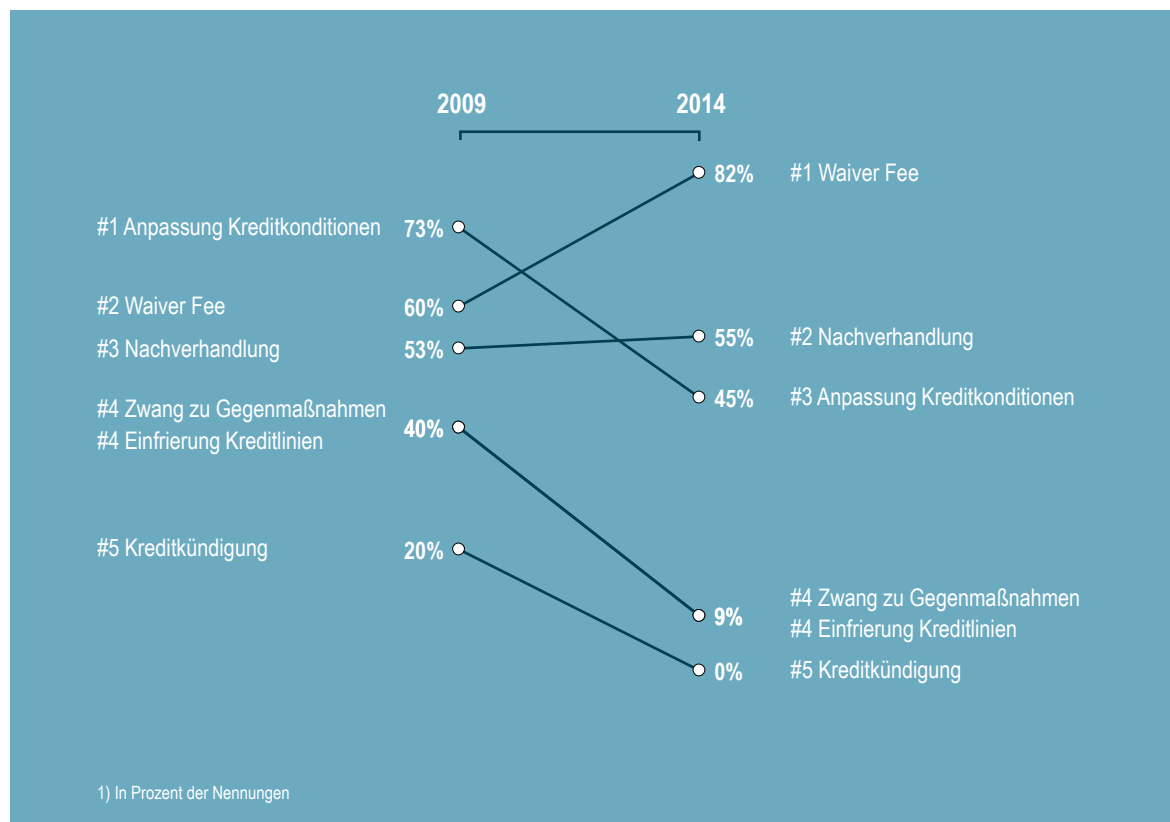
Quelle: Roland Berger; HHL

Strafgebühren sind die häufigste Konsequenz eines Financial-Covenant-Bruchs

Im Fall eines Financial-Covenant-Bruchs dominiert derzeit die Praxis, eine **Waiver Fee** an die Gläubiger zu zahlen (82 Prozent), gefolgt von **Nachverhandlungen** des Kreditengagements (55 Prozent). Dagegen war 2009 die häufigste Konsequenz eines Bruchs noch die **Anpassung der Kreditkonditionen** (73 Prozent), die inzwischen lediglich an dritter Stelle rangiert (vgl. Abbildung 8).

Als Schlussfolgerung bietet sich an, dass die Einsatz-Reihenfolge von Eingriffs- und Änderungsmöglichkeiten vom Zustand der Gesamtwirtschaft und somit von den **Rahmenbedingungen der Finanzierung** abhängt: In der Krise wird schneller zu drastischeren Maßnahmen gegriffen – die ultimative Konsequenz einer Kreditkündigung wurde 2014 von keinem Studienteilnehmer angegeben, während dies 2009 noch 20 Prozent taten.

Abbildung 8: Folgen eines Financial-Covenant-Bruchs 2009 vs. 2014 ¹⁾



Quelle: Roland Berger; HHL

Externe Berater sind häufig nötig, um Covenant-Implementierungen und -Brüchen professionell zu begegnen

Zur **Implementierung** von Covenants haben 2014 39 Prozent der befragten Unternehmen **externe Berater** hinzugezogen. Hierbei handelt es sich am häufigsten um Rechtsanwälte und Unternehmensberater, gefolgt von Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern.

Auch im Falle eines **Covenant-Bruchs** holen sich 36 Prozent der befragten Unternehmen externe Unterstützung. Gegenüber 2009 ist der Einsatz von externen Beratern jedoch zurückgegangen, was sich mit den abgeschwächten Konsequenzen (Waiver Fee statt Kreditkündigung) und der allgemein positiveren Geschäftsentwicklung erklären lässt.

Wie auch die früheren Studien gezeigt haben, kann die Mandatierung eines Unternehmensberaters für sowohl die finanzierenden Banken als auch das Unternehmen von Vorteil sein: Insbesondere im Falle eines (sich abzeichnenden) Covenant-Bruchs ist der Berater in der Lage, in kurzer Zeit die finanzielle Situation des Unternehmens auf Zukunftsfähigkeit zu prüfen und so das **Vertrauen** der Finanzierer wiederherzustellen.

4 Fazit und Ausblick

Erwartungsgemäß sind Unternehmen heute, nach der Euro-Schuldenkrise, deutlich positiver gestimmt als zur Zeit der letzten Befragung im Jahr 2009. Sowohl die Möglichkeiten, sich über Fremdkapital zu finanzieren, als auch die damit verbundenen Konditionen haben sich für sie verbessert. Allerdings zweifeln die Mehrzahl der Unternehmen zunehmend an der Bestandskraft dieses günstigen Finanzierungsumfelds. Zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und ihren Konsequenzen für die Finanzierungsplanung erwarten Unternehmen mittelfristig **striktere Kreditvergabekriterien** (insbesondere für Neukredite) und eine wachsende Bedeutung der Innenfinanzierung.

Die Ergebnisse der Befragung zeigen, dass Financial Covenants im deutschsprachigen Raum auch 2014 **stark verbreitet** sind und sich seit 2009 an sowohl den zugrunde liegenden Kennzahlen als auch den Berichtspflichten wenig geändert hat. Bei Informationsanforderungen und Konsequenzen eines Covenant-Bruchs, die derzeit beide eher lax gehandhabt werden, dürften die Gläubiger die Zügel künftig wieder stärker anziehen.

Insgesamt haben sich Financial Covenants dauerhaft als zentrales **Gläubigerschutzinstrument** im deutschsprachigen Raum etabliert. Art und Kombination der verwendeten Kennzahlen sowie der Berichtsturnus ist im Wesentlichen vom konjunkturellen und finanzwirtschaftlichen Hintergrund losgelöst. Wenn, wie erwartet, sich die Finanzierungsbedingungen insbesondere für nichtbörsennotierte, mittelständische Unternehmen wieder verschlechtern, werden die **strategischen Freiheitsgrade** bei neuen Covenant-Verträgen abnehmen und sich deren **Enforcement** bezüglich Anpassung der Kreditkonditionen wieder verschärfen.

Somit würden sich auch wieder Notwendigkeit und Nutzen eines **externen Beraters** für Unternehmen erhöhen. Dieser kann an zwei Stellen unterstützen: wenn bei der Covenant-Planung das **Geschäftsmodell** mit all seinen Wirkungen auf die **Finanzkennzahlen** umfassend berücksichtigt werden soll; und wenn bei einem sich abzeichnenden Covenant-Bruch **Vertrauen** zwischen Unternehmen und finanzierenden Banken wiederherzustellen ist.

Autoren

Wir freuen uns auf Ihre Fragen, Kommentare und Anregungen.



Dr. Sascha Haghani
Deputy CEO Germany und Global Head
Restructuring & Corporate Finance
Roland Berger Strategy Consultants
+49 69 29924-6444
sascha.haghani@rolandberger.com



Dr. Matthias Holzamer
Principal
Competence Center Restructuring &
Corporate Finance
Roland Berger Strategy Consultants
+49 69 29924-6401
matthias.holzamer@rolandberger.com



Prof. Dr. Henning Zülch
Inhaber des Chair of Accounting and Auditing der
HHL Leipzig Graduate School of Management
sowie Vorstand der Gesellschaft für
kapitalmarktorientierte Rechnungslegung e.V.
+49 341 9851701
henning.zuelch@hhl.de



Josefine Böhm
Wissenschaftliche Mitarbeiterin des Chair of
Accounting and Auditing der HHL
Leipzig Graduate School of Management
+49 341 9851701
josefine.boehm@hhl.de



Christian W. Kretzmann
Wissenschaftlicher Mitarbeiter des Chair of
Accounting and Auditing der HHL
Leipzig Graduate School of Management
+49 341 9851701
christian.kretzmann@hhl.de

Verleger

Roland Berger Strategy Consultants GmbH

Competence Center Restructuring and Corporate Finance

Mies-van-der-Rohe-Str. 6

80807 München

Deutschland

+49 89 9230-0

www.rolandberger.com

Disclaimer

Diese Studie dient ausschließlich der generellen Orientierung. Der Leser sollte Aktivitäten nicht ausschließlich auf Basis der Inhalte dieser Studie anstoßen, insbesondere nicht ohne vorherige professionelle und individuelle Beratung.

Roland Berger Strategy Consultants GmbH ist nicht haftbar für Schäden, die aus Handlungen auf Basis dieser Studie entstehen.



iTunes Store
www.rbsc.eu/RBKiosk



Google Play
www.rbsc.eu/RBAndroid

© 2014 Roland Berger Strategy Consultants GmbH. Alle Rechte vorbehalten.