



||| **INOERR**

Refinanzierung in der **Rezession**

Briefing

März 2025

I. Einleitung

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der vergangenen Jahre haben Unternehmen in der DACH-Region vor beispiellose Herausforderungen gestellt. Die COVID-19-Pandemie, geopolitische Spannungen, die Zinsentwicklung sowie explodierende Energiekosten und eine zwischenzeitlich stark gestiegene Inflation haben nach zwei Jahren der Rezession zu einer Verschlechterung der finanziellen Situation vieler Unternehmen geführt. In diesem Kontext wird eine Refinanzierung für viele Unternehmen zu einer großen Herausforderung.

Vor diesem Hintergrund sollen nachfolgend die aktuellen Trends am Finanzierungsmarkt und bewährten Praktiken für eine Refinanzierung näher beleuchtet werden, mit dem Ziel Wege aufzuzeigen, wie Unternehmen ihre Refinanzierung erfolgreich umsetzen, damit ihre Wettbewerbsfähigkeit sichern und eine finanzielle Krise vermeiden können.

II. Aktuelle Herausforderungen

Deutsche Unternehmen müssen in den nächsten drei Jahren Verbindlichkeiten in Höhe von fast 450 Milliarden Euro¹ refinanzieren. Diese enorme Summe steht in einer Zeit zur Refinanzierung an, in der Umsätze und Margen der Unternehmen unter Druck sind und wachsende geopolitische Unsicherheiten zu pessimistischen Markteinschätzungen führen. Der Wettbewerb zwischen Finanzierern ist zwar nach wie vor groß, aber die steigende Zahl von in die Krise geratenen Unternehmen und Insolvenzen resultiert darin, dass Finanzierer bei der Vergabe von Krediten an Unternehmen deutlich zurückhaltender geworden sind. Auch zunehmende

regulatorische Auflagen der Bankenaufsicht lassen die Banken im Allgemeinen vorsichtiger bei der Kreditvergabe agieren. Hinzu kommt, dass der Markt für Schuldscheine im vergangenen Jahr deutlich zurückgegangen ist. Diese Herausforderungen verlangen nach innovativen und flexiblen Finanzierungsstrategien.

III. Aktuelle Trends im Finanzierungsmarkt

Die gute Nachricht ist, dass an potenziellen Finanzierern kein Mangel herrscht. Deutschland ist nach wie vor ein hart umkämpfter Markt. Zu den klassischen Kreditgebern wie Banken und Sparkassen sind auch Versicherer gekommen. Auch Debt Fonds haben sich inzwischen als alternative Finanzierer etabliert und verfügen über ausreichende Kapitalreserven, um den ermittelten Kapitalbedarf deutscher Unternehmen zu decken.

Neben den weiteren klassischen Finanzierungsquellen wie dem Anleihe- und Nordic Bond Markt sowie dem schon erwähnten Schuldscheinmarkt, können Unternehmen auch auf alternative Finanzierungsformen wie Leasing, Factoring und Verbriefungen zurückgreifen. Zudem spielen auch öffentliche Förderdarlehen und Zuschüsse eine Rolle, wenn es um Themen wie Forschungsförderung, erneuerbare Energien, grüner Wasserstoff oder Dekarbonisierung geht.

¹ <https://www.alixpartners.com/de/newsroom/schulden-in-hoehe-von-mehr-als-450-milliarden-euro-werden-bis-2028-faellig/>

IV. Unsere Empfehlungen zur erfolgreichen Refinanzierung

1. Proaktive Planung und Kommunikation

Unternehmen sollten nicht warten, bis die Refinanzierung unmittelbar bevorsteht, sondern die Refinanzierung bestehender Kredite frühzeitig angehen. Unternehmen, die nicht rechtzeitig mit der Planung beginnen, riskieren, das Vertrauen ihrer Kreditgeber zu verlieren und in eine nachteilige Verhandlungsposition zu geraten. Auch mangelnde Transparenz in der Kommunikation mit den Finanzierern gilt es zu vermeiden, vielmehr sollten die Unternehmen Transparenz gegenüber den Kreditgebern zeigen und diese regelmäßig über Fortschritte im Refinanzierungsprozess informieren. Es ist essenziell, mit den bestehenden und potenziellen neuen Finanzierern auch offen über etwaige finanzielle Herausforderungen zu sprechen und die Strategien, die zur Bewältigung dieser Schwierigkeiten entwickelt werden, klar zu kommunizieren.

Eine besondere Herausforderung ist es, bei der notwendigen Transparenz nicht gleichzeitig auch Zweifel an der Fähigkeit zur Rückzahlung der bestehenden Finanzierung zu wecken. Solange eine überwiegende Wahrscheinlichkeit (größer als 50%) besteht, dass eine Refinanzierung rechtzeitig gelingt, gibt es keinen Anlass, die Refinanzierung gegenüber den Bestandsfinanzierern als unsicher darzustellen. Denn dies kann nicht nur eine Verunsicherung auf Kreditgeberseite vertiefen, sondern birgt auch die Gefahr, dass die bestehenden Finanzierer bösgläubig werden und dann ggfs. prüfen müssen, ob die Begleichung ihrer Forderungen insolvenzrechtlich anfechtbar ist oder das Stehenlassen bzw. Verlängern der Kredite zu einer Kreditgeberhaftung führen könnte. Dies führt mitunter dazu, dass Kreditgeber bestehende Kredite ohne ein zeit- und kostenintensives Sanierungsgutachten über die Abwesenheit von Insolvenzgründen nicht verlängern oder sogar eine Rückzahlung nicht annehmen.

2. Diversifikation der Finanzierungsquellen

Die Abhängigkeit von nur einer Finanzierungsquelle kann nachteilig sein. Treasurer sollten mehrere Finanzierungsbausteine in Betracht ziehen,

um flexibler auf Marktveränderungen reagieren zu können. So kann die Abhängigkeit von wenigen großen Banken dazu führen, dass Unternehmen weniger flexibel handeln können, insbesondere in einem Marktumfeld, in der die Kreditvergabe strenger wird. Ein diversifizierter Zugang zu Kapital, einschließlich der Nutzung alternativer Finanzierungsformen, sollte daher ein zentraler Baustein der Finanzierungsstrategie sein.

Zudem zeigt sich, dass die bestehende Finanzierungsstruktur in vielen Unternehmen nicht optimal gestaltet ist. Häufig gibt es noch bilaterale Finanzierungen auf baw-Basis (Laufzeit bis auf weiteres). Diese sind zwar schnell und kostengünstig abzuschließen, bieten aber keine entsprechende Finanzierungssicherheit. Im Hinblick auf die Stabilität einer Finanzierung bergen etwa Konsortialkreditverträge Vorteile, denn diese können nur durch eine Mehrheit von üblicherweise 2/3 der Kreditzusagen gekündigt werden und sind damit im Vergleich zu Anleihen, Schuldscheinen oder bilateralen Finanzierungen in einer Krise deutlich stabiler.

Neben den unterschiedlichen Finanzierungsprodukten sind auch die verschiedenen Finanzierungspartner ein entscheidender Faktor für einen belastbaren Finanzierungsmix. So sind Debt Fonds in der Lage, sehr schnell zu agieren und eine Finanzierung kurzfristig zur Verfügung zu stellen. Debt Fonds sind typischerweise auch bereit, eine höhere Verschuldung ihrer Kreditnehmer zu akzeptieren und grundsätzlich offener dafür Lösungen für Sonderthemen zu finden, die die Bonität eines Kreditnehmers beeinträchtigen. Dies kann in der Refinanzierung ein entscheidender Faktor sein, auch wenn die Kosten solcher Finanzierungen höher sein können. Auch mit einem Schuldschein kann der Finanzierererkreis über die Hausbanken hinaus deutlich erweitert werden, da mit diesem Finanzierungsinstrument zusätzlich auch Versicherer, Versorgungswerke und große ausländische, vorwiegend asiatische Banken angesprochen werden. Während viele Kapitalmarktprodukte nur großen börsennotierten Unternehmen als Finanzierungsbaustein zur Verfügung stehen, kann über privatplatzierte Anleihen auch der deutsche Mittelstand seinen Finanzierungsmix flexibilisieren und erweitern. Ohne eine Pflicht zur Erstellung eines umfangreichen Prospekts können sich so mittelständische Unternehmen über zumeist besicherte Anleihen nach schwedischem oder

norwegischem Recht (sogenannte Nordic Bonds) einen weiteren Baustein für einen flexiblen und damit belastbareren Finanzierungsmix sichern. Dieses Finanzierungsinstrument hilft nicht zuletzt auch dabei, ein Unternehmen fit für den Kapitalmarkt zu machen und hat im Jahr 2024 viel Aufmerksamkeit bei deutschen Unternehmen gefunden, was zu einem Rekordjahr für den Nordic Bond Markt² geführt hat.

3. Optimierung des Treasury-Managements und des Working Capitals

In einem volatilen Umfeld, in dem Insolvenzen zunehmen und damit auch Lieferanten, Kunden oder andere Vertragspartner der Unternehmen treffen können, ist die Sicherstellung der kurzfristigen und langfristigen Zahlungsfähigkeit von größter Bedeutung. Die dafür erforderliche Vorsorge und Cash-Flow-Planung/-Prognose muss robust genug sein. Das ist ein Aspekt, den auch Kreditgeber bei der Entscheidung über die Beteiligung an einer Refinanzierung berücksichtigen. Besonders bedeutsam ist es, das (Zahlungs-)Verhalten wichtiger Kunden zu überwachen. Anhaltspunkte für eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage eines Kunden müssen zwischen den zuständigen Abteilungen (Vertrieb, Finanzabteilung, Buchhaltung) ausgetauscht werden, damit auf einen drohenden Ausfall eines Kunden schnell reagiert werden kann. Dabei können etwa durch Vorfinanzierungen oder verkürzte Zahlungsziele auch im Zahlungsverkehr Effizienzen gehoben und hierdurch Kosten gesenkt werden. Hierfür gibt es verschiedene technische und organisatorische Möglichkeiten, bis hin zur Einrichtung eines zentralisierten Systems in einer Einheit eines Konzerns, die alle gruppenbezogenen Zahlungsprozesse unter Beachtung der finanzaufsichtsrechtlichen Beschränkungen verwaltet und optimiert (sog. Payment Factory).

Im Übrigen gilt der altbekannte Satz: „Cash is King“. Die Verbesserung der Cash-Conversion-Cycles, die Minimierung von Lagerbeständen und das gezielte Management von Forderungen und Verbindlichkeiten sind hier wichtige Stellschrauben. Auch dabei ist es entscheidend, dass verschiedene Abteilungen wie Einkauf und Vertrieb eng abgestimmt auf ihnen vorgegebene Zielgrößen hinarbeiten. Zur effizienten Nutzung von Liquidität innerhalb der Unternehmensgruppe gehört ab einer gewissen Größe der

Unternehmensgruppe ebenso ein Cash-Pooling. Cash-Pools sind mittlerweile rechtlich erprobte Konstruktionen. Sollen an einem Cash-Pool auch ausländische Gruppenunternehmen teilnehmen, kann dies zu nicht unerheblichem Aufwand bei der Einrichtung führen, da viele nationale rechtliche Regelungen zu beachten sind.

Um die Liquidität freizusetzen und die Bilanz zu entlasten, können Unternehmen folgende Maßnahmen ergreifen:

- Veräußerung von nicht-betriebsnotwendigem Vermögen;
- Nutzung von Factoring;
- Verbriefungen für den Forderungsbestand.

Darüber hinaus können durch Sale-and-lease-back von Anlagevermögen stille Reserven mobilisiert werden.

Alle diese Maßnahmen sollten aber nicht darauf zielen, vor einem Test der Finanzkennzahlen gezielt die Verschuldung zu optimieren. Hier sollte dann lieber der Puffer (*Headroom*) für die Einhaltung der Finanzkennzahlen vergrößert werden. Üblich für Bankfinanzierungen ist ein Headroom von 20 bis 25 Prozent, um unterjährige Schwankungen abzufedern. Debt Fonds gewähren typischerweise mehr Headroom als andere Finanzierer.

4. Stakeholder-Management

Ein weiterer Aspekt für eine erfolgreiche Refinanzierung besteht darin, sich die Unterstützung der Gesellschafter (rechtzeitig) zu sichern, denn vielfach werden die Finanzierer die Situation der Gesellschafter bei ihrer Finanzierungsentscheidung berücksichtigen. Neben weichen Faktoren wie z.B. Fragen zur strategischen Ausrichtung können von den Kreditgebern auch Finanzierungsbeiträge in Form von Gesellschafterdarlehen, stillen Beteiligungen oder der Einbringung von Eigenkapital gefordert werden. Sollte ein solcher Beitrag vom Gesellschafter geleistet werden, ist es wichtig, dafür den richtigen Zeitpunkt abzustimmen, damit dieser von

² <https://www.bondguide.de/topnews/nordic-high-yield-hy-bond-markt-mit-rekordjahr/>

den Finanzierern auch als solcher anerkannt wird. Die rechtzeitige Einbindung der Gesellschafter in den Refinanzierungsprozess ist mithin ein weiterer Erfolgsfaktor.

5. Umsetzung

Die Vorbereitung und die Verhandlung der Refinanzierung (in einer Unternehmensgruppe) sollten zentral gesteuert werden, um eine Ansammlung unterschiedlicher Vertragsbedingungen auf unterschiedlichen Ebenen zu vermeiden. Zur Vermeidung von Komplexität muss es deshalb das Ziel sein, die verschiedenen Finanzierungsbausteine für die gesamte Gruppe über eine Gesellschaft zu einheitlichen Kreditbedingungen aufzunehmen und keine, oder allenfalls untergeordnete oder spezielle Finanzierungen auf Ebene der verschiedenen Gruppengesellschaften aufzunehmen oder bestehen zu lassen.

Sobald die Grundstruktur der Refinanzierung steht, dürfen bei der Umsetzung die Vorteile verschiedener Finanzierungsbausteine nicht verspielt werden. Wichtige und in der Praxis regelmäßig erhebliche Herausforderung ist es, die verschiedenen Finanzierungsbausteine bzgl. ihrer jeweiligen Bedingungen bestmöglich aufeinander abzustimmen. Das betrifft nicht nur offensichtliche Aspekte wie z.B. die Laufzeit, sondern insbesondere auch Vorgaben zur Einhaltung von Finanzkennzahlen und alle sonstigen Beschränkungen (Financial and Non-Financial Covenants). Hier bestehen vor allem in Bezug auf die Unterschiede zwischen verschiedenen Finanzierungsinstrumenten zahlreiche Fallstricke. Insbesondere sollten die Vorgaben für die Non-Financial Covenants harmonisiert werden. Dazu zählen beispielsweise:

- Beschränkungen zur Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten;
- Beschränkungen bei der Sicherheitenstellung;
- Beschränkungen von Verfügungen über Vermögensgegenstände.

Die Beschränkungen sollten harmonisiert werden. Es gilt ansonsten der kleinste gemeinsame Nenner mit der Folge, dass sich der Kreditnehmer von der Einhaltung des Covenants ggf. befreien lassen muss (Waiver). Im schlimmsten Fall widersprechen sich Covenants bzw. sind mehrfache Waiver (mit verschiedenen Inhalten) bei unterschiedlichen Finanzierungspartnern erforderlich, was zu erheblichen Verzögerungen und auch Kosten führen kann.

Auch die Finanzkennzahlen und deren Ermittlung spielen in der Praxis regelmäßig eine wichtige Rolle. Üblich sind für Finanzierungen im Investment Grade eine bis zwei Finanzkennzahlen (z.B. Verschuldungsgrad und Eigenkapitalquote). Im Cross-Over-Segment sind es zwei bis drei Finanzkennzahlen (zusätzlich Zinsdeckungsgrad oder Schuldendienstdeckungsgrad) während Unternehmen im Non-Investment Grade sich mehreren Vorgaben (zusätzlich Capex-Beschränkungen und Mindestliquidität) gegenübersehen. Einzelheiten sind stark abhängig von u.a. der Branche des Kreditnehmers, der Unternehmensgröße und -dem aktuellen Marktumfeld.

Idealerweise können auch die Informationsverpflichtungen unter verschiedenen Instrumenten einfach (in elektronischer Form z.B. über Webseiten) und möglichst zeitgleich erfüllt werden. Die Harmonisierung verschiedener Finanzierungsinstrumente bedingt durchaus einigen Abstimmungsbedarf. So erfordert etwa ein nachträglich aufgenommenes Factoring typischerweise die Anpassung bestimmter Klauseln in den bestehenden Kredit- und Anleihefinanzierungsverträgen. Gleiches gilt für die Nutzung von öffentlichen Förderdarlehen, die in der Regel nur zu nicht verhandelbaren Bedingungen erteilt werden. Die Nutzung solcher Darlehen sollte am besten bereits vor Abschluss einer Finanzierung mitbedacht werden, dann kann eine der beteiligten Banken die erforderliche Abstimmung mit dem Förderdarlehensgeber übernehmen, um so viel Zeit und Aufwand zu sparen.

V. Lessons Learned aus aktuellen Fällen

Die Untersuchung erfolgreicher Beispiele aus der Praxis zeigt, dass Unternehmen, die proaktiv und strategisch handeln, deutlich besser auf die Herausforderungen bei der Refinanzierung reagieren können. Im Gegensatz hierzu stehen Unternehmen, die weniger Aufmerksamkeit auf ihre Finanzierung legten oder die anstehende Refinanzierung unterschätzten und in finanzielle Schwierigkeiten gerieten, als sie versuchten, kurzfristig Lösungen zu finden.

Unternehmen sollten die gewonnenen Erkenntnisse nutzen, um ihre Finanzierungsstrategien zu überprüfen und so ihre Resilienz gegenüber zukünftigen finanziellen Herausforderungen zu erhöhen.

VI. Fazit und Ausblick

Die Herausforderungen einer Refinanzierung in Zeiten anhaltender Rezession sind gestiegen, bieten jedoch auch Chancen für gut organisierte Unternehmen, die bereit sind, ihre Strategien anzupassen. Eine vorausschauende Planung, klare Kommunikation und der Einsatz alternativer Finanzierungsquellen sowie ein unterstützendes Netzwerk aus Gesellschaftern und Beratern können entscheidend sein, um in einem unsicheren wirtschaftlichen Umfeld erfolgreich zu navigieren und in den kommenden Jahren wettbewerbsfähig zu bleiben.

Autorinnen und Autoren



Alexander Schilling

Rechtsanwalt, Partner
Börsenstraße 1, 60313 Frankfurt
alexander.schilling@noerr.com
T +49 69 971477109



Nikolai Warneke

Rechtsanwalt, Partner
Börsenstraße 1, 60313 Frankfurt
nikolai.warneke@noerr.com
T +49 69 971477226



Andreas Naujoks

Rechtsanwalt, Partner
Börsenstraße 1, 60313 Frankfurt
andreas.naujoks@noerr.com
T +49 69 971477380



Simone Schönen

Rechtsanwältin, Partnerin
Jungfernstieg 51, 20354 Hamburg
simone.schoenen@noerr.com
T +49 40 300397120