

Unternehmer

Edition

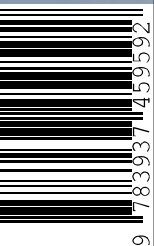
Know-how für den Mittelstand

A portrait of Dietmar Gunz, a middle-aged man with dark hair, wearing a dark pinstriped suit jacket, a light blue shirt, and a patterned tie. He is looking slightly to the right of the camera with a neutral expression. The background is a plain, light-colored wall.

Turnaround 2008

Wege aus der Krise

Dietmar Gunz,
Geschäftsführer,
FTI Touristik



powered by

AlixPartners

Concentro[®]
Management

HAARMANN

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Finanzwirtschaftliche Restrukturierung

Mögliche Beiträge und Gestaltungsoptionen der Kapitalgeber

Von Dr. Volkhard Emmrich, geschäftsführender Gesellschafter,
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Jede Restrukturierung ist in der Regel mit zusätzlichen, liquiditätswirksamen Aufwendungen verbunden, das heißt sie erfordert zusätzliche liquide Mittel und mindert die Eigenkapitalbasis. Wesentlich für die Durchfinanzierung der Restrukturierung und damit ein Gelingen der Krisenbewältigung ist die Ausgewogenheit der Beiträge aller Beteiligten.

Das unternehmensinterne Pflichtprogramm

Gefordert ist zu allererst das Management. Das unternehmensinterne Pflichtprogramm umfasst ein hartes Liquiditätsmanagement – Einnahmesteigerung und sofortiger Ausgabenstopp – sowie das Durchforsten der Aktivseite nach Potenzialen zur Liquiditätsgenerierung. Der Instrumentenmix umfasst den Verkauf von Anlagevermögen (Asset-Sale), ein konsequentes Working Capital-Management, insbesondere Bestandssenkung und Verringerung der Forderungsbestände sowie die Prüfung der Potenziale von Kreditsubstituten wie Factoring und Leasing. Auch durch die Bereinigung des Beteiligungsportfolios können Finanzreserven gehoben werden. Im nächsten Schritt wird mit den Arbeitnehmern und Lieferanten über deren finanzielle Beiträge wie z. B. Verzicht oder Stundung von Urlaubs- und Weihnachtsgeld bzw. Veränderung der Zahlungsbedingungen verhandelt.

Die Zahlungsfähigkeit hat 1. Priorität

Zur Vermeidung von Insolvenzrisiken ist zu jedem Zeitpunkt der Restrukturierung, auch für den Worst Case, die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens sicherzustellen. Nichts ist gefährlicher als eine zu knappe Finanzierung bzw. das Hoffen auf das Eintreten des Best Case. Denn dann können unter Umständen notwendige Restrukturierungsmaßnahmen

nicht finanziert werden, die Ressourcen sind mit Nachfinanzierungsmaßnahmen blockiert und die Restrukturierung kippt. Der Finanzbedarf der Restrukturierung ist zumeist am Anfang hoch, da wesentliche Instrumente der Innenfinanzierung nicht sofort liquiditätswirksam sind. Deshalb sind häufig schnell wirksame Beiträge der Banken unumgänglich. Das „Standardinstrumentarium“ umfasst Tilgungsstundung bei Langfristfinanzierern, Fresh Money im Bereich der Betriebsmittelfinanzierer sowie Zinsstundungen – jedoch schon mit deutlichem Abstand zu den ersten beiden Instrumenten. Fresh Money erfordert in der Regel nicht nur einen adäquaten Gesellschafterbeitrag, sondern auch zusätzliche werthaltige Sicherheiten. Durch bankenseitige Beiträge ist meist eine Vorfinanzierung bilanzieller Bereinigungsmaßnahmen möglich, vor allem im Bereich des Asset Sales sowie der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen.



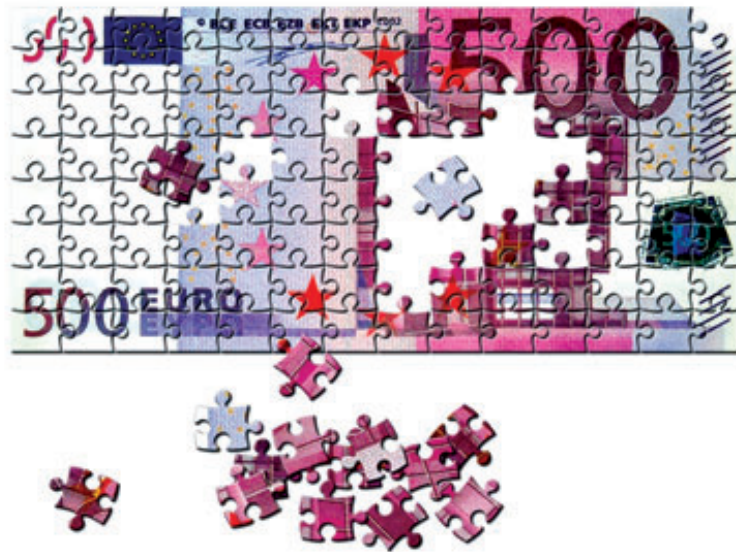
Dr. Volkhard Emmrich

Rekapitalisierung – Sicherung der Kapitalbasis

Der langfristige Erfolg einer Restrukturierung erfordert in aller Regel auch kapitalseitige Maßnahmen, denn nur bei einer nachhaltig tragfähigen Struktur der Passivseite werden Rating bzw. Bonität ein Niveau erreichen, das dem Unternehmen wieder eine „normale“ Finanzierung mit entsprechenden Konditionen ermöglicht. Beiträge der Banken zur Bilanzsanierung bzw. zur Verbesserung der Bilanzrelationen erfolgen meist nur in Kombination mit Gesellschafterbeiträgen. Häufig werden auch Beiträge der anderen Stakeholder mit zur Rekapitalisierung gefordert, so z. B. von Lieferanten und Arbeitnehmern. Ein durch Banken ausgesprochener Rangrücktritt ist lediglich als kurzfristig bestandssichernde Maßnahme zu sehen, die eine Überschuldung verhindert. Wirklich

ZUR PERSON: DR. VOLKHARD EMMRICH

Dr. Volkhard Emmrich (emmrich@wieselhuber.de) ist geschäftsführender Gesellschafter der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH. Das Consultingunternehmen berät Familienunternehmen, Konzerne und öffentliche Institutionen auf den Gebieten Strategie und Organisation, Kapitalausstattung und -strukturierung sowie Restrukturierung und Sanierung. www.wieselhuber.de



Bei der finanziellen Restrukturierung kann der Debt-Equity-Swap ein Mittel sein, um Eigen- und Fremdkapital wieder in ein gesundes Verhältnis zu setzen.

nachhaltige Instrumente der Rekapitalisierung sind Forderungsverzichte von Gesellschaftern, aber auch von Lieferanten oder Finanzierern, sowie die Umwandlung von Fremd- in Genussrechtskapital oder auch direkt in Beteiligungskapital (Debt-Equity-Swap). Der Forderungsverzicht ist mit den geringsten Veränderungen der Beziehungen zwischen den Stakeholdern der Passivseite verbunden. Er führt grundsätzlich zum Wegfall der Verbindlichkeit und damit des Überschuldungsstatus. Wird ein Besserungsschein vereinbart, lebt die Forderung bei einer vorab definierten Verbesserung der Vermögensverhältnisse teilweise oder ganz wieder auf.

Veränderte Eigentumsverhältnisse durch Debt-Equity-Swap

Die Umwandlung von Darlehen in Genussrechtskapital führt zu einer geringfügigen Veränderung der Beziehungen der Stakeholder. Die Genussrechte stehen wirtschaftlich zwischen einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung und einer schuldrechtlichen Forderung. Der vormalige Fremdkapitalgeber gelangt somit nicht in den Status eines vollen Gesellschafters, sondern er erlangt nur einzelne Gesellschafterrechte. Der Einsatz von Genussrechten in Krisensituationen ist nur sinnvoll, wenn die Umwandlung von Forderungen in Genusskapital mit Eigenkapitalcharakter erfolgt, das heißt eine Beteiligung an Gewinnen und Verlusten muss sichergestellt sein. Die Umwandlung von Darlehen in Haftkapital (Debt-Equity-Swap) stellt eine grundsätzliche Veränderung in der Beziehung zwischen Unternehmen und Kreditgeber dar. Der bisherige Fremdkapitalgeber erlangt Gesellschafterstellung und kann dadurch Einfluss auf das Unternehmen ausüben, er partizipiert über die Anteile am Wertzuwachs des Unternehmens und somit am Erfolg der Restrukturierung. Bei den Fremdkapitalgebern kann es sich sowohl um klassische Geschäftsbanken, aber auch um Mezzanine-Fonds, Investmentbanken oder Hedgefonds, die Unternehmenskredite auf dem Sekundärmarkt erworben haben, handeln. Ein Debt-Equity-Swap ist vor allem bei Unternehmen sinnvoll, deren operatives Geschäft an sich tragfähig ist und primär ungünstige Bilanz-

relationen sowie die dadurch bedingten hohen Zinszahlungen und Kapitaldienste die Restrukturierung verursacht haben. Auch mezzanine Finanzierungsformen sind geeignet, eine Rekapitalisierung des Unternehmens zu ermöglichen, insbesondere wenn das Mezzanine-Kapital eigenkapitalmäßig ausgerichtet ist, das heißt es sich um Genussrechte bzw. eine atypisch stille Beteiligung handelt.

Fazit:

Sind die Instrumente der Stundung nur auf eine kurzfristige Liquiditätswirkung ausgerichtet, so verbessert der Passivtausch von Verbindlichkeiten und Eigenkapital nachhaltig die Bonität, entlastet die Aktivseite und verringert in aller Regel die Zinslast. Trotzdem ist ein Debt-Equity-Swap nur in einer Kombination mit weiteren Maßnahmen zur Kapitalaufnahme sinnvoll, denn diese stärken die Liquidität unmittelbar. Zunehmende Bedeutung gewinnt der Debt-Equity-Swap im Zusammenhang mit den im Mittelstand verbreiteten Mezzanine-Programmen. Gerade wenn ab 2011 viele Mezzanine-Programme endfällig werden und angesichts der wegen der Finanzmarktkrise geringen Chancen, eine Anschlussfinanzierung zur erhalten, ist wohl gerade in Restrukturierungssituationen verstärkt mit einer Umwandlung des Mezzanine-Kapitals in echtes Eigenkapital zu rechnen. Für alle betroffenen Unternehmer gilt jedoch: Jede Rekapitalisierung der Passivseite ist mit dem Verlust der unternehmerischen Autonomie verbunden. Die einzige Möglichkeit, die Selbständigkeit vollständig zu erhalten, ist die Sicherstellung der operativen Ertragskraft, die Übernahme von Verlusten durch die Gesellschafter sowie die frühzeitige Refinanzierung auslaufender Kredite.