

# Newsletter

Ausgabe November 06/08

## Liebe Geschäftsfreunde,

Die Zeiten werden nicht besser. Jeden Tag viele nicht wirklich gute Nachrichten, aus denen wir alle kaum herausfiltern können, ob sie doch irgendwie oder irgendwann das eigene Unternehmen betreffen werden. Was bedeutet das für uns und unsere Kunden? Wohin geht die Reise? Was ist Richtig?

Aktuell werden Kredite gestoppt in Zeiten, wo doch kräftig investiert werden muss. Ist es sinnvoll abzuwarten und Stillstand zu riskieren oder ist es richtig, gerade jetzt zu handeln, um im globalen Markt mithalten zu können und womöglich in die falsche Richtung zu gehen?

In diesem Newsletter widmen wir uns natürlich genau diesen Themen: um die Finanzierung von Unternehmen herum. Wie schon bei unseren vorherigen Newslettern setzen wir wiederum konsequent darauf, Ihnen nicht von uns, sondern auch von weiteren Experten Tipps zu geben, die Ihnen in Ihrer beruflichen Praxis weiterhelfen sollen.

Viel Spaß beim Lesen wünscht

Ihre CMS AG

## Inhalt

- Subprime-Krise und Mittelstand
- Finanzkrise - Mittelstandsfinanzierung vor dem Aus?
- Fachthema Dept-Equity-Swap
- Fachthema Sale & Lease Back
- Passivseitenrestrukturierung mit Individual-Mezzanine
- Interview mit Christian Schmidt, Geschäftsführer der CMS-OWC
- Unternehmerbefragung



## Subprime-Krise und Mittelstand Zukunftssicherung im Abschwung

Die Subprime-Krise wurde lange isoliert als reine Finanzkrise ohne Auswirkung auf die Realwirtschaft wahrgenommen. Dies lag insbesondere an Folgendem: Die deutsche Wirtschaft wählte sich aufgrund eines jahrelangen Wachstums - mit vollen Auftragsbüchern, hoher Auslastung der Kapazitäten und steigenden Umsätzen und Gewinnen - in einer ökonomisch stabilen Gesamtsituation, bei der man sich nicht vorstellen konnte, dass die amerikanische Finanzkrise Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben könnte. Die Auswirkung der Subprime-Krise wurde einerseits wegen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten und andererseits wegen damit zusammenhängender psychologischer Gründe nicht wahrgenommen. Lange hat sich die öffentliche Meinung (Politik, Forschungsinstitute) dieser Sichtweise angeschlossen bzw. diese bestärkt. Erst mit der deutlichen Gewichtung der Frühindikatoren (gegenüber den

Spätindikatoren), rückläufiger Auftrags-eingänge, sinkender Auftragsbestände, mangelnder Wettbewerbsfähigkeit wegen der Dollarkursentwicklung, zusätzlicher Preisdruck auf Zulieferer wegen des Margenverfalls sowie steigender Rohstoffpreise, wurde die Relevanz der Finanzkrise für die Realwirtschaft wahrgenommen.

### Zukunftssicherung unter veränderten Umfeldbedingungen

Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft werden für die kommenden 1-3 Jahre von gravierender Bedeutung sein. Dem Ausmaß der Veränderung und der Notwendigkeit einer proaktiven Zukunftssicherung kommt u.U. eine andere Dimension zu als in der Vergangenheit. Dies liegt an dem Zusammentreffen mehrerer Einflussgrößen: nach Jahren des Wachstums, mit dem Aufbau entsprechen-



der Kapazitäten, in einem globalen Markt bisher nicht gekanntem Ausmaß, muss mit einer deutlich rückläufigen Wirtschaftsentwicklung gerechnet werden. Und dies bei vermutlich langfristig überdurchschnittlich hohen Rohstoff-/Energiepreisen, einem erhöhten Preisdruck und restriktiverer Refinanzierung bei voraussichtlich steigenden Zinsen.

Die Zukunftssicherung wird damit zur zentralen unternehmerischen Führungsaufgabe, die rechtzeitiges Erkennen und Handeln auf die veränderte Situation erfordert. Dabei kommt dem Unternehmer eine herausragende Rolle im Veränderungsprozess als Promoter und Motivator zu.

Viele Mittelständler müssen die in den Wachstumsjahren aufgebauten Strukturen und Prozesse schnell und teilweise tiefgreifend anpassen, da sie der Zukunft nicht mehr gerecht werden.

### Zukunftssicherung durch Performance-Management:

Bei der Erarbeitung eines Handlungskonzeptes und Maßnahmenplanes zur Zukunftssicherung und Unternehmensentwicklung im Abschwung ist in folgenden 3 Schritten vorzugehen:

1. Anpassung der Unternehmensstrategie
2. Steigerung der operativen Effizienz
3. Monitoring der Performance-Ziele mittels Controlling-Instrumenten

- Die Strategieanpassung manifestiert sich in der strategischen Stoßrichtung des Unternehmens, die sich als Ergebnis der Veränderung von Ist- und Soll-Portfolio (Unternehmens-, Geschäftsbe-

reich-, Markt-, Produktportfolio) ergibt. Unternehmens- und geschäftsbereichsbezogene Entscheidungen sind zu treffen, die Marktpositionierung sowie die Optimierung des Produktangebotes sind neu festzulegen.

- In einem zweiten Schritt gilt es nun - ausgehend von den festgelegten strategischen Rahmenbedingungen - die Effizienzsteigerung in allen betrieblichen Prozessen zu durchleuchten und umzusetzen. Dies erstreckt sich auf die gesamte Wertschöpfungskette des Unternehmens. Effizienzsteigerungspotentiale werden insbesondere in folgenden Bereichen identifiziert:

- Produktion (Flexibilisierung/Variabilisierung der Herstellkosten, Verbesserung der Produktions-, Lager- und Bestandsplanung)

- Lieferanten (Prüfung der Kostensenkungspotentiale durch Lieferantenmanagement, Konditionen-Management gegenüber Lieferanten)

- Vertrieb (Erschließung neuer Märkte, Intensivierung der Zielkundenbetreuung, Internationalisierung)

- Organisation/Verwaltung (Überprüfung der Aufbau-Organisation, Outsourcing von Teilfunktionen)

- Kapitalbindung/Finanzierung (Reduzierung des working capital, Optimierung der Fremdfinanzierung und Kapitaldienstes)

- Gerade im wirtschaftlichen Abschwung kommt dem Monitoring der

Performance-Ziele eine entscheidende Bedeutung zu. Die nachhaltige Zukunftssicherung und Unternehmensentwicklung ist durch strategisches und operatives Controlling sowie Projektcontrolling sicherzustellen.

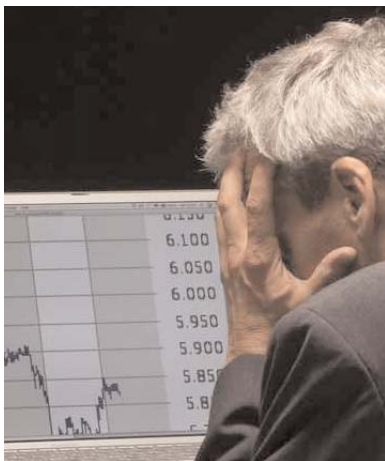
### Fazit:

Die Subprime-Krise hat tiefgreifende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung des deutschen Mittelstands. Die Unternehmen müssen sich auf die veränderten Rahmenbedingungen einstellen und frühzeitig Maßnahmen zur Zukunftssicherung ergreifen, um den derzeit noch vorhandenen Handlungsspielraum zu nutzen. Dies wird insbesondere im Hinblick auf eine ausreichende Außenfinanzierung zu angemessenen Konditionen von Bedeutung sein. Die Zukunftssicherung wird zur zentralen Führungsaufgabe des Unternehmers. Die möglichst kurzfristig zu ergreifenden Maßnahmen sind im Rahmen eines Performance-Managements in die gleichfalls anzupassende Unternehmensstrategie zu integrieren (ganzheitlicher Ansatz). Der Erfolg der notwendigen Veränderungsmaßnahmen hängt von der konsequenten Umsetzung einer methodenbasierten Vorgehensweise ab.



Dr. Werner Groß  
Partner der CMS AG  
werner.gross@cms-ag.de

## „Finanzkrise – Mittelstandsfinanzierung vor dem Aus?“



Bankenkrise, Einbruch der Kapitalmärkte, Vertrauen unter den Banken zerstört – welche Auswirkungen werden mittelständische Unternehmen spüren? Um die möglichen Veränderungen aufzuzeigen, bietet es sich an, die Finanzierungsmöglichkeiten in den letzten zwei Jahren zu betrachten und einen kurzen Ausblick auf die künftige Entwicklung der Fremdfinanzierung zu wagen:

In den letzten Jahren gab es für einen

durchschnittlich guten Mittelständler diverse Möglichkeiten zur Finanzierung, vor allem wenn es um Wachstumsthemen ging:

- Die (deutschen) Banken hatten den Mittelstand „wiederentdeckt“. Geprägt durch eine gute Konjunktur und geringe Ausfallraten waren gut geführte mittelständische Unternehmen als Kreditnehmer wieder vermehrt gefragt. Sogar ein Wettbewerb fand statt – und das eindeutig auch über die Konditionen.

- Neben den „normalen“ Bankfinanzierungen konnte ein mittelständisches Unternehmen mit guten Finanzkennzahlen zu hervorragenden Konditionen sogar eigenkapitalähnliche Mittel über die Mezzanine-Programme wie PREPS, Equinotes oder CB MezzCap etc. erhalten. Die Voraussetzungen waren ein Investment Grade im Rating sowie eine in der Regel standardisierte – wenig intensive – positiv verlaufene Due Dilligence durch den jeweiligen Programm Manager. Zudem waren – je nach eingesetztem Rating-Tool – die entsprechenden Kennzahlen durch gezielte Bilanzoptimierungen beeinflussbar. Aufgrund der Vielzahl der Programme und des Investitionsdrucks der Programm Mana-

ger wurden die einzelnen Anforderungen in einer weiteren Phase gesenkt. Mehr als 4 Mrd. EUR sind seit 2004 über diesen Weg in mittelständische Unternehmen als Wachstumsfinanzierungen geflossen. Der wesentliche Vorteil des Unternehmens bestand in der Qualifizierung der Mezzanine-Finanzierung als zumindest eigenkapitalähnliche Mittel ohne wirkliche Einfluss- und Mitspracherechte des Kapitalgebers. Die vorteilhaften Konditionen dieser Finanzierungen zwischen 6,5 bis 9,5 % wurden bereits erwähnt.

Zusammenfassend haben wir in den letzten Jahren den Eindruck gewonnen, dass Unternehmen mit einer gesunden Struktur kaum Schwierigkeiten hatten, den notwendigen Finanzierungsbedarf für Wachstum zu decken. Wurde zudem der Finanzierungsprozess mit entsprechend klarer und überzeugender Dokumentation vorbereitet, konnten auch Alternativen und damit Verhandlungsspielräume erarbeitet werden.

Unser Ausblick zeigt ein anderes, aber nicht erschreckendes Bild:

- Unternehmensfinanzierungen durch Banken werden wieder selektiver erfolgen.

Aufgrund der erheblichen Abschreibungen in den Bankbilanzen ist die Eigenkapitalausstattung reduziert und damit werden auch die möglichen Finanzierungsvolumina der Banken sinken. Zudem erwarten wir aufgrund der gestiegenen Refinanzierungskosten sowie der Notwendigkeit der Banken, im Kreditgeschäft wieder bessere Margen zu erzielen, eine Erhöhung der Finanzierungskosten.

- Risikobewusstsein wird wieder steigen. Nach Einbrüchen wie 2001 oder auch dem Zusammenbruch des Neuen Markts haben Banken gemäß unserer Erfahrung immer risikoavers agiert. Nicht nur für Wachstumsfinanzierungen, sondern auch für die Begleitung mit Finanzierungen in schwierigen wirtschaftlichen Situationen erwarten wir hier entsprechend negative Auswirkungen auf mittelständische Unternehmen.
- Alternativen wie die Mezzanine-Programme werden in der bisherigen Form nicht zur Verfügung stehen. Aufgrund der bereits vor der Ausweitung der Finanzmarktkrise festgestellten mangelnden Performance in einigen Mezzanine-Programmen (bspw. bereits 17% Ausfallquote des Programms CB Mezz I/2006 nach ca. 3 Jahren Laufzeit)

sowie der grundsätzlichen Zurückhaltung privater und institutioneller Investoren bei Kreditverbriefungen gehen wir davon aus, dass vergleichbare Programme in den nächsten Jahren nicht zur Verfügung stehen werden. Aufgrund der geplanten Laufzeit werden in den nächsten 3-4 Jahren Rückzahlungen der Mezzanine-Finanzierungen erwartet. Auch dies wird wiederum einen Finanzierungsbedarf auslösen, denn unabhängig von der wirtschaftlichen Situation der Unternehmen werden eigenkapitalähnliche Mittel benötigt – falls diese nicht in entsprechendem Maße in den letzten Jahren durch Gewinthesaurierung erwirtschaftet wurden.

Konsequenzen und Empfehlungen für mittelständische Unternehmen:

Banken werden weiterhin Finanzierungen für den Mittelstand durchführen – jedoch wird aufgrund der selektiveren Vergabe gerade für kleinere Unternehmen die Vorbereitung des Finanzierungsprozesses noch wichtiger. Zudem sollte eine überzeugende Argumentation erbracht werden, wie die geplante Strategie umgesetzt werden soll. Neben diesen eher qualitativen Aspekten sind mögliche, sinnvolle

Optimierungen der für das Rating wesentlichen Finanzkennzahlen zu prüfen wie Forderungsverkäufe, Sale & Lease Back-Konstruktionen, Optimierung des Working Capital. In jedem Fall allerdings gehen wir von einer Verschlechterung der Konditionen aus.

In Zukunft wird es entscheidend sein, für die geplante Finanzierung frühzeitig die richtigen Finanzierungspartner zu identifizieren. Wir gehen davon aus, dass bankenunabhängige Finanzierungen wie die eigene Emission von Unternehmensanleihen oder auch die gezielte Ansprache von Beteiligungsgesellschaften als Alternativen in Betracht gezogen werden müssen. Aber auch bei diesen Finanzierungsoptionen sind eine erkennbare Strategie und die plausible Planung der Unternehmen unabdingbar.



Oliver Kemper  
RHL Rucker, Heddergott,  
Louis & Kollegen  
Unternehmensberatung GmbH

## Fachthema Debt-Equity-Swap

### Wie funktioniert ein Debt-Equity-Swap?

Für Finanzinvestoren, die gezielt in Krisengesellschaften investieren, ist die Umwandlung von Schulden in Eigenkapital (sogenannter Debt-Equity-Swap) eine interessante Transaktionsgestaltung. Dabei kaufen Investoren notleidende Kredite deutlich unter dem Nennwert und wandeln diese dann in Eigenkapital um. Hierdurch erwerben sie eine Beteiligung an der Gesellschaft, können deren Sanierung betreiben und schließlich die Beteiligung gewinnbringend veräußern.

#### 1. Schritt: Kapitalherabsetzung

Debt-Equity-Swaps erfolgen regelmäßig in Krisensituationen. Oft ist es deshalb erforderlich, vorher eine vereinfachte Kapitalherabsetzung (Kapitalschnitt) durchzuführen. Hierbei werden das Grund- bzw. Stammkapital herabgesetzt und der frei werdende Betrag wird mit Verlusten verrechnet. Durch die Kapitalherabsetzung können eine Unterbilanz oder Überschuldung beseitigt und damit die Voraussetzung für eine Sanierung geschaffen werden.

#### 2. Schritt: Kapitalerhöhung durch Sacheinlage von Forderungen

Ein Debt-Equity-Swap wird formal im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage erreicht. Hierbei tritt der Investor (Darlehensgläubiger) seine Forderung an die Gesellschaft ab und bringt dadurch die Forderung zum Erlöschen (Gläubiger und Schuldner werden durch die Abtretung identisch), oder es wird ein Erlassvertrag abgeschlossen.

Im Gegenzug erhält der Investor neue Anteile an der Gesellschaft aus einer Kapitalerhöhung.

Bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen ist eine Reihe von gesetzlichen Formerfordernissen zu beachten. Darüber hinaus muss dem Registergericht die Werthaltigkeit der Sacheinlage (hier: der



Forderungen) durch einen Wirtschaftsprüfer bestätigt werden. Die Sachkapitalerhöhung ist nur in der Höhe möglich, in der die Darlehensforderung werthaltig ist. Das bedeutet, dass der Wert der einzubringenden Forderungen mindestens den Nennbetrag der neuen Anteile erreichen muss. Stellt sich später heraus, dass der Wert der Forderungen geringer war, muss der Investor den Differenzbetrag in bar

nachzahlen.

Maßgeblich bei der Bewertung der Forderungen ist nicht deren Nennwert, sondern der reale Wert. Einen Anhaltspunkt für den Wert der Forderungen bietet der Kaufpreis, der bei Erwerb der Forderungen gezahlt wurde. Gerade bei sanierungsbedürftigen Gesellschaften ist regelmäßig ein hoher Wertabschlag vom Nennwert vorzunehmen. Angesichts des Haftungsrisikos sollte der Investor bei der Bewertung der Forderung sorgfältig vorgehen und im Zweifel eher einen höheren Abschlag vornehmen.

#### Exkurs: verdeckte Sacheinlage vermeiden!

Die Verträge über die Erbringung der Sacheinlage und ihre Übertragung auf die Gesellschaft sind unwirksam, wenn die oben beschriebenen Regeln nicht eingehalten werden (sog. verdeckte Sacheinlage). Deshalb ist es nach geltendem Recht auch nicht möglich, den Debt-Equity-Swap in der Weise durchzuführen, dass der Gläubiger im Rahmen einer Barkapitalerhöhung neue Anteile übernimmt und die Gesellschaft Darlehensforderungen aus der Bareinlage zurückzahlt (bzw. Bareinlage und Rückzahlungsanspruch verrechnet werden). Hierdurch würde die Sacheinlage, nämlich die Einbringung der Forderungen, „verdeckt“. Der Investor wäre dann weiterhin verpflichtet, die von ihm übernommene Kapitalbeteiligung in bar zu erbringen. Überprüft werden solche verdeckten Sacheinlagen typischerweise in der Insolvenz der Gesellschaft.

Erleichterung soll hier das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) bringen, das zum ersten November 2008 in Kraft getreten ist. Es lässt bei der GmbH die verdeckte Sacheinlage zu. Der Einleger haftet jedoch in dem Umfang, wie der Wert der Sacheinlage (beim Debt-Equity-Swap die Forderung) hinter dem Wert der Anteile zurückbleibt (Differenzhaftung).

### 3. Schritt: Sanierungsprivileg für weitere Forderungen

Werden nicht sämtliche Forderungen, die der Investor erworben hat, für den Debt-Equity-Swap genutzt, kann für diese Restforderungen u.U. das sog. Sanierungsprivileg in Anspruch genommen werden, um zu vermeiden, dass diese den Regelungen über eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen unterfallen. Gesellschafterdarlehen sind dann nicht eigenkapitalersetzend, wenn ein Sanierungsfall vorliegt, d.h. der Investor die Anteile in der Krise und zur Überwindung der Krise erwirbt. Zum Nachweis ist allerdings regelmäßig ein Sanierungsgutachten erforderlich.

### 4. Schritt: Steuerpflichtige Sanierungsgewinne vermeiden

Der Debt-Equity-Swap sollte nicht zu einem steuerpflichtigen außerordentlichen Ertrag bei der Gesellschaft führen. Ein solcher sog. Sanierungsgewinn entsteht stets bei einem Forderungsverzicht zur Krisenbeseitigung. Sofern der Forderungsverzicht zur Sanierung der Gesellschaft erfolgt und die Gesellschaft sanierungsbedürftig und sanierungsfähig ist, besteht jedoch die Möglichkeit, dass die auf den Sanierungsgewinn entfallende Steuer gestundet oder ganz erlassen wird.

Dies ist mit der Finanzverwaltung abzustimmen, bevor der Debt-Equity-Swap durchgeführt wird. Weiterhin ist zu beachten, dass auch ein Sanierungsgewinn stets vorrangig mit Verlustvorträgen der Gesellschaft verrechnet wird.

### 5. Schritt: Verlustvorträge retten

Ein Debt-Equity-Swap kann zum teilweisen oder vollständigen Wegfall von Verlustvorträgen führen: Bei Übertragung von mehr als 25 Prozent und bis 50 Prozent des gezeichneten Kapitals bzw. der Stimmrechte gehen die Verlustvorträge (und gegebenenfalls laufende Verluste) der erworbenen Gesellschaft quotall verloren. Werden mehr als 50 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte übertragen, gehen diese vollständig unter. Diese Regel umfasst auch die Ausgabe neuer Anteile und gilt daher auch für den Debt-Equity-Swap. Zu beachten ist, dass bei der Berechnung der 25-Prozent- bzw. 50-Prozent-Grenze alle Erwerbsvorgänge innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren inklusive mittelbarer Anteilsübertragungen berücksichtigt werden müssen. Bei der Strukturierung des Debt-Equity-Swaps sind daher auch abgeschlossene oder geplante Anteilsüberträge in die Planung mit einzubeziehen.



Dr. Rainer Markfort  
Mayer Brown LLP

## Neuer (alter) Überschuldungsbegriff nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz

Juliane Siefert  
Partnerin und  
Syndikusanwältin  
der CMS AG  
juliane.siefert@cms-ag.de



Mit dem am 18.10.2008 in Kraft getretenen Finanzmarktstabilisierungsgesetz hat der Gesetzgeber im Eilverfahren auch eine wesentliche Änderung der Insolvenzordnung beschlossen. Hiernach soll trotz rechnerischer Überschuldung eine Überschuldung im Sinne der InsO dann nicht mehr vorliegen, wenn für das betroffene Unternehmen eine positive Fortführungsprognose gestellt werden kann. Der neue Wortlaut des § 19 Absatz 2 InsO lautet: Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich. Nach dem Überschuldungsbegriff des bisher geltenden Rechts führte eine positive Fortführungsprognose nur dazu, dass das Vermögen des Unternehmens unter Fortführungsgesichtspunkten und nicht zum Zerschlagungswert anzusetzen war. Konnte ein Unternehmen jedoch auch unter Ansatz von Fortführungswerten keine ausgeglichene Bilanz darstellen, so war zwingend ein Insolvenzantrag wegen Überschuldung zu stellen (vgl. § 64 Abs. 1 GmbHG, § 92 Abs. 2 AktG). Nach den Begründungen des Gesetzgebers soll mit der Änderung des Überschuldungsbegriffs das „ökonomisch völlig unbefriedigende Ergebnis vermieden“ werden, dass Unternehmen, bei denen die überwiegende Wahrscheinlichkeit besteht, dass sie weiter erfolgreich am Markt operieren können, zwingend ein Insolvenzverfahren durchlaufen müssen. Der neue § 19 Absatz 2 InsO knüpft daher wieder an den sog. zweistufigen Überschuldungsbegriff an, der vom BGH bis zum Inkrafttreten der InsO vertreten wurde. Der Gesetzgeber sieht in diesem Rückschritt den Vorteil, dass hiernach die Fortführungsprognose wieder gleichrangig neben der Bewertung des Schuldnervermögens nach Liquidationswerten steht. Die Neuregelung soll Entlastung für Unternehmen aller Branchen und auch in Fällen bringen, in denen die rechnerische Überschuldung nicht auf die Finanzkrise zurückzuführen ist und hier den Weg zu einer Sanierung ebnen. Jedoch birgt die Neufassung des § 19 Abs. 2 InsO die Gefahr einer unkalkulierbaren Haftung für die handelnden Personen, soweit sich herausstellt, dass die Prognose ersichtlich zu positiv war; hier hilft nur eine gründliche Prüfung der Fortführungsaussichten, am besten durch externe Berater. Schließlich bleibt abzuwarten, ob die Neuregelung tatsächlich zu einer Verbesserung der Sanierungsmöglichkeiten führt oder lediglich ein Hinauszögern der Insolvenzantragstellung mit sich bringt, denn bei bestehender Zahlungsunfähigkeit ist die Stellung des Insolvenzantrags nach wie vor Pflicht.

## Fachthema Sale & Lease Back

### Neue Handlungsfreiheit durch Sale & Lease Back

Alternative Wege zur Unternehmensfinanzierung werden für den deutschen Mittelstand immer wichtiger. Basel II sowie die erhöhten Mindestanforderungen der Banken bei der Kreditvergabe haben dazu geführt, dass viele Unternehmen die erforderlichen



Ratingkriterien nicht mehr erfüllen können. Die aktuelle Finanzmarktkrise hat die so entstandene Kreditklemme zusätzlich verschärft. Bankenunabhängige Liquidität ist deshalb gefragter denn je.

Ein Erfolgsmodell, welches für solche Situationen wie geschaffen erscheint, ist Sale & Lease Back. Laut dem Jahresbericht 2007 – 2008 des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. ist die Anzahl der Verträge aus diesem Bereich im vergangenen Jahr um 33 Prozent gestiegen. Bei dem Verfahren kann unter anderem auch das gebrauchte mobile Anlagevermögen eines Unternehmens in Form des Maschinenparks bzw. der Produktionsanlagen eingesetzt werden. Diese Art der reinen Objektfinanzierung, auch bekannt als „Asset Based Finance“, war bisher vorwiegend im angelsächsischen Raum verbreitet und wird seit 2005 von dem Hamburger Finanzdienstleister Maturus Finance GmbH auch in Deutschland angeboten. Insbesondere Unternehmen der klassi-

schen produzierenden Branchen wie Maschinenbauer, Automobilzulieferer sowie Metall- und Kunststoffbe- und verarbeitende Betriebe nutzen diese Form der Finanzierung.

Mit dem Verkauf der Maschinen und Anlagen können die Unternehmen ihre vorhandenen stillen Reserven heben. Durch das anschließende Leasing wird eine Weiternutzung der Güter ohne zeitliche Verzögerung ermöglicht. Neben dem Liquiditätszufluss werden durch die leasingbedingte Bilanzverkürzung die Finanzkennzahlen und somit auch das Rating verbessert. Vorher versperrte Finanzierungsmodelle wie Mezzanine oder ein herkömmlicher Kredit können wieder eine Option werden. Das Unternehmen gewinnt somit an Hand-

lungsfreiheit, kann wichtige strategische Entscheidungen treffen und Investitionen tätigen. Der Verwendungszweck des erlangten Kapitals kann von der reinen Aufstockung der Eigenkapitalquote, über die Durchführung von Reorganisations- und Restrukturierungsmaßnahmen, bis hin zur Realisierung von Übernahmeplänen reichen.

Ein weiterer Vorteil von Sale & Lease Back Finanzierungen ist zudem, dass die Leasingraten teilweise als Betriebsausgaben steuerlich absetzbar sind. Entkräftet werden kann hingegen die Angst, mit dem Verkauf der Maschinen auch die Eigenständigkeit zu verlieren. Vielmehr garantiert der weitestgehend bonitätsunabhängige Finanzierungsansatz

dem Unternehmer eher seine Autonomie, da es dem Leasinggeber vorrangig um die Werthaltigkeit der anzukaufenden Güter geht. Eine Einflussnahme auf die Unternehmensführung wird hingegen nicht angestrebt.



Carl-Jan Frhr. v. der Goltz  
Maturus Finance GmbH

## Passivseitenrestrukturierung mit Individual-Mezzanine

### Case Study / Mezzanine-Finanzierung für Dienstleistungsunternehmen nach der Krise

Im März erhält die IKB Private Equity GmbH eine Anfrage über eine Mezzanine-Finanzierung für ein Dienstleistungsunternehmen. Das Unternehmen hatte nach dem erzieltem operativen Turn-around Eigenkapitalbedarf, um weitere Finanzierungsmittel einzuwerben.

Das Unternehmen mit Sitz in Niedersachsen war seit seiner Gründung in den 70er Jahren zunächst organisch und dann innerhalb weniger Jahren stark – zum Teil auch durch Akquisitionen – gewachsen. Den Anforderungen seiner Kunden entsprechend, wurden weitere Geschäftsbereiche aufgebaut. Die Gesellschaft entwickelte sich zu einem konzernartigen Unternehmensverbund mit mehr als einem Dutzend Gesellschaften, die in 10 Standorten über das Bundesgebiet verteilt waren. Die Organisations- und Führungsstrukturen blieben dabei weit hinter diesem Wachstum zurück. Insbesondere das Controllinginstrumentarium für die neuen Geschäftsbereiche, erwies sich ex post als unzureichend. Als sich das Branchenumfeld 2000 zunehmend verschlechterte, führte das schnelle Wachstum in neue Bereiche – und ohne Fokussierung auf vorhandene Kernkompetenzen - verbunden mit hohen, überwiegend fremdfinanzierten Investitionen des Unternehmensverbundes in eine existenzbedrohende Liquiditätskrise. Die Folge war ein harter Schrumpfungs- und Konsolidierungsprozess, der 2005 abgeschlossen wurde.

Zum Zeitpunkt der Finanzierungsanfrage erwirtschaftet der Dienstleister mit 800 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von 35 Mio. Euro und präsentiert sich als ein strategisch gut aufgestelltes Unternehmen mit klar definierten Kernbereichen, schlanken und kostenoptimierten Strukturen und einer stabilen Kundenbasis. Die Eigenkapitalsituation war infolge der Sanierung, der Verrechnung von Firmenwerten und Verlustvorträgen deutlich angegriffen. Zudem drängte der vorhandene Bankenpool nach Abschluss der operativen Sanierungsmaßnahmen auf Rückführung der Kredite. Die Gesellschaft beauftragte daraufhin einen Unternehmensberater mit

der Suche nach einem geeigneten Eigenkapitalpartner in Form von individuell strukturiertem Mezzaninekapital. Der Zeitrahmen für die Investmentprüfung war aufgrund der Fälligkeit der bestehenden Kredite auf vier Monate begrenzt. Nach Sichtung erster Unterlagen sowie ersten Gesprächen mit der Geschäftsführung und dem Unternehmensberater zeichnet sich relativ schnell ab, dass sich die IKB Private Equity GmbH eine Mezzanine-Finanzierung grundsätzlich vorstellen kann. Es folgen detaillierte Prüfungen in Form von Management- und Strategiegesprächen, Auswertung von Rechnungsabschlüssen und Planungen sowie einzelner Standortbesichtigungen.

Dabei werden insbesondere

- Finanzkennzahlen
- Unternehmenshistorie und -strategie
- Unternehmens- und Gesellschafterstruktur
- Management und Mitarbeiter
- Aufbau-Organisation, Rechnungswesen und Controllinginstrumente
- Leistungsangebot und Wettbewerbssituation
- Stärken- und Schwächenprofil

des Dienstleistungsunternehmens eingehend analysiert. Parallel werden Verhandlungen über die Ausgestaltung der Mezzanine-Finanzierung geführt und in einem Letter of Intent festgehalten.

Die Prüfungen der IKB Private Equity GmbH kommen zu dem Ergebnis, dass die Voraussetzungen für ein Investment – insbesondere die nachhaltige Beseitigung der Krisenursachen und die erkennbare Rückkehr zu einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung – gegeben sind. Das geplante Finanzierungsmodell wird in den

IKB-Gremien positiv beschieden. Es schließt eine etwa zweiwöchige, extern beauftragte Due Diligence an, die neben wirtschaftlichen auch rechtliche und steuerliche Aspekte des Finanzierungsvorhabens abdeckt. Gleichzeitig wird der Vertrag auf Basis des Letter of Intent strukturiert und abschließend verhandelt. Da sich aus der Due Diligence-Prüfung keine wesentlichen negativen Resultate ergeben, wird der Beteiligungsvertrag Ende Juni – ca. 3,5 Monate nach dem Erstgespräch – unterschrieben.

#### Ergebnis:

Bilanz vor Mezzanine		Bilanz nach Mezzanine	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
AV 34 %	-EK -40 %	AV 34 %	EK* 24 %
UV 66 %	FK 140 %	UV 66 %	FK 76 %

Nach Erfüllung sämtlicher Auszahlungsvoraussetzungen zahlt die IKB Private Equity GmbH an das Unternehmen 3,5 Millionen Euro gegen Gewährung eines Genussrechts aus. Somit erhält der Dienstleister eine genau auf seine Bedürfnisse abgestimmte Mezzanine-Finanzierung, mit der er den ausstiegswilligen Fremdfinanzierer ablösen kann. Darüber hinaus eröffnet sich ihm die Möglichkeit, mit einer gestärkten Eigenkapitalbasis weiteres Fremdkapital für das geplante (moderate) Wachstum einzuwerben bzw. diese Fremdmittel parallel zur beantragten Mezzanine-Finanzierung einzuwerben.



Frank Krämer  
Senior-Investmentmanager  
IKB Private Equity GmbH

## Unternehmerbefragung



Ralf Löber  
Berater der CMS AG  
ralf.loeber@cms-ag.de

**Angesichts der sich zunehmend verschlechternden Wirtschaftslage untersuchte die CMS AG im Rahmen einer Unternehmerbefragung bei deutschen KMU die Wirksamkeit möglicher Gegenmaßnahmen.**

Die Befragung wurde im Juli 2008 und damit vor den aktuellen Auswirkungen der Finanzmarktkrise durchgeführt. Zu diesem Zeitpunkt haben bereits mehr als 40% der Befragten die generelle wirtschaftliche Entwicklung als negativ eingeschätzt.

Als wichtige Maßnahme zur Krisenbewältigung wurde von den Entscheidern die Möglichkeit von (selektiven) Preiserhöhungen genannt, d.h. ein margenverniehender Preiskampf soll vermieden werden. Daneben wird die Erweiterung

bzw. Verbesserung des Produktprogramms als wesentlich genannt.

Beide Maßnahmen sind sog. „weiche“ Maßnahmen. Im Rahmen der Befragung zeichnete sich bereits die Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten ab. Maßnahmen mit erhöhtem Finanzierungsbedarf wurden daher als relativ unwirksam eingestuft.

Aufgrund der aktuellen Verwerfungen am Finanzmarkt kann von einer weiteren Verstärkung dieser Trends ausgegangen werden.

## Interview mit Christian Schmidt, Geschäftsführer der CMS-OWC

### Welches Know-how aus Deutschland ist in Russland besonders gefragt?

Es besteht großer Bedarf an technischen Beratungsleistungen. Russische Unternehmen möchten zunehmend westeuropäische Produktionsstandards erfüllen. Angesichts oftmals veralteter Technologien und festgefahrener Produktionsprozesse gibt es in diesem Bereich eine Menge für die technisch qualifizierten Berater der CMS-OWC zu tun. Uns zeichnet hier im Vergleich zu den großen, weltweit tätigen Beratungsgesellschaften aus, dass wir unsere Kunden nicht mit theoretischen Vorschlägen alleine lassen, sondern sie auch praktisch vor Ort bei der Umsetzung begleiten. Das ist besonders vor dem Hintergrund der gesamtdeutschen Erfahrungen des Projektmanagements der CMS-OWC interessant. In jüngerer Zeit machen russische Unternehmen außerdem zunehmend die Erfahrung finanzieller Schwierigkeiten; die Finanzmarktkrise zeigt auch hier Spuren. In diesem

Bereich stehen die Berater der CMS AG mit Ihrem über jahrzehntelangem Erfahrungsschatz zur Verfügung.

### Auf welche Punkte sollten deutsche Unternehmen bei dem Aufbau ihres Russlandgeschäftes besonders achten?

Hat ein Unternehmen die Entscheidung getroffen, seine Tätigkeiten nach Russland auszuweiten, stehen praktische Probleme des Alltags an vorderster Stelle. Wir selbst haben mit der CMS-OWC eigene Erfahrungen beim Aufbau unseres Russlandgeschäftes gesammelt, die wir gerne an andere Unternehmen weiterreichen. Nachdem hier die ersten Schritte, von Visaerlangung bis hin zur Wohnungssuche gemacht wurden, geht es natürlich täglich mit neuen Herausforderungen weiter. Die Schwierigkeiten variieren, je

nachdem, wie das Russlandgeschäft aussehen soll. Es kann von der Standortsuche bis hin zur Suche nach verlässlichen JV-Partnern an verschiedenen Punkten zu Problemen kommen. Hier hilft es, verlässliche Partner vor Ort zu haben, die mit fundiertem Fachwissen und einem effektiven Netzwerk zur Seite stehen. Auch hier verfügt die CMS-OWC über eigene Mitarbeiter und Partner, die diese Aufgaben erfüllen können.



In der nächsten Ausgabe: Branchen-Special *Automobilzulieferer*

## Impressum

### CMS Societät für Unternehmensberatung AG

Genthiner Straße 48  
D-10785 Berlin  
Telefon: +49 (0)30/25 49 76 0  
Fax: +49 (0)30/25 49 76 70  
Internet: [www.cms-ag.de](http://www.cms-ag.de)  
E-Mail: [berlin@cms-ag.de](mailto:berlin@cms-ag.de)

### Verantwortlich für den Inhalt:

Burkhard Jung  
Dr. Stefan Weniger

Abgebildete Fotos sind rein zufällig und stehen nicht im Zusammenhang mit realen Unternehmen.  
© 2008 CMS Societät für Unternehmensberatung AG



### CMS – Berlin

Genthiner Straße 48  
D-10785 Berlin  
Telefon: +49 (0)30/25 49 76 0  
Fax: +49 (0)30/25 49 76 70  
E-Mail: [berlin@cms-ag.de](mailto:berlin@cms-ag.de)

### CMS – Hamburg

Hauptstraße 18c  
D-21465 Hamburg  
Telefon: +49 (0)40/320 88 30  
Fax: +49 (0)40/320 88 329  
E-Mail: [hamburg@cms-ag.de](mailto:hamburg@cms-ag.de)

### CMS – Frankfurt

Mainzer Landstraße 166  
60327 Frankfurt  
Telefon: +49 (0)69/9 73 92-111  
Fax: +49 (0)69/9 73 92-114  
E-Mail: [frankfurt@cms-ag.de](mailto:frankfurt@cms-ag.de)

### CMS – Dortmund

Stefanstraße 2  
D-44135 Dortmund  
Telefon: +49 (0)231/58 44 990-0  
Fax: +49 (0)231/58 44 990-7  
E-Mail: [dortmund@cms-ag.de](mailto:dortmund@cms-ag.de)

### CMS – Baden Württemberg

Stuttgarter Straße 26  
D-72574 Bad Urach  
Telefon: +49 (0)7125/14 47 89  
Fax: +49 (0)7125/14 47 29  
E-Mail: [baden-wuerttemberg@cms-ag.de](mailto:baden-wuerttemberg@cms-ag.de)