AQUIN & CIE.
strategic finance ag

ADVISORY NOTES.

N°3 | März 2007

Die schonende Ablöse endfälliger Darlehen

Die schonende Ablöse endfälliger Darlehen

MIT DER AUFNAHME MEZZA-niner Darlehen sind vor allem mittelständische Unternehmen in den Genuss günstiger eigenkapitalnaher Mittel gekommen, die von den Banken über den Kapitalmarkt refinanziert wurden. Diese Mittel (und oft zusätzliche Darlehen) haben die dringend notwendigen Wachstumsfinanzierungen wieder möglich gemacht, welche von vielen Hausbanken zuvor blockiert wurden. Das frische Kapital ist dann in aller Regel vollständig in das Unternehmen investiert worden, um dem Wachstum den nötigen Schub zukommen zu lassen. Die Endfälligkeit des mezzaninen Darlehens erlaubt es auch, den in den ersten Jahren zur Verfügung stehenden Cash-Flow weiter zu reinvestieren.

So sehr sich die finanzielle Freiheit am Beginn der Laufzeit angenehm anfühlt, so tückisch kann diese am Ende der Laufzeit werden: Denn dann gilt es, rechtzeitig die im Unternehmen gebundenen Mittel in Liquidität zu überführen, um das Darlehen zu tilgen. Dies ist nur dann völlig unproblematisch, wenn die mit dem aufgenommenen Kapital finanzierten Investitionen in Wachstum rechtzeitig greifen und ausreichend Überschuss erwirtschaften. Sollte die Erreichung dieses Ziels einer gewissen Unsicherheit unterliegen, so besteht ein Risiko, die Mezzanine-Endfälligkeit nicht vollständig bedienen zu können und zum Spielball der Gläubiger zu werden.

Was tun, wenn es für die Ablöse nicht reicht?

Hier sollten nun rechtzeitig Überlegungen ansetzen, dieses Risiko zu mindern. Je weiter das Problem hinausgeschoben wird, desto schwieriger wird die Lösung, da spätestens zwei Jahre vor Ablauf mezzanine Mittel schlagartig als reines Fremdkapital gewertet werden und sich somit das Rating sowie die Möglichkeiten und Konditionen zur Anschlussfinanzierung quasi „über Nacht“ verschlechtern. Im Extremfall ist das Unternehmen gezwungen sich „kaputt zu sparen“ - womit das Gegenteil des beabsichtigten Befreiungsschlages über eine Wachstumsfinanzierung erreicht wäre.

Innovative Quellen der Liquiditätsschöpfung

Was kann man nun frühzeitig vor Ablauf tun? So sehr Mezzanineprodukte einem Standard folgen, so wenig kann eine sinnvolle Standardlösung zur Überbrückung des Bruchs, der durch die endfällige Rückführung entsteht, gefunden werden. Vielmehr ist ein an die individuellen Gegebenheiten des betroffenen Unternehmens ausgerichtetes Programm erforderlich, welches sich einer ganzen Reihe von Finanzierungsinstrumenten und Maßnahmen bedient. Zur Identifizierung möglicher neuartiger Quellen der Liquiditätsschöpfung bietet sich hierzu die altbewährte Gliederung von Innen- und Außenfinanzierung an.

A. INNENFINANZIERUNG: Neben den bekannten Möglichkeiten, gebundenes Vermögen in liquide Mittel zu wandeln - wie klassisches Lea-

© Aquin & Cie. AG 2009

sing, Factoring oder die Verbesserung der Debitoren- und Kreditorenziele - können auch innovativere Maßnahmen ergriffen werden.

Neue Sale-and-lease-back-Formen sind eine Möglichkeit. Hierbei lassen sich aktuell auch Lösungen für gebrauchtes Anlagevermögen finden, die gerade für kapitalintensive Unternehmen mit einem großen bestehenden Maschinen- oder Fuhrpark hoch-attraktiv sein können.

INNENFINANZIERUNG

- Gebremste Investitionsneigung
  ⇨*keine Lösung (Schaffen von Folgeproblemen)*
- Verkauf von Assets / stillen Reserven
  ⇨*sofortige Liquidität bei Sale & Lease Back-Konstruktionen*
  ⇨*reine Notlösung, wenn Verkauf des nicht operativen „Tafelsilbers"*
- Effizienzsteigerung zur Erhöhung der Cashflows
  ⇨*nur begrenzte Einsparungspotentiale, deren Hebung weiterer Investition bedarf*
- Spin-Off von Unternehmensteilen
- Rekapitalisierung von Patenten

Eine andere Option ist die Ausgliederung von nicht zentralen Teilbereichen (Spin-Off), welche z.B. bei vorangegangenen Akquisitionen mit übernommen wurden oder sich durch die jüngste Entwicklung des Unternehmens zu Randaktivitäten entwickelt haben. Die ausgegliederten Aktivitäten können außerhalb der Bilanz der Muttergesellschaft separat finanziert werden, während dem Mutterunternehmen durch die ganze oder teilweise Veräußerung von Anteilen - bei geschicktem Timing - bedeutende liquide Mittel zufließen. Spin-Off-Projekte wurden bisher fast ausschließlich mit diversifizierten Großkonzernen in Zusammenhang gebracht. Spin-Offs können aber auch von mittelständisch geprägten Unternehmen proaktiv als Instrument für Finanzierung und Wachstum eingesetzt werden, und zwar ohne dabei das Kerngeschäft vernachlässigen zu müssen.

Mittelfristig zusätzliche flüssige Mittel freisetzen kann auch eine ganz andere Maßnahme, die zunehmend an Aufmerksamkeit gewinnt: die Patentkapitalisierung. Mittelständische Unternehmen konzentrieren sich aus Kapazitätsgründen in der Regel auf einige wenige Geschäftsbereiche, verfügen dabei aber oft über ein breites Patentportfolio, das sie nur teilweise nutzen. Durch eine wettbewerbsneutrale Kapitalisierung dieser nicht im zentralen Fokus des Geschäfts stehenden Patente kann deren Potential zugänglich und Wert schaffend gemacht werden. Die strategische Patentkapitalisierung stärkt das laufende Geschäft durch zusätzlichen Umsatz aus Lizenzen bzw. Verkäufen und ist unserer Erfahrung nach oftmals auch Ausgangspunkt lukrativer neuer Geschäftsmöglichkeiten oder strategischer Partnerschaften.

B. AUSSENFINANZIERUNG: Sollten die Liquiditätsquellen innerhalb des Unternehmens nicht in ausreichendem Maße Cash-Flow zur Tilgung generieren, so muss der Blick auch nach außen gerichtet werden. Die einfachste Möglichkeit der Ablöse der Mezzaninetranche ist die Hereinnahme von „echtem" Eigenkapital durch einen Investor. Dies würde das Rating stabil halten und somit auch die Fähigkeit zur weiteren Neuaufnahme oder Sicherung von bestehenden Darlehen

© Aquin & Cie. AG 2009

erhalten. Aber das Bestreben, das Unternehmen in der Hand der Familie zu halten, ist ja oft genau der Grund gewesen, sich für Mezzanine zu entscheiden. Dieses durch die Hereinnahme fremder Gesellschafter abzulösen, erscheint dann vor einem solchen Hintergrund nicht sinnvoll. Eine Ausnahme stellt sicher ein oben beschriebener Verkauf strategisch nicht notwendiger Unternehmensbereiche dar.

Natürlich kann zum Zeitpunkt der Rückzahlung ein neues Darlehen aufgenommen werden. Hier stellen sich zwei Herausforderungen. Zum einen kann dies sicher nur teilweise erfolgen, da wirtschaftliches Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt wird und der Belastbarkeit des Unternehmens in Bezug auf die Verschuldung im Sinne des Ratings auch Grenzen gesetzt sind. Zum anderen ist die Bereitschaft von Banken, mit neuen Darlehen alte Darlehensgeber abzulösen, nur sehr begrenzt ausgeprägt.

Ein möglicherweise goldener Mittelweg kann eine stille Beteiligung sein. Denn diese lässt sich aufgrund ihrer großen vertraglichen Gestaltungsfreiheit spezifisch den Bedürfnissen der Unternehmer anpassen. So ist individuell vereinbar, welche Rechte der stille Gesellschafter hinsichtlich Mitbestimmung, Information, Kontrolle und Partizipation an der Wertsteigerung hat. Müßig zu sagen, dass die Verhandlungsmacht gegenüber möglichen stillen Gesellschaftern - was die Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses anbelangt - in zunehmendem Maße abnimmt, je näher die Rückführungsverpflichtung der Mezzaninetranche rückt.

Für den Fall, dass auch nach dem Einleiten der relevanten Stellhebel der Innen- und Außenfinanzierung für die vollständige Bedienung der Darlehenstranche ein Restrisiko besteht, kann

AUSSENFINANZIERUNG

- Refinanzierung durch neues Mezzanine-Kapital
  ⇨ *Verschiebung des Problems;*
  ⇨ *Erhalt der Eigenkapital-Quote*
- Ausgabe einer Anleihe
  ⇨ *Erhöhung der Bankenunabhängigkeit*
- Umfinanzierung durch klassisches Fremdkapital
  ⇨ *Umwandlung Endfälligkeit in laufende Tilgung*
  ⇨ *Sicherung des noch niedrigen Zinsniveaus*
  ⇨ *Aufrechterhalten des Investment Grade fraglich*
- Ablöse mit kreditnahem Private Equity
  ⇨ *Entwicklung einer Exit-Perspektive*
- Anteilsverkauf im Rahmen eines Private Placement / Going Public
  ⇨ *Meilenstein in der Unternehmensgeschichte*

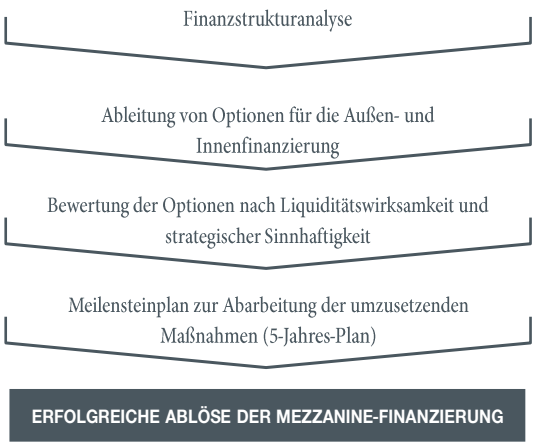
eine speziell dafür entwickelte „Fallschirmfinanzierung“ diese Unwägbarkeit abfedern. Diese neuartige Lösung ist wie folgt strukturiert: Das Unternehmen lässt sich zu einem Zeitpunkt, an dem das Rating noch gut ist (d.h. die Mezzaninetranche noch nicht ins FK gekippt ist) eine Finanzierungszusage einer Bank geben, die hohes Interesse hat, ins Geschäft mit mittelständischen Unternehmenskunden einzusteigen. Hier gibt es einige Adressen, die derzeit deutsche Großbanken erheblich unter Druck setzen. Diese Zusage beläuft sich auf das Residuum der abzulösenden Summe und der mit einer hohen Wahrscheinlichkeit mittels anderer Maßnahmen erreichbaren Liquidität zur Tilgung. Hierfür müssen dann Bereitstellungsgebühren bezahlt werden, die jedoch ohne akuten Zeitdruck verhandelbar sind.

© Aquin & Cie. AG 2009

Die maßgeschneiderte Unabhängigkeit

Aus den möglichen Optionen der Innen- und Außenfinanzierung kann ein maßgeschneidertes Ablöseprogramm entwickelt werden, das idealer Weise 3-5 Jahre vor Ablauf aufgesetzt wird. Ziel ist es, den beiden Fristen des mezzaninen Kapitals ein konsequentes Maßnahmenprogramm entgegen zu stellen, dem folgende drei Prämissen unterliegen:

1. Zum Stichtag der Fälligkeit wird entsprechend freie Liquidität benötigt
2. Gleichzeitig soll die Finanzierung des Wachstums erhalten bleiben
3. Die Mezzanine-Ablöse soll zu keiner übermäßig steigenden Fremdkapitalquote führen, so dass die Ratingklasse „Investment Grade“ erhalten bleibt



Ausgangspunkt kann nur eine detaillierte, Transparenz bringende Finanzstrukturanalyse sein, die neben einer Abschätzung der bedienbaren Höhe der Endfälligkeit auch die Identifizierung des notwendigen Finanzierungsbedarfs für weiteres Wachstum ermöglicht. Als nächster Schritt müssen Optionen entwickelt und nach ihrem Liquiditätseffekt und ihrer Umsetzbarkeit bewertet werden. Darauf aufbauend soll ein Meilensteinplan, der auf die Wandlung des Eigenkapitalcharakters zum einen und der endfälligen Zahlungsverpflichtung zum anderen (z.B. im Falle von PREPS-2004: im Jahr 2009 bzw. 2011) abzielt, die notwendige Sicherheit und Unabhängigkeit bieten.

Fazit: Dem Damoklesschwert der Endfälligkeit - entstanden durch das hoch standardisierte Mezzanineprodukt - kann im Gegenzug keine Lösung „prêt à porter“ gegenüber gestellt werden. Die genaue Analyse möglicher Liquiditätsquellen innerhalb des Unternehmens und eine intelligente Schnürung eines in sich schlüssigen Paketes von Finanzierungsmaßnahmen erlauben es jedoch, rechtzeitig die Weichen in Richtung Unabhängigkeit zu stellen. Gemeinsam mit einer konsequenten, frühzeitigen Umsetzung kann so eine Ablöse erfolgversprechend angestrebt werden.

Martin Kanatschnig

Kontakt: kanatschnig@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2007 - 2009. All rights reserved.

ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:
AQUIN & CIE. AG
Schackstraße 1
D-80539 München
Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0
Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com
München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing