



Projektbrief Nord

Chancen- und Risikomanagement in Rheinland-Pfalz

Ein Projekt der TBS



■ Finanzinvestoren – Unternehmensfinanzierung

Das Wort des ehemaligen Arbeitsministers Müntefering von den „Heuschrecken“ hat die eher verschwiegenen Finanzinvestoren schlagartig bekannt gemacht. Seit einigen Jahren sind Finanzinvestoren – zumeist so genannte Private-Equity-Fonds – auch in Deutschland in wachsendem Umfang aktiv. Blackstone, Cerberus, Carlyle oder KKR sind einige bekannte Vertreter der Branche; ihr wohl bekanntestes Opfer ist die Friedrich Grohe AG aus dem sauerländischen Hemer.

Einer Statistik des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften zufolge haben die Investitionen von Finanzinvestoren im Zeitraum von 2002 bis 2007 von 1.443 Mio. €

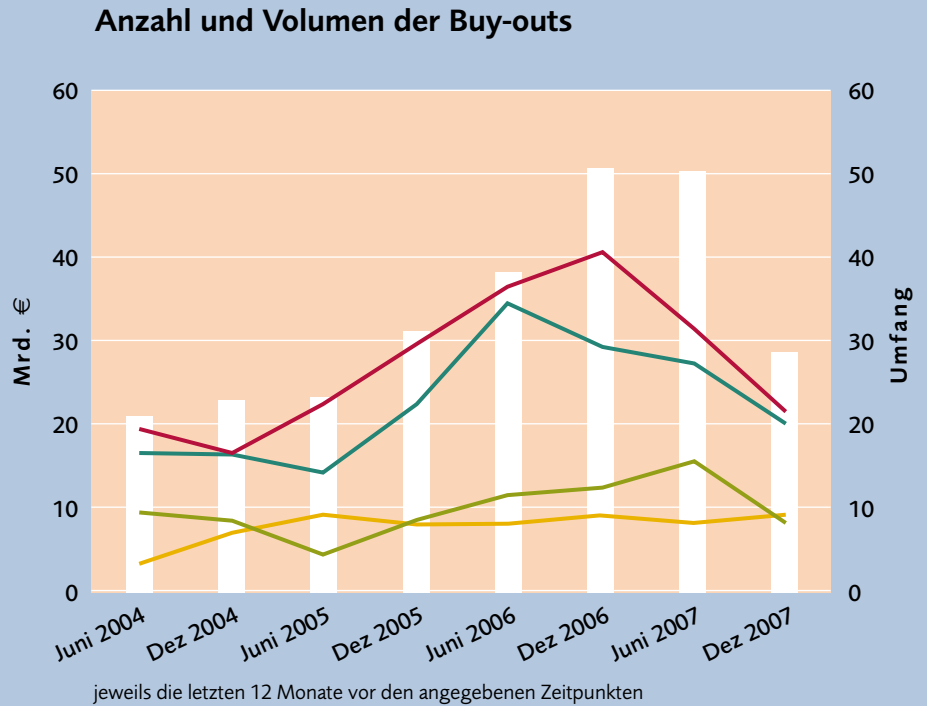
auf 3.285 Mio. € bundesweit zugenommen. Dabei handelt es sich bei diesen Angaben nur um den Eigenkapitalanteil der Finanzinvestoren. In Rheinland-Pfalz hat es seit 2005 weit über 30 solcher Unternehmensaufkäufe gegeben.

Aufgrund der Hypothekenkrise in den USA und ihrer Folgen sind die „Deals“ seit Herbst 2007 zwar weltweit zurückgegangen, ein Ende der Unternehmensübernahmen bedeutet dies jedoch nicht. Im Gegenteil: Glaubt man der Wirtschaftspresse, so wird man davon ausgehen müssen, dass die Private-Equity-Fonds künftig verstärkt mittelständische Unternehmen ins Visier nehmen.

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Volumen der „Deals“ in Deutschland.

Sie zeigt, dass vor allem die großen Unternehmenskäufe (Deals) zurückgegangen sind; die kleineren Unternehmenskäufe (bis 50 Millionen EUR) weisen keinen Rückgang auf.

- Durchschnittswert pro Deal
- Volumen der Deals <100 Mio. €
- Volumen der Deals 100-500 Mio. €
- Volumen der Deals 501-1000 Mio. €
- Volumen der Deals >1000 Mio. €



Quelle: Ernst & Young; German Private Equity Activity December 2007 (Tabellenbezeichnungen ins Deutsche übersetzt)

► Wie laufen solche Unternehmenskäufe ab?

Wie kommt das gekaufte Unternehmen an die vom Käufer für den Erwerb aufgenommenen Schulden?

Am 16. Januar 2008 wurden diesen Fragen auf einem regionalen Workshop mit Betriebsräten aus westerwälder Betrieben diskutiert. Darunter waren auch einige Betriebsräte aus Unternehmen, die in den letzten Jahren von – prominenten – Finanzinvestoren übernommen worden sind.

Die Europäische Zentralbank (EZB) schildert den Ablauf eines mit Krediten finanzierten Unternehmenskaufs folgendermaßen:

»Bei einem Leverage Buy-out wird ein Unternehmen reprivatisiert durch den Erwerb seiner Aktien und Zuteilung dieser Aktien an eine Gruppe von Eigentümern. Aufgrund des knappen Eigenkapitals der Eigentümer ist das neue Unternehmen in starkem Maße fremdfinanziert („leveraged“). Bei einem Leverage Buy-out stellen die Eigentümer (oftmals ein Private-Equity-Unternehmen und z.B. institutionelle oder private Anleger) einem

LBO-Fonds Beteiligungskapital in einer gewissen Höhe zur Verfügung. Der Fond beschafft sich zusätzlich Fremdmittel und verwendet den Gesamtbetrag für den Erwerb der Zielgesellschaft. Um die zur Finanzierung der Übernahme erforderlichen Kredite aufnehmen zu können, nutzt der LBO-Fond die Vermögenswerte oder den künftigen Cash-Flow der Zielgesellschaft als Sicherheiten.

Die Kapitalrendite kann – häufig bereits nach recht kurzer Zeit – auf unterschiedliche Weise realisiert werden: durch einen Börsengang, einen Trade-Sale (d.h. einen Verkauf an ein anderes Unternehmen), ein Secondary Buy-out durch ein weiteres Private-Equity-Unternehmen oder eine Rekapitalisierung (also die Ausschüttung von Dividenden). Zu dem Zeitpunkt, zu dem die Investoren ihre Rendite realisieren, ist das Unternehmen möglicherweise in hohem Maße fremdfinanziert.

Da das in das Unternehmen eingebrachte Eigenkapital verglichen mit der Schuldenhöhe relativ gering ist, fällt die potenzielle Kapitalrendite von LBO-Investitionen oft hoch aus. Weitere Anreize für LBO-Transaktionen ergeben sich aus den damit verbundenen Steuerersparnissen (weil Zinsausgaben häufig steuerlich abzugsfähig sind) und der besseren Kontrolle des Managements durch die Eigentümer. Gleichzeitig besteht bei LBOs jedoch das Risiko einer finanziellen Notlage und letztendlich der Insolvenz, wenn der künftige Cash flow des Unternehmens für die Tilgung der Kredite nicht ausreicht.«

Quelle: EZB Monatsbericht, Dezember 2006, S. 44f.



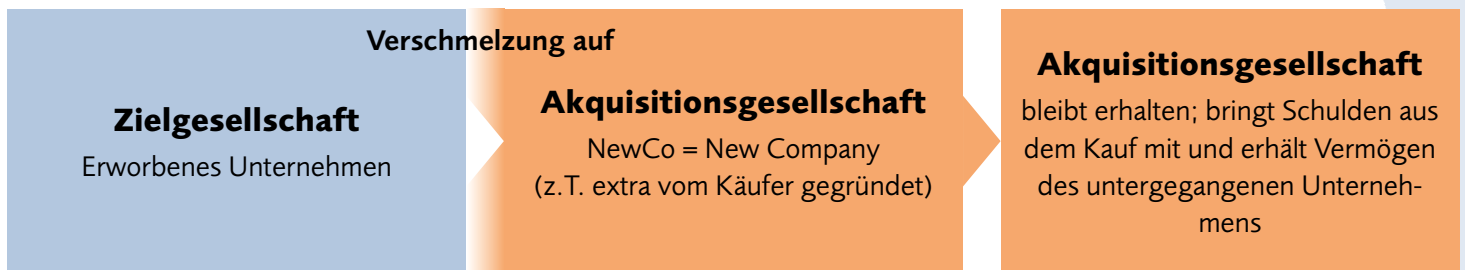
► Was besagt der Leverage- oder Hebeleffekt?

Angenommen der Kauf eines Unternehmens in Höhe von 100 Millionen verspricht eine Rendite von 8%. Bei einer ausschließlich eigenkapitalfinanzierten Übernahme würde die Eigenkapitalrendite dann ebenfalls 8% betragen. Kann sich der Investor jedoch Fremdkapital zu – sagen wir 4% – besorgen, dann kann er dadurch die Eigenkapitalrendite „hinaufhebeln“: Bei 50% Fremdfinanzierung steigt sie auf 12% und bei 75% Fremdkapital auf 20%.

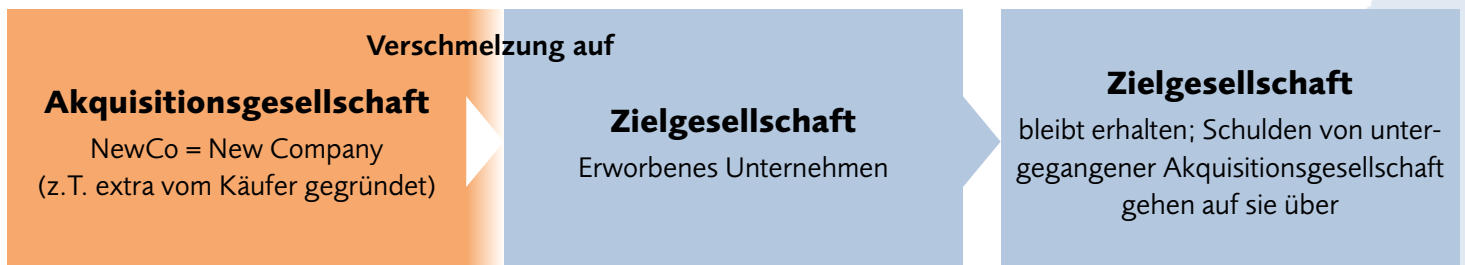
Die Finanzinvestoren kaufen das Zielunternehmen nicht direkt, sondern gründet dafür eigens eine Gesellschaft (vielfach „NewCo“ genannt). Diese NewCo wird mit (wenig) Eigenkapital und (viel) Fremdkapital ausgestattet und erwirbt damit das Zielunternehmen. Die Schulden aus diesen so genannten Leverage-buy-out (LBO) werden den gekauften Unternehmen (Zielunternehmen) in der Regel durch eine Fusion mit der kaufenden Gesellschaft (NewCo) aufgehalst.

Dabei gibt es zwei Möglichkeiten: Das gekaufte Unternehmen (Zielgesellschaft) wird auf die NewCo verschmolzen („**Merger-buy-out**“). Im Anschluss daran wird die „überlebende“ NewCo umbenannt. Oder die NewCo wird auf das Zielunternehmen verschmolzen, wodurch die NewCo untergeht, nicht aber ihre Schulden („**Downstream-Merger**“).

Merger-buy-out oder Umwandlungsmodell



Down-stream-Merger oder Debt Push-down



Die Finanzierungen sind zumeist „auf Kante genäht“. Über einen mehrjährigen Zeitraum ist dezidiert geplant, welchen Cash flow das erworbene Unternehmen bringen muss, damit die Schulden wie geplant bedient und die den Geldgebern versprochene Rendite gezahlt werden kann. Konjunktur-

abschwächungen oder gar Rezessionen kommen in den Planungen zumeist nicht vor. Folglich entstehen Probleme immer dann, wenn sich der Umsatz schwächer als geplant entwickelt.

Ausführliche Informationen zur Mitbestimmung beim Kauf durch einen Finanzinvestor sind enthalten in: „Mitbestimmung“ 9/2007 (www.boeckler.de > **Veröffentlichungen** > **Magazin Mitbestimmung** > **Archiv**).



► Probleme fremdfinanzierter Unternehmenskäufe

Aus einem fremdfinanzierten Unternehmenskauf können folgende Probleme – die allerdings auch in anderen Unternehmen auftreten – resultieren:

■ Cash flow

Eigenkapital oder stille Reserven haben im Normalfall die Funktion, wirtschaftlich schwache Zeiten durchzustehen und eventuelle Verluste zu puffern. Diese Möglichkeiten, über die ein selbständiges Unternehmen mehr oder weniger verfügt, sind bei einem von einem Finanzinvestor übernommenen Unternehmen drastisch eingeschränkt. Das eingesetzte Eigenkapital stellt keinen Konjunkturpuffer, sondern Anspruch auf Rendite dar. Stille Reserven sind vielfach bereits „verfrühstückt“ und stehen nicht mehr zur Verfügung. Dann aber müssen „auf Teufel komm raus“ die laufenden Kosten gesenkt werden, um den Cash flow zu stützen. Betriebsrat und Beschäftigte geraten damit unter erheblichen Druck.

■ Finanzkennziffern (Convenants)

In den umfangreichen, für einen Unternehmenskauf geschnürten Kreditpaketen sind vielfach Finanzkennziffern – so genannte Convenants – enthalten. Convenants formulieren Verpflichtungen, die die Unternehmen einzuhalten haben, anderenfalls die Banken ein Kündigungsrecht erhalten und die Kredite fällig stellen können. Läuft nun ein Unternehmen Gefahr, gegen eine solche Verpflichtung zu verstoßen, ist die Geschäftsleitung schnell beim Betriebsrat und der zuständigen Gewerkschaft, um den üblichen Verzichtskatalog zu verlangen und damit die Convenants zu retten. In der Regel heißt das dann, die Beschäftigten sollen auf Weihnachts- und Urlaubsgeld verzichten und/oder 40 Stunden ohne Lohnausgleich arbeiten. Und dies, obwohl das Unternehmen Gewinne macht – nur eben weniger als geplant.

Mit der Vereinbarung von Convenants versuchen die Kreditgeber, frühzeitig Schieflagen und Fehlentwicklung zu erkennen und – durch die Androhung der Kreditkündigung – Druck auf die Geschäftsleitung auszuüben. Convenants stellen zusätzlich zu den Sachsisicherheiten Überwachungs- und Kontrollrechte dar, mit denen auf das Management eingewirkt werden kann, oder die man sich abkaufen lassen kann – z.B. indem die Banken die Verletzung von Convenants für eine gewisse Zeit akzeptieren, dafür aber einen Risikoaufschlag verlangen.

■ Firmenwerte

Firmenwerte (Goodwill) sind immaterielle Vermögensgegenstände. Beim Kauf des Zielunternehmens zahlt der Erwerber einen Preis, der außer dem „harten“ Vermögen (z.B. Maschinen, Vorräte, Kassenbestände) auch den (guten) Namen, den Kundenstamm, die Qualifikation der Mitarbeiter und des Managements, die Organisation usw. deckt, die mitentscheidend für die Fähigkeit des Unternehmens sind, künftig Gewinne zu erzielen.

Der Firmenwert taucht in der Bilanz auf, wenn NewCo und Zielgesellschaft fusionieren. Und damit entsteht Abschreibungsbedarf – sei es nach HBG, wonach der Firmenwert in der Regel über einen Zeitraum von 15 Jahren abgeschrieben wird, sei es nach IFRS, wonach Firmenwert-Abschreibungen in Abhängigkeit von einem Werthaltigkeitstest vorgenommen werden. Fällt diese Test negativ aus, dann muss möglicherweise ein erheblicher Betrag abgeschrieben werden, der das Ergebnis verhaseln kann:

»Die Übernahmewelle der vergangenen Jahre hinterlässt tiefe Spuren in den Bilanzen führender deutscher Konzerne. Geschäfts- und Firmenwerte (sogenannter Goodwill) summieren sich

inzwischen auf 152 Mrd. Euro. Zwei Jahre zuvor waren es noch 117 Mrd. Euro. Mit dem kräftig gestiegenen Goodwill wächst für die Unternehmen das Risiko, Wertkorrekturen zulasten des Gewinns vornehmen zu müssen, falls sich die Spareffekte aus einer Fusion nicht erfüllen.«

Quelle: Handelsblatt vom 3.1.2008

■ Rekapitalisierung

Durch Rekapitalisierung wird den Unternehmen kein Fremdkapital zugeführt, sondern die Finanzinvestoren ziehen „den Zielunternehmen Eigenkapital und ersetzen dieses durch weiteres Fremdkapital. Dadurch ist es möglich, dass die Finanzinvestoren schon vor dem eigentlichen Exit (Ausstieg) das ursprünglich eingesetzte Eigenkapital oder zumindest Teile davon wieder zurückerhalten. Zum Zweck der Ausschüttung einer Sonderdividende muss sich das Zielunternehmen möglicherweise höher verschulden“, so die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht (4/2007, S. 20). Der Mittelabfluss kann auf mehreren Wegen und in unterschiedlicher Art und Weise organisiert werden:

- ▶ Auflösung „stiller Reserven“ (sales-and-lease-back)
- ▶ Rückstellungsauflösung
- ▶ Übertragung von Forderungen/ Ausgangsrechnungen
- ▶ Einschränkung Instandhaltung, Investitionen
- ▶ Geschäfte mit verbundenen Unternehmen

Im Rahmen einer Rekapitalisierung können dem Unternehmen aber auch Mittel zufließen und damit die Kapitalausstattung und Investitionsfähigkeit verbessern. Man muss daher in jedem Einzelfall genau hinsehen, um die Vorgänge zu durchschauen und die Folgen für die Arbeitsplätze und Beschäftigten abzuschätzen.

Wirtschaftsförderung des Landes Rheinland-Pfalz

Das Thema Unternehmensfinanzierung fand am 12. März 2008 seine Fortsetzung mit Referaten von Frau **Susanne Rank** vom Ministerium für Wirtschaft, Verkehr, Landwirtschaft und Weinbau Rheinland-Pfalz (MWVLW) und Herrn **Roland Wagner** von der landeseigenen Investitions- und Strukturbank (ISB), über die Förderungen abgewickelt werden.



stanzgründungen. KMU sind Unternehmen, die nicht mehr als 250 Beschäftigte haben, nicht mehr als 50 Millionen Umsatz erwirtschaften und deren Anteile zu höchstens 25% zu einem Konzern gehören.

Hintergrund der Landesförderung – und damit des Einsatzes von Steuermitteln – ist die oftmals zu niedrige Eigenkapitalquote von Existenzgründern und KMU, aufgrund derer sie Schwierigkeiten haben, Kredite von Geschäftsbanken zu bekommen.

Wie die Grafik zur Veränderung der Kreditaufnahme nach Unternehmensgrößenklassen zeigt, ist es vor allem für kleinere Unternehmen nach wie vor schwierig, Kredite zu bekommen. Als Gründe für die Schwierigkeiten werden vor allem genannt:

- ▶ Höhere Zinsen
- ▶ Anforderungen an Offenlegung und Dokumentation
- ▶ Höhere Sicherheiten

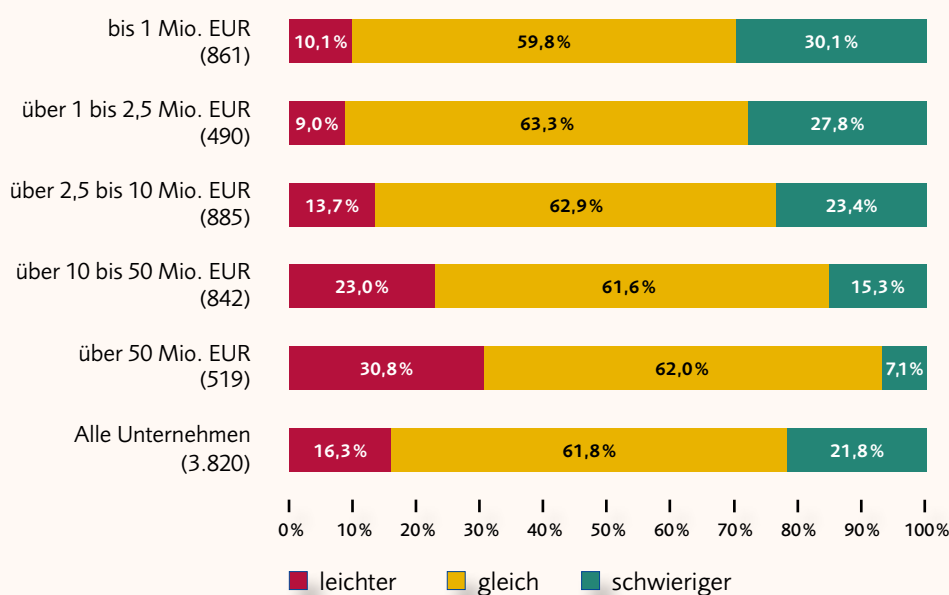
Hier setzt die Förderung des Landes Rheinland-Pfalz an. Das Land steigt in die Finanzierung ein, wenn die Verwendung der Mittel die Schaffung oder Sicherung von Arbeitsplätzen erwarten lässt – indem Investitionen getätigt, neue Produkte und Prozesse entwickelt oder neue Absatzmärkte erschlossen werden.

Für Beschäftigte und Betriebsräte ist das 2006 aufgelegte Mitarbeiterbeteiligungsprogramm „FondsRLPplus“ von besonderer Bedeutung. Mit dem Programm werden Beteiligungen von Beschäftigten an dem jeweiligen Unternehmen von 5.000€ bis 10.000€ gefördert. Davon zahlt der Beschäftigte selbst jedoch nur 40% (2.000€-4.000€); die restlichen 60% (4.000€ - 6.000€) werden ihm von der ISB zur Verfügung gestellt. Es können sich auch Minijobber an dem Programm beteiligen. Insgesamt kann ein Beteiligungskapital von bis zu 500.000€ je KMU gefördert werden. Die Regellaufzeit beträgt 10, mindestens aber 5 Jahre –

Betriebsräte können keine Förderung für das Unternehmen beantragen. Das ist Sache der Geschäftsleitung. Aber sie können auf die Fördermöglichkeiten, die der Geschäftsleitung oftmals nicht bekannt sind, aufmerksam machen – etwa dann, wenn die Geschäftsleitung ans Geld der Beschäftigten will.

Das MWVLW fördert die rheinland-pfälzischen Unternehmen in vielfältiger Weise. Ziel der öffentlichen Förderung ist die Sicherung und Schaffung von Arbeitsplätzen. Schwerpunkte der Förderung sind der Mittelstand/kleine und mittlere Unternehmen (KMU) und Exi-

Veränderung der Kreditaufnahme nach Unternehmensgrößenklassen



Quelle: KfW, Unternehmensbefragung 2007, Frankfurt, Oktober 2007

da bei kürzeren Laufzeiten die Mitarbeiterbeteiligung nicht als Eigenkapital anerkannt würde. Die Mindestverzinsung für den Mitarbeiter beträgt 6 % pro Jahr, liegt aber im Regelfall darüber. Die Beteiligung ist durch die ISB insolvenzgesichert.

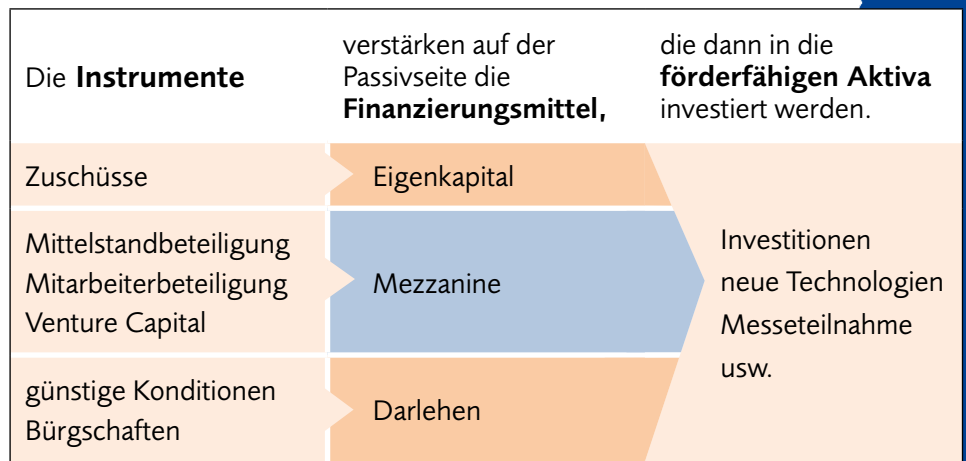
Die ISB prüft interessierte Unternehmen hinsichtlich ihrer Bonität. Es werden nur solche Mitarbeiterbeteiligungen an Unternehmen gefördert, die eine mindestens befriedigende Bonität aufweisen. D.h., dass das Programm kein Mittel ist, einem Unternehmen aus einer Krise zu helfen.

In der Diskussion über dieses Beteiligungsprogramm sind einige kritische Einwände erhoben worden:

- ▶ Das Programm ist dafür anfällig, als „Nasenprämie“ genutzt zu werden.
- ▶ Das Programm greift vermutlich nur bei Besserverdienenden. Mitarbeiter mit geringem Einkommen haben den geforderten Betrag kaum dauerhaft übrig.
- ▶ Was ist mit der Beteiligung, wenn der Mitarbeiter vor Ablauf der Haltefrist kündigt oder gekündigt wird? Die ISB geht davon aus, dass in diesem Fall der betroffene Mitarbeiter einen anderen Mitarbeiter sucht, der die Beteiligung übernimmt. Denkbar ist aber auch, dass die ISB die Beteiligung treuhänderisch übernimmt oder der Unternehmer ihm die Beteiligung abkauft.

Diese Punkte sollten in denjenigen Betrieben, die das Landesprogramm „FondsRLPplus“ nutzen möchten, durch eine Betriebsvereinbarung geregelt werden.

Nähere Informationen zu den Förderprogrammen und dem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm mit detaillierten und aktuellen Konditionen finden sich auf der Internetseite der ISB: www.isb.rlp.de > **Förderung A-Z.**



Mit Mezzanine-Kapital werden Finanzmittel bezeichnet, die von ihrer Herkunft zwar Fremdmittel sind, gegenüber Banken und anderen Gläubigern jedoch als Eigenkapital gelten, d.h. im Insolvenzfall nachrangig befriedigt werden.

ISB Investitions- und Strukturbank
Rheinland-Pfalz (ISB) GmbH

Wirtschaftsförderung



Gemeinsam zum Erfolg!!

Das Mitarbeiterbeteiligungsprogramm
der Landesregierung des Landes
Rheinland-Pfalz



Herausgeber:

TBS gmbH Rheinland-Pfalz
Kaiserstraße 26-30
55116 Mainz

Tel.: 06131/28 835-0
Fax: 06131/22 61 02
info@tbs-rheinlandpfalz.de
www.tbs-rheinlandpfalz.de

