

Der Debt Equity Swap ist ein wirkungsvolles Sanierungsinstrument

Börsen-Zeitung, 24.6.2010

Im Zuge der aktuellen Wirtschaftskrise stellt sich verstärkt die Frage, wie Unternehmen in Zeiten erheblicher Umsatz- und damit verbundener Ertragseinbrüche ihre Liquidität sichern und das Eigenkapital stärken können. Ein Finanzierungsinstrument, das in aller Munde ist, ist der sogenannte „Debt Equity Swap“. Viele Finanzberater vermarkten derzeit dieses Instrument aggressiv. Allerdings haben nur wenige auf Restrukturierungssituationen spezialisierte Beratungshäuser, wie DC Advisory Partners, vormals Close Brothers, oder Houlihan Lokey, beide in Frankfurt, damit tatsächliche praktische Erfahrung.

Der aus dem Englischen stammende Begriff „Debt Equity Swap“ umfasst im weiteren Sinne sämtliche Maßnahmen, bei denen Fremdkapital in Eigenkapital gewandelt wird. Im engeren Sinne versteht man darunter entweder eine sogenannte vereinfachte Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage oder man bezeichnet damit eine Übertragung von Anteilen durch die Altgesellschafter eines Unternehmens an einen Unternehmensgläubiger, der im Gegenzug ganz oder teilweise auf Ansprüche gegen die Gesellschaft verzichtet.

Chance auf neues Kapital

Der Debt Equity Swap ist allerdings nicht nur ein Sanierungsinstrument in Krisensituationen. Er kann auch als gewöhnliches Mittel zur Ertragssteigerung eingesetzt werden. Mit der Durchführung eines Debt Equity Swap können die Altgesellschafter und die Gesellschaft das Eigenkapital des Unternehmens stärken und damit gegebenenfalls auch eine bilanzielle bzw. insolvenzrechtliche Überschuldung beseitigen. Die Stärkung des Eigenkapitals und die damit verbundene Verbesserung der Eigenkapital/Fremdkapital-Relation

erhöht für das Unternehmen die Chance, neues Fremdkapital aufnehmen zu können. Zudem führt ein Debt Equity Swap zu einer Verringerung des Zinsaufwands und damit regelmäßig zu einer Ergebnisverbesserung des Unternehmens.

Aus Sicht eines Investors eröffnet sich die Möglichkeit, in der Krisensituation eines Unternehmens Forderungen unter dem Nominalwert zu erwerben. Zudem bietet sich für den Inhaber derartiger Forderungen regelmäßig eine günstige Möglichkeit, sich an dem Unternehmen als Gesellschafter zu beteiligen. Denn aufgrund der hohen Schulden des Unternehmens wird die Unternehmensbewertung häufig relativ gering sein. Nach Durchführung des Debt Equity Swap erhöht sich für den Investor die Chance auf die Rückzahlung des nicht gewandelten Darlehens teils. Zudem hat der Investor in seiner Eigenkapitalposition die Möglichkeit, an einer künftigen Unternehmenswertsteigerung zu partizipieren.

Der Debt Equity Swap führt für den Investor zu einer erheblichen Veränderung seines Chancen-Risiken-Profiles, indem er ganz oder teilweise vom Fremdkapitalinvestor zum Eigenkapitalinvestor/Gesellschafter des Unternehmens wird und insofern auf eine Unternehmenswertsteigerung setzt.

Geeignete Unternehmen

Voraussetzung für die nachhaltige Unternehmenssanierung mittels eines Debt Equity Swap ist, dass das Unternehmen grundsätzlich ein gesundes und sanierungsfähiges operatives Geschäft mit stabilen Cashflows hat. Ein Debt Equity Swap ist nur dann sinnvoll, wenn das Unternehmen über hohe Schulden im Verhältnis zum vorhandenen Eigenkapital verfügt. Die Altgesellschafter müssen zudem bereit sein, einen Sanierungsbeitrag entweder durch die Verwässerung ihrer Beteiligung oder

sogar durch die Übertragung ihrer Anteile an einen neuen Investor zu leisten.

Mögliche Investoren

Zunächst drängt sich auf, dass die bisherigen Gesellschafter das Eigenkapital des Unternehmens stärken, beispielsweise in Form eines Verzichts auf Gesellschafterdarlehen. Zudem kommen die Kreditgeber als



Christian Becker

Partner bei der Sozietät Görg, M & A/Gesellschaftsrecht

neue Investoren in Betracht, da diese in der Regel die größten Forderungen gegen das Unternehmen haben. Ihr Druck, einen Sanierungsbeitrag zu leisten, ist in der Regel relativ hoch. Auch wenn Banken in der Vergangenheit häufig betont haben, dass sie sich an ihren Kreditnehmern nicht beteiligen werden, werden sie in vielen Fällen in der Zukunft nicht darum herumkommen.

Als weitere mögliche Investoren kommen Großkunden und Lieferanten in Betracht, die zudem strategische Interessen verfolgen. Immer häufiger kaufen sich auch professionelle Forderungsaufkäufer in das Fremdkapital eines Unternehmens ein, mit dem Ziel, sich entweder im Rahmen einer Restrukturierung relativ teuer herauskaufen zu lassen oder sich günstig in eine Gesellschafterposition bei dem Unternehmen einkaufen zu können („Loan to Own“). Die klassische Strukturierung eines Debt Equity Swap nach deutschem Recht ist die vereinfachte

Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen. Dabei reduziert die Gesellschaft zunächst das eingetragene Stamm- oder Grundkapital zum Ausgleich von Verlusten oder Wertminderungen (§ 229 AktG, § 58 a GmbHG). Dadurch findet eine Absenkung des Stamm- bzw. Grundkapitals auf das tatsächlich vorhandene Eigenkapital statt. Letztlich werden damit die Verluste den Altgesellschaftern zugewiesen und die gesellschaftsrechtliche Ausschüttungssperre herabgesetzt. Einem künftigen Investor wird somit ermöglicht, eine relativ hohe Beteiligung an der Gesellschaft günstig zu erwerben und relativ frühzeitig an ausschüttungsfähigen Gewinnen zu partizipieren.

In einem zweiten Schritt beteiligt sich der Investor im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung an der Gesellschaft. Vorteilhaft ist, wenn die Gesellschaft über ausreichendes sogenanntes genehmigtes Kapital verfügt. Denn dann ist eine entsprechende Sachkapitalerhöhung auch ohne Mitwirkung der Gesellschafterversammlung bzw. Hauptversammlung möglich.

Anfechtungsrisiken

Sollte die Gesellschaft nicht über ausreichendes genehmigtes Kapital verfügen, kann die Gesellschafterversammlung bzw. Hauptversammlung im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsabschluss eine Sachkapitalerhöhung beschließen. Da der Bezugsrechtsabschluss erhebliche Anfechtungsrisiken in sich birgt, wird häufig eine entsprechende Sachkapitalerhöhung durch eine kompensierende Barkapitalerhöhung flankiert. Dadurch wird der Verwässerungseffekt für die ausstehenden Aktionäre abgemildert und das Anfechtungsrisiko reduziert. Sowohl die Werthaltigkeit der einzubringenden Forderungen als auch die Bewertung des Unterneh-

mens werden durch Werthaltigkeitsgutachten unterlegt. Auf dieser Grundlage wird dann auch der Umfang der Sachkapitalerhöhung bestimmt.

Risiken für die Durchführung eines Debt Equity Swap können sich aus der benötigten Zeit für die Umsetzung der erforderlichen Maßnahmen ergeben. Dies gilt insbesondere, wenn eine Gesellschafterversammlung oder Hauptversammlung mit den erforderlichen Fristen einberufen werden muss und aufgrund des Gesellschafter- oder Aktionärskreis Anfechtungsklagen gegen die Beschlüsse über die Kapitalmaßnahmen zu befürchten sind.

Privilegien des Sanierers

Alternativ kann ein Debt Equity Swap auch in der Form strukturiert werden, dass Altgesellschafter an den Investor Anteile übertragen und dieser im Gegenzug auf Forderungen gegen die Gesellschaft verzichtet. Voraussetzung hierfür ist, dass alle Altgesellschafter bereit sind, Anteile abzugeben. Bei dieser Struktur verfügt jedoch jeder einzelne Gesellschafter über ein erhebliches Blockadepotenzial.

Das deutsche Recht sieht im Zusammenhang mit der Sanierung von Unternehmen eine Reihe von Sanierungsprivilegien vor, um die Sanierung zu erleichtern bzw. erst zu ermöglichen. Wenn ein Investor im Rahmen eines Debt Equity Swap mindestens 30% der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, kann ihn die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht aufgrund der Sanierung der Gesellschaft von einem Pflichtübernahmeangebot befreien. Auch das Bundeskartellamt und die Wettbewerbskommission haben die Möglichkeit, einen Erwerber vom sogenannten kartellrechtlichen Vollzugsverbot im Zusammenhang mit der Sanierung einer Gesellschaft zu befreien. Erwirbt ein Forderungsgläubiger einen

Anteil an der Gesellschaft „zum Zwecke der Sanierung“, wird diese in einer möglichen anschließenden Insolvenz des Unternehmens nicht zu einer nachrangigen Insolvenzforderung, sondern steht im gleichen Rang mit den übrigen Insolvenzforderungen.

In steuerlicher Hinsicht besteht die Möglichkeit, sogenannte Sanierungsgewinne auf Antrag bei der zuständigen Finanzbehörde und auf der Grundlage einer sogenannten verbindlichen Auskunft steuerfrei zu stellen. Durch die Einführung des Sanierungsprivilegs gemäß § 8 c Abs. 1 KStG, der am 16. Juli 2009 in Kraft trat, können Verlustvorträge erhalten bleiben, auch wenn der Investor eine Beteiligung von mehr als 25% bzw. 50% erwirbt. Allerdings ist dies nach dieser Vorschrift nur dann der Fall, wenn der Beteiligungserwerb zum Zwecke der Sanierung des Geschäftsbetriebs erfolgt und die wesentlichen Betriebsstrukturen, wie in dieser Vorschrift geregelt, erhalten bleiben.

Rasche Umsetzung tut not

Die optimale Strukturierung und die schnelle Umsetzung der einzelnen Maßnahmen sind ein wesentlicher Erfolgsfaktor für die Sanierung eines Unternehmens mittels eines Debt Equity Swap. Entscheidend ist zudem, dass das Management des Unternehmens eine aktive Rolle bei der Strukturierung und Kommunikation dieser Maßnahmen einnimmt. Zudem sollte sich das Management von einem eingespielten und erfahrenen Beraterteam bei dieser komplexen Kapitalmaßnahme beraten lassen.

Eine gelungene finanzielle Sanierung mittels eines Debt Equity Swap kann ein wesentlicher Grundstein für die Gesamtsanierung des Unternehmens sein. Über den langfristigen Sanierungserfolg wird letztlich jedoch die operative Sanierung des Unternehmens entscheiden.