

Mitbestimmung

DAS MAGAZIN DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG • WWW.MAGAZIN-MITBESTIMMUNG.DE

IG-Metall-Gutachten

Kann ein Unternehmen sich selbst kaufen?

Von Alexandra Krieger

Erschienen im Magazin Mitbestimmung 11/2006

Hans-Böckler-Stiftung
Magazin Mitbestimmung
Hans-Böckler-Straße 39
D-40476 Düsseldorf
Telefon: 0211-7778-147
E-Mail: redaktion@boeckler.de
www.magazin-mitbestimmung.de

Hans **Böckler**
Stiftung 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

Kann ein Unternehmen sich

Darf ein Unternehmen gezwungen werden, seinen eigenen Erwerb zu finanzieren? Hintergrund ist die Praxis von Finanzinvestoren, die zum Kauf nötigen Kredite auf das Unternehmen zu übertragen. Ein Gutachten im Auftrag der IG Metall zeigt: Diese Finanzierungs-Praxis hat zwar Grenzen, sie ist aber durchaus legal.

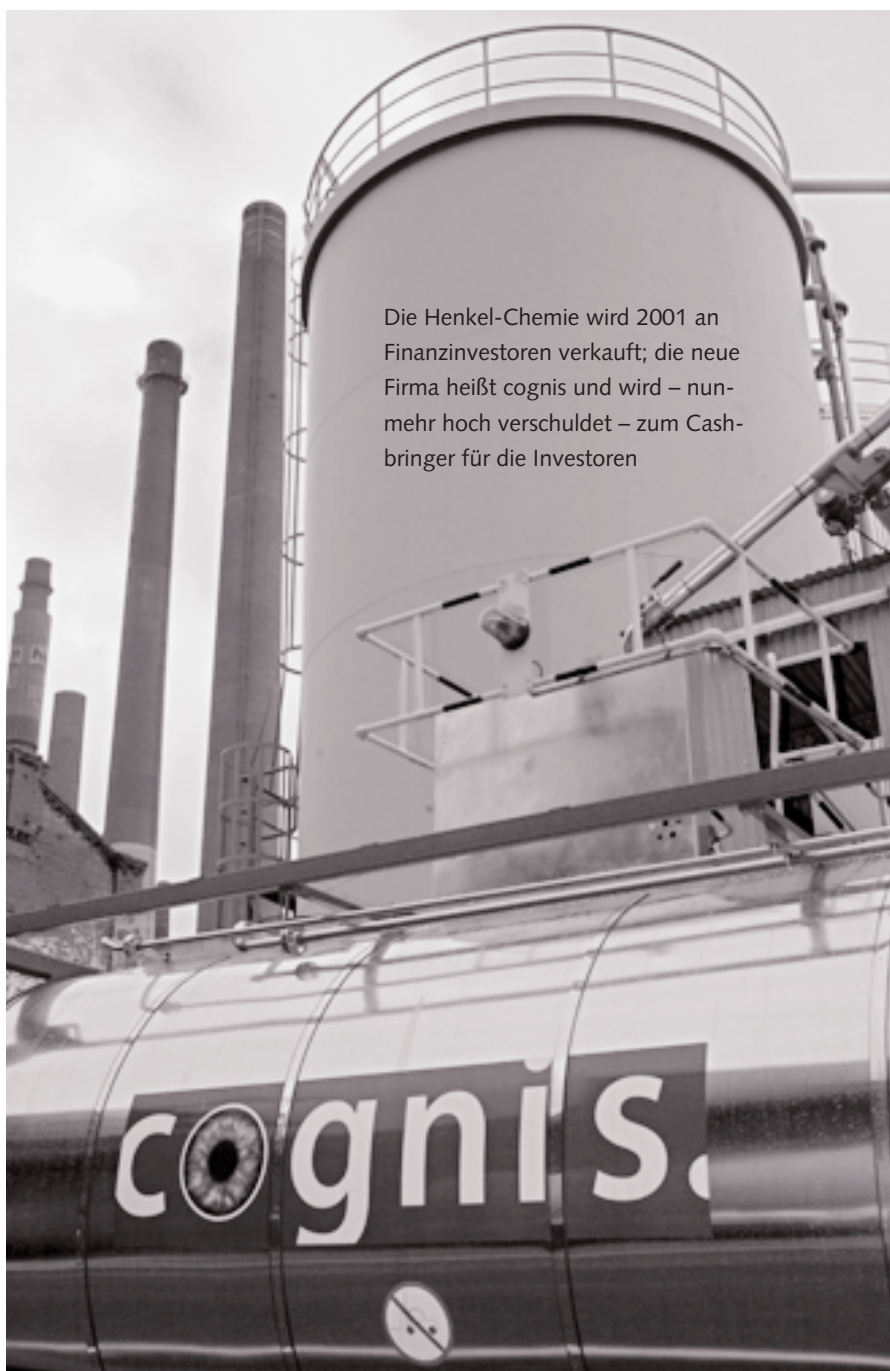
Von **Alexandra Krieger**

Die Autorin leitet ein Wirtschaftsreferat in der Hans-Böckler-Stiftung.

alexandra-krieger@boeckler.de

■ Zum Geschäftsmodell von Finanzinvestoren gehört es, dass sie die Kredite, die sie für den Kauf eines Unternehmens aufgenommen haben, auf das erworbene Unternehmen übertragen. Zusätzlich werden regelmäßig Sonderdividenden aus seinem Vermögen an die Investoren ausgeschüttet. Im Ergebnis finanziert das Unternehmen seinen Kauf also selbst. So erwarben zum Beispiel Ende 2001 die Finanzinvestoren Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures die ehemalige Henkel-Chemie für 1,325 Milliarden Euro. Den Kaufpreis finanzierten sie mit 450 Millionen Euro eigenem Kapital und 875 Millionen an Bankkrediten, die sie später auf das Unternehmen, heute Cognis, übertragen.

Zweieinhalb Jahre nach dem Kauf wurden 320 Millionen Euro aus dem Vermögen von Cognis an die Anteilseigner ausgeschüttet. Anfang 2005 nahm das Unternehmen nochmals 530 Millionen Euro Anleiheschulden am Kapitalmarkt auf. Auch diese Mittel flossen an die Investoren. Die Finanzinvestoren Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures hatten also innerhalb von nur vier Jahren knapp das Doppelte ihres Eigenkapitaleinsatzes



Die Henkel-Chemie wird 2001 an Finanzinvestoren verkauft; die neue Firma heißt cognis und wird – nunmehr hoch verschuldet – zum Cash-bringer für die Investoren

selbst kaufen?

zurückgewonnen, ohne eigene Gesellschaftsanteile zu verkaufen.

Cognis ist nur ein Beispiel für die in der Branche „Bootstrapping“ genannten Methoden, mit denen sich Finanzinvestoren den Kaufpreis aus Mitteln des erworbenen Unternehmens zurückholen. „Bootstrapping“ meint sinngemäß, „sich an den eigenen Haaren aus dem Sumpf ziehen“. Doch anders, als der Begriff glauben macht, werden viele Unternehmen durch solche Maßnahmen nicht gerettet, sondern erst in Gefahr gebracht. Sie müssen oft nicht nur die Schulden tragen, die der Käufer zur Finanzierung des Kaufpreises aufgenommen hat, sondern haften darüber hinaus noch mit ihrem Firmenvermögen für die Kredite. Wer Zinsen und Tilgung irgendwann nicht mehr bezahlen kann, dem droht am Ende die Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung.

Negative Beispiele wie der Fall des mittlerweile hoch verschuldeten Badarmaturenherstellers Grohe waren Anlass für die IG Metall, Dr. Frank Schäffler, Rechtsanwalt bei Grub Brugger & Partner in Stuttgart, mit einem Gutachten zu beauftragen. Frage ist: Darf das Vermögen der gekauften Gesellschaft in unbegrenztem Umfang zur Finanzierung der Kaufpreisschulden genutzt werden? Und wo liegen die Grenzen?

Die New Company verleiht sich das Vermögen ein

Die wichtigsten Ergebnisse sind: Bei Leveraged Buy-outs – so heißen die kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen im Fachjargon – nutzen die Investoren das Vermögen der erworbenen Firma zur Kaufpreisfinanzierung. Bevorzugt praktizieren Finanzinvestoren das Umwandlungsmodell – den so genannten Merger Buy-out. Eine extra zu diesem Zweck vom Investor gegründete Firma – die „Akquisitionsgesellschaft“ oder „NewCo“ für „New Corporation“, mithin die neue Gesellschaft – nimmt ein Darlehen auf, mit dem sie den größten Teil des Kaufprei-

ses für das zu erwerbende Unternehmen bezahlt. Der Rest stammt aus Eigenmitteln des Finanzinvestors. Das gekaufte Unternehmen wird „Zielgesellschaft“ genannt, weil es das Ziel des Unternehmenskaufes ist. Es wird anschließend auf die NewCo verschmolzen, das heißt, es geht in der NewCo auf und als eigenständige Firma unter. Damit ist das Ziel des Investors erreicht: Das Vermögen der „alten“ Zielgesellschaft gehört nun der NewCo.

Nach der Verschmelzung verpfändet die NewCo an die Banken, die ihr zuvor die Kredite zur Finanzierung des Kaufpreises gegeben hatten, das ehemals der Zielgesellschaft gehörende Vermögen, das ja nun Vermögen der NewCo ist. Dieses Verfahren funktioniert auch umgekehrt: Die NewCo wird samt ihrer (Finanzierungs-)Schulden auf die erworbene Zielgesellschaft verschmolzen. Diesmal geht die NewCo unter, und die von ihr vorher gekaufte Zielgesellschaft bleibt bestehen. Das Verfahren heißt nun Down-Stream-Merger („Abwärtsverschmelzung“) oder auch Debt Push-down. Warum es so bezeichnet wird, ist schnell klar: Die NewCo bringt nur wenig Vermögen mit, sondern fast nur Schulden aus der Kaufpreisfinanzierung. Die „gehören“ nun der Zielgesellschaft. Durch die Verschmelzung hat der Finanzinvestor die Schulden seiner NewCo auf das erworbene Unternehmen „heruntergedrückt“. Das ist die wörtliche Übersetzung von „Debt Push-down“. Ein schwacher Trost: In Zukunft kann das erworbene Unternehmen seinen Zinsaufwand für die Schulden mit laufenden Erträgen verrechnen und zahlt dadurch weniger Unternehmenssteuern. Der Staat schaut in die Röhre.

Die Ausschüttung wird hier „Rekapitalisierung“ genannt

Ein weiteres wichtiges Instrument, über das sich Finanzinvestoren aus dem Vermögen der Zielgesellschaft Mittel zurückholen, ist die so genannte Rekapitalisierung. Dieser Begriff ist insofern irreführend, als er suggeriert, es →

Rechtsgutachten

zu den Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft bei der Finanzierung von LBO-Transaktionen (Leveraged Buy-outs) von RA Dr. Frank Schäffler, Stuttgart.

Weitere Infos über IG Metall, Frankfurt: babette.froehlich@igmetall.de

→ handle sich dabei um die Zuführung von Finanzmitteln. Ganz im Gegenteil wird aber Eigenkapital der Gesellschaft ausgeschüttet, das zum Teil erst durch Heben stiller Reserven geschaffen wird. Rekapitalisieren kann man ein Unternehmen zum Beispiel durch Sale-and-lease-back-Geschäfte. Dazu verkauft die Gesellschaft etwa Firmengebäude und mietet sie anschließend zurück. Der Veräußerungsgewinn – die Differenz zwischen dem abschreibungsbedingt meist niedrigen Bilanzwert und dem Verkaufspreis der Immobilie – fließt anschließend als Sonderdividende an die Anteilseigner.

Im Ergebnis kann der Finanzinvestor das erworbene Unternehmen also gleich doppelt für sich ausnutzen: direkt, indem er ihm Vermögen entzieht, und indirekt, indem er ihm seine Schulden überträgt. Trotzdem: Diese Praxis ist völlig legal.

Dabei darf nach dem Aktiengesetz eine Gesellschaft keine Kredite an ihre Gesellschafter (hier: den Finanzinvestor) geben, wenn der Gesellschafter damit den Erwerb

von Anteilen an der Gesellschaft finanziert (§ 71a AktG). Ein Unternehmen darf seinen Erwerb also grundsätzlich nicht selbst finanzieren. Auch Sicherheiten, die die erworbene Firma für ein solches Darlehen an ihre Gesellschafter (den Finanzinvestor) gibt, sind grundsätzlich unwirksam. Könnte der Gesellschafter den Kredit nämlich nicht zurückzahlen, würden die Banken das Vermögen des Unternehmens verwerten.

Nun ist aber die rechtliche Crux: Das Unternehmen wird nicht geschützt, wenn es auf den Käufer verschmolzen wurde (Merger Buy-out), denn dabei ist es ja untergegangen. Außerdem hat es die Kredite auch nicht selbst gegeben, sondern sie wurden von der NewCo mitgebracht.

Verbote, die aber bei Merger Buy-outs nicht greifen

Möglich wäre allerdings, dass die Übertragung der Kaufpreisschulden auf das erworbene Unternehmen aus anderen Gründen verboten ist. Denn eine GmbH darf das zur Erhaltung ihres Stammkapitals (mindestens 25.000 Euro) erforderliche Vermögen nicht an ihre Gesellschafter auszahlen (§ 30 GmbHG). Als Auszahlung gilt auch die Bestellung von Sicherheiten durch die GmbH für Schulden ihrer Gesellschafter (hier: des Finanzinvestors). Denn auch in diesem Fall könnte sich die Bank am Gesellschaftsvermögen schadlos halten – bei nicht pünktlicher Rückzahlung von Zinsen und Tilgung für die Kredite. Die Firma würde also für die Schulden ihrer Anteilseigner haften. Bei der AG sind die Vorschriften noch strenger: Mit Ausnahme des Bilanzgewinnes darf sie gar keine Einlagen an die Gesellschafter zurückzahlen (§§ 57, 291 AktG).

Doch auch dieses Verbot greift bei einem Merger Buy-out nicht: Da die erworbene Firma mit der Verschmelzung erlischt, sind die anschließend mit ihrem Vermögen besicherten Schulden „eigene“ Schulden der NewCo. Das heißt, die verschmolzene Zielgesellschaft kann sich nicht darauf berufen, dass mit ihrem Vermögen widerrechtlich Schulden ihrer Gesellschafter besichert worden wären. Allerdings darf die nach der Verschmelzung verbliebene NewCo Auszahlungen (Rekapitalisierungen!) oder Darlehen an ihre Anteilseigner anschließend nur aus dem freien Vermögen geben, d. h. aus dem Vermögen, das das Stammkapital und die Rücklagen überschreitet.

Anders ist die Lage bei der umgekehrten Verschmelzung der neuen Gesellschaft, der NewCo, auf das gekaufte

Was heißt eigentlich ...

Bootstrapping? Methoden, mit denen sich Finanzinvestoren den Kaufpreis aus Mitteln des erworbenen Unternehmens zurückholen. Dazu gehören im Wesentlichen der Debt Push-down und Rekapitalisierungsmaßnahmen.

Debt Push-down? Verlagerung von Verbindlichkeiten der Muttergesellschaft auf die Tochtergesellschaft mit dem Ziel, die Finanzierungskosten bei der Tochter als abzugsfähige Betriebsausgaben mit operativen Erträgen zu verrechnen und so steuermindernd geltend zu machen.

Rekapitalisierung (engl. Recap)? Maßnahmen, mit denen der Investor während seines Engagements im Unternehmen vorhandenes oder durch Heben stiller Reserven geschaffenes Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt und die so gewonnenen Mittel an die Anteilseigner ausschüttet.

Merger Buy-out (Umwandlungsmodell)? Verschmelzung des erworbenen Unternehmens auf eine extra zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft („NewCo“). Ziel ist, das Vermögen der erworbenen Firma anschließend zur Besicherung von Kaufpreisschulden der NewCo und für Ausschüttungen an die Anteilseigner zu verwenden.

Finanzinvestoren-Modelle

Wie die Schulden aus dem Kauf übertragen werden

Unternehmen (Downstream Merger, Debt Push-down). Die NewCo wird regelmäßig so ausgestattet, dass sie – außer ihren Anteilen an dem gekauften Unternehmen – kein Vermögen besitzt, das sie in die Verschmelzung einbringen könnte. Ganz im Gegenteil überträgt sie ja Kredite.

Da aber die erworbene Gesellschaft nach der Verschmelzung weiter besteht, gelten beim Debt Push-down für die Belastung der Zielgesellschaft die oben beschriebenen Grenzen. Es können also später nur so viele Schulden mit dem Gesellschaftsvermögen besichert werden, dass zumindest das gebundene Vermögen (Stammkapital und Rücklagen) frei bleibt. Praktisch funktioniert der Debt Push Down also nur dann, wenn beim erworbenen Unternehmen genug freies Vermögen vorhanden ist, dass auch nach Übertragung der Schulden der Erwerberin das gebundene Vermögen der gekauften Firma nicht angegriffen wird. Da das in der Praxis selten vorkommt, ist der Debt Push Down für Investoren tendenziell weniger attraktiv als der Merger Buy Out.

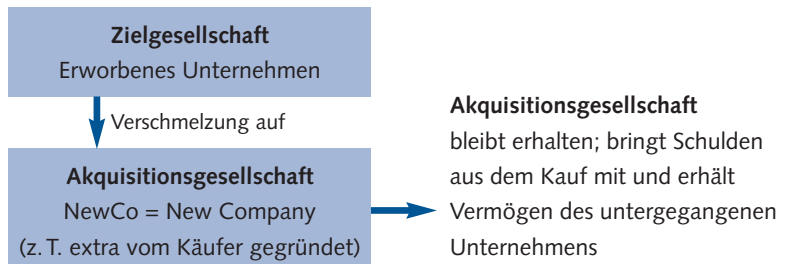
Im Ergebnis kann der Investor durch eine Verschmelzung mit der erworbenen Firma also wesentliche Teile ihres Vermögens für seine Zwecke verwenden. Während er so die Restrukturierungsgewinne durch Ausschüttung an seine Anleger privatisiert, werden die Risiken des Erwerbs im Unternehmen, sprich der Zielgesellschaft, konzentriert.

Warum lässt der Gesetzgeber solche Umwandlungsmodelle zu?

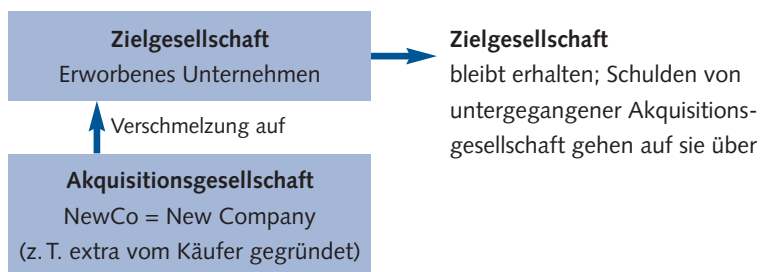
Darunter leiden nicht nur die erworbenen Unternehmen: Da sie wegen ihrer hohen Schulden anschließend oft im Rating herabgestuft werden, können Gläubiger, die zu diesem Zeitpunkt Firmenanleihen besitzen, ihre Papiere nur noch mit Abschlägen verkaufen. Davor schützt sie auch ihr gesetzlicher Anspruch auf Sicherheitsleistung nach erfolgter Verschmelzung nicht. Ein aktuelles Beispiel ist der von dem schwedischen Private Equity-Investor EQT und der Investmentbank Goldman Sachs erworbene Reinigungsdienstleister ISS, dessen Anleihen kurz nach dem Einstieg der Finanzinvestoren kräftige Kursverluste hinnehmen mussten.

Dass es in der Debatte um die Legitimität von Praktiken wie Debt Push-down und Rekapitalisierung um mehr geht als die Zukunft des erworbenen Unternehmens, hatte „Der Spiegel“ schon vor gut einem Jahr herausgestellt. „In den Augen von Finanzinvestoren ist ein Gewinn nach

Merger Buy-out oder Umwandlungsmodell



Downstream Merger oder Debt Push-down



Steuern ein Managementfehler“, kommentierte das Magazin den Fall Grohe (Spiegel 48/2005). Finanzinvestoren wollen keinen operativen Gewinn erzielen, sondern diesen durch Verrechnung mit Zinsaufwendungen in steuermindernde Verluste verwandeln. Auch aus diesem Grund kommt ihnen eine hohe Verschuldung des Zielunternehmens entgegen, das in den Jahren nach dem Erwerb einen großen Teil seines Cashflow für Zinsen ausgeben muss und auf diese Weise ganz legal Körperschafts- und Gewerbesteuer spart.

Der Gesetzgeber hat durch die Einführung des Umwandlungsgesetzes – mit dem er 1995 eine EU-Richtlinie umsetzte – Verschmelzungsmodelle zugelassen. Dabei hat er Mechanismen entwickelt, Anteilseigner und – innerhalb gewisser Grenzen – Gläubiger zu schützen. Die negativen Folgen für Arbeitnehmer werden jedoch nicht durch die Art der Erwerbsfinanzierung ausgelöst. Sie resultieren aus Entscheidungen der neuen Anteilseigner nach erfolgter Übernahme des Unternehmens, wie zum Beispiel den Rekapitalisierungen. ■