

## // DOSSIER FINANZKRISE

Herbert Oelke, Dr. Helge-Torsten Wöhlert und Dr. Stephan Degen

# Debt Mezzanine Swap – Königsweg für die Restrukturierungsfinanzierung?

In der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise geraten zahlreiche Unternehmen in Schieflage. Oft hilft nur eine operative, personelle und vor allem finanzielle Restrukturierung, um den Zusammenbruch abzuwenden. Bei der finanziellen Restrukturierung geht es darum, den Eintritt der Insolvenz durch Restrukturierung der Passivseite der Bilanz zu verhindern. Dabei werden Eigenkapital und Schulden neu geordnet und der Situation angepasst. Mögliche Instrumente sind u.a. Stundungen („Standstill“), Rangrücktritte („Subordination“) oder Forderungsverzichte („Haircut“), letztere ggf. mit Besserungsschein („Debtor Warrant“). Als Maßnahme, um Verbindlichkeiten und Zinslasten zu reduzieren und die Eigenkapitalquote zu verbessern, wird oft der Debt Equity Swap diskutiert. Dieser wird jedoch häufig aus gesellschaftsrechts- und steuerrechtlichen Gründen als Sanierungsinstrument ausscheiden. Als Alternative bietet sich der Debt Mezzanine Swap an. Mit diesem wird handelsbilanziell Eigenkapital geschaffen, während steuerrechtlich Fremdkapital entsteht. Ein zu versteuernder Sanierungsgewinn wird vermieden. Der nachfolgende Beitrag beleuchtet die Voraussetzungen, unter denen für die finanzielle Restrukturierung ein Debt Mezzanine Swap in Betracht kommen kann, seine Modalitäten sowie die Konsequenzen für die weitere Unternehmensfinanzierung. Schließlich wird auf die Folgen eines Debt Mezzanine Swap für die Planungs- und Berichtsprozesse des Unternehmens eingegangen.

## I. Ausgangslage

In Schieflage geratene Unternehmen sehen sich oft mit der Notwendigkeit einer finanziellen Restrukturierung konfrontiert, um den Eintritt der Insolvenzgründe Zahlungsunfähigkeit (§ 17 Abs. 1 InsO) und Überschuldung (§ 19 InsO) abzuwenden. Reichen Sanierungsmittel wie Tilgungsaussetzung, Rangrücktritt u.Ä.<sup>1</sup> zur Sanierung nicht aus, wird häufig der Debt Equity Swap diskutiert. Bei einem Debt Equity Swap werden Forderungen gegen einen Rechtsträger in Eigenkapital umgewandelt. Die bisherigen Gläubiger der Forderungen rücken in die Gesellschafterstellung ein. Auf diese Weise werden Verbindlichkeiten reduziert und die Eigenkapitalquote verbessert. Der Debt Equity Swap kann jedoch für die Gläubiger aus gesellschafts- als auch steuerrechtlichen Gründen problematisch sein und daher ausscheiden:

### 1. Gesellschaftsrechtliche Probleme

Der Debt Equity Swap wird grundsätzlich auf zwei Wegen herbeigeführt: In der ersten Variante erfolgt eine einfache Kapitalherabsetzung (§§ 229 ff. AktG, § 58a GmbHG) mit anschließender Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss der Altgesellschafter, bei der die Forderung des Gläubigers als Sacheinlage in das Gesellschaftsvermögen eingebracht wird (§§ 27, 183 ff. AktG, §§ 5 Abs. 4, 56 GmbHG).<sup>2</sup> Da al-

lerdings eine Bewertung der vom Gläubiger eingebrachten Forderung in der Krise der Gesellschaft oft problematisch ist, droht dem in die Gesellschafterposition einrückenden Gläubiger die Differenzhaftung. Um dies zu vermeiden, kommt als zweite Variante für den Gläubiger der Erwerb von bestehenden Gesellschaftsanteilen (share deal) gegen den (teilweisen) Verzicht auf die Forderung mittels Erlassvertrag (§ 397 BGB) in Betracht.<sup>3</sup> Auch in dieser Variante kann jedoch der Debt Equity Swap möglicherweise an gravierend nachteiligen steuerlichen Konsequenzen für die Gesellschaft scheitern.

### 2. Steuerrechtliche Probleme

Steuerlich wird die Sanierung mittels Debt Equity Swap vor allem durch zwei Aspekte erschwert: die Rechtsprechung zur Anwendbarkeit des Sanierungserlasses und die Anwendung des § 8c KStG.

#### a) Besteuerung des Sanierungsgewinns

Bei Durchführung des Debt Equity Swap entsteht regelmäßig ein steuerpflichtiger Ertrag. Erfolgt der Debt Equity Swap durch Einlage der Forderung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft gem. § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB, entsteht auf Ebene der Gesellschaft ein betrieblicher Ertrag in Höhe des nicht werthaltigen Teils der eingebrachten Darlehensforderung.<sup>4</sup> Die Gesellschaft kann den Erlass der Steuer unter den Voraussetzungen des Sanierungserlasses vom 27.3.2003<sup>5</sup> i.V.m. § 227 AO beantragen, wenn es sich bei dem Ertrag um einen begünstigten Sanierungsgewinn handelt. Dieser setzt laut Sanierungserlass die Sanierungsbedürftigkeit und -fähigkeit des Unternehmens, die Sanierungseignung des Schuldnererlasses und die Sanierungsabsicht der Gläubiger voraus. Liegt ein von den Gläubigern vorgelegter und von diesen akzeptierter Sanierungsplan vor, der darstellt, wie durch den Debt Equity Swap die Ertragsfähigkeit des Unternehmens wieder hergestellt werden kann, kann davon ausgegangen werden, dass der Ertrag als begünstigter Sanierungsgewinn zu qualifizieren ist.<sup>6</sup> Erfüllt der Sanierungsplan die Vorgaben des IDW-Standards über die Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S 6),<sup>7</sup> dürfte er damit zugleich auch den Anforderungen des Sanierungserlasses genügen.

Die steuerrechtliche Behandlung des Sanierungsgewinns ist seit den divergierenden Entscheidungen der Finanzgerichte München und Köln streitig: Das FG München hat mit Urteil vom 12.12.2007<sup>8</sup> die

<sup>1</sup> Überblick zu Gestaltungsmöglichkeiten der Eigenkapital-Optimierung bei Knebel/Schmidt, BB 2009, 430 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Eilers, GWR 2009, 3; Redeker, BB 2007, 673, 673 f.

<sup>3</sup> Vgl. Eilers, GWR 2009, 3; Redeker, BB 2007, 673, 679.

<sup>4</sup> Vgl. Scheunemann/Hoffmann, DB 2009, 983.

<sup>5</sup> BMF, 27.3.2003 – IV A 6 – S 2140 – 8/03, BStBl. I 2003, 240, BB 2003, 2049, Rn. 8.

<sup>6</sup> BMF, 27.3.2003 – IV A 6-S 2140-8/03, BStBl. I 2003, 240, BB 2003, 2049, Rn. 4.

<sup>7</sup> FN-IDW 2009, 578 ff.; dazu Rockel/Andersch, WPg 2009, 246 ff.; Beck, WPg 2009, 264 ff.; Steffan, WPg 2009, 273 ff.; Hess, WPg 2009, 299 ff.

<sup>8</sup> FG München, 12.12.2007 – 1 K 4487/06, DStR 2008, 1687.

Auffassung vertreten, dass dem Sanierungserlass die rechtliche Grundlage fehle und dieser daher nicht anwendbar sei. Als Argument wird angeführt, dass sich der Gesetzgeber bewusst gegen die in § 3 Nr. 66 EStG a.F. vorgesehene Steuerbefreiung entschieden habe. Dies schließe jede gegenläufige Handhabung der Besteuerung derartiger Gewinne durch die Finanzverwaltung aus.<sup>9</sup> Im Gegensatz hierzu vertritt das FG Köln im Urteil vom 24.4.2008<sup>10</sup> die Auffassung, dass der Sanierungserlass „für eine Übergangszeit und jedenfalls im Jahr 1998“ Anwendung finden könne, soweit trotz des unbegrenzten Verlustvortrags ein steuerpflichtiger Veräußerungs- oder Auflösungsgewinn verbleibe. In diesem Fall fehle es an der Doppelbegünstigung durch Steuerfreiheit und Verlustvortrag, die den Gesetzgeber zur Aufhebung des § 3 Nr. 66 EStG a.F. bewogen habe.<sup>11</sup>

Gegen beide Urteile ist ein Revisionsverfahren vor dem BFH anhängig.<sup>12</sup> Ob und wann über die Anwendbarkeit des Sanierungserlasses entschieden wird, ist derzeit nicht klar. Insgesamt ist festzuhalten, dass die Auffassung des FG München an den Bedürfnissen der Praxis vorbeigeht und zu hoffen ist, dass der BFH die sanierungsfreundliche Rechtsprechung des FG Köln bestätigt. Der Gesetzgeber sollte Rechtsicherheit durch gesetzliche Fixierung der Steuerfreiheit von Sanierungsgewinnen schaffen.

**PRAXISTIPP:** Über die Einordnung des durch Debt Equity Swap entstehenden Ertrags als Sanierungsgewinn sollte eine verbindliche Auskunft gem. § 89 Abs. 2 AO eingeholt werden, wozu in der Praxis regelmäßig die Zeit fehlen dürfte. Die Durchführung der Restrukturierung wird daher regelmäßig unter die aufschiebende Bedingung („condition precedent“) der Erteilung einer verbindlichen Auskunft gem. § 89 Abs. 2 AO gestellt.

## b) Untergang von Verlust- und Zinsvorträgen

Die Unternehmenssteuerreform 2008 hat die Nutzung von Verlusten einer Gesellschaft, deren Anteile erworben wurden, durch die Neuregelung in § 8c KStG beschränkt.<sup>13</sup> Danach gehen Verlust- und Zinsvorträge vollständig unter, wenn innerhalb von fünf Jahren mittel- oder unmittelbar mehr als 50% des gezeichneten Kapitals, der Mitgliedschafts-, Beteiligungs- oder Stimmrechte an einer Körperschaft an einen Erwerber oder diesem nahestehende Personen übertragen werden oder ein vergleichbarer Sachverhalt vorliegt.<sup>14</sup>

Die Neufassung der Mantelkaufregelung wurde im Vergleich zur Vorgängerregelung des § 8 Abs. 4 KStG a.F. – zu Recht – kritisiert. So habe die Regelung „krisenverschärfende Wirkung“,<sup>15</sup> da sie in Restrukturierungssituationen regelmäßig zum (zumind. teilweisen) Untergang der Verlust- und Zinsvorträge führe. Der Gesetzgeber hat mit dem Bürgerentlastungsgesetz<sup>16</sup> reagiert und in § 8c Abs. 1a KStG eine – nunmehr zeitlich unbeschränkte<sup>17</sup> – Sanierungsklausel eingeführt. Gemäß § 8c Abs. 1a KStG führt die Veränderung der Beteiligungsquote nicht zum (teilweisen oder vollständigen) Untergang der Verlust- und Zinsvorträge, wenn der Beteiligungserwerb zum Zweck der Sanierung des Geschäftsbetriebs der Körperschaft erfolgt. Sanierung ist eine Maßnahme, die darauf gerichtet ist, die Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung zu verhindern oder zu beseitigen und zugleich die wesentlichen Betriebsstrukturen zu erhalten. Die wesentlichen Betriebsstrukturen werden gem. § 8c Abs. 1a S. 3 Nr. 1–3 KStG erhalten, wenn eine der drei folgenden Varianten erfüllt ist: (1) Befolgen einer Betriebsvereinbarung mit Arbeitsplatzregelung (Nr. 1), (2) die Lohnsumme der Gesellschaft, an der sich die Beteiligungsverhältnisse ändern, unterschreitet innerhalb von fünf Jahren nach Beteiligungser-

werb nicht 400% der Ausgangslohnsumme (Nr. 2) oder (3) der Gesellschaft (Körperschaft) wird durch Einlagen innerhalb von zwölf Monaten nach dem Beteiligungserwerb wesentlich neues Betriebsvermögen zugeführt (Nr. 3). Die Schaffung einer Sanierungsklausel ist zu begrüßen, wenngleich die Auslegung der Vorschrift bereits Zweifelsfragen aufwirft und die Finanzgerichtsbarkeit noch eingehend beschäftigen wird.<sup>18</sup>

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Sanierung mittels Debt Equity Swap insbesondere durch die Uneinigkeit der Rechtsprechung über die Behandlung von Sanierungsgewinnen erschwert wird.

## 3. Debt Mezzanine Swap als Lösung?

Damit stellt sich die Frage nach einem alternativen Sanierungsinstrument, das die positiven Folgen des Debt Equity Swap für die Eigenkapitalquote und Verbindlichkeitenreduzierung herbeiführt, dessen möglicherweise nachteilige steuerliche Folgen jedoch vermeidet. Hier bietet sich unter bestimmten Voraussetzungen der Debt Mezzanine Swap an.

## II. Voraussetzungen des Debt Mezzanine Swap

### 1. Unternehmensseite

Auf Unternehmensseite setzt der Debt Mezzanine Swap voraus:

- eine nachhaltig positive Geschäftsentwicklung, die durch singuläre Effekte gestört wurde (z. B. die Finanzierung von Übernahmen oder Eigentümerwechseln);
- hohe Darlehenslasten, deren Zins- und Tilgungslasten auf absehbare Zeit nicht durch den Cash-Flow bedient werden und die zur Überschuldung führen können;
- ein operativer Restrukturierungsplan, der Ergebnisse sowie Cash-Flow verbessert und die gegenwärtigen Darlehen einschließlich Restrukturierungslasten und den Debt Mezzanine Swap refinanzieren kann;
- schwächere Sanierungsmittel, wie z. B. der Standstill<sup>19</sup> reichen zur Sanierung nicht aus;
- die Gesellschafter wollen sich an der Sanierung beteiligen, können die Lasten aber nicht vollständig aus eigenen Mitteln aufbringen.

### 2. Kapitalgeberseite

Auf Seiten der Kapitalgeber müssen drei Bedingungen gegeben sein:

- Der Liquidationswert des Unternehmens ist niedriger als der nachhaltige Unternehmenswert am Ende der Restrukturierung, damit die Vorteilhaftigkeit eines teilweisen Forderungsverzichts gegenüber einer Unternehmenserschlagung gewährleistet ist;

<sup>9</sup> FG München, 12.12.2007 – 1 K 4487/06, DStR 2008, 1687.

<sup>10</sup> FG Köln, 24.4.2008 – 6 K 2488/06, EFG 2008, 1555, BB 2008, 2666, mit BB-Komm. Wagner, BB 2008, 2671.

<sup>11</sup> FG Köln, 24.4.2008 – 6 K 2488/06, EFG 2008, 1555, BB 2008, 2666, mit BB-Komm. Wagner, BB 2008, 2671.

<sup>12</sup> Anhängige Verfahren BFH, X R 34/08, und VIII R 2/08.

<sup>13</sup> Unternehmensteuerreformgesetz (UntStRefG) 2008 v. 14.8.2007, gültig ab 18.8.2007 (BGBl. I 2007, 1912).

<sup>14</sup> Zu Voraussetzungen vgl. BMF, 4.7.2008 – IV C 7 – S 2745 – a/08/10001, GmbHR 2008, 883.

<sup>15</sup> Z. B. Ortmann-Babel/Bolik/Gageur, DStR 2009, 2173.

<sup>16</sup> Bürgerentlastungsgesetz Krankenversicherung – Bürger EntlastG v. 22.7.2009, BGBl. I 2009, 1959.

<sup>17</sup> Zeitliche Beschränkung ist durch das Wachstumbeschleunigungsgesetz (Gesetz zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums, BT-Drs. 17/15, 9.11.2009) aufgehoben (BR-Billigung am 18.12.2009, Inkrafttreten zum 1.1.2010, BR-Drs. 865/09). Zu Konzernklausel und Verschonungsregel in § 8c Abs. 1 S. 5–7 KStG n.F. Sitemann/Brinkmann, DStR 2009, 2633 ff.

<sup>18</sup> Ortmann-Babel/Bolik/Gageur, DStR 2009, 2173 m. w. N.

<sup>19</sup> Vgl. zu Sanierungsmitteln Knebel/Schmidt, BB 2009, 430 ff.

- die Bereitschaft, die anstehende Restrukturierung durch frische Liquidität zu unterstützen. Dies setzt eine Unternehmenswertsteigerung durch die Restrukturierung voraus;
- Vertrauen in die gegenwärtigen Anteilhaber und deren Willen/Fähigkeit, die Restrukturierung umzusetzen. Hier spielen u. a. die Verankerung der Anteilhaber in relevanten Märkten, sowie deren spezifisches Know-How eine wichtige Rolle.

### III. Charakteristika des Debt Mezzanine Swap

Der Debt Mezzanine Swap wandelt Verbindlichkeiten des Unternehmens (regelmäßig Darlehensansprüche) durch Novation in Mezzaninekapital um.<sup>20</sup> Das neue Schuldverhältnis tritt an die Stelle des alten.<sup>21</sup> Der Debt Mezzanine Swap soll handelsbilanzielles Eigenkapital schaffen, das steuerlich als Fremdkapital abzugsfähig ist. Auf diese Weise kann die Eigenkapitalquote gestärkt werden. Zudem können steuerliche Nachteile des Debt Equity Swap (z. B. Untergang von Verlust- und Zinsvorträgen) vermieden werden. Als mezzanine Finanzierungsinstrumente kommen insbesondere Genussrechte in Betracht. Diese sind vertraglich eingeräumte Gläubigerrechte eigener Art, deren Modalitäten weitgehend frei gestaltet werden können.<sup>22</sup>

#### 1. Handelsrechtliches Eigenkapital

Der Hauptfachausschuss des IDW hat in einer Stellungnahme folgende kumulativ zu erfüllende Kriterien aufgestellt,<sup>23</sup> damit Genussrechtskapital handelsrechtlich als Eigenkapital behandelt wird:<sup>24</sup>

- Nachrangigkeit bei Insolvenz oder Liquidation nach allen Gläubigern, deren Kapitalüberlassung nicht den Kriterien des Eigenkapitalausweises entspricht;
- erfolgsabhängige Vergütung, die nur aus ausschüttungsfähigen Eigenkapitalbestandteilen geleistet werden darf;
- Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe;
- Langfristigkeit der Kapitalüberlassung – in Anlehnung an § 10 Abs. 5 KWG wird von einer Mindestlaufzeit von fünf Jahren sowie einer Mindestkündigungsfrist von zwei Jahren ausgegangen.<sup>25</sup>

Zusammengefasst kommt es somit darauf an, ob das hingeebene Kapital als primärer Risikoträger fungiert oder nicht.<sup>26</sup>

#### 2. Steuerrechtliches Fremdkapital

Steuerlich ist ein Genussrecht gem. § 8 Abs. 3 S. 2 KStG als Eigenkapital zu qualifizieren, wenn der Berechtigte sowohl an Gewinn als auch Liquidationserlös beteiligt ist.<sup>27</sup> Wird eine Beteiligung am Liquidationserlös ausgeschlossen, ist das Genussrecht steuerlich als Fremdkapital zu behandeln. Folge ist, dass Ausschüttungen auf das Genussrecht das Einkommen gem. § 8 Abs. 3 S. 2 KStG und damit auch den Gewerbeertrag gem. § 7 GewStG mindern.

#### 3. Modalitäten des Debt Mezzanine Swap

##### a) Nachrang und Endfälligkeit

Der Debt Mezzanine Swap wandelt Teile erstrangiger Darlehen in nachrangige um. Hierdurch verschafft sich das Unternehmen Raum zur Finanzierung weiterer geschäftsnotwendiger Investitionen. Um dem Unternehmen gerade in der Anfangsphase zusätzliche finanzielle Spielräume zu verschaffen, werden Mezzanine-Darlehen allgemein als endfällige Darlehen ausgestaltet. Dem gleichen Zweck dient die Ausgestaltung der Zinszahlung als PIK-Note („Payment-in-Kind Note“), d. h. dass die Zinsen erst am Laufzeitende fällig werden. Diese Erleich-

terungen gewähren Darlehensgeber nur gegen entsprechende Risikoprämien, sodass die Zinssätze für Mezzanine-Darlehen meist 10–12% oberhalb vergleichbarer Marktzinssätze liegen.

##### b) Schwächung der Rechte des Fremdkapitalgebers

Mit der Umwandlung in nachrangige Darlehen geht eine Schwächung der Rechte des Fremdkapitalgebers einher. Allgemein wird der Nachrang der Mezzanine-Darlehen durch die Verzögerung von Vollstreckungsmöglichkeiten der Mezzanine-Geber ausgestaltet (regelmäßig in einem Zeitraum von 60–120 Tagen nach Beginn der Vollstreckung durch die erstrangigen Gläubiger – „Senior Lender“). Während dieser Zeit können nur Senior Lender vollstrecken. Deren etwaiger Vollstreckungsverzicht bewirkt keinen Verzicht der Mezzanine-Gläubiger. Jenseits dieser Wartezeit weichen die Rechte der Mezzanine-Gläubiger meist auch bei Laufzeit und Definition der Financial Covenants von denen der Senior Lender ab. Aus der Logik der Konstruktion folgt, dass die Laufzeit der Mezzanine-Darlehen länger sein muss als die der Erstrang-Darlehen.<sup>28</sup>

##### c) Sicherheiten

Bei Fremdkapitalsicherheiten werden Senior- und Mezzanine-Geber gleich behandelt. Allgemein werden sämtliche Vermögenswerte des Unternehmens sowie Vorräte und Forderungen sicherungsübereignet. Eine Verwertung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen wird meist innerhalb der im Restrukturierungsplan vorgegebenen Grenzen erlaubt oder von Einzelgenehmigungen abhängig gemacht. Um Konzernumstrukturierungen zu erlauben und die Fremdkapitalgeber gegen den Verlust von Sicherheiten zu sichern, treten Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen den Kreditverträgen als Schuldner bei.<sup>29</sup>

### IV. Konsequenzen für die Finanzierung

Da Mezzanine-Gläubiger durch die Endfälligkeit von Zinsen und Tilgung ein erhebliches Risiko tragen, haben sie ein verstärktes Interesse, dass ihre Forderungen nicht durch die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten verwässert werden. Sie legen dem Unternehmen meist sehr harte Beschränkungen für die Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten auf. Andererseits muss sich das Unternehmen die Möglichkeit erhalten, betriebswirtschaftlich sinnvoll zu agieren. Bereits bei Verhandlung des Debt Mezzanine Swap muss es darauf achten, dass während der Laufzeit des Mezzanine-Darlehens ausreichend Freiräume für das operative Geschäft verbleiben. Nachträgliche Änderungen der Rahmenbedingungen verursachen neben Irritationen bei Darlehensgebern meist erhebliche Kosten (Honorare, Waiver-Fees etc).

#### 1. Finanzierungseinschränkungen

Bei weltweit agierenden Unternehmen benötigen größere Tochterunternehmen Kreditlinien bei lokalen Bankinstituten, u. a. zur Abwick-

20 Vgl. auch Hofer/Möller, GmbHR 2009, 527, 528.

21 Emmerich, in: Münchner Kommentar zum BGB, 5. Aufl. 2007, § 311, Rn. 30.

22 Näher Hirte, ZIP 1988, 477; Buth/Herrmanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 3. Aufl. 2009, § 2, Rn. 27 ff.

23 IDW HFA, WPg 1994, 419 ff.; dazu Küting/Kessler, BB 1994, 2103, 2104.

24 Näher Hofer/Möller, GmbHR 2009, 527, 528 f., m. w. N.; Manz/Lammel, GmbHR 2009, 1121, 1122, m. w. N.

25 Vgl. Hofer/Möller, GmbHR 2009, 527, 529; Manz/Lammel, GmbHR 2009, 1121, 1122; Knebel/Schmidt, BB 2009, 430, 432.

26 Hofer/Möller, GmbHR 2009, 527, 528; Küting/Kessler, BB 1994, 2103, 2104.

27 BFH, 19.1.1994 – I R 67/92, BStBl. II 1996, 77, BB 1994, 1275; BFH, 14.6.2005 – VIII R 73/03, BStBl. II 2005, 861, BB 2005, 2446, mit BB-Komm. Weber, BB 2005, 2448.

28 Näher Diem, Akquisitionsfinanzierungen, 2. Aufl. 2009, S. 23 f.

29 Zur Insolvenzanfechtung von Up-Stream Sicherheiten im Konzern vgl. Wenner/Schuster, ZIP 2008, 1512 ff.

lung von Avalen, Akkreditiven und anderen kreditbegründenden Transaktionen des täglichen Betriebs. Um diese Möglichkeiten zu erhalten, werden gewöhnlich Obergrenzen in Umfang und Anzahl für lokale Linien vereinbart. Unter diese Grenze fallen auch staatliche Fördermittel, soweit sie mit einer Rückzahlungsverpflichtung verbunden sind. Kreditlinien, die zur Zins- oder Währungssicherung erforderlich sind, werden häufig in die Vereinbarungen zwischen den Darlehensgebern einbezogen.

Soweit Forderungen des Unternehmens als Sicherheit dienen, werden regelmäßig Finanzierungsmöglichkeiten wie Factoring oder Asset Based Lending eingeschränkt.

Verfügt das Unternehmen zum Zeitpunkt des Debt Mezzanine Swap noch über nicht-betriebsnotwendiges Vermögen, wird meist eine Veräußerungsverpflichtung auferlegt. Die Veräußerungserlöse bleiben nur in vorbestimmtem Umfang als Liquidität im Unternehmen. Der Rest muss zur Darlehenstilgung verwendet werden.

## 2. Gestaltung erforderlicher Freiräume

### a) Genehmigte Transaktionen

Regelmäßig ist ein Debt Mezzanine Swap mit einem umfangreichen Restrukturierungsprogramm verbunden, sodass sich eine Verbindung zwischen Restrukturierungsvorhaben und genehmigten Transaktionen (Restrukturierungsaufwendungen, Verkauf von Vermögenswerten etc.) ergibt. Das Unternehmen sollte darauf achten, dass diese Verbindung nicht zu starr definiert wird. Zeitliche Verschiebungen und die Kompensierung von negativen mit positiven Abweichungen einzelner Maßnahmen sollten erlaubt sein.

**PRAXISTIPP:** Zur Risikobeschränkung werden die Darlehensgeber regelmäßig weder eine vollständige Verwertung positiver Abweichungen mit negativen akzeptieren, noch eine Verrechnung mit erwarteten künftigen positiven Effekten. Die Möglichkeit eines teilweisen Ansparens ist bei den Verhandlungen jedoch manchmal durchsetzbar.

### b) Erlaubte sonstige Verschuldung

Bei Festlegung der erlaubten Verschuldung außerhalb des Debt Mezzanine Swap sollte das Unternehmen darauf achten, dass die hierzu vereinbarten Darlehen nicht als feste Liste in die Verträge aufgenommen werden. Dem Unternehmen sollte vielmehr erlaubt werden, einzelne Darlehen dieser Gruppe zu kündigen, rückzuführen und durch neue, gleich zu bewertende Darlehen zu ersetzen. Auch hier werden die Mezzanine-Geber ggf. einer vollständigen Substitution widersprechen. Erfahrungsgemäß ist jedoch für das Unternehmen die erhaltene Flexibilität wertvoller als die Erlaubnis, in einem stabilen Umfang Darlehen außerhalb des Debt Mezzanine Swap aufzunehmen. Eine starre Begrenzung führt meist dazu, dass nicht ausgeschöpfte Darlehensverträge nicht gekündigt werden.

### c) Lieferantenverbindlichkeiten/Lieferbedingungen

Kritisch sehen Mezzanine-Geber ferner die Erhöhung der Lieferantenverbindlichkeiten durch verlängerte Zahlungsziele. Hier muss das Unternehmen Freiräume durch die Definition geeigneter Kennziffern finden. Sinnvoll ist z. B. das Niveau der Lieferantenverbindlichkeiten nicht nur als absolute Zahl, sondern auch mittels eines mittleren Zahlungsziels zu definieren. In diesem Falle kann auch eine überproportionale Erhöhung des Zahlungsziels vereinbart werden. So wäre es dem Unternehmen erlaubt, die Früchte der operativen Verbesserung für das eigene Geschäft zu verwenden.

Mezzanine-Geber werden sich Forderungen und Vorräte immer sicherungsbereit lassen. Diese Besicherung kann im Widerspruch zu Lieferbedingungen stehen. Daher sollte das Unternehmen darauf achten, dass die Besicherung von Lieferanten im Rahmen von Eigentumsvorbehalten durch die Darlehensvereinbarungen erlaubt werden. Einer Verwendung von Vorräten und Forderungen als Sicherheit außerhalb von Eigentumsvorbehalten werden die Mezzanine-Geber in der Regel nicht zustimmen.

### d) Verkaufserlöse

Bei Re-Investition von Verkaufserlösen wird meist die Verbindung zu einem Restrukturierungsprogramm gesucht. Für das Unternehmen ist von Vorteil, wenn der Freiraum neben diesem festgelegten Programm Kompensationsmöglichkeiten zulässt oder eine Über-Performance nicht komplett an die Darlehensgeber ausschüttet wird.

**PRAXISTIPP:** Erfahrungsgemäß sind solche Vereinbarungen zum Zeitpunkt der Verhandlungen über den Debt Mezzanine Swap einfacher zu treffen als zum späteren Zeitpunkt des Auftretens der Verkaufserlöse.

## V. Konsequenzen für Planungs- und Berichtsprozesse

Ein weiterer Bereich, auf den sich ein Debt Mezzanine Swap auswirkt und dessen Vernachlässigung später häufig zu schmerzhaften Anpassungen führt, sind die vereinbarten Berichtsansforderungen. Da Mezzanine-Geber bei Verwertung von Sicherheiten zweitrangig bedient werden, ist die Werthaltigkeit ihrer Darlehen letztlich von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens abhängig. Daher sind sie in höherem Maße auf Informationen aus dem Unternehmen angewiesen als die im Rang vor ihnen stehenden Darlehensgeber. Sie werden somit regelmäßig auf umfangreichen Berichtspflichten bestehen, die sich nicht nur auf die üblichen Kennziffern, wie Umsatz, Ertrag und Verbindlichkeiten, sondern auch den Umfang der Sicherheiten, das Niveau lokaler Darlehen u. Ä. erstrecken. Unternehmen sind auf solche detaillierten Verpflichtungen selten vorbereitet und kommen immer wieder in die Verlegenheit, für die Abgabe der Berichte Fristverlängerungen beantragen zu müssen. Aber auch ohne diese Fristverlängerungen stellen die Berichtspflichten (meist vierteljährliche Berichte) eine permanente und hohe Belastung für das gesamte Unternehmen dar.

**PRAXISTIPP:** Das Unternehmen sollte bei Verhandlung eines Debt Mezzanine Swap sorgfältig darauf achten, welche Berichtsverpflichtungen mit dem existierenden Berichtswesen erfüllt werden können, ggf. eine Anpassung erfordern bzw. erst langfristig erfüllt werden können. Investitionen in diesen Bereich werden bei der Formulierung von Restrukturierungsplänen häufig vernachlässigt und der Personalabbau in den entsprechenden Bereichen wird zeitlich zu aggressiv geplant. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass Übergangsfristen relativ leicht vereinbart werden können, wenn diese gut begründet werden. Ebenso können Verpflichtungen abgewehrt werden, wenn das Unternehmen die Unmöglichkeit darlegen kann.

Sind einzelne Konzerngesellschaften Mit-Darlehensnehmer, werden Mezzanine-Geber testierte Einzelabschlüsse dieser Gesellschaften – wahlweise nach Landesrecht oder einem internationalen Rechnungslegungsstandard – fordern. Konzerne sind es gewohnt, dass ihre Konzerngesellschaften weitgehend von dieser Verpflichtung befreit sind.

Das Wiederaufleben durch einen Darlehensvertrag ist dann operativ und finanziell eine erhebliche Belastung. Unternehmen, die einen Debt Mezzanine Swap vereinbaren, sind sich oft nicht bewusst, dass mit dem Abschluss einer solchen Vereinbarung auch die Verpflichtung zur detaillierten Planung einhergeht. Mezzanine-Geber werden, um die Werthaltigkeit ihrer Darlehen zeitnah beurteilen zu können, auf vierteljährlichen Forecasts bestehen. Sofern diese in einem Unternehmen noch nicht implementiert sind, ist die Einführung ein tiefer Eingriff in dessen Prozesse. Welche Probleme sich bei einem Debt Mezzanine Swap häufig stellen, sei an einem Praxisfall verdeutlicht:

## VI. Praxisfall

Ein Automobilzulieferer mit einem Umsatz von ca. 600 Mio. Euro und weltweiten Aktivitäten geriet in die Restrukturierung. Durch verschiedene Akquisitionen waren Darlehen in Höhe von 310 Mio. Euro aufgenommen worden. Diese waren wie folgt strukturiert: Term-Loan (120 Mio. Euro), Betriebsmittellinie (40 Mio. Euro), nachrangige Anleihe (150 Mio. Euro).

Während der Verhandlungen über die Restrukturierung wurde seitens der Darlehensgeber eine Brückenfinanzierung von 15 Mio. Euro gewährt. Damit war der Automobilzulieferer zum Zeitpunkt der Restrukturierung mit 325 Mio. Euro verschuldet. Für den Schuldendienst dieser Darlehen standen ca. 20 Mio. Euro (EBITDA abzüglich erforderlicher Erhaltungsinvestitionen) zur Verfügung. Der vorgelegte Restrukturierungsplan prognostizierte eine Schuldendienstfähigkeit von 60 Mio. Euro über einen Drei-Jahreszeitraum. Die Kosten für dieses Restrukturierungsprogramm lagen bei 30 Mio. Euro.

Im Rahmen eines Debt Mezzanine Swap wurden die Anleiheschulden 45 Mio. Euro des Senior-Loans in Mezzanine-Darlehen umgewandelt. Gleichzeitig verzichteten die (neuen) Mezzanine-Gläubiger auf 105 Mio. Euro ihrer Darlehen. Erst nach der Umwandlung konnten sich die Anleihe-Gläubiger zu einem Darlehensverzicht bereiterklären. Nach dem Debt Mezzanine Swap ergab sich folgende Darlehensstruktur: Term-Loan (110 Mio. Euro), Betriebsmittellinie (20 Mio. Euro), Nachrangdarlehen (90 Mio. Euro).

Für den Erfolg des Debt Mezzanine Swap erwiesen sich folgende Punkte als Hauptschwierigkeiten:

- Die Vereinbarung einer festen Liste lokaler Darlehen führte dazu, dass bereits 12 Monate nach Abschluss des Debt Mezzanine Swap nur noch 50% des ursprünglich vereinbarten Volumens ausgeschöpft werden konnte. Durch Verlagerung des Geschäftsvolumens zwischen Konzerngesellschaften wurden die entsprechenden lokalen Darlehen nicht mehr benötigt. Das Unternehmen hatte jedoch vertraglich keine Möglichkeit, die Linien für Gesellschaften mit höherem Volumen auszuweiten oder neue abzuschließen.
- Ebenso nachteilig erwies sich eine zu enge Definition der erlaubten Einräumung von Sicherungsrechten an Vorräten. Es mussten Angebote von Lieferanten zur Aufrechterhaltung des Lieferantenkredits regelmäßig abgelehnt werden, wenn sie mit der Gewährung eines Eigentumsvorbehalts verbunden waren.
- Insbesondere stellte die Verpflichtung zur Abgabe von Einzelabschlüssen das Unternehmen vor ein nahezu unlösbares Problem. Kern war nicht die Ressourcen-Knappheit, sondern die mangelnde Erfahrung der einzelnen Konzerngesellschaften im Hinblick auf die viel umfangreichere Prüfung für ein Volltestat im Vergleich zu einer Durchsicht im Rahmen der Konzernprüfung.

- Bei der Berichterstattung über Sicherheiten zeigte sich, dass das Unternehmen keine Prozesse implementiert hatte, Quartalsabschlüsse zu erstellen und vierteljährlich über Forderungen und Vorräte zu berichten. Es fehlten vereinfachte Verfahren zur Bewertung, regelmäßige Inter-Company-Abstimmungen und die Vereinheitlichung von Berichtssystemen.
- Die Schwierigkeiten konnten nur durch nachträgliche Anpassung der Darlehensverträge bewältigt werden, was das Unternehmen mit erheblichem Vertrauensverlust bei den Darlehensgebern bezahlte. Die Bearbeitung der Fristverlängerungen beanspruchte die entsprechenden Konzernabteilungen zusätzlich.

Das Beispiel zeigt, wie wichtig bei der Durchführung eines Debt Mezzanine Swap sowohl die Gestaltung von erforderlichen Freiräumen bei der weiteren Finanzierung als auch das Bedenken seiner Konsequenzen für Planungs- und Berichtsprozesse sind.

## VII. Zusammenfassung

1. Ein Debt Mezzanine Swap kann die Eigenkapitalquote eines Unternehmens verbessern, Verbindlichkeiten reduzieren und gleichzeitig steuerlich nachteilige Folgen des Debt Equity Swap vermeiden. Das Unternehmen gewinnt neuen finanziellen Spielraum.
2. Ein Debt Mezzanine Swap führt jedoch zu mehrfachen Einschränkungen für die weiteren Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens. Umso wichtiger ist es, bei der Verhandlung des Debt Mezzanine Swap die weiterhin erforderlichen Finanzierungsfreiräume zu bedenken und zu gestalten. Nur so kann der Debt Mezzanine Swap den gewünschten Restrukturierungserfolg bringen.
3. Vor Durchführung eines Debt Mezzanine Swap sind insbesondere dessen Konsequenzen für Planungs- und Berichtsprozesse des betroffenen Unternehmens zu beachten. Gerade in diesem Bereich können in der Praxis Gefahren lauern.

## // Autoren

**Herbert Oelke** arbeitet als Director bei Alvarez & Marsal Deutschland in München im Bereich Restrukturierung. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind Controlling, Accounting und Treasury. Er bekleidete Interimpositionen als Controller, Treasurer und CFO in der Automobilindustrie, im Einzelhandel und Anlagenbau.



**Dr. Helge-Torsten Wöhlert** ist Rechtsanwalt im Münchener Büro von Heuking Kühn Lüer Wojtek. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Gesellschaftsrecht, Mergers & Acquisitions, Bankrecht sowie Prozessführung in den vorgenannten Gebieten. Er ist Lehrbeauftragter der Hochschule Fresenius, München.



**Dr. Stephan Degen**, Maître en Droit, ist Rechtsanwalt und Steuerberater im Münchener Büro von Heuking Kühn Lüer Wojtek. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Restrukturierung, Insolvenzrecht/Sanierung, Steuerrecht und Steuerstrafrecht.

