

## RECHT UND KAPITALMARKT

# Refinanzierung oder Restrukturierung

Die Komplexität steigt – Banken wollen risikoarmes Geschäft – Auf eine positive Fortführungsprognose kommt es an

Von Thomas Schrell \*)

.....  
**Börsen-Zeitung, 18.8.2012**  
Refinanzierungsthemen sind in aller Munde. Die von Private Equity bis in die Jahre 2007/2008 strukturierten, hoch fremdfinanzierten Unternehmenskäufe stehen jetzt zur Refinanzierung an. Aber auch in anderen Segmenten ist die Situation ähnlich: Konsortialkredite für Immobilien nähern sich ihrem Endfälligkeitstermin und sind aktuell wie in den kommenden Jahren zu refinanzieren. Hinzu kommen diejenigen Immobilienakquisitionskredite in Milliardenhöhe, die in der Vergangenheit zu einem wesentlichen Teil über den Kapitalmarkt durch Verbriefungsinstrumente finanziert worden sind.

Nun könnte man meinen, es ginge bei alledem nur darum, den alten Finanzierungspartner bei Laune zu halten und gegebenenfalls in einzelnen Fällen neue Partner hinzuzugewinnen. Eine solche Betrachtung greift aber in nicht wenigen Fällen zu kurz. Die Analyse zeigt, dass im Einzelfall die Dinge für die Beteiligten komplexer und vielfach auch problematischer sind.

### Frühzeitig angehen

Rückt der Zeitpunkt der Endfälligkeit des Darlehens näher, ist der Kreditnehmer zunächst gut beraten, frühzeitig auf die Gruppe der bestehenden Finanzierer zuzugehen, aber auch den Austausch mit möglichen neuen Partnern zu suchen. Insbesondere sollte der Investor prüfen, ob zum Zeitpunkt der Endfälligkeit möglicherweise eine Finanzierungslücke besteht und wie diese gegebenenfalls anzugehen ist. Hier ist frühzeitiges Handeln angesagt. Zunächst ist der Markt potenzieller Kreditgeber deutlich geschrumpft: Eine ganze Reihe von Banken hat sich in den jüngeren Vergangenheit aus dem (Akquisitions-)Finanzierungsmarkt zurückgezogen. Diejenigen, die im Markt verblieben sind, verlangen heutzutage deutlich mehr Eigenmittel als vor der Krise und haben die

wirtschaftlichen Konditionen wie die vertraglichen Regelungen messbar verschärft. Bei vielen Banken steht nunmehr risikoarmes, kundensorientiertes Geschäft im Fokus. Dieses muss nachhaltig profitabel sein. Banken sind aufgefordert, Kreditrisiken abzubauen und die Kapitalbindung spürbar zu minimieren.

### Überschaubare Verlängerung

Beliebt bei Investoren insbesondere bei Immobilienfinanzierungen ist die Prolongation der vor der Endfälligkeit stehenden Kredite. Die Praxis zeigt, dass sich Banken auf entsprechende Wünsche des Kunden grundsätzlich dann einlassen, wenn es dem Investor nicht nur um schlichten Zeitgewinn geht. Voraussetzung für eine Verlängerung ist typischerweise, dass es um überschaubare Verlängerungszeiten geht und eine positive Zinsdeckung gesichert ist.

Nicht sehr wahrscheinlich ist eine Refinanzierung/Prolongation für einen längeren Zeitraum vollständig durch die Gruppe der Altbanken oder auch nur die Übernahme der Refinanzierungslast allein durch den Bankenmarkt. Gibt es eine Refinanzierung, tritt häufig ein Finanzierungsmix an die Stelle der klassischen, allein von Banken bereitgestellten Mittel. Bereitgestellt wird dieser durch alte und/oder neue Bankpartner, ergänzendes teureres Nachrangkapital von institutionellen Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen, im Einzelfall auch von spezialisierten Debt Funds, sowie gegebenenfalls über frisches Eigenkapital aus dem Gesellschafterkreis.

Sollte der Investor zum Endfälligkeitstermin nicht in der Lage sein, den zur Rückführung anstehenden Kreditbetrag zurückzuzahlen, kommt es nach der Regelungsmechanik des Kreditvertrages zu einem Leistungsstörungsereignis. Nichtzahlung bei Fälligkeit ist dabei klassisch. Leistungsstörungen berechnen den Kreditgeber zu einer Reihe von Handlungsoptionen. Zu nennen sind hier beispielsweise der Ab-

schluss von Stillhalteabkommen, aber auch das faktische Stillhalten, die Vereinbarung und Umsetzung anderer einvernehmlich mit dem Kreditnehmer zu regelnder Restrukturierungsmaßnahmen, wie Stundungs- und Kapitalisierungserklärungen, Forderungsverzichte, Rangrücktrittserklärungen, die Umwandlung von Fremdmitteln in Eigenmittel oder eigenmittelähnliche Finanzierungsinstrumente wie die Vergabe von Neukrediten.

### Exitvarianten aller Couleur

Gelingt es dem Investor nicht, mit dem Kreditgeberkreis Konsens über Notwendigkeit, Art und/oder Umfang von Restrukturierungen zu erzielen, ist auf Seiten des Investors Aufmerksamkeit angesagt: Scheitert eine einvernehmliche Restrukturierung, stehen dem Kreditgeber Exitvarianten aller Couleur, bei denen der Gläubiger einseitig und gegen den Willen des Schuldners den Ausstieg sucht, zur Verfügung. Hier ist natürlich an erster Stelle an die Fälligkeit des Darlehens zu denken, aber auch der Verkauf des Kredits oder die Übertragung des wirtschaftlichen Risikos aus diesem auf eine andere Bank oder einen institutionellen Investor kommt in Betracht.

Neben der Endfälligkeit und potenziellen Zahlungsunfähigkeitsthemen hat der Kreditnehmer kontinuierlich, aber natürlich auch zum Ende der Laufzeit seiner Finanzierung, Liquidität, Cash-flow sowie den Verschuldungsgrad seines Unternehmens zu beobachten. Das ist eine betriebswirtschaftliche Notwendigkeit, aber auch deswegen von ganz elementarer Wichtigkeit, weil bestimmte liquiditätsbezogene Kennzahlen wie Zinsdeckung, Schuldendienstdeckung, aber auch der Verschuldungsgrad im Kreditvertrag bindend festgeschrieben werden. Das ist bei größeren Finanzierungsvolumina gängige Praxis. Die Finanzkennzahlen sind über die gesamte Laufzeit bis zur Endfälligkeit des Darlehens vom Kreditnehmer einzu-

halten. Werden diese aufgrund eines geänderten wirtschaftlichen Umfelds und/oder von erheblichen Einbrüchen in der Geschäftsaktivität des Investors nicht eingehalten (oder ist es absehbar, dass diese nicht eingehalten werden können), liegt auch hier eine Leistungsstörung vor.

Nun veranlasst ein einmaliger Bruch von Finanzkennzahlen den Schuldner typischerweise, von den Gläubigern zunächst eine Erklärung zu verlangen, wonach diese auf die Ausübung von Rechten unter dem Kreditvertrag, insbesondere Kündigung, verzichten. Solche Erklärungen, wenn sie von den Kreditgebern erteilt werden, erfolgen jedoch nicht bedingungslos. Sollten sich Finanzkennzahlen vor dem Hintergrund einer sich grundlegend und mindestens mittelfristig gewandelten Konjunktur als dem Geschäftsmodell des Investors nicht mehr angemessen erweisen, reicht eine einmalige Verzichtserklärung nicht aus. Vielmehr sind die Finanzkennzahlen grundlegend neu zu vereinbaren, und die Darlehensdokumentation ist entsprechend anzupassen.

### Höchste Wachsamkeit

Schließlich bedarf es auch aus insolvenzrechtlichen Gründen höchster Wachsamkeit, sollte es erhebliche negative Veränderungen bei Liquidität und dem Ausmaß der Verschuldung geben. So ist das Management einer Gesellschaft, unverzüglich nachdem Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung eingetreten ist, zur Stellung eines Antrags auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens verpflichtet. Zahlungsunfähig ist der Schuldner, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Pflichten zu erfüllen. Nach der jedenfalls bis Ende 2013 geltenden Gesetzeslage ist der Kreditnehmer überschuldet, wenn seine Aktiva die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr decken, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist überwiegend wahrscheinlich. Diese positive Fortführungsprognose wird ganz überwiegend als Zahlungsfähigkeitsprognose für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren gedeutet.

### Wenn Überschuldung droht

Bekannt ist, dass sich die Unterneh-

menswelt mit dem Überschuldungsbegriff außerordentlich schwertut. Zunächst ist dem Kaufmann weitgehend unbekannt, dass Überschuldung die Geschäftsführung zur Antragstellung zwingt. Darüber hinaus klagt die Praxis über erhebliche Anwendungs- und Bewertungsunsicherheiten. Ob der geltende Überschuldungsbegriff mittelfristig beibehalten werden soll, steht aktuell (wieder einmal) zur Debatte.

Ist das Unternehmen nun über den Bruch von Finanzkennzahlen hinaus mit den genannten insolvenzrechtlich brisanten Themen konfrontiert, bedarf es weitergehender Restrukturierungen in Form von Liquiditätszufuhr, aber auch durch Maßnahmen, die darauf gerichtet sind, im Unternehmen vorhandene Liquidität zu konservieren. Der Überschuldung auf der anderen Seite ist durch Maßnahmen zu begegnen, die darauf abzielen, den Verschuldungsgrad auf ein betriebswirtschaftlich tragfähiges und insolvenzrechtlich zulässiges Maß zu verringern – wie Forderungsverzichte oder Rangrücktritte.

.....  
\*) Thomas K. Schrell ist Partner bei SJ Berwin in Frankfurt.