

Mitbestimmungsförderung

Information | März 2014

Inhalt

Einleitung.....	2
Verschuldung: Segen und Fluch zugleich	3
Ent- und Umschuldung.....	5
Fallbeispiel Schaeffler AG....	7
Fazit.....	9

Markus Sendel-Müller und Caroline Köck

Refinanzierung und Entschuldung

Auswirkungen der Finanzierungs politik auf den strategischen Handlungsspielraum von Unternehmen am Beispiel der Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG

Auf einen Blick ...

- Der Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 ff. brachte weltweit Unternehmen ins Trudeln und ist trotz deutlicher konjunktureller Erholungen vielerseits bis zum heutigen Tag nicht als überwunden anzusehen.
- Viele Unternehmen sehen sich auch heute noch immensen Schuldenbergen gegenübergestellt, deren Zins- und Tilgungs-lasten sie in ihren Handlungsspielräumen deutlich einschränken.
- In einigen europäischen Volkswirtschaften führt dies so weit, dass große Konzerne nur aufgrund der lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) nicht von ihrer Schuldenlast erdrückt werden.
- Sollte die EZB in absehbarer Zukunft die Zinsen wieder anheben, kann dies zur deutlichen Erhöhung der Zinszahlungen für diese Unternehmen führen.
- Somit ist zu erwarten, dass die Themen „Entschuldung“ und „Umschuldung“ künftig auch bei Unternehmen eine große Rolle spielen, die zwar operativ hohe Renditen erwirtschaften, gleichzeitig aber eine hohe Verschuldung aufweisen.

1. Einleitung



Wichtig | Info

Für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat werden die Themen „Unternehmensfinanzierung“ und „Rechnungslegung“ künftig von immer größerer Bedeutung sein.

Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat sehen sich mit zunehmend komplexer werdenden Fragestellungen konfrontiert. Vor allem im Bereich der Unternehmensfinanzierung und der externen Rechnungslegung herrscht dabei eine Dynamik vor, die zu einem ständigen Bedarf an Weiterqualifizierung der Aufsichtsräte führt, wenn sie auch künftig ihren gesetzlichen Aufgaben in vollem Umfang nachkommen wollen.

Die Unternehmensfinanzierung unterliegt derzeit einem Wandel. Auf internationaler Ebene richten Unternehmen ihre Fremdfinanzierung immer weniger auf das klassische Bankdarlehen aus, sondern versuchen die Banken durch alternative Finanzierungsquellen zu umgehen. Dies geschieht beispielsweise, indem keine Kredite mehr bei Kreditinstituten aufgenommen werden, sondern eine Liquiditätsbeschaffung in Form von Anleiheemissionen direkt am Kapitalmarkt erfolgt.

Die aktuelle Niedrigzinspolitik der europäischen Zentralbank fördert diesen Strukturwandel, da die derzeit an den internationalen Kapitalmärkten zu zahlenden Zinsen für Anleihen als sehr niedrig eingestuft werden können.

Gleichzeitig sehen sich viele Unternehmen weiterhin mit einer hohen Schuldenlast konfrontiert, die in den Krisenjahren 2007 ff.¹ entstanden ist. Diese Unternehmen versuchen, sich ihrer Verbindlichkeiten durch eine Veränderung ihrer Finanzierungsstruktur zu entledigen (Entschuldung bzw. Deleveraging) oder zumindest die Zins- und Tilgungslasten spürbar zu verringern (Umschuldung bzw. Refinancing). Die hierbei zur Anwendung kommenden Techniken der Unternehmensfinanzierung sind hochgradig komplex und beinhalten entsprechende Risiken für den Fortbestand der Unternehmen. Für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ist daher ein grundlegendes Wissen über die Chancen und Risiken von Ent- und Umschuldungsstrategien von großer Bedeutung, um ihrer gesetzlichen Beratungs- und Kontrollfunktion gegenüber dem Vorstand nachkommen zu können.

Zur Veranschaulichung des Themenkomplexes der Ent- und Umschuldung wird im Rahmen dieses Papiers auf den Fall der Schaeffler AG eingegangen. Trotz konjunktureller Erholung und einer entsprechend positiven Entwicklung des operativen Geschäfts wird das Unternehmen auch weiterhin durch eine hohe Verschuldung belastet.



Wichtig | Info

Die sich aus der US-amerikanischen Subprime-Immobilienkrise entwickelte internationale Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 ff. erscheint bis zum heutigen Tag nicht endgültig überwunden.

¹ Hier ist der Hinweis angebracht, dass die Autoren dieses Papiers nicht davon ausgehen, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Jahre 2007 – 2009 beschränkt war. Vielmehr zeigen sich die Auswirkungen in der Unternehmenslandschaft bis heute. Ferner hat die sich an die Finanz- und Wirtschaftskrise anschließende Schuldenkrise im Euroraum weitere Kreditinstitute in Bedrängnis gebracht und so die Kreditvergabe an die Privatwirtschaft zusätzlich beeinträchtigt.

2. Verschuldung: Segen und Fluch zugleich



Wichtig | Info

Unter dem Kapitaldienst ist die Summe aus Kredittilgung und Zinszahlungen zu verstehen



Erläuterungen

Das **Eigenkapital** wird dem Unternehmen vom Eigentümer zur Verfügung gestellt, während das **Fremdkapital** von Gläubigern zur Verfügung gestellt wird. Da der Eigenkapitalgeber das volle unternehmerische Risiko trägt (beispielsweise bei Insolvenz des Unternehmens) steht ihm grundsätzlich die Geschäftsführungskompetenz zu und er hat Anspruch auf den Gewinn. Der Fremdkapitalgeber hat im Regelfall keine Geschäftsführungskompetenz und keinen Anspruch auf den Unternehmensgewinn. Er erhält eine vertraglich vereinbarte (fixe oder variable) Verzinsung des von ihm geliehenen Geldes.



Erläuterungen

Die Rating-Note gibt eine Einschätzung über die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens ab. Meist wird sie in Form von Buchstaben oder einer Kombination von Buchstaben und Zahlen ausgedrückt (z. B. AAA oder Ba1).



Erläuterungen

Der Begriff „Financial Covenants“ stammt aus dem anglo-amerikanischen Raum. Vom Kreditgeber werden dabei im Kreditvertrag für den Kreditnehmer bestimmte Auflagen vorgegeben oder es müssen bestimmte betriebswirtschaftliche Kennzahlen erzielt werden. Oftmals werden hierbei Kennzahlen mit Bezug zur Eigenkapitalquote, dem Verschuldungsgrad oder auch zu Kapitalrentabilitäten herangezogen.

Die sich aus der US-amerikanischen Immobilienkrise entwickelte internationale Finanz- und Wirtschaftskrise traf ab dem dritten Quartal 2008 und in 2009 weltweit viele Industriekonzerne völlig unvorbereitet. Vor allem diejenigen Konzerne, die sich zuvor den so genannten Leverage-Effekt zunutze gemacht hatten, gerieten rasch in eine bedrohliche Schieflage. Diese manifestierte sich in einem deutlichen zusätzlichen Anstieg der bereits hohen Verschuldung bei gleichzeitigem Rückgang der verfügbaren liquiden Mittel.

Der Leverage-Effekt beschreibt den Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Verschuldung eines Unternehmens. Als grundlegende Regel hierbei gilt: solange die Gesamtkapitalrendite über dem Zinssatz für Fremdkapital liegt, erhöht eine zusätzliche Kreditaufnahme die Eigenkapitalrendite.² Dieser Zusammenhang ergibt sich daraus, dass im Regelfall die Verzinsungsforderungen von Fremdkapitalgebern unter den Verzinsungsansprüchen von Eigenkapitalgebern liegen und somit Eigenkapital für eine Gesellschaft tendenziell teurer ist. Mit anderen Worten: So lange mit dem eingesetzten Kapital im Unternehmen mehr Geld verdient werden kann, als das Fremdkapital in Form von Zinsen kostet, kann der Eigentümer durch zusätzliche Verschuldung seine eigene Rendite erhöhen (positiver Leverage-Effekt). Sinkt die Rentabilität des Unternehmens jedoch, so dass die fälligen Zinsen nicht mehr erwirtschaftet werden können, ist eine hohe Verschuldung umso gefährlicher, da das Insolvenzrisiko des Unternehmens steigt (negativer Leverage-Effekt).

Außerdem kann sich der Ersatz von Eigenkapital durch Fremdkapital negativ auf das Rating auswirken, weil Verschuldung eine zentrale Rolle für die Kreditwürdigkeit spielt. Eine erhöhte Verschuldung vergrößert das Risiko der Zahlungsunfähigkeit, da mehr Zins- und Tilgungszahlungen erwirtschaftet werden müssen. Somit steigt für die Gläubiger das Ausfallrisiko, so dass sie als Entschädigung für ihr Risiko höhere Zinsen verlangen.

Nach außen hin wird dies durch eine entsprechend herabgestufte Rating-Note kommuniziert. Somit bedeutet eine bewusste Nutzung des Leverage-Effekts, dass auf der einen Seite zwar die Eigenkapitalrendite für den Unternehmenseigner erhöht wird, sich auf der anderen Seite die Finanzierungskonditionen verteuern können. Da der Leverage-Effekt nur unter der Prämisse gilt, dass die Gesamtkapitalrendite über dem zu zahlenden Fremdkapitalzinssatz liegt, kann eine Krise wie sie die Wirtschaft in den Jahren 2008 und 2009 traf, dazu führen, dass die Gesamtkapitalrendite unter den Zinssatz für Fremdkapital sinkt und sich ein negativer Leverage-Effekt ergibt.

² Vgl. Bieg, H./Kußmaul, H./Waschbusch, G. (2012), S. 373.



Wichtig | Info

Eine negative **Ratingeinschätzung** verteuert die Kreditkonditionen für den Kreditnehmer.

Die Vereinbarung von **Financial Covenants** schränkt die Handlungsspielräume des Kreditnehmers ein.



Literaturtipps

Erläuterungen zu Kennzahlen des Jahresüberschusses sowie zur Bilanzierung nach HGB und IFRS finden sich in dem Buch Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd: Externes Rechnungswesen, 6. Aufl., München 2012

Des Weiteren gilt zu bedenken, dass mit zunehmender Verschuldung eines Unternehmens die Fremdkapitalgeber bestrebt sind, ihre Risikoposition zu verbessern. Da sie juristisch keine Geschäftsführungskompetenz haben, versuchen sie durch die Festlegung so genannter Financial Covenants in Kreditverträgen faktisch Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. Im Regelfall sind vom Kreditnehmer verschiedene betriebswirtschaftliche Kennzahlen zu erreichen, wie beispielsweise eine Mindest-Eigenkapitalquote oder ein maximaler Nettoverschuldungsgrad.³

Für den Kreditgeber stellen Financial Covenants einen Frühindikator dar. Werden die im Kreditvertrag vorgegebenen Mindest- oder Maximalwerte nicht eingehalten, kann der Kreditgeber frühzeitig Fehlentwicklungen des Engagements erkennen und gegensteuern. Für den Kreditnehmer hingegen, stellen die Financial Covenants Einschränkungen seiner Entscheidungsautonomie dar. Investitionen können unter Umständen nicht getätigt werden, weil dies die vereinbarten Covenants verletzen würde. Während also eine negative Ratingeinschätzung die Kreditkonditionen verteuert, schränken Financial Covenants die unternehmerische Handlungsfreiheit zusätzlich zum zu leistenden Kapitaldienst ein.

Bis zum heutigen Tag haben sich viele Konzerne weltweit trotz einer deutlichen konjunkturellen Belebung nicht von den krisenhaften Entwicklungen der Jahre 2007 ff. erholt. Vor allem das Problem einer übermäßigen Verschuldung und eines damit einhergehenden hohen Kapitaldiensts beschäftigt die Unternehmenspraxis weiterhin. Verstärkt werden diese Effekte durch verteuerte Kreditkonditionen und Einschränkungen durch Financial Covenants in den Kreditverträgen. Dies geht soweit, dass einige Unternehmen derzeit hauptsächlich aufgrund der aktuellen Niedrigzinspolitik der EZB überleben und bei einem Anstieg der Zinsen und der zu tätigen Kapitaldienste mit hoher Wahrscheinlichkeit zusammenbrechen würden.⁴

³ Der Nettoverschuldungsgrad (Total Net Debt Ratio) stellt das Verhältnis von Nettoverschuldung (also die Schulden abzüglich aller kurzfristigen Liquiditätsbeständen wie bspw. veräußerbare Wertpapiere) zum Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) dar. Die Kennzahl gibt an, wie viele Jahre ein Unternehmen benötigt, um seine Netto-Verschuldung aus dem eigenen operativen Ergebnis vor Abschreibungen zurückzuführen.

⁴ Vgl. Müller, E. (2013), S. 97 f.

3. Ent- und Umschuldung

Erläuterungen

Deleveraging:

Zur Entschuldung eines Unternehmens können bspw. nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände oder auch Unternehmensteile veräußert und anschließend mit dem Veräußerungserlös Fremdkapital zurückgezahlt werden.

Refinancing:

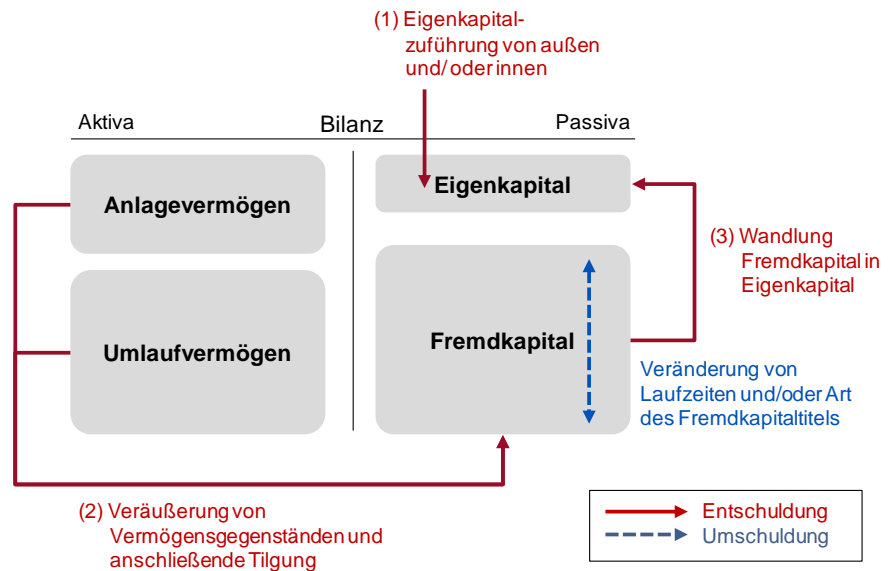
Im Rahmen der Umschuldung können beispielsweise Anleihen ausgegeben und anschließend mit dem Emissionserlös Bankverbindlichkeiten zurückgezahlt werden.

Die Literatur zur Unternehmensfinanzierung beschäftigt sich bislang nicht explizit mit den Themen „Entschuldung“ (Deleveraging) und „Umschuldung“ (Refinancing). Lediglich in der Literatur zur Unternehmenssanierung werden diese Themen unter dem Oberbegriff des „debt-to-equity-swap“ behandelt, allerdings dann immer im Kontext mit einer Existenz bedrohenden Krisensituation. Doch auch Unternehmen, die sich nicht in einer Krise befinden, nutzen die Instrumente zum Deleveraging und zum Refinancing in immer stärkerem Maße, da sie trotz einer erfolgten wirtschaftlichen Erholung immer noch große Schuldenlasten aus den Jahren 2007 ff. mit sich tragen. Nachfolgende Darstellung zeigt anhand des Bilanzaufbaus die Wirkungsmechanismen von Deleveraging und Refinancing.

Abb.: Ent- und Umschuldung im Überblick

Literaturtipps

Um einen grundlegenden Überblick über die Techniken der Unternehmensfinanzierung zu erhalten empfiehlt sich das Buch Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Finanzierung, 2. Aufl., München 2009



Quelle: Eigene Grafik

Beim **Deleveraging** stehen einem Unternehmen grundsätzlich drei Wege offen:

- (1) Zunächst können bisherige oder neue Anteilseigner dem Unternehmen Eigenkapital von außen zur Verfügung stellen oder das Eigenkapital wird aus einbehaltenen Gewinnen erhöht (so genannte Thesaurierung).
- (2) Des Weiteren können Vermögensgegenstände auf der Aktivseite der Bilanz verkauft und die Veräußerungserlöse zur Schuldentilgung verwendet werden.
- (3) Schließlich können Fremdkapitalgeber ihre bisherigen Darlehensforderungen durch einen debt-to-equity-swap in Eigenkapital umwandeln.

Erläuterungen

Bei einem **debt-to-equity-swap** wird Fremdkapital (debts) in stimmberechtigtes Eigenkapital (equity) getauscht. Der bisherige Gläubiger wird hierdurch zum Unternehmenseigner bzw. zu einem Investor

Bei der **Umschuldung** hingegen werden im Bereich des Fremdkapitals Strukturveränderungen vorgenommen. Dies kann beispielsweise geschehen, indem ein Unternehmen eine Anleihe mit langer Laufzeit ausgibt und mit dem Emissionserlös kurzfristige Verbindlichkeiten zurückzahlt. Der Vorteil liegt im Regelfall darin, dass die neuen Verbindlichkeiten eine längere Laufzeit aufweisen als die bisherigen (Streckung des Rückzahlungszeitraums) sowie eine niedrigere Verzinsung (Verringerung des zu leistenden Kapitaldienstes).

Mittlerweile können zahlreiche Hinweise darauf gefunden werden, dass auch wirtschaftlich gesunde Unternehmen die aktuelle Niedrigzinsphase dazu nutzen, um ihre Unternehmensfinanzierung neu zu strukturieren. So sind Fälle zu beobachten, bei denen wirtschaftlich erfolgreiche Unternehmen durch die Ablösung älterer Anleiheemissionen mittels niedriger verzinsten Anleihen ihre Liquiditätssituation massiv verbessern konnten.⁵

Umgekehrt gibt es Fälle, bei denen Unternehmen bewusst durch anleihefinanzierte Aktienrückkaufprogramme ihre Verschuldung erhöhen, weil die zu zahlenden Anleihezinsen niedriger sind als die zu gewährenden Dividenden auf die entsprechenden Aktien.⁶

Gerade diese beiden genannten Phänomene sind deutliche Indikatoren für den bereits erwähnten internationalen Trend, dass sich Unternehmen in einem geringeren Maße durch Bankkredite finanzieren und verstärkt auf andere Quellen der Finanzierung zurückgreifen.⁷ Begriffe wie Deleveraging und Refinancing dürften somit in naher Zukunft für die Praxis der Unternehmensfinanzierung an Bedeutung gewinnen.

Die obigen Ausführungen sollen aber nicht dazu verleiten, die Emission von Anleihen als Königsweg in der Unternehmensfinanzierung zu sehen. Vielmehr ist eine erfolgreiche Anleiheplatzierung an den Kapitalmärkten von vielen Einflussfaktoren abhängig und aufgrund der anfallenden Emissionskosten im Regelfall nur durch große Unternehmen oder Staaten umsetzbar. In Deutschland wurde aus diesen Gründen ein Anleihenmarkt speziell für mittelständische Unternehmen ins Leben gerufen. Die anfängliche Euphorie über den Markt für Mittelstandsanleihen ist mittlerweile einer gewissen Ernüchterung gewichen, da viele Unternehmen, vor allem aus dem Bereich der erneuerbaren Energien, Insolvenz anmelden mussten. Des Weiteren sind aus Sicht der Kapitalmärkte mittelständische Unternehmen krisenanfälliger und die ausgegebenen Anleihen müssen von den emittierenden Gesellschaften im Regelfall hoch verzinst werden.

Dies zeigt, dass letztlich immer ein Abgleich zwischen wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit im Sinne von Kapitaldienstfähigkeit aus eigener Kraft und den zu zahlenden Kapitalkosten unabhängig vom gewählten Finanzierungsweg erfolgen muss.



Erläuterungen

Bei einem Aktienrückkauf kauft eine Aktiengesellschaft eigene Anteilsscheine von den Anteilseignern wieder zurück. In Deutschland dürfen Aktiengesellschaften auf der Grundlage eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses bis zu 10% ihres Grundkapitals wieder von den Aktionären zurückkaufen.

⁵ Vgl. Hansen, N./Böhmer, R./Seiwert, M. (2013), S. 64.

⁶ Vgl. Sommer, U. (2012), S. 18.

⁷ Vgl. Kann, G. (2013), S. 19; Tarashev, N./von Peter, G. (2013), S. 1; Dt. Bundesbank (2012), S. 28.

4. Fallbeispiel Schaeffler AG

Um die bisherigen theoretischen Ausführungen anschaulicher zu gestalten, macht eine Untermauerung anhand praktischer Beispiele Sinn. Als Praxisfall wird hierbei die Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG herangezogen, da sich diese Fallkonstellation aufgrund einiger Rahmenbedingungen als besonders interessant erweist. Auch wenn von Seiten der Wirtschaftspresse oftmals von einem „Übernahmeversuch“ an der Continental AG durch die wesentlich kleinere Schaeffler AG gesprochen wird, kann aus den öffentlich zugänglichen Quellen stets nur die Absicht einer strategischen Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG abgeleitet werden. Somit hätte die Schaeffler AG eine beherrschende Rolle als strategischer Investor bei Continental übernommen. Die originären Motive für diesen Schritt bleiben hierbei bis heute allerdings im Dunkeln.⁸ Vielmehr erscheint es so, dass Schaeffler aufgrund eines „Designfehlers“ unfreiwillig in die Rolle des Übernehmenden geraten ist.⁹



Links

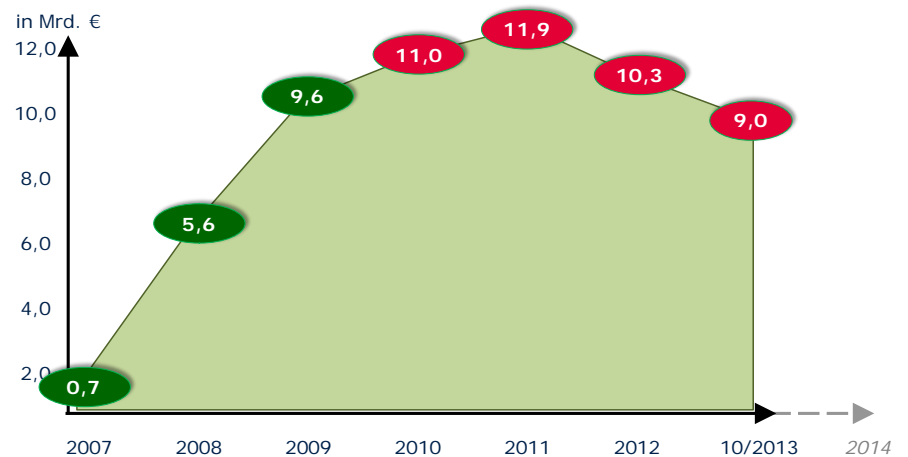
Einen umfangreichen Überblick über die Um- und Entschuldungsaktivitäten der Schaeffler AG findet sich auf der Unternehmenshomepage <http://www.schaeffler-group.com> unter den Rubriken „Investor Relations“ und „Pressemitteilungen“.

Zwei Faktoren waren dafür ausschlaggebend, dass Schaeffler im Endeffekt ca. 90% der Anteile an Continental hielt. Zum einen bot Schaeffler den Aktionären der Continental AG mit 75 € einen hohen verbindlichen Festpreis¹⁰ für den Verkauf ihrer Continental-Aktien. Zum anderen stürzte der Kurs der Continental-Anteile im Rahmen der Erschütterungen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 auf bis zu 20 € je Aktie massiv ab. Dies bewog viele Aktionäre des Unternehmens dazu, das attraktive Angebot der Schaeffler AG anzunehmen und ihre Continental-Aktien deutlich über dem damaligen Börsenkurs an Schaeffler abzustoßen. Für die Schaeffler AG hingegen bedeutete die Annahme des Kaufangebots durch die Continental-Aktionäre die beinahe Katastrophe, da sich das Unternehmen massiv verschulden musste, um den zuvor festgelegten Kaufpreis an die Verkäufer zu zahlen. Somit handelt es sich gerade nicht um einen gezielten Übernahmeversuch. Erst aufgrund des unglücklichen Aufeinandertreffens von Finanz- und Wirtschaftskrise mit dem Kaufangebot der Schaeffler AG wurde aus einer strategischen Beteiligung eine beinahe Übernahme.

-
- ⁸ Oftmals wird das Argument angeführt, dass mit Hilfe einer strategischen Beteiligung der Schaeffler AG an der Continental AG eine stärkere Verzahnung zwischen Elektronik und Mechanik im Automobilzulieferbereich möglich wäre. Handfeste Belege für diese Argumentation finden sich jedoch kaum.
- ⁹ Ursprünglich sollten wohl lediglich 60% der Conti-Anteile übernommen werden. Vgl. Hawranek, D./Tietz, J. (2009), S. 66.
- ¹⁰ Die Schaeffler AG veröffentlichte am 30. Juli 2008 eine Angebotsunterlage zur Übernahme von Aktienanteilen an der Continental AG. Das Angebot richtete sich an alle Continental-Aktionäre und umfasste einen Kaufpreis von 70,12 € je Continental-Aktie. Nach Abschluss einer weitreichenden Investorenvereinbarung mit Continental wurde dieses Angebot am 21. August 2008 auf 75 € je Aktie erhöht. Die Aktionäre hatten bis zum 16. September die Möglichkeit, dieses Angebot anzunehmen. Das Angebot wurde für mehr als 138,5 Mio. Continental-Aktien in Anspruch genommen und musste von der Schaeffler AG mit den zuvor veröffentlichten Konditionen erfüllt werden.

Diese Umstände sorgten dafür, dass die Schuldenlast der Schaeffler AG zur Finanzierung der Aktienkäufe im Zeitraum von 2008 – 2011 auf in der Spitze bis zu 11,9 Mrd. € anstieg. Bis heute konnte das Unternehmen die Verschuldung trotz hoher operativer Erträge nicht wesentlich verringern, so dass die erdrückende Verschuldungssituation auch weiterhin permanenter Begleitfaktor bei allen strategischen Entscheidungen bleibt. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Gesamtverschuldung der Schaeffler-Gruppe.

Abb.: Entschuldung bei Schaeffler: Politik der „Trippelschritte“?!



Quelle: Geschäftsberichte/ Freitag, M. (2013), S. 53.

Zu obiger Abbildung ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass die absolute Höhe der Schulden eines Unternehmens noch keine Aussage über die Kapitaldienstfähigkeit erlaubt. Hierzu müsste eine eingehende Untersuchung der Kapitalflussrechnung erfolgen. Eine solche Detailanalyse würde jedoch den Rahmen dieser Kurzpublikation sprengen. Allerdings weist die Entwicklung der Verschuldung darauf hin, dass das Unternehmen seit dem Jahr 2009 mit deutlich erhöhten Kapitaldiensten belastet ist.

Besonders hervorzuheben ist in der obigen Abbildung, dass die Verschuldung bis Ende 2013 immer noch auf einem ähnlichen Niveau liegt wie in 2009. Im Unterschied zur damaligen Situation beträgt der Anteilsbesitz an der Continental AG zum Ende 2013 jedoch nur noch 46% während in 2009 knapp 90% der Continental-Anteile von Schaeffler¹¹ gehalten wurden. Es zeigt sich also, dass die durchgeführten Anteilsveräußerungen von Continental-Aktien nicht wesentlich zur Entschuldung der Schaeffler-Gruppe beitragen konnten. Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll zu beleuchten, welche Möglichkeiten einem Unternehmen in solchen Situationen hinsichtlich einer signifikanten Reduzierung der Schuldenlast zur Verfügung stehen.

¹¹ 49,9% der Anteile wurden direkt von Schaeffler gehalten, während weiter 40% von kooperierenden Banken (M. M. Warburg und Bankhaus Metzler) gehalten wurden.

5. Fazit

Unternehmen wie die Schaeffler AG haben in solch einer Situation letztlich nur wenige Möglichkeiten, ihre uneingeschränkte Handlungsfreiheit wieder zu erlangen. Der zügige Abbau der Schulden alleine aus dem operativen Geschäft stellt häufig eine zu große Herausforderung dar. Zielführender sind Wege, die zu einer Art „Befreiungsschlag“ führen, welcher sowohl operativ als auch strategisch den jeweiligen Unternehmen wieder ihre Handlungsfreiheit zurückgibt. Hierzu bieten sich nachfolgende Möglichkeiten an, die alle letztlich einen Verkauf von Unternehmensanteilen bedeuten:



Erläuterungen

Bei einem erstmaligen Börsengang, auch als Initial Public Offering (IPO) bezeichnet, muss im Vorfeld gegebenenfalls die Rechtsform des Unternehmens geändert werden. Möchte beispielsweise eine GmbH, dass ihre Aktien künftig an der Börse gehandelt werden, muss zuerst ein Rechtsformwandel in eine Aktiengesellschaft (AG) erfolgen. Dies bedeutet aber neben den Kosten des Börsengangs im Vorfeld weitere Kosten.

- (1) So könnten profitable Bereiche bzw. Tochtergesellschaften eines Unternehmens mit positiven Wachstumsprognosen veräußert werden. Der Veräußerungserlös wird anschließend zur Rückführung der Schuldenlast eingesetzt.
- (2) Des Weiteren könnten zusätzliche Investoren wie etwa Finanzinvestoren oder (Staats-)Investmentfonds in die Gesellschaft aufgenommen werden. Dem Unternehmen würde damit von außen neues Eigenkapital zugeführt, das entweder zu Investitionszwecken oder zur Schuldentilgung eingesetzt werden kann.
- (3) Schließlich könnte ein Unternehmen einen Börsengang anstreben, bei dem zumindest ein Minderheitsanteil der Gesellschaft in Form von Aktien an der Börse platziert würde. Damit bleibt gewährleistet, dass der bisherige Haupteigentümer auch weiterhin eine beherrschende Rolle innehat.

Aus den obigen Möglichkeiten kristallisiert sich derzeit auch für Schaeffler ein Lösungsansatz heraus: der Börsengang wird zu einem immer wahrscheinlicheren Szenario. Um jedoch den Einfluss der Eignerfamilie weiterhin zu erhalten bietet sich das Modell einer sogenannten „Familienholding“ an.¹² Diesen Weg sind bislang bereits mehrere Familien in Deutschland gegangen wie beispielsweise die Quandts (BMW, Altana) Ob eine solche Umwandlung eines bisherigen Familienunternehmens in ein börsennotiertes Unternehmen tatsächlich umgesetzt wird, hängt jedoch letztlich an der Entscheidung der Familieneigentümer.

¹² Vgl. Freitag, M. (2014), S. 11.

Literaturübersicht

Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz (2009): Finanzierung, 2. Aufl., München 2009.

Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd (2012): Externes Rechnungswesen; 6. Aufl., München 2012.

Deutsche Bundesbank (2012): Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung In: Monatsbericht, Januar 2012, S. 13–28.

Freitag, Michael (2013): Gier und Größenwahn In: manager magazin, Nr. 3, 2013, S. 50–55.

Freitag, Michael (2014): Heile neue Welt In: manager magazin, Nr. 2, 2014, S. 11.

Hansen, Nele/Böhmer, Reinhold/Seiwert, Martin (2013): Die Meister der Windfall-Profits In: WirtschaftsWoche, Nr. 29, vom 15.07.2013, S. 64–67.

Hawranek, Dietmar/Tietz, Janko (2009): Aus der Kurve getragen In: Der Spiegel, Nr. 5, 2009, S. 66–67.

Kann, Günter (2013): Finanzierungsmuster wandeln sich In: IKB-UnternehmerThemen, März 2013, S. 14–22.

Müller, Eva (2013): Zombie-Konzerne In: manager magazin, Nr. 6, 2013, S. 96–99.

Sommer, Ulf (2012): Aktienrückkäufe auf Pump rechnen sich In: Handelsblatt, Nr. 237, vom 06.12.2012, S. 18.

Tarashev, Nikola/von Peter, Goetz (2013): Niedrige Zinsen beflügeln Kreditmärkte – Banken verlieren an Boden In: BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2013, S. 1–12.

Autoren

Dipl.-Kfm. Markus Sendel-Müller

Senior Manager bei der INFO-Institut Beratungs-GmbH, Saarbrücken. Forschungsschwerpunkte: finanzielle Mitarbeiterbeteiligung, Aktienrückkäufe, Corporate Governance und Rechnungslegung

Dipl.-Betr.W. (FH) Caroline Köck

Manager bei der INFO-Institut Beratungs-GmbH, Saarbrücken. Arbeitsschwerpunkte: Restrukturierungsmanagement, Jahresabschlussanalysen und Bilanzpolitik

Ansprechpartner

Alexander Sekanina

Hans-Böckler-Stiftung
Abteilung Mitbestimmungsförderung
Referatsleiter Wirtschaft IV

Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf
Tel.: 0211 / 77 78 168
Fax: 0211 / 77 78 4168

Alexander-Sekanina@boeckler.de
www.boeckler.de