

# „Es brennt lichterloh“

Still und leise stützen Finanzinvestoren ihre kriselnden Autozulieferer mit frischem Eigenkapital. Carlyle hat Edscha rekaptalisiert, Odewald den Dichtungshersteller Saargummi, und bei Neumayer Tekfor wird Barclays dieser Tage Geld nachschießen müssen. Nur ein Spiel auf Zeit?

Von Michael Hedtstück und Markus Dentz

In dem beschaulichen Schwarzwaldstädtchen Hausach ist die Automobilkrise früher angekommen als anderswo. Der dortige Zulieferer Neumayer Tekfor hatte schon vor zwei Jahren operative Probleme, die das Management einfach nicht in den Griff bekam. Es waren vor allem die Schwierigkeiten der italienischen Tochter Tekfor, die dazu führten, dass Neumayer schon damals Covenants brach.

Im Dezember 2007 gingen das ein halbes Jahr zuvor neu installierte Management und der Hauptgesellschafter Barclays Private Equity schließlich in die Offensive, um das Problem ein für allemal zu lösen. Der Plan: Tekfor sollte aus dem Konzern herausgelöst und von Barclays übernommen werden, um anschließend den gesunden Mutterkonzern Neumayer solide zu refinanzieren.

Danach wurde es still um Neumayer. Dass der geplante „Ring Fence“ um Tekfor am Widerstand des Schlüsselkunden Fiat scheiterte, wurde unter Verschluss gehalten. Die Italiener hatten schlicht Angst,

dass Barclays Tekfor abwickeln und ihnen ein wichtiger Zulieferer wegbrechen würde. So schlitterte Neumayer gemeinsam mit Tekfor in die aktuelle Autokrise.

## Überall gehen Warnlampen an

Schon kurz nach Ausbruch der Krise im Herbst wurde die Situation des Umformtechniklers für die Autoindustrie kritisch. Als einige Abnehmer ausfielen und die Abrufe der Autokonzerne drastisch einbrachen, geriet das Unternehmen als Ganzes ins Wanken. Eilig rang Barclays den kreditgebenden Banken um die LBBW und die Dresdner Bank ein Stillhalteabkommen ab, das vor wenigen Wochen unterzeichnet wurde. Seitdem sind Zins und Tilgung suspendiert, damit das Unternehmen restrukturiert werden kann. Um eine signifikante Kapitalerhöhung wird Barclays, das seinem Sorgenkind schon in den vergangenen zwei Jahren mehrfach mit kleineren Eigenkapitalspritzen unter die Arme gegriffen hat, diesmal nicht herkommen. „Bei Neumayer brennt es

lichterloh“, fasst ein Insider die prekäre Lage zusammen.

So wie Neumayer Tekfor geht es inzwischen vielen weiteren Zulieferern. Dass die Autokonzerne im Spätherbst die Notbremse zogen und die Bänder stoppten, hat ihre Lieferanten schwer getroffen. Praktisch jeder klagt über Umsatzeinbrüche von 20 Prozent und mehr. Es fehlen Deckungsbeiträge, und in den Lagern stapeln sich von den Endherstellern (OEMs) nicht abgerufene Waren. Das Working Capital ist aus dem Ruder gelaufen, den Zulieferern geht das Geld aus. Der Absatz lässt sich nicht ankurbeln, und kurzfristig die Kosten zu senken ist nur begrenzt möglich. Mit TMD Friction (Eigentümer: diverse Hedgefonds) und Stankiewicz (Gilde Buy-out) haben zwei prominente deutsche Zulieferer den Gang zum Insolvenzrichter bereits antreten müssen.

Bei aggressiv finanzierten Zulieferern wie Neumayer Tekfor sind die Warnlampen in Form der Covenants als Erstes angegangen. „Mitte Februar, wenn die Covenants auf Basis der Zahlen zum 31.12. getestet werden, dürften 80 bis 90

Prozent der stark fremdfinanzierten Zulieferer die Covenants brechen“, erwartet ein Banker. „Den Rest wird es dann drei Monate später erwischen.“

Bei Zulieferern mit strengen Kreditvorgaben finden sich auf der Gesellschafterseite fast immer Finanzinvestoren – Private-Equity-Häuser oder auch Hedgefonds und Investmentbanken, die in den vergangenen Jahren in das Eigenkapital von Krisenfällen wie dem Rückspiegelspezialisten Schefenacker (heute Visiocorp), dem Akustikarüster Pelzer oder dem Türschlossexperten Kiekert gegangen sind. Wenn massiv die Covenants gebrochen werden und keine Aussicht auf Besserung besteht, stellt sich bei diesen Firmen fast zwangsläufig die Alternative: frisches Eigenkapital oder Insolvenz.

### Dunkelziffer im Familienbereich

Entgegen der landläufigen Meinung scheint es im Moment jedoch so zu sein, dass weder die Finanzinvestoren noch die Banken den angeschlagenen Zulieferern

in dieser Situation den Regenschirm wegziehen. Nach Recherchen von FINANCE hat es in den vergangenen Wochen gleich eine ganze Reihe von Refinanzierungen deutscher Zulieferer geben. So ist der Berliner Mittelstandsinvestor Odewald bereits im Herbst proaktiv auf die Kreditgeber des erst Anfang 2008 erworbenen Zulieferers Saargummi zugegangen, um absehbare Covenantbrüche zu heilen. Im Dezember hat der Investor dann in signifikanter Höhe Eigenkapital nachgeschossen, mit dem Schulden zurückgeführt wurden.

Im Gegenzug haben die Banken neuen Covenants auf Basis eines aktualisierten Businessplans zugestimmt, der schwere Einbrüche im ersten Halbjahr vorsieht. Später sollen dann nach und nach wieder die ursprünglichen Covenants und Geschäftspläne gelten. Auch bei dem Scharnierhersteller Edscha hat nach FINANCE-Informationen Eigentümer Carlyle im Dezember neues Eigenkapital nachgeschossen. Da weit und breit keine Markterholung in Sicht ist, werden noch zahlreiche weitere Zulieferer auf die Unterstüt- >>





zung ihrer Gesellschafter angewiesen sein, um zu überleben. Aber nicht bei allen wird es so konsequent vorangehen wie bei Neumayer, Saargummi und Edscha. Zudem gibt es eine Dunkelziffer an familiengeführten Unternehmen, die ebenfalls von den Branchenproblemen betroffen sind und unter ihrer Finanzierungslast ächzen, aber keine so finanzkräftigen Gesellschafter haben wie die Private-Equity-finanzierten Zulieferer.

## Debt-Fonds als Dealbreaker

Als ein in Einzelfällen besonderes Problem könnte sich eine Eigenart der euphorisierten Kreditmärkte der Boomjahre erweisen. Damals, als die Welt noch heil war, wurden viele Leveraged-Finanzierungen an Debt-Fonds syndiziert, darunter auch die mittlerweile in Verruf gekommenen CDOs. Vor allem bei größeren Buy-outs landete oft ein erklecklicher Teil der Kredite in Offshore-Paradiesen wie Cayman oder Guernsey. Doch die Welt der Debt-Fonds ist durch den Lehman-Orkan schwer verwüstet worden. Viele sind vom Markt verschwunden, andere versuchen einfach irgendwie zu überleben. Sie hoffen, dass die Kredite in ein paar Jahren zu pari zurückgezahlt werden. „Die CDOs sind dysfunktional“, fasst es ein Frankfurter Experte zusammen. „Mit ihnen gemeinsam die Passivseite zu restrukturieren ist extrem

schwer.“ So nehmen Debt-Advisor der Premiumklasse derzeit zum Teil überhaupt keine Mandate von Firmen mehr an, bei denen CDOs mitmischen – die Erfolgsaussichten sind ihnen schlicht und einfach zu schlecht.

Bei welchen Unternehmen Banken und Gesellschafter – ungeachtet aller Schwierigkeiten – eine Lösung für die Bilanzprobleme suchen werden, hängt in hohem Maß von den Signalen ab, die die OEMs aussenden. Und diese überlegen sich aufgrund ihrer eigenen prekären Lage im Moment sehr genau, welche Zulieferer sie unbedingt stützen müssen. „Gestützt werden die starken Zulieferer mit einer klaren Strategie, hoher Innovationskraft und niedrigen Kosten“, erklärt Lars Stolz, Automotive-Experte der Strategieberatung Oliver Wyman. Und genau diese Art Zulieferer ist es, in die Finanzinvestoren zwecks Risikominimierung in der Vergangenheit fast ausschließlich investiert haben. Entsprechend sitzen dieser Tage häufig Finanzinvestoren, Banken und OEMs an einem Tisch, um Zulieferer zu retten.

## OEMs kürzen die Zahlungsziele

Die Autokonzerne sind dabei durchaus zu Zugeständnissen bereit. Einschlägige hausinterne Rettungsmannschaften der OEMs sind zum Teil 20 Mann stark und halten bis zu 1 Milliarde Euro für Rettungsaktionen bereit, wie ein Automotive-Insider berichtet. „Die OEMs können ihre wichtigen Zulieferer in akut kritischer finanzieller Situation im Moment vor allem durch eine Verkürzung der Zahlungsziele und das Aussetzen von Kostensenkungs-

■ Weitere Autozulieferer in Private-Equity-Hand  
(Auswahl)

Unternehmen	Finanzinvestor	Umsatz
ixetic	Cognetas	318 Mio. Euro
Novem	Barclays Private Equity	290 Mio. Euro
Stabilus	Paine Et Partners	385 Mio. Euro
KSM	Cognetas	355 Mio. Euro
FTE Automotive	PAI	398 Mio. Euro
Westfalia	Odewald Et Compagnie	150 Mio. Euro
Preh	Deutsche Beteiligungs AG	321 Mio. Euro

Quelle: FINANCE

runden stützen. Im Gegenzug erwarten sie eine Rekapitalisierung, damit der Zulieferer nachhaltig vor den Auswirkungen der Finanzkrise geschützt ist“, berichtet Stolz.

Doch obwohl ihr Ausfall die Bänder einiger OEMs zum Stillstand bringen könnte, sind die Verhandlungen selbst für die strategisch wichtigen Zulieferer keineswegs ein Durchmarsch. Zwar gibt es derzeit offenbar eine Art Gentlemen's Agreement, wonach immer derjenige OEM einem Zulieferer entgegenkommen muss, mit dem der Zulieferer den höchsten Umsatz erlöst. Doch vor allem die US-Konzerne halten sich nicht so recht daran. „Von den Amerikanern zuckt im Moment keiner. Die warten fast immer, bis ein anderer OEM den Anfang macht und den Zulieferer stützt“, berichtet jemand, der zurzeit bei einigen dieser Runden dabei ist. Und: Sie stützen nur da, wo sie unbedingt müssen. Wenn ein anderer Zulieferer in der Wertschöpfungskette in die Pflicht genommen werden kann, dann setzen die Hersteller das gnadenlos durch.

Tatsächlich müssen die Zugeständnisse der OEMs noch viel langfristiger wirken als eine Reduktion der Zahlungsziele, um die Gesellschafter zu Eigenkapitalinjektionen zu bewegen. „Kurzfristig können die Hersteller praktisch kaum Auftragsvolumen umschichten“, erklärt Stolz. Aber ihren strategisch wichtigen Zulieferern senden sie eindeutige Signale, dass – eine solide Finanzierung vorausgesetzt –

mittelfristig zu Lasten schwächerer Konkurrenten mit mehr Geschäftsvolumen zu rechnen sei. Die Wirkung solcher Zusagen ist enorm, nehmen sie doch zumindest auf mittlere Sicht die Zukunftsunsicherheit von den Unternehmen. Nach FINANCE-Informationen waren es genau solche OEM-Zusagen, die Odewald darin bestärkten, die Verschuldung von Saargummi durch frisches Eigenkapital abzusenken.

Bei aller Tendenz zu vereinten Stützungsmaßnahmen liegt aber noch im Dunkeln, wie nachhaltig die Geldspritzen

tan abspielt, das Problem nachhaltig löst. Immerhin gehören just jene Zulieferer, die in den vergangenen Jahren – oft durch Debt-Equity-Swaps – mit frischem Eigenkapital ausgestattet wurden, jetzt schon wieder zu denen, die dem Abgrund am nächsten stehen: TMD Friction (bereits insolvent), Honsel (neuerliche Zinsstundungen), HP Pelzer (schwer angeschlagen) und Visiocrp.

Visiocrp wird gerade von der Investmentbank Houlihan Lokey im Auftrag der Eigentümer wie Sauerbier zum Kauf ange-

boten. Zuschlagen wird, wenn überhaupt, dann nur ein hartgesottener Sanierer mit operativer Branchenerfahrung. Die Zeit der Hedgefonds mit vermeintlicher Turnaround-Expertise ist jedenfalls ziemlich sicher abgelaufen. Nicht nur, dass sie zu wenig entschuld-

auch gezeigt, dass die zahlenaffinen Investmentbanker die Tücken und Usancen des operativen Geschäfts stark unterschätzt haben.

Den Weg alles Vergänglichen – zum Insolvenzrichter oder zu Turnaround-Fonds – werden womöglich auch einige jener Zulieferer antreten müssen, die jetzt noch mit Eigenkapital von ihren aktuellen Gesellschaftern gestützt werden. Spätestens dann würden auch die Gläubiger finanziell bluten müssen und nicht nur die Eigentümer und die OEMs. ||



Es waren OEM-Zusagen, die Odewald darin bestärkten, Saargummi zu stützen.



die Zulieferer stabilisieren können. Schließlich basiert jede Eigenkapitalzufuhr momentan auf schwer abzuschätzenden Prämissen. Kaum einer wagt heute zu sagen, wann sich die Automärkte wieder stabilisieren. „Derzeit haben wir weiterhin sehr schwierige Marktbedingungen, die aber auch Chancen bieten“, meint Ralph Jacoby, der als ehemaliger CFO der Bertrand AG heute sein eigenes Beratungshaus Jacoby Et Cie. leitet, vorsichtig optimistisch.

Ein Blick auf die erste Runde der Refinanzierungen im Zulieferbereich gibt Anlass zu Skepsis, ob das, was sich momen-

michael.hedtstueck@finance-magazin.de