

Restructuring & Finance

Ausgabe 2011

Globalisierung des Sanierungsgeschäfts –
veränderte Spielregeln und rechtliche Normen



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

Liebe Leserinnen,
liebe Leser,

nicht nur das wirtschaftliche und politische Umfeld, auch die Anforderungen an Layout und Struktur sind einem laufenden Wandel unterworfen. Im achten Jahr unseres Newsletters tragen wir dem durch eine grundsätzliche Neugestaltung Rechnung.

Mit dem neuen Titel „Restructuring & Finance“ ist auch eine Veränderung der inhaltlichen Schwerpunkte verbunden, denn unabhängig von der jeweils aktuellen konjunkturellen Situation ist es die Finanzierung, die über Zukunft und Fortbestand des Unternehmens entscheidet. Sie hat deshalb künftig im Newsletter einen größeren Stellenwert.

Das Thema Insolvenz ist dadurch nicht als Sanierungsinstrument von der Agenda gestrichen, zumal das ESUG – das wir allerdings erst gegen Jahresende erwarten – dazu beitragen wird, dass Sanierungen aus der Insolvenz hinsichtlich Verwalterbestellung und damit Ablauf/Prozedere vorhersehbarer werden



und damit leichter erfolgen. Die entsprechende Rubrik finden Sie daher in gewohnter Weise.

Es würde mich freuen, wenn unsere Neugestaltung Ihre Zustimmung findet und Sie die eine oder andere Anregung für die Praxis auch in der vorliegenden Ausgabe finden.

Ihr

Dr. Volkhard Emmrich



I N H A L T



TITELSTORY

- 3 Die letzte Krise war die schlimmste – oder die Unvollkommenheit des menschlichen Gedächtnisses



UNTERNEHMENS-FÜHRUNG

- 5 Anforderungen an das Geschäftsmodell der Zukunft – Balance aus Robustheit & Kreativität
- 9 Das Geschäftsmodell in Zahlen – Senkung des Kreditrisikos durch Transparenz über Ertrags- und Verlustbringer
- 12 Unternehmerische Perspektiven und ihre Finanzierung in Indien
- 14 Krisenherd Krankenhaus – Sanierungsstrategien in einem regulierten Markt



FINANZIERUNGSPRAXIS

- 16 Internationale Finanzierung für den deutschen Mittelstand – Potenziale und Herausforderungen
- 19 Debt-to-Equity-Swaps aus Sicht der Banken
- 21 Debt-to-Equity-Swap: englische Lehrmeister
- 23 Standard-Mezzanine als Hemmschuh der erfolgreichen Unternehmenssanierung?
- 26 Standard-Mezzanine: Anschlussfinanzierungen finden
- 28 Begebung einer Anleihe über die Börse: Herausforderung Finanzinformationen im Prospektverfahren?
- 30 Landesbürgschaften – ein nützliches Instrument für Restrukturierung und Wachstum
- 33 Erfahrungsbericht des Kreditmediators Deutschland



INSOLVENZ-RECHT

- 35 Das Insolvenzplanverfahren als Alternative zur außergerichtlichen Sanierung
- 40 Insolvenzplan auch eine Option für die Gesellschafter?
- 42 Anfechtbarkeit von Sanierungsbeiträgen der öffentlichen Hand



CASE STUDY

- 44 Fallen der Wachstumsfinanzierung



46 VERANSTALTUNGEN

Die letzte Krise war die schlimmste – oder die Unvollkommenheit des menschlichen Gedächtnisses

Dr. Volkhard Emmrich

Die zurückliegende Finanz- und Wirtschaftskrise war die tiefgreifendste seit Menschengedenken – der gegenwärtige Aufschwung ist es auch.

Ist das wirklich so? Oder sind es die mit jedem Konjunkturzyklus seit Jahrhunderten wiederkehrenden Standardkommentare der erstaunten Betroffenen?

Der analytische Blick aus etwas größerer Vogelperspektive zeigt: Krise und Aufschwung gehören zusammen. Sie bedingen sich quasi gegenseitig, denn sie gehorchen den gleichen psychologischen, aber auch betriebswirtschaftlichen und statistischen Regeln.

Wie viel Gewinn erzielte im 13. Jahrhundert ein venezianischer Kaufmann mit einer Schiffsladung Waren aus Fernost? Hundert oder tausend Prozent? Ein Kilo Kokapaste kostet in Kolumbien oder Bolivien 800 \$, in Chicago zahlt der Junky 100 \$ pro Gramm – eine Marge von 12.400 %. Eben alles eine Frage des Risikos.

Dagegen nimmt sich das KGV von Facebook – als Basis für den Einstieg von Goldman Sachs und Digital Sky Technologies mit 125 % ja geradezu bescheiden aus und 8 % auf irische Staatsanleihen bzw. 7,5 % bei Bondm-Anleihen sind im Vergleich ein fast reizloses Geschäft.

Die Beispiele machen deutlich: Das Risiko treibt die Rendite, und je häufiger es – medienwirksam – gutgegangen ist, umso mehr Anleger springen auf den Zug auf, als würde das Risiko dadurch sinken und die Ausfallwahrscheinlichkeit des Einzelengagements kleiner. Dabei gilt finanzwirtschaftlich nicht mal der Spruch „Geteiltes Leid ist halbes Leid“ – nur der Mut wird größer, wenn alle das Gleiche tun, denn so viele können sich ja nicht irren.

Auch wenn es bergab geht, sind sich alle einig, es macht sich kollektiver Katzenjammer breit, aber nach

kurzer Depression beginnt das Ganze von vorne.

Es ist immer das Vertrauen, dass es noch ein zweites Mal gut geht, wenn es schon einmal gut gegangen ist. Es ist immer wieder die Erwartung, dass die Rendite noch ein bisschen besser wird, und immer wieder die Bereitschaft zu glauben, dass dem Rausch dieses Mal kein Kater folgt und dem Aufstieg kein Abstieg.

Regulative Eingriffe zielen darauf ab, die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen zu mildern – es gibt quasi unentgeltlich Baldrian und Psychopharmaka gegen Katzenjammer und Depression, was das schlechte Gedächtnis zusätzlich begünstigt.

Was heißt das für Unternehmen am Rande oder bereits jenseits des Investment-Grades und deren Finanzierung?

Programm-Mezzanine haben in der Vergangenheit über manches Finanzierungsproblem hinweggeholfen, gerade jetzt im Aufschwung bereitet die zusätzliche Refinanzierung im Einzelfall Kopfzerbrechen. Rechtzeitig kommen Corporate Bonds für den Mittelstand, das neue Bondm-Segment mit Zinscoupons, so wie sie sich der konservative Anleger vorstellt – gestützt auf gute Konjunkturnachrichten läuft der Markt entsprechend. Die Frage nach der wirklichen Bonität der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells wird wieder kaum gestellt, die Vergleichbarkeit der angewandten Ratingverfahren und damit die Aussagefähigkeit der Bonitätsbewertung wird nicht diskutiert.



Ähnlich wird es wohl im Bereich der Schuldscheine laufen.

Die Rohstoffmärkte spiegeln die kollektive Jagd nach Rendite vielleicht am drastischsten wider. Das Wirtschaftswachstum der großen Schwellenländer ist wieder auf dem langjährigen Niveau der Vergangenheit, an den langfristigen Entwicklungsprognosen hat sich nichts Gravierendes verändert. Der Kupferpreis ist jedoch seit Mitte 2010 vom Tiefststand knapp über 6.000 \$ auf gut 9.500 \$ gestiegen. Nach Gold und Silber wurden am 8. Januar 2011 auch für Platin und Palladium physisch hinterlegte E+Fs an der NYSE gelistet. Damit wird erstmals auch die reale Verfügbarkeit von Industrie-Rohstoffen und nicht nur ihr Preis über Finanzanlagen von Anlegern bestimmt.

Was sind die Ursachen – was die Auswirkungen dieser Entwicklung?

Durch staatliche Stützung und damit kollektive Verschuldung wird die hohe Liquidität in den alten Volkswirtschaften erhalten. Ihr stehen keine unmittelbar zu befriedigenden Bedürfnisse gegenüber – so sucht sie nach Anlage und Rendite.

In den Schwellenländern – allen voran in China – wird genau entgegengesetzt agiert. Die individuelle Liquidität wird kurz gehalten bzw. fließt unmittelbar

in Investitionen und Konsum, gegen Cash und nicht auf Pump. Mit den kollektiven Überschüssen kauft die Notenbank Devisen und finanziert damit die Exporte bzw. den ausländischen Konsum. Zum 31. Dezember 2010 verfügte China über 2.850 Mrd. \$ und Hongkong zusätzlich über 268 Mrd. \$ Währungsreserven. Mit dem Kauf portugiesischer Staatsanleihen in Höhe von 6 Mrd. € hat China also gut 0,2 % davon in Portugal investiert, d. h. China kann die Eurozone ohne große Anstrengungen stützen und sich damit globalen Einfluss und Ressourcen sichern, so wie in Griechenland durch die Übernahme des Managements des Containerhafens von Piräus ab Oktober 2009 für 35 Jahre gegen 4,3 Mrd. €.

Auf was müssen sich Unternehmen einstellen? Was müssen künftig Geschäftsmodelle und deren Finanzierung leisten?

Die Volatilität der Rohstoff- und Beschaffungsmärkte bleibt hoch – aufgrund realer Nachfrage, Anlage- und Termingeschäften sowie politischem Protektionismus. Die Konjunkturzyklen werden kürzer, durch weltweit synchrone Zyklen und damit fehlenden regionalen Spitzenausgleich wird auch die Amplitude höher. Nach der Finanzwirtschaft machen künftig auch in der Realwirtschaft weltweit alle gleichzeitig das Gleiche.

Die liquiden Vermögen liegen vor allem in Middle East und in Asien. Sie bestimmen die regionalen und sektoralen Schwerpunkte der weltweiten Investitionstätigkeiten. Es wird also künftig wohl in kürzeren Abständen Brems- und Beschleunigungsphasen geben, die sich insbesondere bei mehrstufigen Branchen wellenförmig durch die Wertschöpfungskette fortpflanzen. Atmende Finanzierungen und große Reagibilität der Prozesse und Strukturen sind deshalb die primären Erfolgsfaktoren zur Vermeidung von Verlusten.

In der Zukunft der „Sanierer“ wird es künftig weniger um „klassische Sanierung“, sondern mehr um Finanzierung und Recovery bei größeren Risiken und in volatilerer Umwelt gehen. Die renditesuchende Liquidität und die immer wiederkehrende Euphorie der Anleger wird auch in immer schnellerem Maße Blasen verursachen und damit wird den Restrukturierern die Arbeit auch künftig nicht ausgeben.



Dr. Volkhard Emmrich
Geschäftsführender Gesellschafter
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 05
Telefax 089 286 232 60
E-Mail emmrich@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de





Anforderungen an das Geschäftsmodell der Zukunft – Balance aus Robustheit & Kreativität

Dr. Walter Stadlbauer

In vielen Industriesegmenten steht die Bewältigung des unerwartet starken Wachstums im Fokus des Managements. Der private Konsum läuft auf hohem Niveau, und die Zeichen zeigen allerorts weiterhin nach oben. War die Krise also nur ein kurzer Schock, ein Aufzeigen der Anfälligkeit des weltweiten Finanzsystems, die durch das beherzte Einschreiten der Politik gerade noch in den Griff bekommen wurde?

Ist somit nach der Krise jetzt wieder alles so wie vorher?

Wenn wir die mittel- und langfristigen volkswirtschaftlichen Folgewirkungen an dieser Stelle einmal ausklammern, dann muss diese Frage eigentlich mit einem fast klaren „Ja“ beantwortet werden – und das ist gut und schlecht zugleich!

Warum schlecht? Die Situation lässt sich im Ansatz mit jener Ende der 80er Jahre vergleichen, als die deutsche Wiedervereinigung unserem Land eine Sonderkonjunktur beschert hat, die viele strukturell-kapazitive Probleme überdeckt hat, bis dann einige Jahre später das böse Erwachen kam. Und heute? Die positive gesamtwirtschaftliche Situation verdeckt ein grundlegendes Problem, das sich in den Jahren vor der Krise stufenweise, schleichend aufgebaut hat – nämlich die zunehmende Vergleichbarkeit auf allen Ebenen. Die Krise hat davon abgelenkt, aber das Problem ist nach wie vor da und verschärft sich kontinuierlich.

Hoher Reifegrad der Märkte – schleichende Vergiftung

Die meisten Märkte im B2B- und B2C-Geschäft haben mittlerweile nämlich einen so hohen Reifegrad

erreicht, dass sich nicht nur die Produkte und Dienstleistungen der einzelnen Unternehmen, sondern auch die dahinterliegenden Geschäftsmodelle immer ähnlicher geworden sind. Die Symptome dieses schleichenden Prozesses sind in nahezu allen Branchen gleich:

- Rohertrag und Kunden-Deckungsbeiträge gehen trotz Umsatzwachstum zurück.
- Unter der Maxime des „absoluten Deckungsbeitrages“ und der Sicherung des Marktanteils bei „strategischen Kunden“ werden immer mehr Grenzgeschäfte getätigt.
- Investitionen zur Erzielung von Kostendegressionseffekten führen zu Überkapazitäten.
- Der Preiswettbewerb wird hierdurch noch mehr verschärft.
- Neue Produktgenerationen sind produktiver und umfassen zunehmend mehr Fremd-Technologie – hierdurch werden Absatzpotenziale und eigene Wertschöpfung karnalisiert.

Auch die Maßnahmen, mit denen die einzelnen Unternehmen auf diese Entwicklungen reagieren, folgen in aller Regel einem ähnlichen Muster:

- Programme zur Steigerung der internen Effizienz
→ noch schlanker, noch schneller
- Offensiven für Produktinnovationen
→ noch mehr, noch besser
- Intensivierung der Aktivitäten in Marketing & Vertrieb
→ noch kraftvoller



Dr. Walter Stadlbauer
Geschäftsführer
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 47
Telefax 089 286 232 53
E-Mail stadlbauer@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de



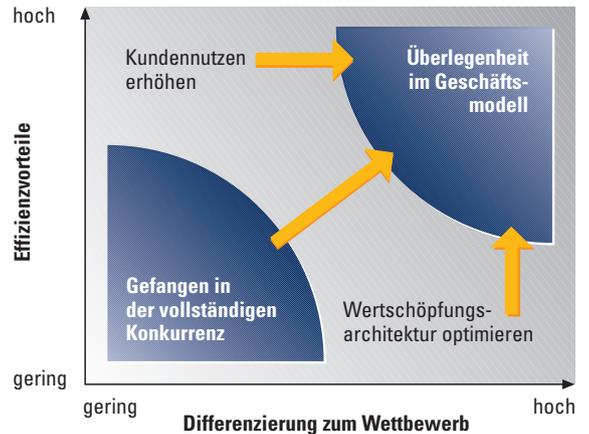
Aber wie gut auch immer dies umgesetzt wird – die GuV-Wirkungen bleiben eher bescheiden, denn „mehr vom Gleichen“ bedeutet minimalen Grenznutzen und kann in reifen Märkten nicht mehr wirklich zum Erfolg führen:

- Die mühsam erarbeiteten Ergebnisse der Kostenreduzierung verpuffen, weil alle Wettbewerber über kurz oder lang ähnlich agieren und die Einsparungen im Kampf um Marktanteile direkt an die Kunden weitergeben.
- Die meisten Produktinnovationen wirken nur noch marginal und stellen eher eine Art „Pseudodifferenzierung“ dar, für die kein Kunde wirklich zu zahlen bereit ist.
- In aller Regel erhöhen sich dadurch sogar die versteckten Komplexitätskosten im Unternehmen und führen zu einer „schleichenden Vergiftung“ der Kostenposition.

In der „vollständigen Konkurrenz“ gibt es keine Gewinne

Wenn somit trotz aller Anstrengungen die gewünschte Ertragsverbesserung ausbleibt, dann muss das bestehende Geschäftsmodell überprüft und aktiv verändert werden, um dieser Falle der „vollständigen Konkurrenz“ zu entkommen. Denn dann haben die bisherigen Erfolgsfaktoren offensichtlich an Bedeutung und Wirkung verloren, und es müssen neue Wege gefunden werden,

um wieder „anders“ und vor allem erfolgreicher zu sein als die anderen – sei es durch gezielte Maßnahmen zur Erhöhung des Kundennutzens, sei es durch Optimierung und ggf. Neugestaltung der Wertschöpfungsarchitektur mit Hilfe von Ansätzen, die weit über das Ausmaß herkömmlicher Effizienzsteigerungs-Programme hinausgehen.



Die aktive Gestaltung eines Geschäftsmodells ist die „Königsdziplin“ der Unternehmensführung – hier drückt der „oberste Lenker“ nicht nur seinem Unternehmen, sondern manchmal auch der gesamten Branche seinen individuellen Stempel auf. Hierin liegt der wahre Unterschied zwischen Unternehmensführung und Unternehmensgestaltung.

Was ist eigentlich ein „Geschäftsmodell“?

Interessante Frage! Sowohl in der Literatur als auch im Sprachgebrauch der täglichen Unternehmenspraxis ist festzustellen, dass der Begriff in aller Regel deskriptiv verwendet wird, indem man beschreibt, wie das eigene Unternehmen „funktioniert“. Welche Produkte bzw. Leistungen werden über welchen Vertriebskanal an welche Kundengruppen distribuiert, und wie sieht die dahinterliegende Struktur der Wertschöpfung und Geschäftsabwicklung aus? Wenn man dann über Veränderungen im Geschäftsmodell spricht, dann konzentrieren sich diese Diskussionen zumeist auf neue Regionen, Kundengruppen, Vertriebskanäle, zusätzliche Dienstleistungen bzw. Make-or-Buy-Entscheidungen im Produktionsbereich. Die vor allem aus Kapitalgeberkreisen gestellten Fragen zur „Robustheit“ des Geschäftsmodells werden zumeist mit dem Hinweis auf das vorhandene Risikomanagementsystem beantwortet. Inwieweit ein solches eher ein Feigenblatt, weil vorgeschrieben, darstellt oder tatsächlich ernsthaft gelebt wird, sei an dieser Stelle dahingestellt.

Wir bei W&P sehen und definieren Robustheit des Geschäftsmodells völlig anders, nämlich fokussiert auf einen Gleichklang aus kreativen Gestaltungs- und konservativen Absicherungsmaßnahmen. Gemäß unserem Gedankenmodell zur strategischen Gestaltung von Unternehmenserfolgen sind fünf grundlegend unterschiedliche Ebenen zu unterscheiden:

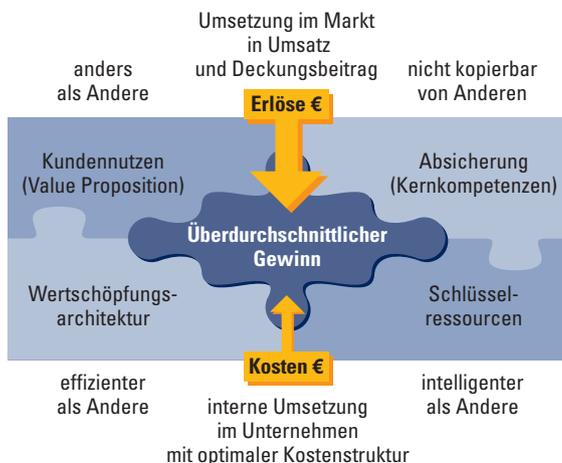
Kultur-Ebene	Orientierung & Leadership geben
Markt- und Wettbewerbs-Ebene	Markt- und Wettbewerbsstrategien entwickeln
Konfigurations-Ebene	Basis für Gewinn- & Robustheit konfigurieren
Wertschöpfungs-Ebene	Für interne Umsetzung sorgen
Finanzierungs-Ebene	Finanzielle Freiheitsgrade sicherstellen

Arbeit an und mit einem Geschäftsmodell ist somit nichts Deskriptives, sondern etwas zutiefst Systematisches, Analytisches und Kreatives zugleich. Die Hebel sind hierbei allerdings auf den einzelnen Ebenen sehr unterschiedlich.

Ziel ist überdurchschnittlicher Gewinn

Im Zentrum allen Bemühens steht stets das Bestreben, durch kreative Gestaltung und konsequente Umsetzung einen über dem Branchendurchschnitt liegenden Gewinn zu erzielen ... das ist und bleibt die beste Basis für langfristige Existenzsicherung!

Gewinn ist demzufolge keine „zufällige Restgröße“, also das, was am Jahresende eben übrig bleibt, sondern Gewinn kann und muss aktiv gesteuert werden. Die Ansatzpunkte hierfür liegen im Kern des Geschäftsmodells:



- Der konkrete Nutzen, den der Kunde aus unseren Produkten und Leistungen ziehen kann, muss tatsächlich oder zumindest „gefühl“ besser als bei der Konkurrenz sein.
- Die eigenen Kernkompetenzen, also das, was wir besser können als andere und auch zum konkreten Kundennutzen beiträgt, müssen aktiv ausgebaut und gezielt abgesichert werden – wobei gerade die Absicherung in vielen Fällen viel zu kurz kommt.
- Die Wertschöpfungsarchitektur muss so gestaltet werden, dass über alle Stufen hinweg ein übergreifendes Optimum zwischen Kapitalintensität, Kosten und erzieltm Kundennutzen erreicht wird.
- Die sich hieraus ergebenden Aktionsfelder müssen gezielt und ohne Kompromisse mit den dafür notwendigen Ressourcen (Personal, Kapital ...) versorgt werden. Je nach Situation des Unternehmens muss das durch gezielte Umschichtung, Desinvestition ... geschehen.

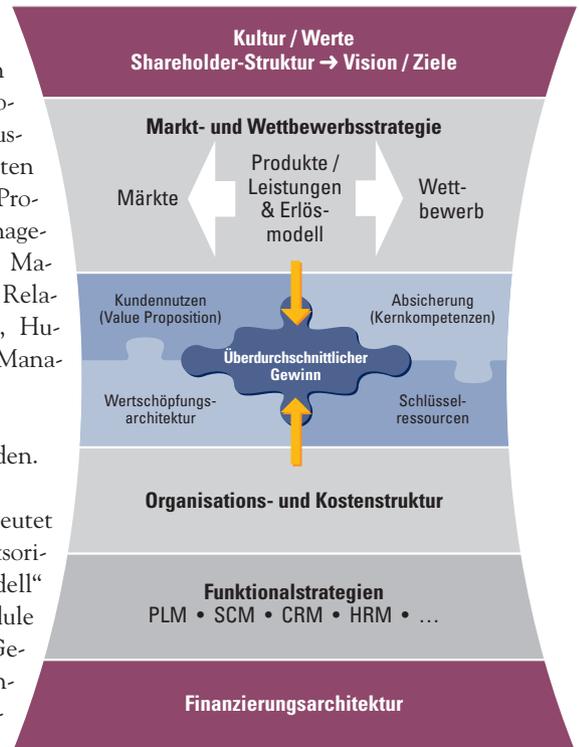
Alle Module müssen ineinandergreifen, denn die Kette ist so stark wie ihr schwächstes Glied

Nur wenn diese Handlungsfelder jedes für sich optimal gestaltet und gesamthaft aufeinander abgestimmt werden, kann das Geschäftsmodell mit professionellem Management

- nach außen mit der richtigen Markt- und Wettbewerbsstrategie, und
- nach innen mit einer optimalen Struktur- und entsprechenden Prozessorganisation sowie auf die Gesamtausrichtung abgestimmten Funktionalstrategien (Product Lifecycle Management, Supply Chain Management, Customer Relationship Management, Human Resource Management ...)

erfolgreich umgesetzt werden.

Im Gesamtkontext bedeutet das, dass für ein „zukunftsorientiertes Geschäftsmodell“ die vier Gestaltungsmodulare eines professionellen Gewinnmanagements im Zentrum und die Umsetzungs-komponenten nach au-



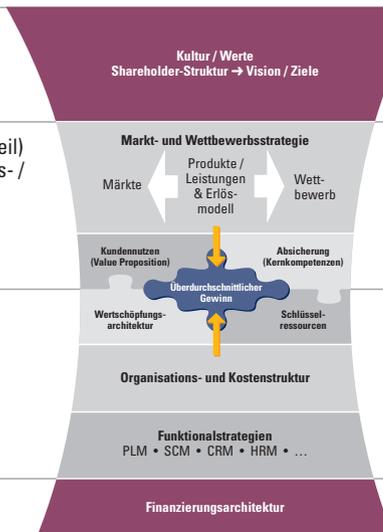
Kriterien der Robustheit

- Stabilität & Einigkeit innerhalb der Kapitalgeber
- Vorsorge-Regelungen

- Quantitative Marktposition (Marktanteil)
- Qualitative Marktposition (Innovations- / Technologie- / Marken- / ... Führer)
- Differenzierungs-Abstand des Kundennutzen

- Quantitative Flexibilität in beide Richtungen
- Qualitative Flexibilität
- Niedriger BEP

- Kapital-Struktur
- Rating / Bonität



Kriterien der Robustheit

- Berechenbarkeit der Führung
- Erfahrungspotenzial des Top-Managements
- ...

- Ausgewogenheit der Ertrags-Segmente – Marktportfolio (Regionen, Segmente, ...)
- Produktportfolio
- Präventiv-Konzepte gegen Wettbewerbs-attacken
- ...

- Lieferantennetzwerke – Abhängigkeit
- – Atmungs-fähigkeit
- ...

- Barliquidität
- ...

ßen und innen schlüssig ineinander greifen und aufeinander abgestimmt sein müssen.

Robust bedeutet „unkaputtbar“

Die „Robustheit“ des Geschäftsmodells, also die Frage nach der Absorptions- und Widerstandsfähigkeit gegen unvorhergesehene und massive externe Schocks („disruptive changes“), kann und muss mit einem branchen- und unternehmensspezifischen „Stresstest“ beantwortet werden. Dieser zeigt für die einzelnen Dimensionen der Geschäftsmodell-Struktur die Effekte denkbarer (und undenkbarer) Erschütterungen und somit auch die Grenzen dessen, was das bestehende Ge-

schaftsmodell, die Struktur und die Strategie des Unternehmens verkraften und wo demzufolge Anpassungen notwendig sind. Dies geht weit über die Ansätze und die Grenzen eines herkömmlichen Risikomanagementsystems hinaus!

Erfolgentscheidend: nicht an der Oberfläche abspesen lassen!

Jedes Unternehmen arbeitet mit einem spezifischen Geschäftsmodell – aber nicht alle bezeichnen es auch so bzw. stellen es in den Mittelpunkt ihrer strategischen Überlegungen. Das ist auch einer der Gründe, warum in vielen Fällen Strategien eher nur eine Fortschreibung des Bestehenden mit anderen Worten und Zahlen sind und nur einen geringen Neuigkeitsgrad aufweisen. Doch erst wenn man tatsächlich in die Tiefe geht, diese Wirkungszusammenhänge analysiert und die Chancen und Risiken der Zukunft entsprechend neu konzipiert, kann ein langfristiger Wettbewerbsvorteil erarbeitet bzw. die Existenz des Unternehmens gesichert werden. Neben dem weiter fraglos hohen Stellenwert von Ist-Zahlen und darauf beruhenden Ratings, sind es aber vor allem die Robustheit des Geschäftsmodells und die Nachhaltigkeit seiner Wettbewerbsvorteile, die die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Finanzierung wirklich ausmachen und somit für die Sicherheit des Engagements stehen.

Nur wenn sich der Finanzierer mit den aufgezeigten fünf Dimensionen des Geschäftsmodells ausreichend auseinandersetzt, kann er die „Kreditwürdigkeit“ der Unternehmen wirklich beurteilen – unabhängig von dem eher auf dem gegenwärtigen Rating beruhenden Pricing.

FAZIT

Ausfallrisiko und Geschäftsmodell

- Je ähnlicher Produkte/Leistungen und Geschäftsmodelle sind, desto geringer ist die Ertragsperspektive.
- Weiterhin hohe Volatilität erfordert höhere Robustheit der Geschäftsmodelle.
- Die Instrumente des Risikomanagements sagen meist nichts über die echte Robustheit des Geschäftsmodells aus.
- Robustheit wird im Kern des Geschäftsmodells konfiguriert, und zwar durch:
 - Kundennutzen (Value Proposition)
 - Abgesicherte Kernkompetenzen
 - Schlüsselressourcen
 - „Stimmige“ Wertschöpfungsarchitektur
- Gerade die Wertschöpfungsarchitektur, d. h. die „Maschinerie dahinter“, hinkt häufig der Ausrichtung in Markt und Wettbewerb sowie dem Leistungsangebot hinterher.
- Nur robuste Geschäftsmodelle sind kreditwürdig – selbst wenn das aktuelle Rating noch nicht optimal ist.

Das Geschäftsmodell in Zahlen – Senkung des Kreditrisikos durch Transparenz über Ertrags- und Verlustbringer

Volker Riedel



Volker Riedel
Mitglied der Geschäftsleitung
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 44
Telefax 089 286 232 85
E-Mail riedel@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Nachhaltigkeit

Durch was beweist sich die Nachhaltigkeit eines Geschäftsmodells? Das Unternehmen muss nachhaltig überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften – bei einem minimierten Kapitaleinsatz.

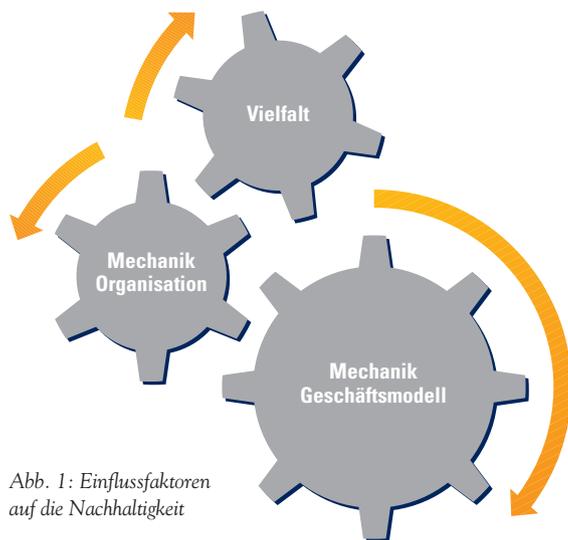


Abb. 1: Einflussfaktoren auf die Nachhaltigkeit

Ein nachhaltiges Geschäftsmodell drückt sich dadurch aus, dass sich ein Unternehmen im Wettbewerb über Produkt / Dienstleistung und Preis differenzieren kann. Geht dies noch mit einem effizienten Ressourceneinsatz einher, ist der positive Ergebnis- bzw. Renditeausweis vorprogrammiert. Unternehmen bedienen sich aber sehr häufig unterschiedlicher Geschäftsmodelle und wissen nicht, welches Modell wirklich funktioniert. Es fehlt eine saubere Analytik.

Drei Einflussfaktoren wirken auf die Nachhaltigkeit, nämlich die Mechanik des Geschäftsmodells mit der Wettbewerbsfähigkeit, die Mechanik der eigenen Organisation mit dem effizienten Ressourceneinsatz sowie die Vielfalt, die kleine Fehlerquellen verstärkt.

Randgeschäfte als Treiber der Vielfalt

Sehr häufig findet man in Unternehmen neben dem Kern der Unternehmensgründung zusätzliche Geschäftsfelder mit Produkten, Fertigungsanlagen und sonstigen Aktivitäten – sie treiben die Vielfalt hoch. Diese Randgeschäfte haben eines gemeinsam: Sie haben keine wirkliche Bedeutung für die Entwicklung der Perspektive eines Unternehmens, benötigen aber Ressourcen. Und sie haben noch etwas gemeinsam: Es gibt in den jeweiligen Bereichen in der Regel Wettbewerber, die den Markt, die Fertigungstechnologie besser beherrschen oder intensiver vernetzt sind.

Inkonsistente Steuerungssysteme

Reflektiert man das auf die aktuelle Situation vor allem von krisengeschüttelten Unternehmen, so muss man feststellen, dass die Führungs- und Steuerungssysteme in diesen Unternehmen sehr häufig inkonsistent sind und daher eine Geschäftsmodellbetrachtung gar nicht

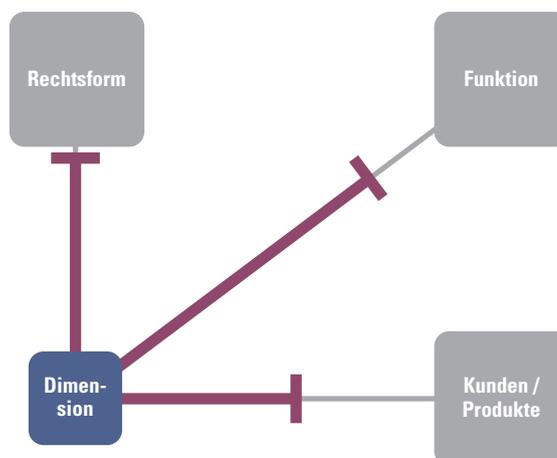
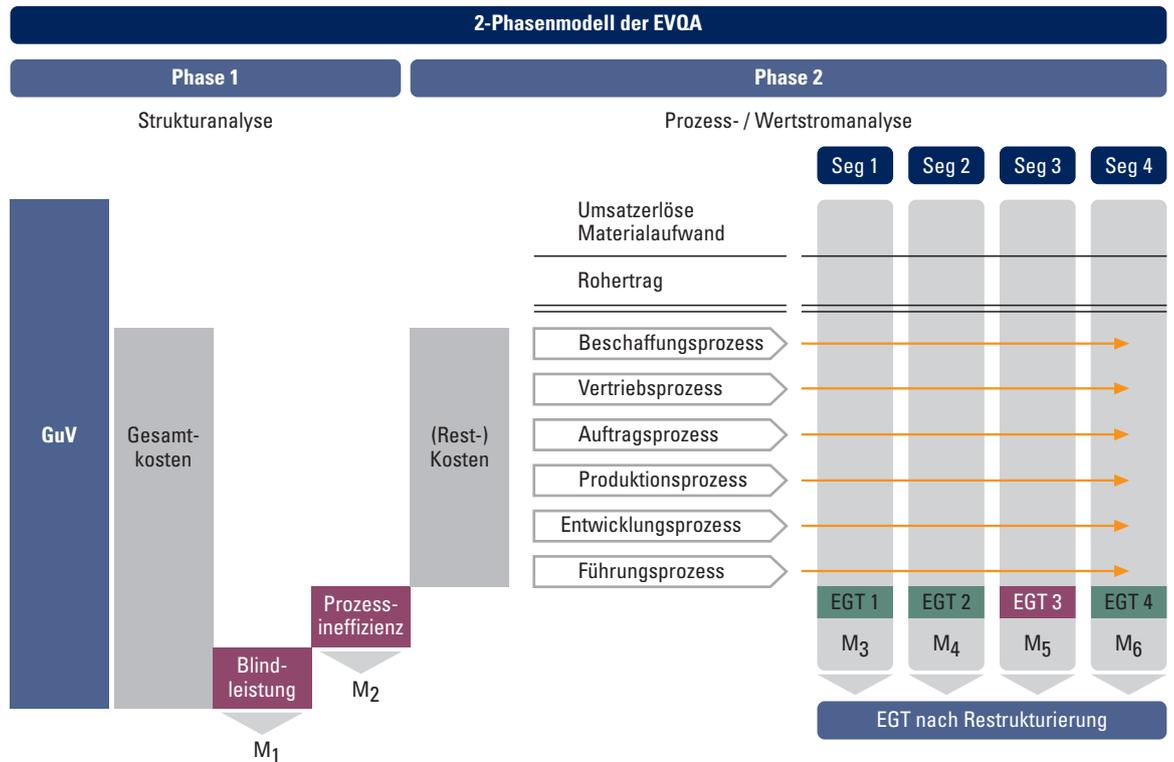


Abb. 2: Zahlen-dimensionen sind unterschiedlich ausgeprägt

Abb. 3: Modell der EVQA



konsequent angestellt wird. Diese Inkonsistenz entsteht dadurch, dass ein Unternehmen in verschiedenen Zahlendimensionen abgebildet wird.

So gibt es die Dimension der Rechtsform oder gesellschaftsrechtlichen Einheiten, die in der Regel völlig unabhängig vom Geschäftsmodell eines Unternehmens entsteht. Sie ist zum Teil historisch getrieben, zum Teil länderspezifisch oder steuerlich getrieben, sie bildet Vollkosten ab.

Die zweite Dimension ist die Produkt- bzw. Kundendimension. Hierfür werden Deckungsbeiträge herangezogen, die für die Steuerung von Unternehmen entscheidend sind. Da der Deckungsbeitragsrechnung eine Teilkostenrechnung zugrunde liegt, werden den wesentlichen Kosten- bzw. Werttreibern nur unzureichend ihre eigentlichen Kosten zugeordnet. Meist werden sogar nur Plankosten und nicht einmal Istkosten dafür herangezogen. Dieses Teilkostenprinzip führt zu positiven Deckungsbeiträgen bei der überwiegenden Anzahl an Kunden und Produkten, mit der Folge, dass es gar kein Argument dafür gibt, sich von bestimmten Produkten und Kunden zu trennen („Fixkostendeckungsargument“). Das Streichen von Fixkosten wird gar nicht in Erwägung gezogen.

Die dritte Dimension ist die funktionale Ebene. Sie bildet die Kosten der Fachabteilung wie Vertrieb, Ein-

kauf, Produktion und Verwaltung ab. Sie findet sich in der Regel in einer Kostenstellenrechnung im Unternehmen wieder. Die Schwäche dieser Rechnung ist, dass sie keinen unmittelbaren Bezug zu den Kosten und Werttreibern bzw. zu den Marktsegmenten bietet. Die Verknüpfung kann nur über Prozesse erfolgen. Und eine Prozesskostenrechnung findet man in der Regel in Familienunternehmen, insbesondere in Krisenunternehmen, nicht wieder.

Das Vielfaltsdilemma der Zahlen

Damit entsteht ein Dilemma, dass zwar eine Vielzahl an Daten vorliegen, die Entscheidungsfähigkeit durch die Vielzahl an unkoordinierten und inkonsistenten Daten allerdings eher verschlechtert als verbessert wird.

Was wird finanziert – ein Unternehmen oder seine Geschäftsmodelle?

Den Kredit erhält das Unternehmen. Das Unternehmen begründet den Kredit mit der Zahlendimension der Rechtsform – also dem Businessplan. Als Finanzierer läuft man daher Gefahr, dass bei mangelnder Transparenz über die Mechanik im Unternehmen bei einer dynamischen Entwicklung Verlustträger finanziert werden. Dieses Phänomen ist vor allem bei umsatzgetriebenen Unternehmen oder Mitläufern festzustellen, die in konjunkturell starken Zeiten etwas Ergebnis produ-

zieren und in konjunkturell schlechten Zeiten massiv in ihren Ergebnissen einbrechen. Diese Unternehmen schleppen massive Ineffizienzen aus Randgeschäften mit sich.

Die Ertrags- und Verlustquellen-Analyse (EVQA)

Um mit diesen historischen Strukturen zu brechen, setzt W&P die Ertrags- und Verlustquellen-Analyse (EVQA) ein. Die EVQA ist ein strategisches Instrument, kein besseres Kostenrechnungstool. Mit der EVQA werden über sechs Standardprozesse die marktorientierten Segmente mit den rückwärtsgerichteten Funktionseinheiten vernetzt. Tätigkeitsbasierende Analysen werden in eindeutige Mengengerüste und Kostengerüste heruntergebrochen. Es wird ein eigenständiges Modell aufgebaut, das alle Kosten des Unternehmens berücksichtigt und diese gemeinsam mit den Umsätzen auf produktorientierte Segmente über Prozessstückkosten verteilt.

Mit der Eindeutigkeit der Analytik können nun zukünftige grundlegende Stoßrichtungen des Unternehmens über Markt und Wertschöpfung auch in Zahlen manifestiert werden. Damit entsteht für den Finanzierer eine erhebliche Transparenz über das gesamte Unternehmen. Es werden Quersubventionen aufgedeckt, die zum Teil über Jahre hinweg mitverantwortlich für die gesamte Minderperformance des Unternehmens sind. Risikostrukturen werden deutlich, vermeintliche Chancen werden entlarvt. Damit erfolgt die zahlenbasierte Beweisführung, in welchen Schritten ein Unternehmen zu einem fokussierten und nachhaltigen Geschäftsmodell kommt. Das Verhältnis von Kapitalbindung und Cashflow-Strömen wird signifikant verbessert.

Sanierungsspezifische Gesichtspunkte

Insbesondere für den Sanierungs- und Restrukturierungsprozess führt diese sehr zahlenbasierte Methodik zu einem sehr hohen Konkretisierungsgrad der Sanierungsprojekte. Denn sie sind in Markt, Rechtsform und Funktionalstrukturen verankert und über die Prozesszuordnungen verbunden.

Sensitivitätsrechnungen sind möglich, um die Risikoeinschätzungen für den Sanierungsprozess abbilden zu können. Entgegen der klassischen Break-Even-Analyse werden hier alle Unternehmensbereiche in die Sensitivitätsbetrachtung integriert und somit eine fokussierte und präzise Aussage zur Sanierungswahrscheinlichkeit erarbeitet.



Die Projekterfahrung zeigt, dass mit dem Aufbrechen von Strukturen in Unternehmen erhebliche Veränderungsenergien freigesetzt werden können. Der hohe Konkretisierungsgrad der EVQA geht auch mit einem hohen Commitment aller Beteiligten einher, da eine intensive Einbindung der Führungskräfte in den Entstehungsprozess erfolgt. Die direkte Verankerung an Kostenarten, Kostenstellen und Funktionsbereichen führt dazu, dass der Kreis der Betroffenen für die Veränderung klar umrissen und abgegrenzt werden kann.

Fast alle Untersuchungen, die sich mit dem Sanierungsumfeld beschäftigen, weisen als Hauptursache Entscheidungsschwäche und Missmanagement aus. Der Eingriff in das Geschäftsmodell geht sehr häufig auch mit der Aufdeckung von Altlasten einher. Insbesondere in Familienunternehmen führt dies zu einer Blockade des Veränderungsprozesses, da die Angst vor dem Kapitalverzehr, der ja latent bereits vorhanden ist, nun offenkundig und ausgewiesen wird.

Dem steht die praktische Erfahrung der EVQA gegenüber, dass harte Schnitte, das Auflösen aller Altlasten, der klare, nachvollziehbare und quantifizierbare Weg aus der Krise heraus, eine viel höhere Wahrscheinlichkeit mit sich bringt, dass alle Finanzierer und Gesellschafter ein gemeinsames Commitment zur Bewältigung der Krise geben. Das Festhalten an bestehenden, nicht funktionierenden und nicht performenden Strukturen führt sehr häufig zu einem schleichenden Verfall der Ertrags-, Kapital- und Finanzierungssituation.

Das Wort Kredit kommt vom lateinischen Wort: „credere“ und bedeutet „glauben“. Glaubwürdig sind fokussierte Geschäftsmodelle mit klaren und überschaubaren Strukturen und Mechanismen. Krisenunternehmen zeigen genau an diesen Stellen Schwächen. Die Methodik der Ertrags- und Verlustquellen-Analytik zeigt präzise und zahlenbasiert den Weg auf, wie Unternehmen diese Transformation zu einfachen und finanzierbaren Geschäftsmodellen im Rahmen des Sanierungsprozesses beschreiten können.

Unternehmerische Perspektiven und ihre Finanzierung in Indien

Dr. Moritz Dimde

1. Indischer Markt

Indien gehört mit einem BIP von 3.288 Mrd. \$ und einem durchschnittlichen Wachstum von 8 % zu den wachstumsstärksten Regionen der Welt. Nach den Worten von Ministerpräsident Manmohan Singh strebt Indien in diesem Fiskaljahr (bis zum 31.03.2011) ein Wachstum von 8,5 % an, im kommenden Jahr sollen es 9 % werden. Das mittelfristige Ziel ist ein jährliches Wachstum von 10 %.

Ein Schlüsselfaktor der nachhaltig dynamischen Entwicklung ist, neben den demokratischen Strukturen und dem britisch geprägten Rechtssystem, die junge Bevölkerung. Die Hälfte der 1,16 Mrd. Inder ist unter 25 Jahre alt. Darüber hinaus verfügt ein immer größer werdender Prozentsatz der indischen Bevölkerung über eine ausgezeichnete schulische Bildung mit englischsprachigem Hintergrund. Millionen junger, hervorragend ausgebildeter Inder streben nach Wohlstand und westlichen Konsumstandards.

Diese Entwicklung erfordert eine adäquate Infrastruktur und erregt somit auch weiterhin das Interesse von internationalen Investoren. Indien hat kürzlich seinen nächsten Fünfjahresplan verabschiedet und plant von 2012 bis 2017 insgesamt 1.000 Mrd. \$ für die Verbesserung seiner Infrastruktur auszugeben, insbesondere für den Ausbau des Straßennetzes und die Stromversorgung.

Schon im derzeitigen Fünfjahresplan, der noch bis 2012 läuft, hat Indien 514 Mrd. \$ für den Straßenbau, den Ausbau von Häfen und Flughäfen sowie die Verbesserung der Strom- und Wasserversorgung veranschlagt. Die jetzt geplante, annähernde Verdoppelung dieser Summe macht deutlich, welche ambitionierten Wachstumspläne die indische Regierung verfolgt.



Um noch mehr Investoren zu gewinnen und die Projekte auch umzusetzen, hat die indische Regierung aber noch eine Aufgabe vor sich, an der schon viele gescheitert sind: Sie muss die Hürden der indischen Bürokratie überwinden und wirksam(er) gegen Korruption vorgehen. Bislang wird die Projektzeit etwa im indischen Straßenbau durch Einsprüche, Prozesse und Schlichtungsverfahren um bis zu 70 % überzogen, in Europa sind es weniger als 20 %. Die Regierung kündigte deshalb an, Straßenbauprojekte künftig erst dann zu vergeben, wenn sich mindestens 80 % des benötigten Landes im Besitz des zuständigen Ministeriums befänden.

Nichtsdestotrotz liegen die unternehmerischen Chancen gerade im Bereich Infrastruktur in Indien auf der Hand. Zur Finanzierung wendet sich die Regierung ganz offen an private Akteure wie private Investoren, Pensionsfonds, Investmentbanken und Versicherungen. Namhafte Investmentbanken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley und Macquarie investieren bereits in Infrastrukturprojekte, auch private Kapitalgeber wie Blackstone, Kohlberg Kravis Roberts und 3i sollen dabei sein.



Dr. Moritz Dimde
Managing Director
König & Cie. Asia Advisors Pvt. Ltd.
502, Sagar Fortune Building
Waterfield Road,
Bandra West, Mumbai 400050
India

zugleich:

König & Cie. GmbH & Co. KG
Senior Vice President
Axel-Springer Platz 3
20355 Hamburg

Telefon 040 369 757 830
Telefax 040 369 757 890
E-Mail mdimde@koenig-cie.com
Internet www.koenig-cie.com

Auch für deutsche Unternehmen, gerade auch für mittelständische Akteure etwa im Bereich spezieller Technologien oder Märkte, dürfte sich ein Engagement lohnen. Wichtig ist aber, dass man sich über den entscheidenden Aspekt im Vorhinein klar ist: Ein Engagement in Indien ist nur dann erfolversprechend, wenn man bereit ist, sich langfristig zu engagieren. Alles andere ist zum Scheitern verurteilt.

2. Projektfinanzierung in Indien

In ihrer wesentlichen Struktur unterscheidet sich die Projektfinanzierung in Indien nicht von den internationalen Gepflogenheiten. Bei der Fremdkapitalbeschaffung können jedoch erhebliche Unterschiede zu anderen Märkten auftreten.

2.1 Wirtschaftliche Schlüsselfaktoren

Ein nicht ausreichend entwickelter Interbankenmarkt, ein kaum existierender Termingeldmarkt und das Fehlen eines Referenz-Zinssatzes machen es gar unmöglich, gesicherte Zinssätze für ein-/drei-/neun-/zwölfmonatige Transaktionen herauszugeben. Langfristig festgeschriebene Raten sind bei der indischen Rupie generell nicht verfügbar und fluktuierende Basiszinssätze sind wirtschaftliche Realität. Nichtsdestotrotz gibt es einige für indische Kreditnehmer mildernde Umstände. Zum einen hat sich der Basiszinssatz in den letzten zehn Jahren kaum verändert und sich immer zwischen 10 und 15 % bewegt. Des Weiteren sind rund 80 % der Kreditgeber Finanzinstitute, welche sich in staatlichem Besitz befinden und sich am Referenz-Zinssatz orientieren. Auch besteht die Chance, eine fixe Rate während der Konstruktionsphase auszuhandeln. Bedenklich ist, dass für Kreditgeber in Indien die Möglichkeit besteht, ihre Margen ganz individuell, halb- bis ganzjährig anzupassen. Eine Alternative stellt natürlich die Drittmittelförderung dar, diese ist jedoch auf 500 Mio. \$ pro Jahr beschränkt und untersteht auch noch anderen Bestimmungen. Demzufolge kann man erwarten, dass das meiste Fremdkapital für Projekte mittlerer Laufzeit bestimmt ist und aus heimischen Quellen stammt.

Auch sollte man einige vertragliche Gegebenheiten in der Ausgestaltung von Kreditverträgen beachten. Durch die oft sehr strengen Verträge ist Vorsicht geboten, um Zahlungsrückstände zu vermeiden. Durch das in 2000 eingerichtete „Credit Information Bureau (India) Limited“ (CIBIL), in dem nahezu jedes Kreditinstitut Mitglied ist, besteht die Möglichkeit jegliches Fehlverhalten von Schuldnern zu melden und auch in alle vorliegenden Reporte Einsicht zu nehmen. Kreditinstitute in Indien fordern zur Sicherheit von Kredit-

nehmern sogenannte „stamped documents“, welche mit hohen Kosten verbunden sind. Zwar ist ein Dokument nur stempelgebührenpflichtig insofern es aus Indien kommt, jedoch sind andere Dokumente vor Gericht nicht zulässig.

Langfristiges Fremdkapital, wie es etwa für den Erwerb von Seeschiffen erforderlich ist, lässt sich in Indien hingegen nicht aufnehmen. In diesem Segment bedienen sich auch indische Akteure seit längerem dem Angebot ausländischer Banken. Nach dem Austrocknen europäischer Quellen kommen dafür trotz politischer Vorbehalte zunehmend chinesische Institute in Betracht.

2.2 Regulatorische Schlüsselfaktoren

Um Undiszipliniertheiten von Kreditnehmern zu senken und zahlungsunwillige Schuldner zurückzuschrecken, hat die indische Regierung in den letzten Jahren einige Schritte eingeleitet.

Im Wesentlichen sind es drei Regulatoren, die „RBI regulations“, das „SAFAERI act“ und der „Commercial Courts Bill“. In den „RBI regulations“ wird geregelt, wann ein Kredit als NPA (NON-PROFIT-ASSET) einzuordnen ist und ab wann ein Zahlungsverzug als vorsätzlich anzusehen ist. Geschieht eine solche Klassifizierung, sind Darlehensgeber angehalten dies dem CIBIL zu melden sowie rechtliche Schritte einzuleiten. In der Praxis geschieht dies momentan noch selten, da sich gerichtliche Prozesse noch als zu ineffizient darstellen.

Dies könnte sich jedoch durch die Stärkung des „SAFAERI“ Gesetzes und mit dem Inkrafttreten des „Commercial Courts Bill“ ändern. Im „SAFAERI act“ ist festgelegt, dass sobald ein Darlehen als NAP klassifiziert wird oder ein Zahlungsrückstand als vorsätzlich angesehen wird, ein Schreiben des Kreditgebers mit der Aufforderung zur Zahlung in 60 Tagen für eine Fristsetzung genügt. Wird diese Frist nicht eingehalten, könnten Maßnahmen wie z. B. die Übereignung eines Sicherheitsgutes erwirkt oder sogar ein Management für das laufende Projekt bestimmt werden.

Um schnellere gerichtliche Prozesse zu erwirken und Kreditgebern den Rücken zu stärken, wurde zur Wintermonsun-Zeit 2009 der „Commercial Courts“ Gesetzesentwurf verabschiedet. Während heute Gerichte in Indien zur Entscheidungsfindung 10 bis 15 Jahre benötigen, sollte nach Inkrafttreten dieses „Commercial Courts“ Gesetzes ein Urteil binnen eines Jahres zu erwarten sein.

Krisenherd Krankenhaus – Sanierungsstrategien in einem regulierten Markt



Dr. Frank Schmitz
Projektleiter
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Grabenstraße 11a
40213 Düsseldorf

Telefon 0211 542 418 01
Telefax 0211 542 418 49
E-Mail: schmitz@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Dr. Volkhard Emmrich und Dr. Frank Schmitz

Der Markt für die stationäre Gesundheitsvorsorge zeichnet sich durch Überkapazitäten und folglich Verdrängungswettbewerb aus. Nimmt man den gesamten Markt – das heißt öffentliche, private und freigemeinnützige Krankenhäuser – genauer unter die Lupe, zeigt sich, dass nahezu ein Drittel dieser Häuser ein Defizit ausweisen. Ein weiteres Drittel erwirtschaftet eine Umsatzrendite von weniger als 3 %. Häufigstes Kriterium der objektiven Krisenfeststellung: die (drohende) Zahlungsunfähigkeit. Gesamtwirtschaftliche Daten zeigen: Die Anzahl aller Krankenhäuser hat sich in Deutschland bereits von 1998 bis zum Jahre 2008

von 2.263 um 180 Krankenhäuser auf 2.083 reduziert – weitestgehend durch Fusionen, aber ohne reale Schließung von Krankenhäusern oder gar Insolvenzen.

Restriktionen bei der Sanierung

Je nach Krankenhaus besteht für bestimmte Leistungen wie die Notarztversorgung, die Psychiatrie oder – in ländlichen Regionen – eine generelle medizinische Versorgungspflicht. In solchen Fällen kann nicht autonom über den Fortbestand des Krankenhauses entschieden werden. Veränderungen im Marktangebot oder räumliche Veränderungen, im Falle von Neubaumaßnahmen, sind ebenfalls Restriktionen unterworfen.

Zu einer gesetzlich nicht vorgesehenen Fremdfinanzierung der Infrastruktur kommt hinzu, dass sich die Besicherungsmöglichkeiten oft schwierig gestalten. Krankenhäuser verfügen lediglich in einem geringen Umfang über verwertbare Assets. Eine alternative Verwendung der Immobilien ist vielfach nicht praktikabel. Für die geförderten Bestandteile des Anlagevermögens könnte bei Veräußerung ein Rückzahlungsanspruch der erhaltenen Fördermittel entstehen. Ist ein asset-based lending nicht möglich, kann eine Kreditvergabe nur auf der Basis zukünftiger Renditeerwartungen – vali-

diert durch ein Strategie-Scoring – und künftig verfügbare Cashflows erfolgen. Eines der wesentlichsten Assets eines Krankenhauses ist die Aufnahme in den Krankenhausrahmenplan des jeweiligen Bundeslandes. Dies ist die Voraussetzung für eine Investitionsförderung und hat zur Folge, dass Leistungen der ausgewiesenen medizinischen Fachgebiete durch die gesetzlichen Krankenkassen bezahlt werden müssen.

Eine mögliche Sanierungsstrategie durch die Konzentration der Geschäfte gestaltet sich vielfach schwierig. Das Angebot der medizinischen Leistungen kann zwar schrittweise bei regionaler Überversorgung reduziert werden. Die hohe Fixkostenremanenz durch Personal- und Infrastruktur und mögliche Rückzahlungsforderungen für öffentlich geförderte Infrastruktur bei nicht mehr gegebener Erfüllung der Zweckbindung führt jedoch, selbst bei der Aufgabe von Randbereichen, in der Regel zu keiner Verbesserung des wirtschaftlichen Ergebnisses.

Der Umsatzsanierung als weitere Sanierungsstrategie sind ebenfalls Grenzen gesetzt, da Umsatzsteigerungen, die über das demografisch bedingte regionale Marktwachstum von bis zu 3 % p. a. hinausgehen, ausschließlich über Verdrängungswettbewerb erfolgen können.

Eine Umsatzsanierung ist auch durch die Gesundheitsreform im Herbst 2010 erschwert worden. Denn: Vergütungen von Leistungszuwächsen, die durch Fallzahl- und Fallschwereresteigerungen entstehen, werden pauschal um 30 % gekürzt.

Wird die Sanierung eines Krankenhauses öffentlich bekannt, hat dies in der Regel immer eine aktive Einmischung der unterschiedlichen kommunalpolitischen und kirchlichen Institutionen zur Folge. Da die Debatte über mögliche Zukunftsszenarien eines Krankenhauses meist in der Öffentlichkeit geführt wird, viele Häuser aber Defizite im Bereich Corporate Governance haben, wird ein frühzeitiges Erkennen von wirtschaftlichen Fehlentwicklungen und möglichen Krisen verhindert.

Auch können die erforderlichen Sanierungsmaßnahmen so nur eingeschränkt oder mit zeitlicher Verzögerung umgesetzt werden.

Trotz der schlechten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist bis zum heutigen Tage die Anzahl der Insolvenzeröffnungen im Verhältnis zur Anzahl der Marktteilnehmer eher gering. Das negative Image einer Insolvenz ist hier entscheidend: Zum einen wird davon ausgegangen, dass ein Insolvenzantrag zu einem unmittelbaren und wesentlichen Umsatzrückgang und so zu einer Verschlechterung der Liquiditätssituation führen würde. Ein Teil der Patienten würde ein Krankenhaus in der Insolvenz meiden, da die Befürchtung besteht, nicht die optimale medizinische Behandlung zu bekommen.

Öffentliche, kirchliche oder auch private Betreiber suchen aufgrund der öffentlichen Reaktion alternative Lösungen zu einem Insolvenzantrag. Durch Bürgschaften oder temporäre Liquiditätssicherungsmaßnahmen kann die Insolvenz verhindert und Zeit für die Sanierung gewonnen werden. Gelingt diese nicht, wird die Übertragung der Gesellschaftsanteile für einen symbolischen Kaufpreis auf einen anderen Krankenhausträger zum Zwecke einer Fusion mit einem anderen Krankenhaus einer Insolvenz oder Schließung vorgezogen.

Operative Sanierung

Die allgemeinen (Reinigung, Technik usw.) und patientenbezogenen Nebenleistungen (Küche, Hygiene, Patientenverwaltung usw.) sind in den vergangenen Jahren umfangreichen Effizienzsteigerungen unterworfen worden. Wesentliche Effekte auf eine Verbesserung des Cashflows sind lediglich noch in den patientenbezogenen Kernleistungen zu erzielen. Das Potenzial in diesen Bereichen ist allerdings auch abhängig von der Betriebsgröße und den baulichen Strukturen.

Vielfach sind notwendige Einsparpotenziale in bestehenden baulichen Strukturen aber nicht zu erreichen, d. h. mit den vorhandenen Gegebenheiten sind die Soll-Kosten nicht zu realisieren. In so einem Fall muss geprüft werden, ob durch den Neubau eines Krankenhauses die Kostenstrukturen so angepasst werden können, dass die notwendigen Kapitalkosten für den Bau überkompensiert werden.

Für eine bestimmte medizinische Indikation können die Kosten für die benötigte medizinische Infrastruktur durch eine Erhöhung der Fallzahlen besser verteilt werden. Dieser Effekt kann durch Kooperationen und Fusionen ausgenutzt werden, um bei zu geringer Be-



Abb. 1: Sanierungsziel und Sanierungsstrategien im Krankenhaus

triebsgröße auf ein branchenübliches Renditeniveau zu gelangen.

Eine operative Excellence und ausreichende Fallzahlen für die medizinische Infrastruktur führen zu einer Erhöhung des Cashflows und damit zu einer Kapitaldienstfähigkeit, welche für eine notwendige strategische Sanierung im zweiten Schritt notwendig ist.

Strategische Sanierung

Obwohl Unternehmensgröße und gesetzlich reguliertes Leistungsangebot die Neukonfiguration des Geschäftsmodells für Krankenhäuser einschränken, ist eine ganzheitliche Sanierung als zweistufiges Modell anzusehen. Bei der strategischen Sanierung ist es das Ziel, die angebotenen medizinischen Leistungen optimal aufeinander abzustimmen. Mittel- und langfristig muss sie dazu führen, dass mit dem angebotenen medizinischen Leistungsspektrum ein unverwechselbares Profil erreicht wird, das in der Region aus Versorgungssicht notwendig ist und von der Bevölkerung in ausreichendem Umfang angenommen wird. Dies sichert die langfristige Zukunftsfähigkeit eines Krankenhauses.

Die pessimistischen wirtschaftlichen Prognosen sollten nicht den Blick darauf verdecken, dass die Branche auch äußerst stabile Rahmenbedingungen bietet. Das Marktvolumen beträgt knapp über 71 Mrd. € und wird aufgrund des medizinischen Fortschritts und der demografischen Entwicklung auf absehbare Zeit kontinuierlich wachsen. Die zuständige Kommune eines Krankenhauses, welches sich in einer Sanierungsphase befindet, wird möglichst alles für den Erhalt „ihres“ Krankenhauses tun. In vielen Städten und Gemeinden sind die Krankenhäuser einer der größten Arbeitgeber. Die Sanierung eines Krankenhauses wird sich immer in einem Dreieck zwischen Kosten- und Erlösentwicklung, unternehmerischen Handlungsparametern und regionalem, öffentlichem Interesse bewegen. Wenn diese drei Punkte für den jeweiligen Sanierungsfall in Einklang gebracht werden können, bestehen oftmals gute Chancen einer langfristigen wirtschaftlichen Chance für das jeweilige Krankenhaus.

FAZIT

Internationale Finanzierung für den deutschen Mittelstand – Potenziale und Herausforderungen

Dr. Bernd Laber



Dr. Bernd Laber
Bereichsvorstand
Mittelstandsbank-International
der Commerzbank AG
Kaiserplatz 1
60311 Frankfurt

Telefon 069 136 20
Telefax 069 285 389
E-Mail info@commerzbank.com
Internet www.commerzbank.com

Deutschlands wachsendes Gewicht in der Welt ist mehr und mehr auf den Mittelstand zurückzuführen. Allein 500 Weltmarktführer hat das angesehene Wirtschaftsmagazin „Economist“ unter den kleinen und mittelgroßen Unternehmen ausgemacht – „world champions“, die mit Spitzenprodukten in ihrer Sparte glänzen.

Dies zeigt sehr deutlich, dass nicht nur die großen Konzerne in der Welt zu Hause sind, sondern auch der Mittelstand international denkt und handelt, und das sehr erfolgreich. Kein Wunder, dass – wie es die „Financial Times“ formuliert hat – „der deutsche Mittelstand zu den Gewinnern der Globalisierung zählt“.

Auslandsnachfrage trägt den Aufschwung

Gerade der in hohem Maße von der Auslandsnachfrage getragene Aufschwung im Jahr 2010 hat gezeigt, dass Internationalisierung wichtige Impulse für unternehmerisches Wachstum gibt.

Die Commerzbank engagiert sich dabei in besonderer Weise: Mit einem Anteil von rund 30 % sind wir der führende Exportfinanzierer der deutschen Wirtschaft. Für die Absicherung und Abwicklung des Auslandsgeschäfts stehen wir mit umfassendem Know-how u. a. in Form von Import-/Export-Akkreditiven und -Inkassos sowie Avalen bereit.

Für die Optimierung des Zahlungsverkehrs sowie des Cash- und Treasury-Managements erarbeitet die Commerzbank maßgeschneiderte Konzepte, die an den Anforderungen der Unternehmen entlang ihrer jeweiligen Wertschöpfungskette ausgerichtet sind.

Ein weiterer Grund, warum die Commerzbank das „beliebteste Institut für das Auslandsgeschäft“ ist (Umfrage des Finanzmagazins „impulse“ unter 1.000 Unternehmen, Heft 8/2010), liegt in der weltweiten Präsenz mit 25 Filialen und 39 Repräsentanzen in mehr als 60 Ländern. Die Commerzbank begleitet Unternehmen im Ausland mit einem grenzüberschreitend einheitlichen Betreuungskonzept.

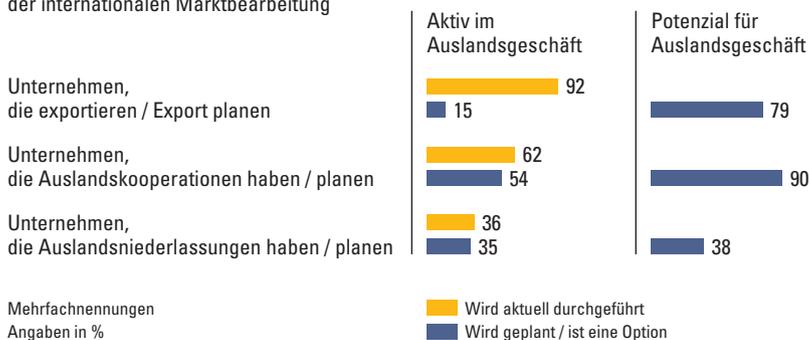
Durchgängige Begleitung in allen Phasen der Internationalisierung

Die Unterstützung der deutschen Unternehmen durch die Commerzbank umfasst alle drei Phasen der Internationalisierung: den Export und Import (Phase I), den Aufbau von Joint Ventures mit ausländischen Unternehmen (Phase II) und die Gründung einer eigenen Niederlassung im Ausland (Phase III). Herausforderungen und Potenziale für die internationale Finanzierung des deutschen Mittelstands sind in diesen Phasen natürlich sehr unterschiedlich.

In der ersten Phase des reinen Außenhandelsgeschäfts geht es vor allem darum, Länder- und politische Risiken in den Griff zu bekommen, das Export- oder Importgeschäft zu finanzieren und zuverlässig abzuwickeln sowie Fremdwährungspositionen zu managen. Gefragt

Formen der Auslandsaktivität

Aktuell durchgeführte und geplante Formen der internationalen Marktbearbeitung



Quelle: Studien der Initiative UnternehmerPerspektiven der Commerzbank AG



ist hier eine umfassende Leistungspalette im dokumentären Geschäft inkl. Garantien, flexiblen Angeboten für die Absicherung im Währungsmanagement und die Bereitstellung von zeitgemäßen Lösungen für das internationale Cash-Management.

Wird dann in Phase II z. B. in Form von Joint Ventures der Schritt über die Grenzen gemacht, kommen weitere Herausforderungen hinzu: Kulturelle Unterschiede und Sprachbarrieren müssen überwunden und die jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen berücksichtigt werden.

Die grenzüberschreitende Liquiditätsplanung erhält noch mehr Gewicht. Im Mittelpunkt stehen die optimale Finanzierung und die Überwachung der Zahlungsströme. Gerade diese Aspekte werden entscheidend, wenn sich ein deutsches Unternehmen im Ausland niederlässt (Phase III).

Repräsentative Studie zum Auslandsgeschäft des deutschen Mittelstands

Im Rahmen unseres Anspruchs als strategischer Partner für mittelständische und große, kapitalmarktnahe Unternehmen haben wir die Unternehmen in einer groß angelegten Studie mit 4.000 Teilnehmern direkt befragt, wo sie Potenziale und Herausforderungen für ihr grenzüberschreitendes Geschäft sehen.

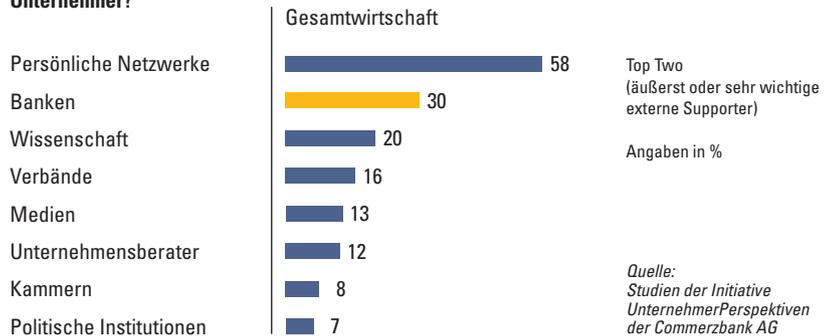
Die Ergebnisse sind einerseits ermutigend: Der Mittelstand richtet sich weiter international aus. Über die Hälfte der deutschen Unternehmen hat die Nase vorn, gehört entweder zu den Tempomachern im Exportgeschäft, nutzt Fertigungschancen im Ausland oder expandiert in die Zukunftsmärkte aufstrebender Wirtschaftsregionen.

Andererseits: Ein weiteres gutes Viertel der befragten Unternehmen verfügt zwar über das Potenzial, auf den Auslandsmärkten mitzumischen, bleibt aber abwar-

tend. Man unterstellt Schwierigkeiten, Probleme oder Hindernisse, die sich bei genauerem Hinsehen als weniger gravierend herausstellen. Jedenfalls widerlegen die Erfahrungen der auslandsaktiven Unternehmen viele Mutmaßungen der Zauderer: Rechtliche Unwägbarkeiten, Probleme mit ausländischen Führungskräften, Einschnitte in bewährte Produktions- und Absatzverfahren, das alles sind lösbare Dinge.

Exportstrategien haben über Jahrzehnte hinweg die Internationalisierung des deutschen Mittelstands bestimmt. Auch heute sind direkter und indirekter Export die mit Abstand häufigste Form des Auslandsgeschäfts: 92 % der auslandsaktiven Unternehmen führen Industrie- und Warenprodukte aus. Über eigene Niederlassungen im Ausland – sei es für Vertrieb oder Fertigung – verfügt hingegen nur ein gutes Drittel der international tätigen Unternehmen.

Auf wen verlassen sich Unternehmer?



Beliebt, aber kein Allheilmittel: Kooperationen

Kooperationen genießen einen großen Vertrauensvorsprung und dürften auch in den nächsten Jahren oben auf der Tagesordnung stehen. 54 % der auslandsaktiven Unternehmen planen den Ausbau internationaler Partnerschaften.



Noch beliebter ist das Thema partnerschaftliche Zusammenarbeit bei Unternehmen mit Auslandspotenzial: Sie denken im Zusammenhang mit der Erschließung von Auslandsgeschäft zu 90 % an Kooperationen. Die Unternehmen wollen ausländische Märkte nicht (mehr) allein, sondern von Beginn an mit Partnern vor Ort und mithilfe von Netzwerken erschließen.

Besonders positiv fällt die Bewertung von Kooperationen, ihrer Chancen und Risiken, bei Unternehmen aus, die noch keine Auslandserfahrung haben: Für drei Viertel dieser Gruppe überwiegen klar die Vorteile von Kooperationen. Sie versprechen sich einen einfacheren Zugang zu ausländischen Märkten, leichteren Erwerb der erforderlichen Kenntnisse sowie eine generelle Ausdehnung der eigenen Handlungsspielräume.

Der Vergleich mit bereits im Ausland aktiven Unternehmen zeigt allerdings, dass diese Erwartungen nicht immer erfüllt werden: Je mehr Erfahrung Unternehmen im internationalen Geschäft haben, desto kritischer beurteilen sie die Zusammenarbeit mit ihren Partnern vor Ort.

Insbesondere die Global Player unter den Befragten mahnen zur Vorsicht: Ein gutes Drittel dieser international erfahrenen Unternehmen betont, dass Kooperationen auch zusätzlichen Aufwand, Abfluss von Ressourcen, Verlust von Kontrolle oder die Preisgabe von Wissensvorsprüngen bedeuten können.

Fazit: Kooperationen können eine wesentliche Hilfe im Prozess der Erschließung von Auslandsmärkten

darstellen, sind aber auch mit Fingerspitzengefühl zu behandeln.

Falsche Bescheidenheit kleinerer Unternehmen

Von großer Bedeutung für die Unternehmen ist natürlich die Finanzierungsbereitschaft ihrer Banken. 56 % fürchten, für die Finanzdienstleister schlichtweg zu klein zu sein. Mit 65 % besonders verbreitet ist diese Sorge erwartungsgemäß im kleinen Mittelstand (2,5 bis 12,5 Mio. € Jahresumsatz).

Aber auch größere Unternehmen argwöhnen, dass ihren Interessen von den Banken nicht genügend Aufmerksamkeit geschenkt wird: Ihr Anteil liegt in der Größenklasse von 50 bis 100 Mio. € bei 30 %, ab 100 Mio. € Jahresumsatz immerhin noch bei 15 %.

Diese Zahlen zeigen, dass es auch auf Seiten der Banken durchaus noch Nachholbedarf gibt. Wir alle müssen mithelfen, unsere Wirtschaft noch internationaler auszurichten.

Gerade die Banken zählen zu den ersten Ansprechpartnern, wenn der Gang ins Ausland erwogen wird. Das kann nur heißen, dass sie die ihnen zugewiesene Rolle aktiver als bisher wahrnehmen, ihre Firmenkunden nicht nur motivieren, sondern ihnen „Flankenschutz“ verschaffen. Mit ihren Beratungs- sowie Finanzierungsangeboten und ihrer eigenen internationalen Präsenz bringen sie die Voraussetzungen mit, sich als die primären Kooperationspartner der auslandsorientierten Wirtschaft zu profilieren.

Debt-to-Equity-Swaps aus Sicht der Banken

Henning Giesecke

Trotz der positiven Signale aus der Wirtschaft rechnen Experten mit 35.000 bis 40.000 Insolvenzen im laufenden und im kommenden Jahr. Unter diesen Unternehmen befinden sich viele, die durch die Krise in 2009 angeschlagen sind, aber auch einen gesunden Kern haben und sanierungsfähig sind. In genau solchen Situationen kann ein Debt-to-Equity-Swap (D/E) ein sinnvolles Werkzeug aus dem Sanierungsbaukasten einer Bank sein. Das Instrument verspricht eine gute Profitabilität, birgt aber auch Risiken.

I. Ausgestaltung eines D/E

Vereinfacht ist ein D/E die Umwandlung von Krediten in Eigenkapital, also vom Gläubiger zum (Teil-) Eigentümer. Dies kann direkt und indirekt erfolgen.

Bei dem direkten D/E ist die Folge i. d. R. eine Kapitalherabsetzung (je nach Bonität des Unternehmens) mit anschließender Sachkapitalerhöhung. Die Kapitalherabsetzung – auch Kapitalschnitt genannt – erfolgt, um das Stamm- oder Grundkapital dem nach Verlusten geringeren Vermögen anzupassen und diese Last den bisherigen Gesellschaftern aufzubürden und nicht den neuen Gesellschaftern. Bei der Sachkapitalerhöhung bringt der Gläubiger seine Forderung als Sacheinlage ein.

Im Gegensatz dazu ist der indirekte D/E eine Vereinbarung zwischen den Altgesellschaftern und den Gläubigern, Anteile an den Gläubiger (oder Dritte) abzugeben, wenn im selben Atemzug der Gläubiger auf Teile oder alle Forderungen verzichtet. Vor allem bei Familiengesellschaften und LBOs hat diese Form den Vorteil der schnelleren und einfacheren Umsetzung gegenüber dem direkten D/E.

II. Vorteile des D/E

Aus Sicht des Unternehmens ist der primäre Grund des D/E die Stärkung des Eigenkapitals und die gleichzeitige Entlastung beim Zinsaufwand und damit die Ergebnisverbesserung. Die Ratio- und Ratingverbesserung erleichtert die Situation mit allen Gläubigern und die Aufnahme neuer Kredite.

Für den Investor (die Bank, aber gegebenenfalls auch ein externer Investor, der Forderungen erworben hat) bietet der D/E einen günstigen Einstieg in das Unternehmen und einen Werthebel bei erfolgreicher Restrukturierung. Der zukünftige Wert ist nicht wie bei der Forderung auf 100 % begrenzt, sondern kann die ursprüngliche Forderung um ein Vielfaches übersteigen. Daneben werden die verbleibenden Forderungen sicherer, da sich die Bonität des Unternehmens durch den D/E und eventuelle Beiträge anderer Banken und Stakeholder (Lieferanten, Belegschaft) erhöht hat. Weiter kann der mögliche Einfluss auf das Unternehmen durch die Gesellschafterposition genannt werden.

III. Risiken des D/E

Als wesentliche Risiken der Umwandlung einer Forderung in eine Beteiligung lassen sich drei nennen: die automatische Nachrangstellung, die faktische Geschäftsführung und die Differenzhaftung.

Wird nur ein Teil der Forderung in eine Beteiligung umgewandelt, besteht bei nicht erfolgreicher Restrukturierung die Gefahr, dass die verbliebenen Forderungen nachrangig behandelt werden. Nutzt der neue Gesellschafter seine Gesellschafterstellung über das normale Maß hinaus und greift in die Geschäftsführung ein, drohen die Gefahren eines faktischen Geschäftsführers. Bei der Sachkapitalerhöhung ist entscheidend, ob die eingebrachte Forderung werthaltig ist. Stellt sich bei Scheitern der Restrukturierung heraus, dass die Forderung nicht entsprechend werthaltig war, so wird ein Insolvenzverwalter die Differenz in bar einfordern. Dann ist damit nicht nur die gewandelte Forderung wertlos, sondern der ursprüngliche Gläubiger muss die Wertdifferenz bar ausgleichen, also schlechtem Geld gutes hinterherwerfen.

Die dargestellten Risiken lassen sich minimieren und auch teilweise vermeiden. Anzuraten ist auf alle Fälle, einen erfahrenen Partner in solche Transaktionen einzubinden.



Henning Giesecke
Aufsichtsrat
Endurance Capital AG

Telefon 089 189 399 81
Telefax 089 599 186 228
E-Mail giesecke@endurance-capital.de
Internet www.endurance-capital.de

IV. Rechnen sich D/E-Transaktionen?

D/E stellen eine Möglichkeit dar, das Unternehmen in der Krise zu stabilisieren. Vereinfacht gesagt: Gelingt die Restrukturierung, erhält die Bank einen Mehrwert durch ihre Beteiligung, gelingt sie nicht, ist es i. d. R. egal, ob FK oder EK abzuschreiben ist. Betrachtet man ein Portfolio von 10 Unternehmen mit gleicher Ausgangssituation (je 10 Mio. € Forderung, zu 25 % wertberichtigt) und vergleicht die Situation ohne D/E und mit D/E, lassen sich in einem positiven Szenario A ein 80 % (oder 70 Mio. €) höherer Return und in einem schlechten Szenario B ein 30 % (22,5 Mio. €) höherer Return erwirtschaften (siehe chart).

V. Welche Fälle eignen sich für einen D/E

Zuallererst muss hier die Umsetzbarkeit genannt werden. Ein D/E lässt sich kaum gegen den Willen der Altgesellschafter umsetzen. Dies ist auch wichtig für die weitere Restrukturierungsarbeit. Das Unternehmen sollte über einen gesunden Kern verfügen und sanierungsfähig sein. Das Restrukturierungskonzept muss plausibel und

nachvollziehbar sein. Im Rahmen des Konzeptes ist die Liquiditätssituation zu beleuchten, die auch in einem Downside „halten“ muss. Soll die weitere Restrukturierung Erfolg haben, müssen alle an einem Strang ziehen und auch Beiträge zur Restrukturierung leisten – Banken, Lieferanten, Belegschaft etc. Schließlich sind die Exitmodalitäten zu fixieren, denn das Interesse eines D/E Gesellschafter ist nicht, dauerhaft Gesellschafter des Unternehmens zu sein.

VI. Fazit

Der D/E bietet sehr gute Möglichkeiten, dem Unternehmen in der Krise zu helfen. Er ist ein Instrument der bilanziellen Sanierung. Bei fairer Ausgestaltung vereint der D/E die Interessen der Altgesellschafter und Banken. Die rechtlichen Risiken sind minimier- und teilweise vermeidbar. Betrachtet man ein Portfolio von Unternehmen, lassen sich deutliche Mehrwerte für die Banken heben. Der finale Erfolg einer D/E hängt allerdings von der operativen Sanierung ab, die der bilanziellen fast immer folgen muss.

Szenario A

Multiplikator des Investments	x 0 (Totalausfall)	x 1 (Erhalt des Investments)	x 2 (guter Erfolg)	x 5 (sehr guter Erfolg)
Kredit				
Anzahl Fälle	1	3	4	2
Wert vorher	7,5	22,5	30	15
Wert nachher	5*	22,5	40	20

*Annahme: Maximalverlust 50 %

		Equity		
Anzahl Fälle	1	3	4	2
Wert vorher	7,5	22,5	30	15
Wert nachher	0	22,5	60	75

Summe 75,0 Mio.
 Summe 87,5 Mio.
 ↑ +70,0 Mio.
 ↓
 Summe 75,0 Mio.
 Summe 157,5 Mio.

Szenario B

Multiplikator des Investments	x 0 (Totalausfall)	x 1 (Erhalt des Investments)	x 2 (guter Erfolg)	x 5 (sehr guter Erfolg)
Kredit				
Anzahl Fälle	3	4	2	2
Wert vorher	22,5	30	15	7,5
Wert nachher	15*	30	20	10

*Annahme: Maximalverlust 50 %

		Equity		
Anzahl Fälle	3	4	2	1
Wert vorher	22,5	30	15	7,5
Wert nachher	0	30	30	37,5

Summe 75,0 Mio.
 Summe 75,0 Mio.
 ↑ +22,5 Mio.
 ↓
 Summe 75,0 Mio.
 Summe 97,5 Mio.

Debt-to-Equity-Swap: englische Lehrmeister

Andreas Dimmling

Findet das angelsächsische Sanierungsinstrument Eingang in den deutschen Restrukturierungskanon?

Der Debt-to-Equity-Swap (D/E), also der Tausch eines Gläubigers seiner Forderungen gegen Anteile an dem schuldenden Unternehmen, ist in Großbritannien ein etabliertes und erprobtes Mittel, wenn es um die Sanierung von Unternehmen in der Krise geht (Stichwort „loan-to-own“). Auch in Deutschland kommt der D/E zunehmend in Mode.

Erfolgreiches englisches Modell

In England & Wales haben korporative Modelle in der Krise eines Unternehmens, bei denen die Hauptgläubiger und der Schuldner schon vor einem gerichtlichen Insolvenzverfahren einen Verhandlungsweg aus der Krise suchen, Tradition. Das englische Recht stellt dabei insbesondere mit dem Scheme of Arrangement und dem Company Voluntary Arrangement Strukturen zur Verfügung, welche die Sanierung des Unternehmens mit nur geringer oder gar keiner Beteiligung eines Gerichts ermöglichen. Bei diesen Sanierungsinstrumenten kann eine Mehrheit der Gläubiger auch gegen den Willen Einzelner und mit einem Minimum an Formalien einen alle Gläubiger bindenden Sanierungsvertrag mit dem Schuldner abschließen. Bestandteil eines solchen Sanierungsvertrags ist häufig ein D/E. Die Gläubiger verzichten teilweise auf ihre Forderungen und wandeln den werthaltigen Teil in Gesellschaftsanteile an dem Unternehmen um. Meist werden sie dadurch Mehrheitseigentümer. Auf diese Weise haben sie die Chance, die weitere Sanierung aktiv mitzubestimmen und von zukünftigen Gewinnen der Gesellschaft zu profitieren anstatt nur mit einer geringen Quote im Insolvenzverfahren befriedigt zu werden. Das Unternehmen kann durch einen D/E eine drohende oder eingetretene Überschuldung beseitigen und aufgrund der sinkenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen seine Liquiditätsbasis stärken. D/E werden in einem Scheme of Arrangement oder einem Company Voluntary Arrangement oft innerhalb weniger Wochen umgesetzt und beseitigen somit rasch die Überschuldung eines Unternehmens. Die im deutschen Recht vorhandenen gesellschafts- und steuerrechtlichen Risiken eines

D/E spielen nach englischem Recht keine entscheidende Rolle. Daneben kann der Neugesellschafter in Großbritannien sogar bevorrechtigte Anteile erwerben, die einerseits Vorrang vor anderen Anteilen in Bezug auf Dividenden und Gewinne haben und andererseits dennoch (eingeschränktes) Stimmrecht garantieren. Eine Insolvenzantragspflicht des überschuldeten Unternehmens besteht in England nicht, so dass keine gesetzliche Deadline für den Beschluss über die Sanierung besteht. Bekannte Fälle von D/E in Großbritannien waren zuletzt z. B. IMO Car Wash 2009 und Wind Hellas Telecommunications SA im vergangenen Jahr.

D/E in Deutschland zunehmend attraktiv

D/E wurden in den letzten fünf Jahren auch in Deutschland zunehmend beliebt. Dies liegt zum einen daran, dass immer öfter angelsächsische Gläubiger in deutschen Unternehmen vertreten sind, die gerne die ihnen bekannten Instrumente anwenden. Zum anderen wurde erkannt, dass ein D/E eine rasche und sowohl für Gläubiger als auch für den Schuldner sinnvolle Lösung sein kann, ein operativ gesundes Unternehmen von seiner Schuldenlast zu befreien. Das dabei einzugehende Risiko als Gesellschafter kann für den Gläubiger, wenn er von dem Geschäftsmodell überzeugt ist, deutlich attraktiver sein, als in einem langwierigen Insolvenzverfahren am Ende mit fast leeren Händen darzustehen. D/E wurden in Deutschland zum Beispiel bei Borussia Dortmund, der Bavaria Yachtbau und Stabilus umgesetzt.

Gesellschafts- und steuerrechtliche Risiken in Deutschland

Die rechtlichen Fallstricke für D/E sind in Deutschland jedoch weitaus zahlreicher als in Großbritannien: Gesellschaftsrechtlich ist ein D/E oft nur mit der un-



Andreas Dimmling
Rechtsanwalt
GSK Stockmann + Kollegen
Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München

Telefon 089 288 174 74
Telefax 089 288 174 44
E-Mail dimmling@gsk.de
Internet www.gsk.de

eingeschränkter Unterstützung der bisherigen Altgesellschafter umzusetzen. Diese stellen sich jedoch oftmals quer, weil sie entweder ihren Einfluss auf das Unternehmen erhalten wollen oder keinen Vorteil für sich gegenüber einer Insolvenz sehen. Der Investor wiederum muss die Werthaltigkeit seiner Forderung exakt überprüfen. Nur den realen Wert der Forderung kann er als Sacheinlage in das Unternehmen einbringen und dafür Gesellschaftsrechte erwerben. Überschätzt er die Werthaltigkeit seiner Forderung, kann er später für die Nachzahlung des Differenzbetrags in Anspruch genommen werden (Differenzhaftung). Zumindest bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist z. B. außerdem zu bedenken, ob der Gläubiger bei einem Kontrollerwerb durch den D/E den Altaktionären ein verpflichtendes Übernahmeangebot machen muss.

Weitere Risiken lauern im Steuerrecht. Verzichtet der Gläubiger auf einen Teil seiner Forderungen, so entsteht bei der schuldnerischen Gesellschaft ein Sanierungsgewinn, der unter Umständen zu versteuern ist. Dies kann zu einem krisenverschärfenden Liquiditätsabfluss führen. Zwar besteht über den Sanierungserlass des Bundesfinanzministeriums eine gewisse Freistellung von der Steuerpflicht. Diese gilt aber nicht für die Gewerbesteuer, die von den Kommunen erhoben wird. Es

venzantragspflicht der Geschäftsführung des kriselnden Unternehmens. D/E in Deutschland gehören daher bisher nicht zum Standard-Instrumentarium einer Restrukturierung, sondern kommen nur in Einzelfällen zum Einsatz.

Debt-to-Equity-Swaps werden in Deutschland erleichtert

Der deutsche Gesetzgeber hat es sich jedoch jüngst zur Aufgabe gemacht, D/E in Deutschland zu erleichtern, um das deutsche Sanierungsrecht im Vergleich zu Großbritannien attraktiver zu machen. In der für dieses Jahr geplanten Reform der Insolvenzordnung werden D/E als Mittel des Insolvenzplans ausdrücklich aufgeführt. Die gesellschaftsrechtlichen Risiken der Differenzhaftung und das Blockadepotenzial der Altgesellschafter werden im Insolvenzplanverfahren beseitigt. Letzteres geschieht dadurch, dass die Altgesellschafter eine Abstimmungsgruppe zum Insolvenzplan darstellen und somit dem insolvenzrechtlichen Obstruktionsverbot unterfallen. Ihre Zustimmung wird daher im Regelfall trotz etwaiger Verweigerung fingiert, soweit die Gläubiger mehrheitlich dem Insolvenzplan zustimmen. Auch in der geplanten Aktienrechtsnovelle 2011 werden D/E durch die Einführung von „umgekehrten“ Wandelschuldverschreibungen erleichtert. Die Aktiengesellschaft könnte so die Schulden aus der Wandelanleihe in Grundkapital wandeln. Eine erstmalige Erwähnung in einem deutschen Gesetz hat der D/E außerdem in dem seit Anfang des Jahres geltenden Bankenrestrukturierungsgesetz gefunden.

Bis auf weiteres: englische Lehrmeister

Bis die vom Gesetzgeber geplanten Neuerungen umgesetzt und solange insbesondere die steuerrechtlichen Risiken nicht geklärt sind, ziehen es manche deutsche Unternehmen aber vor, statt einem D/E in Deutschland gleich das englische Original verbunden mit einem Scheme of Arrangement durchzuführen. Jüngstes Beispiel hierfür ist die Tele Columbus Gruppe, ein deutsches Kabelfernsehunternehmen. Mitte Dezember 2010 akzeptierte der Londoner High Court ein Scheme of Arrangement des Unternehmens mit seinen Hauptgläubigern im Wert von über 1 Mrd. €. Etwa ein Drittel der Schulden wird über einen D/E in Eigenkapital umgewandelt. Der Londoner High Court geht in seiner Entscheidung davon aus, dass das Scheme of Arrangement auch in Deutschland gültig ist.

Bis auf weiteres bleiben wir daher noch Schüler der angelsächsischen Debt-to-Equity-Swap-Meister.



Debt-to-Equity-Swaps machen aus Gläubigern Eigentümer!

Anders als im Cartoon muss der Schuldner aber zustimmen.

Quelle: www.adamant.typepad.com/seitz/low_diplomacy/

muss gerade bei großen Unternehmen daher mit jeder einzelnen Gemeinde über eine Steuerbefreiung verhandelt werden. Außerdem besteht die Gefahr, dass durch den D/E Verlustvorträge des Unternehmens, die mit zukünftigen Gewinnen verrechnet werden könnten, verloren gehen. Auch hierfür gibt es zwar eine gesetzliche Freistellung, diese wird gegenwärtig von der Europäischen Kommission aber vor dem EuGH als europarechtswidrig angegriffen und kommt daher bis auf Weiteres nicht zur Anwendung.

Schließlich stehen D/E in Deutschland auch unter dem großen Zeitdruck einer meist parallel laufenden Insol-

Standard-Mezzanine als Hemmschuh der erfolgreichen Unternehmenssanierung?

Christian Groschupp

Die Einigung auf ein Restrukturierungskonzept im Stakeholderkreis bei Unternehmen, die mit standardisierten Mezzanine-Programmen finanziert sind, gestaltet sich in vielen Fällen ungleich komplexer als beispielsweise bei reinen Bankfinanzierungen. Schon heute sitzt bei vielen Sanierungsfällen ein neuer Player mit am Tisch, dessen Strategie und Spielräume von denen der klassischen Finanzierungspartner abweichen. Das Sanierungsmanagement muss sich auf zumindest teilweise neue Spielregeln einstellen.

Zu den Fakten: Zwischen 2004 und 2007 wurden rund 800 Finanzierungen mit ca. 4,9 Mrd. € über sogenannte standardisierte Mezzanine-Programme abgeschlossen. Im Durchschnitt haben die finanzierten Unternehmen rund 6 bis 7 Mio. € erhalten. Die vertragliche Rückzahlung der meist verbrieften Mezzanine-Mittel in Form von Genussrechten oder Nachrangdarlehen wird bis ins Jahr 2014 andauern. Derzeit wird die Frage der Refinanzierung der endfälligen Mittel heftig diskutiert, im Hintergrund arbeiten die Anbieter an Lösungen. Nach Schätzungen werden ca. 60 bis 70 % der Mezzanine-Nehmer die Mittel nicht vollständig aus dem Cashflow zurückführen können. Die standardisierten Mezzanine-Mittel könnten also, in welcher konkreten Ausgestaltung auch immer, noch weit über 2014 hinaus in den Bilanzen vieler Mittelständler verbleiben.

Trotz der Finanzkrise konnten bei den großen Programmen letztlich nahezu sämtliche Tranchen an Investoren ausplatziert werden. Das Kapital wurde bei ein-

zelnen Produkten nur zwischenzeitlich in den Büchern der vertreibenden Banken zwischengeparkt, das Mezzanine-Kapital erhöht heute nicht das Gesamt-Exposure der Banken bei den Portfolio-Unternehmen. Teilweise treten Banken noch als Betreuer während der Laufzeit in Erscheinung (so z. B. HSBC Trinkaus für HEAT). Die Interessen von Mezzanine- und Kreditgebern können deutlich auseinanderlaufen.

Ein großer Teil der Komplexität im Krisenmanagement rührt aus der Verbriefungsstruktur des Standard-Mezzanine. Je nach Größe des Portfolios und der Risikoklasse kann das Kapital an einen breiten und somit heterogenen Kreis von meist institutionellen Investoren ausplatziert sein. Hinter der eigentlichen Zweckgesellschaft (Preps, Equinotes etc.) hält ein Trustee zur Sicherheit alle Ansprüche aus der Finanzierung und etwaigen Verwertungen (z. B. JP Morgan, Bank of America) für die Noteholder. Ein Monitoring Agent überwacht laufend das Portfolio und schaltet bei einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation bzw. der definierten Rating-Grenze einen Recovery Manager ein.

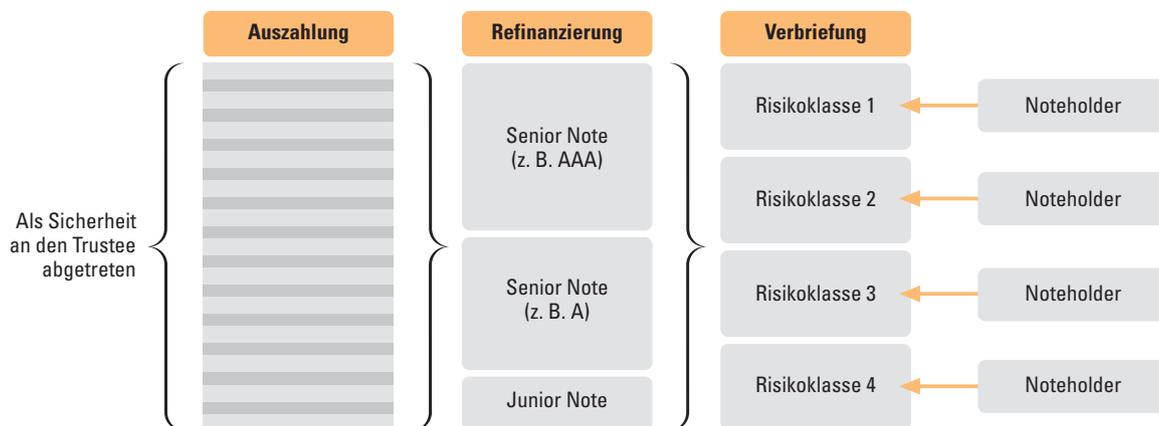
Somit sitzt bei Sanierungsfällen quasi der „anonyme Treuhänder“ mit am Verhandlungstisch, der die Ansprüche der Finanzinvestoren vertritt. Zur Vermeidung von Regressansprüchen hält sich der Trustee äußerst



Christian Groschupp
Senior Projektleiter
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 17
Telefax 089 286 232 85
E-Mail groschupp@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de





streng an die der Mezzanine-Finanzierung zugrundeliegende Dokumentation. Dies hat einen äußerst begrenzten Spielraum zur Folge, was den Einsatz der klassischen Sanierungsinstrumente anbelangt.

Eine Beteiligung des Mezzanine-Gebers an einem etwaigen Fresh-Money-Bedarf zur Unternehmenssanierung ist somit faktisch ausgeschlossen. Woher sollten die Mittel auch kommen, schließlich handelt es sich bei den Zweckgesellschaften doch in der Regel um geschlossene Fondskonstruktionen. Ebenso sind Sanierungsbeiträge wie Reduzierung der Zinsbelastung für den Trustee kaum möglich. Zinsstundungen oder Teilverzicht können faktisch erst „5 vor 12“, d. h. bei objektiver Vorlage einer Insolvenzureife gewährt werden. Diese muss dabei bei den meisten Programmen vom Recovery Manager gutachterlich bestätigt werden.

Aus Sicht der Banken fallen dabei die eigentlichen Entscheidungen häufig hinter den Kulissen oder stehen zumindest nicht direkt im Zusammenhang mit den konkreten Sanierungsaussichten des betroffenen Unternehmens. So wird beispielsweise kritisiert, dass ein Sanierungsversuch unter Umständen deshalb ins Leere läuft, weil das einzelne Unternehmen für die verbrieften Risikoklasse keine signifikante Bedeutung hat oder bereits in größerem Umfang Ausfälle im gleichen Portfolio eingetreten sind. Die Betreuer der Mezzanine-Programme hingegen verweisen auf die fehlenden Handlungsmöglichkeiten durch den zugrundeliegenden Prospekt. Sie befürchten bei Zugeständnissen, die nicht über die Dokumentation abgedeckt sind, von den Investoren in Regress genommen zu werden. Für die betroffenen Unternehmen entsteht dann leicht der Eindruck, dass die Sanierungsbemühungen zumindest nicht im Mittelpunkt der Überlegungen stehen.

Aktuelle Sanierungsfälle zeichnen sich häufig durch den Einsatz von Instrumenten aus, die per se ein ge-

wisses Konfliktpotenzial mit den Mezzaninen-Gebern in sich bergen:

- Einsatz von öffentlichen Bürgschaften (Land / Bund)
- Forderung nach einer (doppelnützigen) Sanierungstreuhand
- Vereinbarung von sog. Working Fees (Success Fees)

Von staatlichen Bürgschafts- und Finanzierungsangeboten, wie z. B. das Konjunkturprogramm 2, wurde während der Finanzkrise reger Gebrauch gemacht. Aus Sicht der Bürgschaftsgeber stellt die Endfälligkeit der Mezzanine-Mittel vor Ende der Laufzeit der Bürgschaftsübernahme aber ein grundlegendes Problem dar. Häufig wird deshalb ein qualifizierter Rangrücktritt von den Mezzanine-Gebern gefordert. Faktisch ist eine Fälligestellung der Mezzanine-Mittel, die zu einer Zahlungsunfähigkeit und in deren Folge zu einer Insolvenzantragspflicht führen würde, aufgrund der Nachrangigkeit der Mittel gar nicht möglich. Dies kommt materiell im Falle von Zahlungsschwierigkeiten einer „Zwangsprolongation“ des Mezzanine-Kapitals gleich. Deshalb wird statt dem geforderten Rangrücktritt vom Trustee häufig nur auf die bestehenden Vertragsbedingungen verwiesen, was in Einzelfällen schon zum Kippen der Bürgschaftsübernahme geführt hat.

Nach Aussagen der PWC (Mandatar für die Antragsprüfung und Gutachterstellung) werden Bürgschaftsanträge mit fälligen Mezzanine-Mittel innerhalb der Bürgschaftslaufzeit überhaupt nicht mehr positiv beschieden.

Bankdarlehen und Mezzanine-Finanzierungen werden in diesem Zusammenhang mit zweierlei Maß gemessen, denn die Prolongation der Bankkredite erfolgt in Sanierungsfällen regelmäßig auch nur von Jahr zu Jahr. Die Unsicherheit für Banken und Bürgschaftsgeber

rührt aber letztlich aus dem Umstand, dass es derzeit für die meisten Mezzanine-Programme keine formale und häufig auch keine faktische Möglichkeit zur Prolongation gibt, außer es besteht unmittelbare Insolvenzgefahr.

Die Treuhand als Sanierungsinstrument hat im Zuge der Krise eine gewisse Renaissance erfahren. Die Wirtschaftskrise hat bei vielen Unternehmen nachhaltige Spuren in den Bilanzen hinterlassen: die Eigenkapitalbasis ist aufgezehrt, der notwendige Liquiditätsbedarf zur Überwindung der Krise kann nicht aus den Finanzreserven des Unternehmens geleistet werden, die Gesellschafter sind nicht in der Lage sich ausreichend am Fresh Money zu beteiligen. Die sich daraus ergebende asymmetrische Verteilung des Sanierungsrisikos zu Lasten der Banken hat zu einem vermehrten Einsatz der Sanierungstreuhand geführt. Neben den populären und öffentlichkeitswirksamen Fällen (Opel, Merkle, Schaeffler) wurde auch bei vielen mittelständischen Sanierungsfällen von Bankenseite die Forderung nach einer Treuhandlösung laut.

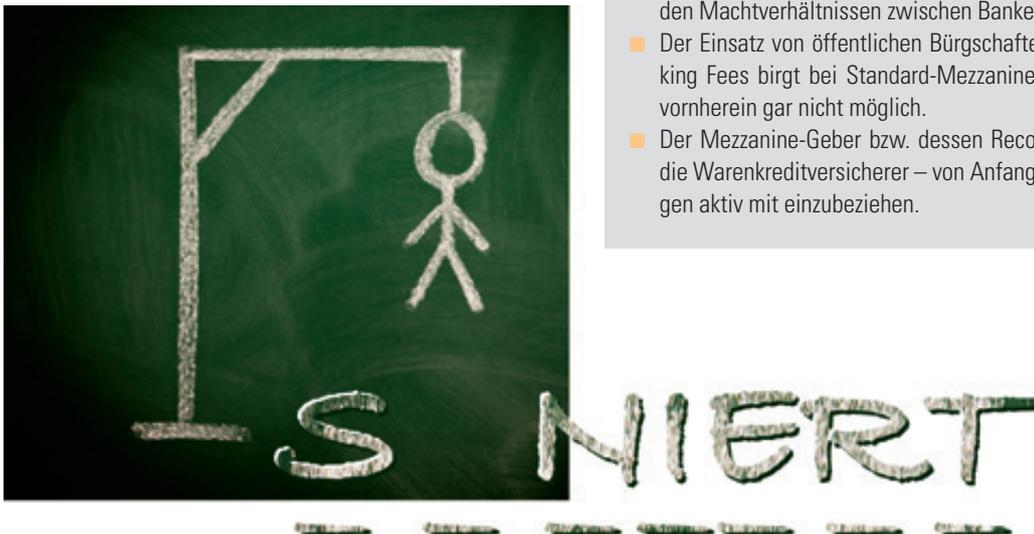
Die Übertragung der Geschäftsanteile auf einen Treuhänder führt bei vielen Mezzanine-Programmen wegen der Chance-of-Control-Klauseln aber zu einem außerordentlichen Kündigungsrecht oder sogar einer -pflicht. Der Trustee kann somit einem solchem Konzept schon aufgrund der Dokumentation nicht zustimmen. Der Einsatz der Sanierungstreuhand greift also in solchen Fällen ins Leere, die Verständigung auf ein Sanierungskonzept im Finanzierkreis wird insbesondere bei hohem Fresh-Money-Bedarf deutlich erschwert. In Einzelfällen konnte man sich auf alternative Konstruktionen verständigen (z. B. zweistufige Gestaltung: notariell beurkundetes Angebot zur Übertragung der Geschäftsanteile,

Annahme durch den Treuhänder erst bei Eintritt des Bedingungsfalls), bei denen formal keine Veränderung der Beherrschungsverhältnisse vorliegt. Eine reine Verpflichtungserklärung zur Geschäftsanteilübertragung hingegen wird im Bankenkreis häufig nicht als tragfähige Lösung akzeptiert.

Ein weiteres Instrument zur Beseitigung der Risikoasymmetrie aus Sicht der Banken ist die Festschreibung von sog. Working Fees in den Poolverträgen. Diese stellen materiell eine Art von Erfolgshonorar für die Bereitstellung der Kreditmittel im Sanierungszeitraum für die Banken dar. Dieses wird regelmäßig erst am Ende der planmäßigen Laufzeit der Sanierungsdarlehen fällig und beläuft sich in einem Rahmen von drei bis vier Prozent der Kreditlinien. Mezzanine-Geber stehen diesen Vereinbarungen durchaus kritisch gegenüber und verlangen zumindest einen Rangrücktritt dieser Forderungen hinter das Mezzanine-Kapital. Dies geschieht häufig im Schulterschluss mit den öffentlichen Bürgschaftsgebern, die eine disquotale „Ausschüttung“ an die Altgläubiger ebenfalls ablehnen.

Grundsätzlich kann sich die Verständigung auf ein gemeinsames Sanierungskonzept im Finanzierkreis durch Programm Mezzanine Kapital erschweren. Zur Vermeidung zeitaufwendiger und sanierungsgefährdender Abstimmungsschleifen muss sich das Sanierungsmanagement auf die geänderten Rahmenbedingungen einstellen:

- Der Trustee sitzt bei allen Verhandlungen mit am Tisch, bleibt aber als Verhandlungspartner eigentlich anonym.
- Er wird in aller Regel Sanierungsbeiträge ablehnen, die von der standardisierten Dokumentation abweichen – somit sind seine Bewegungsmöglichkeiten häufig sehr begrenzt.
- Darüber hinaus gehende Beiträge oder Zugeständnisse hängen dann in erster Linie nicht von den Sanierungsrisiken des Unternehmens ab, sondern von dessen Bedeutung für das Portfolio des Mezzanine-Gebers und den Machtverhältnissen zwischen Banken und Investoren.
- Der Einsatz von öffentlichen Bürgschaften, Treuhandlösungen oder Working Fees birgt bei Standard-Mezzanine gewisse Konflikte oder ist von vornherein gar nicht möglich.
- Der Mezzanine-Geber bzw. dessen Recovery Manager ist – ähnlich wie die Warenkreditversicherer – von Anfang an in alle Sanierungsüberlegungen aktiv mit einzubeziehen.



Standard-Mezzanine: Anschlussfinanzierungen finden



Michael Schneider
Vorstandsvorsitzender
LfA Förderbank Bayern
Anstalt des öffentlichen Rechts
Königinstraße 17
80539 München

Telefon 089 21 24 - 22 77
Telefax 089 21 24 - 24 40
Internet www.lfa.de

Michael Schneider

Über 700 deutsche Unternehmen haben seit 2004 gut 4,5 Mrd. € über verbrieft Standard-Mezzanine-Programme erhalten. Dies erfolgte in der Form von nachrangigem Genussrechtskapital. Die Konditionen waren konkurrenzlos günstig, da die Refinanzierung über die Ausgabe von Anleihen am Kapitalmarkt erfolgte.

Falle Endfälligkeit

Die Laufzeiten der Programme betragen in der Regel sieben Jahre, das heißt, die ersten Finanzierungen enden jetzt im Jahr 2011.

Je näher nun die Rückzahlungstermine an die Unternehmen heranrücken, desto deutlicher werden vielen Firmen die Nachteile dieser Programme, wie z. B. wenig Flexibilität durch ein starres vertragliches Konzept, keine laufende Betreuung, keine Verlängerungs- oder gar Stundungsmöglichkeiten. Oft fehlt es schon an Ansprechpartnern, die das Unternehmen aus jahrelanger Begleitung kennen könnten. Denn die Banken, die seinerzeit die Mezzanine-Produkte bei ihren mittelständischen Kunden vertrieben, sehen sich infolge der Ausplatzierung der Risiken am Kapitalmarkt nicht mehr unmittelbar in der Verantwortung.

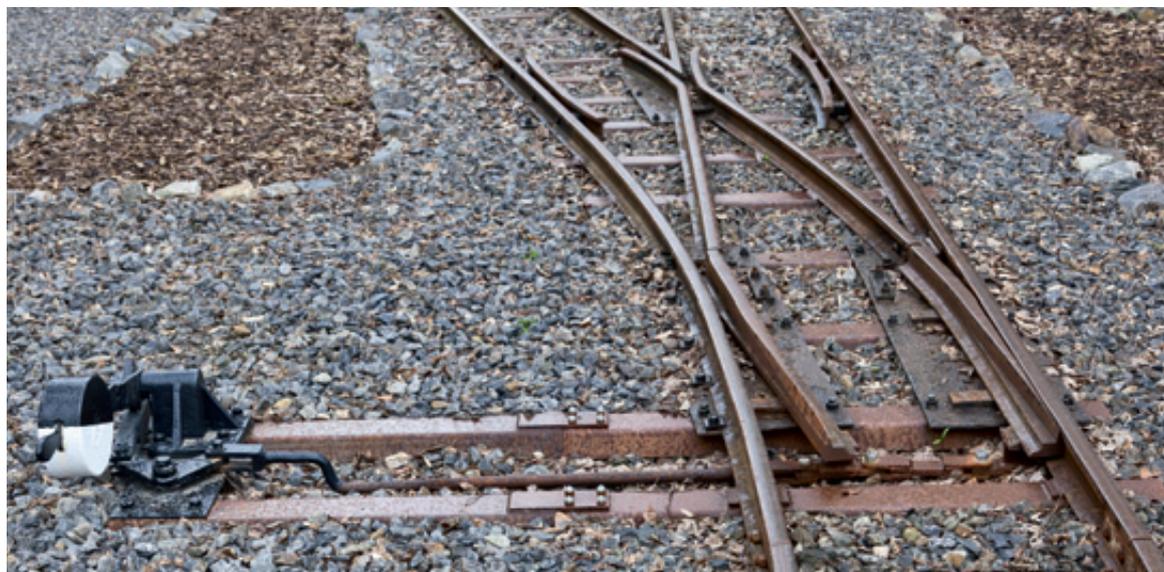
Anschlussfinanzierungen durch neues Standard-Mezzanine sind jedenfalls nicht möglich, da die Programme seit 2008 am Kapitalmarkt nicht mehr platziert werden konnten. Eine Neuauflage ist auch durch die jetzt offenkundig gewordenen Schwächen des Konzeptes nicht zu erwarten.

Nach den diversen Umfragen zum Thema erwarten rund die Hälfte der Unternehmen keine Probleme bei der Rückzahlung der Mittel – überwiegend werden eigene Mittel eingesetzt. Die restlichen Unternehmen sind auf die Angebote des Banken- und zumindest teilweise des Beteiligungsmarktes angewiesen.

Kapitalmarkt finanzierungsbereit

Zum Bankenmarkt hier nur ein Wort: Erfreulicherweise hat sich die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise vielfach beschworene Kreditklemme nicht eingestellt, so dass die Unternehmen auf grundsätzlich finanzierungsbereite Banken treffen.

Etwas genauer möchte ich auf den Beteiligungsmarkt eingehen. Auch hier zeigte sich erfreulicherweise bereits in 2010 eine deutliche Erholung. Der Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)





berichtet in seiner aktuellen Statistik für das Jahr 2010 von einer Steigerung des Volumens um 59 % (nach einem Einbruch um 70 % in 2009).

Bei detaillierter Betrachtung lässt sich auch in den im Zusammenhang mit der Mezzanine-Problematik relevanten Markt Bereichen eine überproportionale Erholung beobachten: Die mittelstandsorientierten Beteiligungen der Segmente Wachstum, Replacement und Turnaround haben sich in 2010 auf rund 1,26 Mrd. € mehr als verdoppelt.

Ein Wermutstropfen mischt sich allerdings in diese Betrachtung: Bei Bereinigung der Statistik um das stückzahlenstarke Geschäft der mit staatlicher Unterstützung arbeitenden mittelständischen Beteiligungsgesellschaften zeigt sich, dass das erhöhte Volumen auf deutlich weniger Unternehmen verteilt wurde. Der BVK spricht daher auch davon, dass die Segmente „von größeren Einzelfinanzierungen profitierten“. Im Umkehrschluss heißt dies allerdings, dass die Bedingungen sich für das mittlere Marktsegment – relevant für die Ablösung von Standard-Mezzaninen sind Größenordnungen von rund fünf bis zehn Mio. € pro Einzelfall – kaum verbessert haben dürften.

Anschlussfinanzierung mit öffentlichen Partnern

Eine Alternative zur reinen Anschlussfinanzierung über Geschäftsbanken und Beteiligungsgesellschaften bietet die Einbindung öffentlicher Finanzierungspartner in ein Konsortium. Auf diesem Weg ist es uns im Rahmen unserer bestehenden Handlungsfelder in den letzten Monaten bereits gelungen, in Einzelfällen eine Anschlussfinanzierung zu begleiten:

So hat sich ein Unternehmen mit einer Mehrfachnutzung aus verschiedenen Programmen, das die Rückzahlung bereits weitgehend über einen Ansparplan sichergestellt hatte, entschlossen, teilweise wieder eigenkapitalähnliche Mittel hereinzunehmen. Damit möchte es seine Wachstumspotenziale wahren. Begünstigt wurde dieser Entschluss dadurch, dass mit einem Konsortium unter Beteiligung der LfA ein passgenaues Angebot vorgelegt werden konnte: Mit überschauba-

rer, laufender Vergütung, mit einem unternehmerischen Ansatz, mit zusätzlichen variablen Vergütungsbestandteilen und einer endfälligen Erfolgsbeteiligung konnte eine attraktive Alternative gestrickt werden.

In einem anderen eher restrukturierungsnahen Fall konnte eine Neustrukturierung der Passivseite – nach wesentlichen Zugeständnissen der Altinvestoren – mit frischem Eigenkapital der Altgesellschafter sowie zusätzlichen Mitteln des bestehenden Bankenkreises dargestellt werden. Ein darüber hinaus nötiger zusätzlicher Betriebsmittelbedarf konnte durch Bürgschaften mehrerer Bundesländer abgesichert werden – in Bezug auf das ganze Finanzierungspaket allerdings in deutlich unterproportionalem Umfang. Nur durch das hohe Engagement der übrigen Beteiligten konnte die staatliche Einbindung, die eigentlich grundsätzlich nicht bei der Ablösung bestehender Finanzierungen eingesetzt werden kann, ausnahmsweise erreicht werden.

Beide Beispiele zeigen, dass der Themenbereich komplexe Einzelfalllösungen erfordert und damit eine entsprechende individuelle und aufwändige Strukturierung notwendig ist. Eine frühzeitige Einbindung von Förderinstituten und staatlichen Stellen ist daher nötig.

Zu hohe Erwartungen an öffentliche Partner sind allerdings auch vor dem Hintergrund der ausgelaufenen Sondermaßnahmen nicht angebracht. Insgesamt sehen wir – in enger Abstimmung mit den betroffenen Ministerien – keinen Anlass für besondere Hilfsprogramme. Die bestehenden marktnahen Unterstützungsangebote dürften für tragfähige Konzepte im Wesentlichen ausreichen.

Lediglich im mittleren Segment des Beteiligungsmarktes wäre ein größeres Angebot mit mittelstandsfreundlichen Instrumenten zu begrüßen. Die Initiativen der Deutschen Bank sowie der Commerzbank und der KfW sehe ich daher positiv. Derzeit versuchen wir in Gesprächen mit Bund und Europäischem Investitionsfonds weitere marktstimulierende Aktivitäten zu erreichen.

Insgesamt bin ich durchaus optimistisch, dass das Thema Ablösung von Standard-Mezzanine-Programmen in den nächsten drei Jahren mit der Beteiligung aller Finanzierungspartner zufriedenstellend gelöst werden kann.

Begebung einer Anleihe über die Börse: Herausforderung Finanzinformationen im Prospektverfahren?



Dr. Anne de Boer
Rechtsanwältin
GSK Stockmann + Kollegen
Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer
Steuerberater
Partnerschaftsgesellschaft
Sitz München
AG München PR 533
Kronenstraße 30
70174 Stuttgart

Telefon 0711 220 457 9-0
Telefax 0711 220 457 9-18
E-Mail deboer@gsk.de
Internet www.gsk.de

Dr. Anne de Boer

Spätestens seit Schaffung des Mittelstandssegments Bondm an der Stuttgarter Börse besteht auch für Mittelständler eine wirtschaftlich sinnvolle Möglichkeit, ihre Unternehmen über Anleihen zu finanzieren. Die Begebung von Anleihen über die Börse erfolgt in der Regel über ein öffentliches Angebot, das einen – in Deutschland von der BAFIN – gebilligten Wertpapierprospekt voraussetzt. In einen solchen Prospekt sind entsprechend der EU-Verordnung 809/2004 vom 29.04.2004 (Prospektverordnung) bestimmte Finanzinformationen aufzunehmen.

Für Mittelständler stellt sich dabei die Frage, ob die bei ihnen vorhandenen Finanzinformationen, insbesondere Jahresabschlüsse, die Voraussetzungen an Finanzinformationen der Prospektverordnung erfüllen, oder ob ergänzende Finanzinformationen erstellt und geprüft werden müssen.

1. Besonderheiten im Mittelstand

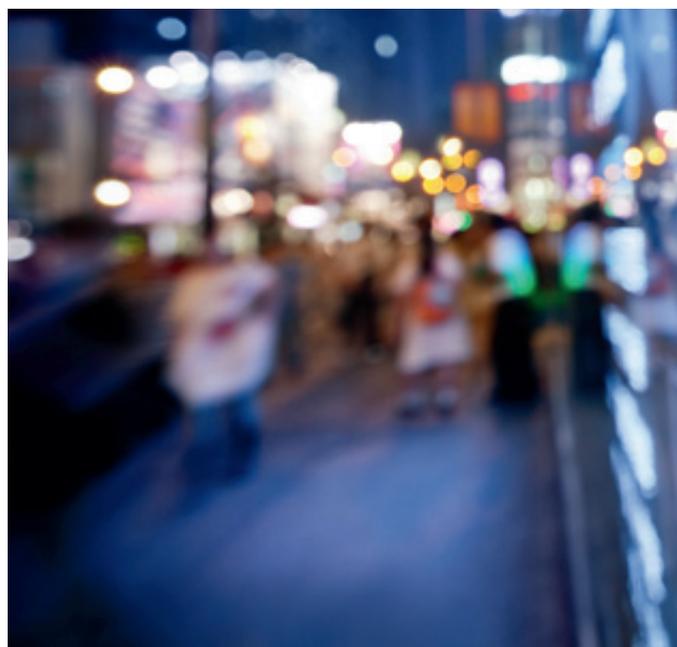
Herausforderungen an die Finanzinformationen bestehen, wenn Umstrukturierungen erfolgt sind und die Finanzinformationen der dargestellten Zeiträume damit nur eingeschränkt vergleichbar sind. Zudem haben viele, bislang nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen, ein an ihren eigenen Bedürfnissen, eingeschlossenes Berichtswesen. Dabei werden oftmals für Zwischengesellschaften der Gruppen keine Konzernabschlüsse erstellt, auch wenn eine entsprechende Pflicht besteht. Bei international aufgestellten Unternehmensgruppen kommt es zudem vor, dass über Ländergrenzen hinweg einheitliche Rechnungslegungsstandards angewendet werden, obwohl rechtlich unterschiedliche anzuwenden wären.

2. Rechtliche Anforderung an die Finanzinformationen

Bei der Begebung einer Anleihe im Wege eines öffentlichen Angebots müssen nach der Prospektverordnung in den Prospekt grundsätzlich geprüfte Finanzinformationen der letzten zwei Geschäftsjahre aufgenommen werden. Sofern der Prospekt neun Monate nach dem Datum der letzten geprüften Finanzinformationen gebilligt wird, sind zudem ungeprüfte Zwischeninformationen darzustellen. Die Finanzinformationen erfassen Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und für die geprüften Geschäftsjahre den Anhang.

3. Anwendbare Rechnungslegungsstandards

Die Finanzinformationen sind nach IFRS oder den nationalen Rechnungslegungsstandards eines Mitglieds-



staates zu erstellen. Wenn der Emittent nicht aus der EU kommt, setzt die Anwendung der nationalen Rechnungslegungsstandards voraus, dass diese mit IFRS vergleichbar sind. Für das jüngste Geschäftsjahr müssen die Finanzinformationen zudem in einer Form präsentiert und erstellt werden, die mit der kohärent ist, die im folgenden Geschäftsjahr des Emittenten angewendet wird.

Trotz des nicht eindeutigen Wortlauts der Prospektverordnung kann ein Emittent neben IFRS wohl nur die nationalen Rechnungslegungsstandards seines Heimatlandes anwenden. Eine freie Auswahl soll – auch im Hinblick auf die Vergleichbarkeit mit zukünftigen Zahlen – nicht ermöglicht werden.

Für Emittenten, die für ihre gesamte Gruppe einen einheitlichen Rechnungslegungsstandard anwenden, kann dies bedeuten, dass sie ihre Finanzinformationen neu erstellen und prüfen lassen müssen. Dies ist bei den Zeitplanungen und Kosten der Prospekterstellung einzuplanen.

4. Einzel- oder Konzernabschluss

Weiterhin besagt die Prospektverordnung, dass ein Konzernabschluss aufzunehmen ist, wenn ein solcher erstellt wird. Diese Regelung ist wohl dahingehend zu verstehen, dass ein Konzernabschluss aufzunehmen ist, wenn eine Pflicht besteht, diesen zu erstellen. Andernfalls könnte durch gesetzeswidriges Unterlassen die Informationspflicht nach der Prospektverordnung unterlaufen werden. Welchen Einfluss Veränderungen

bei der Konzernabschlusspflicht haben, sollte jeweils einzeln mit der Aufsichtsbehörde abgestimmt werden. Soweit allerdings der Emittent aufgrund der Einbeziehung in den Konzernabschluss von Muttergesellschaften von der Konzernabschlusspflicht befreit ist (vgl. § 290 ff. HGB), kann er sich nach unserer bisherigen Erfahrung in Prospektverfahren auf diese Befreiung auch im Rahmen der Prospektverordnung berufen.

Allerdings darf der Emittent, wenn er keinen Konzernabschluss in den Prospekt aufnimmt, die entsprechenden Konzernkennzahlen wie zum Beispiel zu Umsatz und Auftragseingängen weder im Prospekt noch bei der sonstigen Bewerbung des öffentlichen Angebots verwenden. Sofern ein nicht unerheblicher Teil des Geschäftsbetriebs sich in Tochtergesellschaften befindet, dürfte dies ein erhebliches Hindernis bei der Vermarktung der Anleihe bedeuten. In einem solchen Fall könnte versucht werden, durch Aufnahme der Einzelabschlüsse der Tochtergesellschaften die notwendigen Zahlen darzustellen. Dies ist allerdings nicht immer problemlos möglich.

5. Zusätzliche Finanzinformationen

Wie dargestellt könnten die nach der Prospektverordnung aufzunehmenden Finanzinformationen ausnahmsweise kein sachgerechtes Bild abgeben. Für die Prospekte für IPOs wurde mit der Verordnung Nr. 211/2007 vom 27.02.2007 über komplexe Finanzinformationen der jeweiligen Aufsichtsbehörde die Möglichkeit eröffnet, weitergehende Finanzinformationen zu verlangen. Für Anleihen gilt diese Verordnung jedoch bislang nicht. Die freiwillige Aufnahme weiterer Finanzinformationen ist dabei nur möglich, wenn die Anleger durch diese nicht irreführt werden und die finanzielle Situation des Emittenten sachgerecht dargestellt wird.

Sobald ein Emittent eine komplexe Finanzhistorie hat, ist es zu empfehlen, die in einen Prospekt aufzunehmenden Finanzinformationen vor Beginn des Prospektverfahrens mit der Aufsichtsbehörde im Detail abzustimmen. Die Emittenten sollten sich aber dabei der grundsätzlichen Anforderungen der Prospektverordnung bewusst sein.

FAZIT

Landesbürgschaften – ein nützliches Instrument für Restrukturierung und Wachstum



Bernd Papenstein

Bernd Papenstein
Partner / Steuerberater
PricewaterhouseCoopers AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Moskauer Straße 19
40227 Düsseldorf

Telefon 0211 981 263 9
Telefax 0211 981 261 0
E-Mail bernd.papenstein@de.pwc.com
Internet www.pwc.de

Im Fokus staatlicher Bürgschaftsprogramme standen ursprünglich vornehmlich Investitionsvorhaben, finanziert durch die traditionelle Hausbank. Diese wachstumsorientierte Ausrichtung ist aufgrund entsprechenden Bedarfs insbesondere im Rahmen der Krise einem Schwerpunkt in der Betriebsmittelfinanzierung, oftmals in einem Restrukturierungskontext, gewichen. Hinzu kam eine zumindest zeitweise Relativierung der Hausbankbeziehung oder zumindest die wachsende Bedeutung weiterer,

oftmals international aufgestellter Finanzierungspartner. Auch in diesem Kontext kann die Landesbürgschaft einen wertvollen Beitrag zur Sicherstellung der Unternehmensfinanzierungen im Aufschwung leisten, wenn die damit verbundenen Rahmenbedingungen beachtet werden.

Anwendungsbereiche

Der Anwendungsbereich von Landesbürgschaften ist insbesondere in einem Wachstumskontext hinsichtlich des Verwendungszwecks der zu verbürgenden Mittel weitgehend offen und kann die Finanzierung von Investitionsprojekten, von Forschungs- und Entwicklungsvorhaben sowie der Ausweitung des Working Capitals (einschließlich Avale) beinhalten. Auch sind die zu beachtenden EU-beihilferechtlichen Rahmenbedingungen im Wachstumskontext im Vergleich zur Restrukturierung deutlich weiter gefasst.

Zudem kann unter bestimmten Voraussetzungen durch Landesbürgschaften auch die Anschlussfinanzierung wegfallender Finanzierungsbausteine realisiert werden. Eine solche Konstellation kann sich ergeben, wenn ein Kreditinstitut nicht mehr bereit ist, ein Unternehmen konstruktiv zu begleiten, sondern vielmehr für die weitere Entwicklung hinderlich ist und sich eine solche Rolle aus der eigenen Risikoposition heraus – zum

Beispiel aufgrund auskömmlicher Besicherung – auch erlauben kann. Darüber hinaus kann der Rückzug von Geldgebern nach signifikanten Teilverzichten unter Umständen mit Hilfe einer Landesbürgschaft finanziert werden. Zu einer Finanzierung solcher Ablösungen könnten jetzt andere Kreditgeber bei sich abzeichnendem Aufschwung zumindest unter der Voraussetzung einer anteiligen Risikoübernahme durch ein Bundesland bereit sein.

Schließlich sind öffentlich verbürgte Kredite zur Finanzierung von Investitionsvorhaben im Ausland denkbar, sofern sich durch das zu finanzierende Projekt ein signifikant positiver wirtschaftlicher Effekt für den Kreditnehmer auch im Inland ergibt.

Antragsberechtigt sind praktisch sämtliche gewerbliche Unternehmen, Freiberufler sowie Land- und Forstwirte. Die Finanzierung von deutschen Gesellschaften aus international aufgestellten Konzernen setzt dabei die Abschottung der in Deutschland finanzierten Einheit gegen Liquiditätsabflüsse in die übrigen Teile des Konzerns (insbesondere Aufgabe von Cashpools), den uneingeschränkten Zugriff auf gegebenenfalls zentral gehaltene gewerbliche Schutzrechte auch für den Zeitpunkt nach Eintritt einer Insolvenz der in Deutschland finanzierten Tochter (Ermöglichung der Fortführung durch einen Dritten) sowie die Sicherstellung der Anteile an der finanzierten Einheit durch entsprechende Pfandrechte voraus.

Anforderungen an die Finanzierungskonzeption

Die wesentlichen Anforderungen staatlicher Bürgen an die zu begleitende Finanzierungsstruktur sowie die Stakeholder eines Unternehmens lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Subsidiarität der staatlich verbürgten Finanzierung – praktisch keine Möglichkeit der Darstellung einer



entsprechenden Finanzierung ohne staatliche Bürgschaft

- Ausweitung der Engagements der Kreditgeber – zumindest in Form des nach den quotalen staatlichen (Ausfall-) Bürgschaften (bis zu 80 %) verbleibenden Kreditgebereigenobligos (mindestens 20 %)
- Gesellschaftercommitment – zumindest anteilige persönliche Bürgschaften sowie ggf. nach Leistungsfähigkeit auch Barbeiträge maßgeblicher Gesellschafter, Reglementierung des zukünftigen Ausschüttungsverhaltens
- Sicherstellung der Gesamt- und Durchfinanzierung
- Gleichbehandlung oder auch Privilegierung des verbürgten Kredits in der Finanzierungsstruktur

Im aktuellen Marktumfeld ist dabei die Sicherstellung der Gesamt- und Durchfinanzierung einer Hervorhebung wert. Unter der Prämisse einer Realisierung der Planungen sollte sich während der Laufzeit der Landesbürgschaft kein (Anschluss-)Finanzierungsrisiko ergeben.

Die Landesbürgschaft wird deshalb nicht nur dahingehend konditioniert, dass zum Zeitpunkt der Auszahlung verbürgter Kreditmittel sämtliche daneben erforderlichen Finanzierungskomponenten ausgezahlt bzw. bereitgestellt sein müssen (Sicherstellung der Durchfinanzierung).

Darüber hinaus sieht die Bürgschaftsentscheidung regelmäßig eine Festschreibung komplementär erforderlicher Finanzierungsbausteine für die Laufzeit der Bürgschaft vor (Sicherstellung der planerischen Durchfinanzierung). Dies betrifft insbesondere die vom Volumen her für den Kreditnehmer relevanten Kreditlinien, die zwar gegenüber dem Kreditnehmer weiter b. a. w. bzw. kurzfristig zugesagt werden können, für die im Verhältnis zum Bürgen aber eine Verpflichtung für die Aufrechterhaltung während der Laufzeit der staatlichen Bürgschaft abgegeben werden muss. Dadurch

wird insbesondere die Kürzung oder Streichung von Kreditlinien ausschließlich aufgrund einer veränderten Geschäftspolitik der Kreditgeber, wie sie in den zurückliegenden Jahren nicht nur bei Auslandsbanken beobachtet werden konnte, verhindert. Und auch Kreditkündigungen aufgrund von Covenant-Verletzungen bedürfen dadurch der Genehmigung des staatlichen Bürgen.

Die Sicherstellung der Durchfinanzierung betrifft aber auch beispielsweise während der Bürgschaftslaufzeit fällige Standard-Mezzanine-Finanzierungen, für die regelmäßig entsprechende Liquidität oder eine Anschlusslösung nachzuweisen ist.

Insofern kommt der Landesbürgschaft eine die Unternehmensfinanzierung deutlich stabilisierende Wirkung zu.

Gewährleistung der laufenden Betreuung

Während der Laufzeit einer Landesbürgschaft ist seitens der Kreditgeber sowohl die laufende Betreuung des Kreditnehmers nach banküblichen Maßstäben zu gewährleisten als auch den Verpflichtungen im Verhältnis zum Bürgen entsprechend nachzukommen. Auch bei internationalen Kreditgeberkonsortien dürfte diesen Verpflichtungen sinnvollerweise einheitlich für alle Kreditgeber durch eine gegenüber dem staatlichen Bürgen federführende Bank aus der Region nachgekommen werden. Sofern regionale oder auch nationale Institute nicht involviert sind, empfiehlt sich gegebenenfalls die Einschaltung einer entsprechenden Treuhänderbank vor Ort.

Dabei besteht die Bürgschaftsdeckung durch das Land nur für die explizit im Rahmen der Bürgschaftserklärung benannten Kreditgeber. Ein Verkauf oder eine sonstige Abtretung von staatlich verbürgten Krediten ohne Genehmigung des Bürgen führen in der Regel

zum Erlöschen der Bürgschaftsdeckung. Die Bürgene-genehmigung wird zu Refinanzierungszwecken gene-rell und im Übrigen dann erteilt werden, wenn aus der Übertragung der Kreditgeberfunktion keine Nachteile für das verbürgte Engagement, insbesondere auch aus Unterschieden in der Betreuung des Kreditnehmers oder der Bereitschaft zu Nach- bzw. Spitzenfinanzierun-gen, zu erwarten sind.

Inanspruchnahme im Ausnahmefall auch vor Insolvenz

Grundsätzlich ist die Inanspruchnahme des Landes aus einer Bürgschaft erst mit Eintritt der Insolvenz und Kündigung der verbürgten Kredite möglich. Der Bür-ge leistet dann zeitnah eine Abschlagzahlung entspre-chend der erwarteten tatsächlichen Höhe der Bürg-schaftsschuld zwecks Vermeidung eines Auflaufens der von ihm mitverbürgten Zinsen und wartet im Übrigen das Ergebnis der vom Kreditgeber zu betreibenden Si-cherheitenverwertung ab. Nachdem das Ergebnis der Verwertung feststeht, erfolgt die Schlussabrechnung zwischen Kreditinstitut und Bürge.

In diesem Vorgehen spiegelt sich das auf Beständigkeit ausgelegte Konzept der staatlichen Bürgschaft wider. Der in den letzten Jahren etablierte Handel mit Kredit- und damit im übertragenen Sinne auch Bürgenrisi-

ken wird durch die staatlichen Bürgschaftsgeber nicht betrieben. Eine vorübergehende oder auch nachhaltig veränderte Einschätzung der Risikolage eines Engage-ments ist für den staatlichen Bürgen grundsätzlich kein Grund, sich von diesem Engagement zu trennen. Eine hinsichtlich der Risikoqualität differenzierte Unterle-gung der Bürgschaftsobligen mit Eigenkapital wird von den Ländern als Bürgen anders als von den Kreditinsti-tuten nicht verlangt.

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz stellt die unmit-telbare Insolvenzgefährdung eines bürgschaftsbegüns-tigten Unternehmens dar, wenngleich für diese Situa-tion keine harten Kriterien vorliegen. Wenn in diesem Kontext nachvollziehbar begründet werden kann, dass sich der Bürge mit der Erstattung eines Teilverzichts des Kreditgebers finanziell besser stellt als erwartungs-gemäß in einem ansonsten drohenden Insolvenzzena-rio, sind auch Inanspruchnahmen des Bürgen im Rah-men finanzieller Restrukturierungen darstellbar. Dabei kommt es entscheidend auf die begründete Bewertung von zu erwartenden Sicherheitenerlösen sowie den Umfang des aus Bürgensicht zu generierenden Mehr-werts an. Seitens des Bürgen dürfte dabei regelmäßig ein Besserungsschein erwartet werden.



Erfahrungsbericht des Kreditmediators Deutschland

Hans-Joachim Metternich

Der Kreditmediator hat im Frühjahr 2010 im Auftrag der Bundesregierung seine Tätigkeit aufgenommen, um zur Vermeidung einer drohenden Kreditklemme Mediationsstrukturen zu entwickeln, abzustimmen und flächendeckend einzuführen. Das Verfahren wurde dabei in enger Abstimmung mit dem Deutschen Industrie- und Handelskammertag, dem Zentralverband des Deutschen Handwerks sowie den Spitzenorganisationen der Kreditwirtschaft entwickelt.

Seit Ende März 2010 können Anträge auf Kreditmediation gestellt werden. Es ist somit für das Kreditmediationsverfahren dank konstruktiver Zusammenarbeit aller Beteiligten innerhalb kürzester Zeit gelungen, sozusagen Spatenstich, Richtfest und Einweihung durchzuführen und ein bundesweit geltendes Verfahren der Kreditmediation einzuführen. Dem Ziel folgend, ein „schlankes“ Verfahren zu schaffen, hat man auf die vorhandenen, gut ausgebauten Strukturen der Kammern aufgebaut.

Das Angebot des Kreditmediators richtet sich insbesondere an alle kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland. Der Höchstumsatz liegt bei 500 Mio. €. Das Unternehmen sollte zudem wenigstens einen Jahresabschluss vorliegen haben und sich nicht in der Insolvenz befinden und auch keine Rechtsstreitigkeiten mit dem Kreditinstitut haben. Das Kreditvolumen soll mindestens 15.000 € betragen. Die Dienstleistungen des Kreditmediators sind für den Unternehmer mit keinerlei Kosten verbunden.

Der Kreditmediator sollte also immer dann eingeschaltet werden, wenn es Schwierigkeiten bei der Kreditverhandlung gibt. Besser ist es, unseren Rat und Unterstützung einzuholen, bevor eine Kreditverhandlung gescheitert ist. Am schnellsten geht es über die Hotline 069 244346888. Ebenso schnell geht es über unser Kontaktformular auf unserer Homepage: www.kreditmediator-deutschland.de. Sollte bereits eine Kreditablehnung vorliegen, bitten wir das Unternehmen uns einen Antrag auf Mediation zuzusenden. Den Vordruck gibt es ebenfalls auf unserer Homepage.

Bis dato haben 1.000 Unternehmen die Hilfe des Kreditmediators in Anspruch genommen. 753 Unternehmen haben sich an uns gewandt, während sie noch in laufenden Kreditverhandlungen standen. In 691 Fällen konnte diesen Unternehmen weitergeholfen werden, ohne in das breit angelegte Kreditmediationsverfahren einsteigen zu müssen. Die Anfragen waren dabei so vielfältig wie die Branchen, die um Unterstützung baten. Mein 11-köpfiges Team und ich konnten einerseits mit Informationen über Instrumente der Kooperationspartner (Kammern, Förder- und Bürgschaftsbanken) weiterhelfen. Andererseits standen wir bei Fragen nach zusätzlichen Sicherheiten, höherer Rentabilität oder mehr Eigenkapital mit Rat zur Seite. Somit konnten wir 691 Unternehmen mit mehr als 17.800 Mitarbeitern „auf dem kleinen Weg“ behilflich sein.

Daneben sind 247 Unternehmen auf den Kreditmediator zugekommen, deren Kreditantrag bereits abgelehnt wurde. Hier gestalten sich die Verhandlungen aufgrund des fortgeschrittenen Stadiums naturgemäß schwieriger. Trotz dieser schwierigen Ausgangslage konnte hier in 49 Fällen die Kreditablehnung der Bank ins Positive umgekehrt und eine Bewilligung erwirkt werden. Allein diese 49 positiven Fälle hatten ein Kreditvolumen von 68,4 Mio. € und über 3.600 Arbeitsplätze zum Gegenstand. In über 120 Fällen sind die Unternehmen leider zu spät mit dem Kreditmediator in Kontakt getreten. Hier handelte es sich vornehmlich um Sanierungsfälle, denen die Teilnahme an den runden Tischen bei den Kammern empfohlen wurde, die eigens für diese Unternehmen eingerichtet wurden.

Die Hilfe des Kreditmediators stützt sich auf drei Säulen: Er hilft bei der Kommunikation mit der Banken, er weist den richtigen Weg im vorhandenen Netz von Kammern und Förderinstitutionen, und er kann sich schnell und unbürokratisch auf jeden Einzelfall einstellen.



Hans-Joachim Metternich
Kreditmediator Deutschland
Taubusanlage 1
60329 Frankfurt

Telefon 069 244 346 50
Telefax 069 244 346 777
E-Mail hans-joachim.metternich@kreditmediator-deutschland.de
Internet www.kreditmediator-deutschland.de



Wie gehen wir vor? Im ersten Schritt werden gemeinsam mit den Unternehmen die Probleme analysiert. Dann werden mögliche Verhandlungsstrategien für die bevorstehenden Gespräche entwickelt – soweit dies in diesem frühen Stadium möglich ist. Der Unternehmer erhält Ratschläge zur Optimierung seiner Businesspläne. Als Kreditmediator identifiziere ich neue Finanzierungspotenziale, z. B. in Form von Förderprogrammen. Im Rahmen der Hilfe zur Selbsthilfe bin ich als Kreditmediator in diesem Schritt vorrangig direkt mit dem Unternehmer in Kontakt. Liegt bereits eine Kreditablehnung vor, so kann der Unternehmer einen Antrag

auf Mediation stellen. Nach Sichtung der Unterlagen holen wir dann umgehend eine förmliche Stellungnahme des Kreditinstituts ein.

In den Verhandlungen stoße ich immer wieder auf drei typische Probleme:

- Unzureichende Rentabilität: Hier gilt es zu prüfen, wie zinsgünstige Darlehen oder Zuschuss-Programme in das unternehmerische Finanzierungskonzept eingebaut werden können.
- Es fehlen Sicherheiten: Hier gilt es zu prüfen, ob mit Bürgschaftsprogrammen oder einer Haftungsfreistellung geholfen werden kann.
- Zu wenig Eigenkapital: Hier muss geprüft werden, inwieweit Eigenkapitalhilfeprogramme helfen können.

Als Folge des kräftigen Konjunkturaufschwungs, der Förderprogramme der KfW und des kooperativen Verhaltens der Kreditinstitute ist es zum Glück in Deutschland zu keiner flächendeckenden Kreditklemme gekommen. Dennoch berichteten im letzten Monat immer noch fast ein Viertel der Unternehmen laut ifo Institut, dass sie Schwierigkeiten bei der Kreditverhandlung mit ihrer Bank haben.

Im Zuge des Aufschwungs ist die Zahl der Anfragen bei uns gestiegen. Dies hängt zum einen mit der deutlich gestiegenen Kreditnachfrage der Unternehmen im Aufschwung zusammen und zum anderen mit einem steigenden Bekanntheitsgrad dieser Einrichtung.

Aus heutiger Sicht kann noch nicht beantwortet werden, wie sich die beschlossenen und zu erwartenden verschiedenen Regelungen für den Finanzsektor auf die Finanzbranche auswirken werden. Von daher ist es richtig, die Kreditmediation derzeit weiter vorzuhalten. Mein Auftrag ist allerdings bis zum 31.12.2011 befristet. Der Kreditmediator soll nicht zur Dauereinrichtung werden.

FAZIT

Nach zwölfmonatiger Tätigkeit kann ich als Kreditmediator folgendes Fazit ziehen:

Durch meine Tätigkeit konnten bei 49 Unternehmen über 3.600 Arbeitsplätze gesichert und ein Kreditvolumen von 68,4 Mio. € bewegt werden. Wir konnten für weitere 17.800 Beschäftigte an der Sicherung der Arbeitsplätze mitwirken. Meine Tätigkeit hat weiterhin zu einer Sensibilisierung der Kreditwirtschaft für Kreditanliegen des Mittelstandes beigetragen und die Berufung weiterer Kreditmediatoren gefördert.

Weiterhin stelle ich fest, dass es auch ohne Kreditklemme – unabhängig von der konjunkturellen Situation – einen großen Bedarf an Beratung und Mediation bei Kreditverhandlungen gibt. Leider muss ich auch feststellen, dass die bestehenden Förderinstrumente nach wie vor zu wenig bekannt sind. Für gute Finanzkommunikation in Unternehmen und Banken besteht auf beiden Seiten weiterhin ein erkennbarer Bedarf.

Das Insolvenzplanverfahren als Alternative zur außergerichtlichen Sanierung

Kai Dellit¹

1. Vorbemerkung

Mit dem Inkrafttreten der Insolvenzordnung am 01.01.1999 war auch in Deutschland der Weg frei für ein in das Insolvenzverfahren integriertes Restrukturierungsverfahren. Der Gesetzgeber hat sich seinerzeit von der Vorstellung leiten lassen, dass ca. 10 % aller Insolvenzverfahren in Insolvenzplanverfahren münden². Tatsächlich lag die Quote von Insolvenzplanverfahren im Verhältnis zu Unternehmensinsolvenzen bis 2009 unter 1 %³. Das Insolvenzplanverfahren rückte erst im Zuge der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise stärker in den Fokus der Sanierungspraxis. Es wurde deutlicher als ein alternatives Sanierungsinstrument wahrgenommen, durch das Unternehmen unter dem weitreichenden Schutz des Insolvenzverfahrens restrukturiert werden können. Im Jahr 2010 stieg die Anzahl der Insolvenzplanverfahren im Verhältnis zu den Unternehmensinsolvenzverfahren immerhin auf über 3 %⁴.

Ungeachtet dieser beachtlichen Steigerung wird das Potenzial von in Insolvenzverfahren integrierten Restrukturierungsverfahren bei Weitem nicht ausgeschöpft. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass das Insolvenzplanverfahren nur in eng umgrenzten Fällen statt einer übertragenden Sanierung erwogen wird. Typischerweise werden insofern Fälle benannt, bei denen Lizenzen oder wirtschaftlich vorteilhafte Mietverhältnisse erhalten werden sollen.

Als Alternative zur außergerichtlichen Sanierung wird das Insolvenzplanverfahren bislang kaum wahrgenommen. Die Befürchtungen um einen mit Insolvenzeröffnung eintretenden Imageverlust und die kaum vorhersehbare Bestellpraxis von Insolvenzverwaltern durch die Insolvenzgerichte verhindern überwiegend, dass über einen Insolvenzplan überhaupt (alternativ) nachgedacht wird.

Dies ist bereits unter Berücksichtigung der aktuell noch geltenden Gesetzeslage nicht verständlich.

Wird die Sanierungsalternative Insolvenzplan rechtzeitig (bei drohender Zahlungsunfähigkeit) vorbereitet und in geeigneter Weise begleitet, so ordnen die Gerichte regelmäßig auf entsprechenden Antrag und bei Bestellung eines auf Restrukturierungen und Insolvenzverfahren spezialisierten Vorstands/Geschäftsführers (chief restructuring officer) die Eigenverwaltung an. Der Unternehmer behält die Kontrolle über das Unternehmen und wird von einem Sachwalter begleitet, der bezüglich des Tagesgeschäftes lediglich Überwachungsfunktionen hat. Bei gebührender Kommunikation des Sanierungsplans und seiner schnellen Umsetzung an die Stakeholder ist der Imageverlust beherrschbar.

Wird in Fällen der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit ein Insolvenzplanszenario nicht erwogen und in einem Sanierungsgutachten ausschließlich die außergerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers mit einer Zerschlagung, die häufig mit Insolvenz gleichgesetzt wird, verglichen und allenfalls noch eine übertragende Sanierung gerechnet, kann das zu erheblichen wirtschaftlichen Nachteilen sowohl für das Unternehmen als auch die Gläubiger führen.

Der folgende – nicht auf den ersten Blick plangeeignete – Fall eines Maschinenbauunternehmens zeigt die Vorteile des Insolvenzplanverfahrens im Verhältnis zu einer außergerichtlichen Sanierung.

2. Vergleich Insolvenzplan und außergerichtliche Sanierung

Das Maschinenbauunternehmen erlitt infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise einen Umsatzeinbruch auf ca. 50 Mio. € in 2009. Bei operativen Verlusten im Jahr 2009 von 3,8 Mio. € betrug der negative Cashflow 1,74 Mio. €.



Kai Dellit
Rechtsanwalt
hww wienberg wilhelm
Insolvenzverwalter
Maximilian-Welsch-Straße 2
99084 Erfurt

Telefon 0361 601 314 0
Telefax 0361 601 314 30
E-Mail erfurt@hww.eu
Internet www.hww.eu

¹ Fachanwalt für Insolvenzrecht, Partner der hww Gruppe, einem Zusammenschluss von hww wienberg wilhelm Partnerschaftsgesellschaft und der CMS Sozietät für Unternehmensberatung AG.

² Willemsen, Die Reform des Insolvenzplanverfahrens – Ein Zwischenstandsbericht: Anmerkungen zu den vorgeschlagenen Änderungen; BB 2010, 2059.

³ Quellen: Zahlen Unternehmensinsolvenzverfahren 2008: 8.906, INDAT-Report 2009, Ausgabe 10; Unternehmensinsolvenzverfahren 2009: 11.583, INDAT-Report 2009, Ausgabe 10; Zahlen Insolvenzpläne 2008: 75, ZInsO 2008, Ausgaben 1 – 24, ZInsO 2009, Ausgaben 1/2; Zahlen Insolvenzpläne 2009: 111, ZInsO 2009, Ausgaben 3 – 51/52; ZInsO 2010, Ausgaben 1 – 3

⁴ Zahlen Unternehmensinsolvenzverfahren 2010: 10.428; Quelle INDAT-Report 2010, Ausgabe 10; Zahlen Insolvenzpläne 2010: 320, Quelle: ZInsO 2010, Ausgaben 4 – 51/52, ZInsO 2011, Ausgaben 1 – 3



Diese Entwicklung führte zur drohenden Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens und zur Frage, ob eine außergerichtliche Sanierung oder eine Insolvenzplananierung in Betracht kommt. Eine übertragende Sanierung wurde ausgeschlossen.

Die Krisenanalyse ergab, dass sowohl aufwandsrelevante Sanierungsmaßnahmen,

- Bereinigung des Produktsortimentes,
- Reduzierung des Personalaufwandes,
- Optimierung des sonstigen betrieblichen Aufwandes,
- Reduzierung des Zinsaufwandes,

als auch liquiditätsbezogene und Cashflow-relevante Maßnahmen,

- Beschaffung der zur Überwindung der Krise erforderlichen Liquidität,
- Rückführung von überzogenen Kreditlinien der Lieferanten,

erforderlich sind.

Unabhängig von der Sanierung durch einen Insolvenzplan oder die außergerichtliche Sanierung waren die Produkte zu identifizieren und zu eliminieren, die keine hinreichenden Deckungsbeiträge erwirtschaften. Dies führte zu einer Optimierung der Materialeinsatzquote und – unter Berücksichtigung des Umsatzrückgangs – zur Erforderlichkeit des Abbaus des Personals um 39 Mitarbeiter.

Die Personalabbaukosten werden wesentlich von den folgenden Faktoren beeinflusst:

- Kündigungsfristen der betroffenen Mitarbeiter,
- Dauer der Verhandlungen über einen Interessenausgleich mit dem Betriebsrat sowie
- Kosten des Sozialplans.

Zur Berechnung der Personalabbaukosten sind grundsätzlich die gesetzlichen, tarifvertraglichen sowie einzelvertraglichen Kündigungsfristen zu beachten. Vor den Kündigungen sind Interessenausgleichsverhandlungen mit dem Betriebsrat mit dem Ziel der Erstellung einer Namensliste zu führen. Nur so kann weitgehende Rechtssicherheit hinsichtlich der Auswahl der zu kündigenden Mitarbeiter geschaffen und das Klagerisiko minimiert werden. Der Betriebsrat wird indes versucht sein, die Verhandlungsgeschwindigkeit niedrig zu halten, um eine möglichst lange Fortdauer der Arbeitsverhältnisse der zu kündigenden Arbeitnehmer zu erreichen. Schließlich wird es zu einem erfolgreichen Abschluss des Interessenausgleichs nur kommen, wenn parallel ein Sozialplan vereinbart wird. Die Höhe der Sozialplanabfindungen an die zu kündigenden Arbeitnehmer bemisst sich regelmäßig an der Dauer ihrer Betriebszugehörigkeit (Faustformel: $\frac{1}{2}$ Bruttomonatsgehalt je Beschäftigungsjahr). Vor diesem Hintergrund und aufgrund der langen Betriebszugehörigkeit der überwiegenden Anzahl der Mitarbeiter des Unternehmens erklären sich vorliegend hohe Personalabbaukosten bei der außergerichtlichen Sanierung.

Das bei Durchführung eines Insolvenzplanverfahrens anwendbare Sanierungswerkzeug führt demgegenüber zu einer Reduzierung der Personalabbaukosten um ca. 1,5 Mio. €. Die Überkapazitäten an Arbeitskräften können erheblich schneller abgebaut werden. Die Kündigungsfrist ist gemäß § 113 InsO auf maximal 3 Monate begrenzt. Zudem lässt sich der Betriebsrat regelmäßig in Kenntnis der Insolvenzsituation des Unternehmens zu schnellen und zielorientierten Interessenausgleichsverhandlungen motivieren, so dass die Kündigungen frühzeitig ausgesprochen werden können. Zur Aufwandsreduzierung tragen auch die gemäß § 123 Abs. 1 InsO auf maximal 2,5 Monatsgehälter gekappten Sozialplanansprüche bei.

Die Produktionsoptimierung und -verringering macht auch einen Teil der Dauerschuldverhältnisse überflüssig. Allerdings hatte sich das Unternehmen etwa

durch längerfristige Mietverträge hinsichtlich nicht (mehr) betriebsnotwendiger Grundstücke und Gebäude gebunden. Das Insolvenzplanverfahren eröffnet – anders als die außergerichtliche Sanierung – gemäß § 109 InsO die Möglichkeit der Kündigung solcher Mietverhältnisse mit einer Kündigungsfrist von maximal drei Monaten, ungeachtet der vertraglich vereinbarten Kündigungsfrist. Zudem vermag der Insolvenzverwalter gemäß § 103 InsO sämtliche sonstigen Dauerschuldverhältnisse zu optimieren. Er hat hinsichtlich der Erfüllung solcher Verträge ein Wahlrecht und kann erforderlichenfalls neue Verträge abschließen. Bereits diese Option eröffnet bei den Vertragspartnern, etwa Leasinggebern eine gewisse Verhandlungsbereitschaft. Das führt zu einer zügigen Verringerung des sonstigen betrieblichen Aufwandes. Der Aufwand im Insolvenzplanzenario liegt 0,7 Mio. € unter dem der außergerichtlichen Sanierung.

Eine Sanierung durch das Insolvenzplanverfahren verursacht Gerichts- und Verwalterkosten, was diese Sanierungsalternative verteuert. Andererseits wird auch der Insolvenzverwalter mit seinem eigenen Personal die Sanierung begleiten, so dass der externe Rechts- und Beratungsaufwand unter demjenigen der außergerichtlichen Sanierung liegt. Im Ergebnis fällt der Saldo mit ./ 0,9 Mio. € zu Lasten des Insolvenzplanverfahrens aus. Dieser negative Saldo wird indes durch die sonstigen positiven Auswirkungen überkompensiert.

Im Rahmen der Krisenanalyse wurde auch festgestellt, dass das Unternehmen nur bei Reduzierung des Zinsaufwandes einen Jahresüberschuss sowie eine positive Veränderung des Finanzmittelbestandes erreichen kann. Die Hausbank des Unternehmens ist mit insgesamt 15 Mio. € investiert. Hiervon sind (unter Berücksichtigung von Fortführungswerten) lediglich etwa 50 % gesichert.

Um eine nachhaltige außergerichtliche Sanierung des Unternehmens sicherzustellen, müssen in beiden Sanierungsalternativen Erlasse auf verzinsliche Forderungen, insbesondere Darlehensforderungen, vereinbart werden.

Während bei außergerichtlicher Sanierung ein Erlass der Hausbank in Höhe der ungesicherten Forderungen unumgänglich ist, kommt das Insolvenzplanverfahren im Verhältnis zu ihr mit einem deutlich geringeren Erlass aus.

Dies ist zum einen darauf zurück zu führen, dass der Insolvenzplan für alle Insolvenzgläubiger, nicht nur für die Hausbank, Erlasse regelt, während außergericht-

lich individualvertragliche Vereinbarungen geschlossen werden müssten, die kaum in der Breite erreichbar sind. Die Sanierungslast wird somit auf viele Schultern verteilt. Zum anderen macht der Insolvenzplan das Unternehmen so leistungsfähig, dass es schließlich (bis 2012) den Insolvenzgläubigern eine Quote von 31 % auszahlen kann. Der Erlass der Hausbank beschränkt sich demzufolge auf 5,2 Mio. €.

Die Höhe des erforderlichen Erlasses der Hausbank hinsichtlich des Altdarlehens bei außergerichtlicher Sanierung orientiert sich zudem daran, dass das Unternehmen eine sanierungsbedingte Liquiditätsunterdeckung von in der Spitze 8 Mio. € finanzieren muss, die die Aufnahme weiterer Darlehen unumgänglich macht und wiederum zu Zinsaufwendungen führt. Mangels Alternative müsste die Hausbank die Finanzierung der Liquiditätsunterdeckung übernehmen.

Einen ganz erheblichen Sanierungsbeitrag vermag das Insolvenzgeld zu leisten, das freilich nur bei Durchführung eines Insolvenzplanverfahrens gezahlt wird. Die Bundesagentur für Arbeit übernimmt für drei Monate die Vergütung der Arbeitnehmer. Hieraus resultiert ein Liquiditätsvorteil von 4,3 Mio. €.

Weitere insolvenzspezifische positive Effekte auf den Finanzmittelbestand ergeben sich aus der Nichtzahlung von Zinsen, Umsatzsteuer⁵ und Reisekosten (teilweise über Insolvenzgeld abgedeckt).

Das Unternehmen hat während seiner Krise Lieferantenkredite vollständig ausgenutzt bzw. überzogen. Skonti waren nicht mehr zu realisieren. Diese Lieferantenkredite müssen im Rahmen der außergerichtlichen Sanierung wieder auf das branchenübliche Niveau zurückgeführt werden. Diese Rückführung belastet das Net Working Capital.

Gemäß §§ 87, 174 ff. InsO sind bei Sanierung im Insolvenzverfahren zunächst Zahlungen auf Forderungen gemäß § 38 InsO, die vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstanden sind, untersagt. Die Liquidität steht somit vollständig dem Neugeschäft und der Sanierung zur Verfügung. Lieferantenkredite können ab dem Neustart sogar mit positivem Einfluss auf den Finanzmittelbestand wieder aufgebaut werden.

Die Insolvenzforderungen werden erst mit der im Insolvenzplan festgelegten Quote (31 %) aus dem infolge der Fortführung des Geschäftsbetriebs und der Sanierungsmaßnahmen generierten Finanzmittelbestand befriedigt, im Übrigen erlassen die Insolvenzgläubiger ihre Forderungen gegen das Unternehmen.

⁵ Umsatzsteuer war in Altverfahren im Antragsverfahren Insolvenzforderung. Für Insolvenzverfahren, die ab dem 01.01.2011 beantragt wurden, gilt § 55 Abs. 4 InsO. Demgemäß sind Steuerverbindlichkeiten Masseverbindlichkeiten, sofern diese von einem vorläufigen Insolvenzverwalter oder vom Schuldner mit Zustimmung eines vorläufigen Insolvenzverwalters begründet wurden. Der oben dargestellte Effekt ist für Neungsverfahren demzufolge nicht mehr darstellbar.

Insolvenzplan:

Außergerichtliche Sanierung:

Aufwandsbezogene Effekte	Aufwandsbezogene Effekte
Personalaufwand 2010 einschließlich Personalabbaukosten: € 15,4 Mio. Plan ist € 1,5 Mio. besser.	Personalaufwand 2010 einschließlich Personalabbaukosten: € 16,9 Mio.
Sonstiger betrieblicher Aufwand ohne Rechts- und Beratungskosten 2010: Mio. 7,7 Mio. Plan ist € 0,7 Mio. besser	Sonstiger betrieblicher Aufwand ohne Rechts- und Beratungskosten 2010: € 8,4 Mio.
Kosten des Insolvenzverfahrens sowie Rechts- und Beratungskosten 2010: € 1,7 Mio. Plan ist € 0,9 Mio. schlechter.	Rechts- und Beratungskosten 2010 (Kosten des Insolvenzverfahrens fallen nicht an): € 0,8 Mio.
Zinsaufwendungen 2010 bis 2012: € 2 Mio. Plan ist € 1,2 Mio. besser.	Zinsaufwendungen 2010 bis 2012: € 3,2 Mio. (auch resultierend aus Neuaufnahme Darlehen)

Effekte Finanzmittelbestand	Effekte Finanzmittelbestand
Insolvenzgeld, Verbesserung Finanzmittelbestand 2010: € 4,3 Mio. Plan ist € 4,3 Mio. besser.	Insolvenzgeld wird nicht gezahlt: € 0
Sonstige insolvenzspezifische Effekte, Verbesserung Finanzmittelbestand 2010: € 1,4 Mio, auch Nichtzahlung von Zinsen Plan ist € 1,4 Mio. besser.	Sonstige insolvenzspezifische Effekte, Verbesserung Finanzmittelbestand 2010: € 0
Veränderung des Net Working Capital, Verbesserung Finanzmittelbestand 2010: + € 3 Mio Plan ist € 8,2 Mio. besser.	Veränderung des Net Working Capital, Verschlechterung Finanzmittelbestand 2010: ./ € 5,2 Mio

Ergebnis	Ergebnis
Veränderung des Finanzmittelbestandes 2010 – 2012 gesamt: + € 8,1 Mio.	Veränderung des Finanzmittelbestandes 2010 – 2012 gesamt: ./ € 7,2 Mio.
Quotenzahlung 2010 – 2012: 31 % auf ungesicherte Insolvenzforderungen, im Übrigen Erlass	Keine Quotenzahlung, Erlass des ungesicherten Teils des Darlehens der Hausbank
Veränderung Finanzmittelbestand nach Quotenzahlung 2010 – 2012: € 0,5 Mio.	Keine Quotenzahlung, daher verbleibt es bei Veränderung Finanzmittelbestand 2010 – 2012 gesamt: ./ € 7,2 Mio.

Stundung und Erlass durch das zuständige Finanzamt hinsichtlich der Steuerlast, die infolge des aus den Erlassen resultierenden Sanierungsgewinns entsteht, sind durch eine verbindliche Auskunft sichergestellt.

erforderliche Zuführung von Liquidität von 8 Mio. € durch die Hausbank überflüssig.

Konkret lassen sich Insolvenzplanverfahren und außergerichtliche Sanierung in Zahlen vergleichen⁶ (siehe Tabelle oben):

3. Fazit

Auch nach Quotenzahlung im Insolvenzplanszenario ist der Finanzmittelbestand um ca. 7,7 Mio. € höher als bei außergerichtlicher Sanierung. Das Unternehmen hat ab 2012 lediglich noch den gesicherten Teil des Darlehens der Hausbank zurückzuführen. Hierfür reicht die Ertragskraft des Unternehmens aus.

Der Fall des Maschinenbauunternehmens zeigt, dass die Restrukturierung unter dem Schutzschirm eines Insolvenzverfahrens die optimale Sanierungslösung sein kann. Das Insolvenzverfahren bietet Schutz vor Einzelzwangsvollstreckungsmaßnahmen, sodass die Liquidität aus dem operativen Geschäft zunächst zur Betriebsfortführung und sodann zur Sanierung verwendet werden kann. Erst nach Abschluss der Sanierung muss die Liquidität zur quotalen Rückführung der Altverbindlichkeiten verwendet werden. Leistungswirtschaftlich bietet das Insolvenzplanverfahren ein umfassendes Sanierungsinstrumentarium, das bei außergerichtlicher Sanierung nicht zur Verfügung steht. Die

Die Summe der insolvenzspezifischen Auswirkungen des Insolvenzplanverfahrens macht letztlich die sonst

⁶ Die Effekte sind nur dargestellt, soweit es Unterschiede zwischen Insolvenzplan und außergerichtlicher Sanierung gibt.

gesetzlich zulässigen Maßnahmen können flankiert werden durch maßgeschneiderte Regelungen im Insolvenzplan, die, sofern sie die Gläubiger nicht schlechter stellen, auch gegen obstruierende Einzelgläubiger durchgesetzt werden können.

4. Ausblick (ESUG)

Die Bedeutung von Insolvenzplanverfahren wird nach Inkrafttreten des ESUG deutlich zunehmen. Dieses Gesetz ist das umfassendste Reformvorhaben seit Inkrafttreten der Insolvenzordnung. Ziel ist es, die Gläubigerautonomie – insbesondere hinsichtlich der Bestellung des Insolvenzverwalters – zu stärken, das Insolvenzplanverfahren zu optimieren und zu beschleunigen sowie die Eigenverwaltung maßvoll zu fördern.

Es soll sowohl den Gläubigern als auch dem Insolvenzschuldner die Sorge vor einem nicht sanierungswilligen Insolvenzverwalter genommen werden. Bei Erreichen einer bestimmten Größe soll etwa ein (vorläufiger) Gläubigerausschuss bestellt werden, der erhebliche Einflussmöglichkeiten auf die Bestellung des (vorläufigen) Insolvenzverwalters hat und diesen bei einstimmigem Beschluss auch benennen kann. Die erforderliche Unabhängigkeit eines Insolvenzverwalters soll künftig nicht etwa schon dadurch ausgeschlossen werden, dass die Person unter Einbindung von Schuldner und Gläubigern einen Insolvenzplan erstellt hat.

Es soll auch der Zugang zur aktuell kaum Anwendung findenden Eigenverwaltung erleichtert werden. Bei drohender Zahlungsunfähigkeit und entsprechendem Antrag soll die Eigenverwaltung künftig die Regel sein. Sofern der Insolvenzrichter die Eigenverwaltung nicht anordnen will, hat er bei lediglich drohender Zahlungsunfähigkeit künftig dem Schuldner Gelegenheit zu geben, den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens zurückzunehmen. Die Eigenverwaltung soll bei drohender Zahlungsunfähigkeit mit einem Verfahren zur Vorbereitung der Sanierung verbunden werden können, das dem Schuldner ein Vorschlagsrecht hinsichtlich des Sachwalters einräumt. So werden sinnvolle Anreize für einen rechtzeitigen Insolvenzantrag geschaffen.

Zentrales Element des Reformvorhabens ist die künftige Eingriffsmöglichkeit durch den Insolvenzplan in die Rechte der Anteilsinhaber. Es wird etwa der Debt-to-Equity-Swap ermöglicht. Der Insolvenzplan ersetzt dabei auch die sonst geltenden Formvorschriften. Zudem sollen der Anwendungsbereich des Insolvenzplans erweitert, das Verfahren zu seiner Bestätigung beschleunigt und Rechtsmittel eingeschränkt werden.

Diese geplanten Gesetzesänderungen räumen einen Großteil der Bedenken gegen Insolvenzpläne aus:

- die Bestellung eines (vorläufigen) Insolvenzverwalters bzw. Sachwalters wird planbar,
- das Insolvenzverfahren wird bei Anordnung der leichter anzuordnenden Eigenverwaltung berechenbarer und
- die Durchführung von Insolvenzplanverfahren wird beschleunigt, indem etwa Rechtsmittel eingeschränkt werden.

Es verbleibt lediglich noch die Sorge nach einem mit der Insolvenz verbundenen Imageschaden und einem daraus folgenden Umsatzrückgang, dem allerdings nach der Erfahrung des Unterzeichners in einer Vielzahl von Insolvenzplanverfahren mit einer offenen Kommunikation des Sanierungsplans begegnet werden kann.

In Sanierungsgutachten darf – jedenfalls bei aktuell vorliegenden oder kurzfristig eintretenden Insolvenzeröffnungsgründen (mindestens drohende Zahlungsunfähigkeit) die Darstellung und Berechnung der Sanierungsalternative Insolvenzplan nicht mehr fehlen. Im Einzelfall muss dann die Vergleichsrechnung zeigen, ob sich der Insolvenzplan, der als Sanierungsalternative in Ziffer 5.1 IDW-S6 ausdrücklich benannt ist, gegen sonstige Sanierungsmöglichkeiten durchzusetzen vermag.



Insolvenzplan auch eine Option für die Gesellschafter?



Lars Richter

Im internationalen Vergleich gilt das deutsche Insolvenzverfahren durch die vielen Gestaltungsoptionen, die es eröffnet, mitunter als sehr kompliziert. Doch gerade dieser Variantenreichtum kann auch Chancen bieten. Eines der Instrumente ist das Insolvenzplanverfahren.

Nach einer Studie des Institutes für Mittelstandsforschung entwickelt sich die Sanierungskultur in Deutschland seit der Insolvenzrechtsreform verhalten positiv, was sich auch in einem Mehr an Unternehmensfortführungen zeigt. Kritisch sieht das Institut jedoch, dass der Alteigentümer „nur in wenigen Fällen im Rahmen eines Insolvenzplans beteiligt“ wird. Dabei seien die Deckungsquoten mit rd. 14 % bei Insol-

venzplanverfahren wesentlich höher als bei den „herkömmlichen“ Regelinsolvenzverfahren. Im Vergleich hierzu hat das Institut bei übertragenden Sanierungen und bei Unternehmen, die im regulären Insolvenzverfahren geschlossen wurden, eine mittlere Deckungsquote von nur 10 % bis 11 % ermittelt.

Unabhängig von dem oben zitierten Trend oder den positiven Deckungsquoten wird gerade das Insolvenzplanverfahren weiterhin recht „stiefmütterlich“ behandelt, dabei bietet diese Verfahren in bestimmten Konstellationen selbst für die Gesellschafter diverse Vorteile.

Vorteile für Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit

Beispielsweise sieht die Insolvenzordnung für Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit, also Gesellschaften des bürgerlichen Rechtes (BGB-Gesellschaft), Offene Handelsgesellschaften (OHG), Kommanditgesellschaften (KG), Partnerschaftsgesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) Sonderregelungen vor. Da bei diesen Rechtsformen die

Gesellschafter im Falle einer Insolvenz mit ihrem persönlichen Vermögen haften, macht es in solchen Fällen keinen Sinn, wenn die Gesellschaft über ein Insolvenzplanverfahren saniert wird, da die Gläubiger weiterhin auf die Gesellschafter durchgreifen könnten, was in der Regel zu einer erneuten Insolvenz der gerade sanierten Gesellschaft führen würde. Vor diesem Hintergrund sieht die Insolvenzordnung vor, dass im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens die Gläubiger keinen Rückgriff auf die ansonsten auch persönlich haftenden Gesellschafter nehmen können. Im Regelverfahren ist dies so nicht vorgesehen. Die Gesellschafter von Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit sind somit gut beraten nicht planlos in die Insolvenz zu gehen.

Insolvenzplan als Chance bei Betriebsaufspaltung

Noch deutlicher wird dies, wenn man die klassische und im Mittelstand häufig vorzufindende Betriebsaufspaltung betrachtet. In diesen Fällen werden oftmals die Betriebsgebäude und -grundstücke von den Gesellschaftern in einer BGB-Gesellschaft gehalten wobei die Betriebsimmobilie in den seltensten Fällen schuldenfrei finanziert ist. Der entsprechende Kapitaldienst wird also durch die Vermietung der Immobilie an die Betriebsgesellschaft, welche in vielen Fällen eine GmbH ist, erwirtschaftet.

Im Falle der Insolvenz der Betriebs-GmbH wird der Insolvenzverwalter unter Bezugnahme auf den Tatbestand der eigenkapitalersetzenden Nutzungsüberlassung die Mietzahlungen an die BGB-Gesellschaft einstellen. Neben der damit kostenlosen Nutzung der Immobilie kann der Insolvenzverwalter auch bereits vereinnahmte Mieten der Vergangenheit von der BGB-Gesellschaft zurückfordern.

Obwohl also die Betriebsaufspaltung vollzogen wurde, um bei der Insolvenz der Betriebs-GmbH das Vermögen zu sichern, tritt nun auch für die Gesellschafter

Lars Richter
Senior Projektleiter
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Grabenstraße 11a
40213 Düsseldorf

Telefon 0211 542 418 00
Telefax 0211 542 418 49
E-Mail richter@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de



der BGB-Gesellschaft das Insolvenz-Szenario in den Vordergrund, da die BGB-Gesellschaft die Forderungen der Finanzierungspartner nicht bedienen kann und die Finanzierungspartner somit von ihrem Durchgriffsrecht auf die Gesellschafter der BGB-Gesellschaft Gebrauch machen. Hinzu kommen die Ansprüche des Insolvenzverwalters aus Eigenkapitalersatz.

Vor dem Hintergrund dieses in der Praxis häufig anzutreffenden Szenarios ist es also im ureigenen Interesse der Gesellschafter der BGB-Gesellschaft, einen Insolvenzplan vorzubereiten und durchzusetzen, da über diesen Weg sowohl die BGB-Gesellschaft wie auch die Gesellschafter der BGB-Gesellschaft von den Folgen der persönlichen Verpflichtung zur Begleichung der Gesellschaftsverbindlichkeiten befreit sind.

Interessanterweise wird diese Option des Insolvenzrechtes in den seltensten Fällen gezogen. Ob dies an einer eher unzureichenden Beratung liegt oder damit begründet ist, dass der Begriff „Insolvenz“ immer noch als so stigmatisierend wahrgenommen wird, dass man sich im Fall der Fälle nicht ausreichend damit auseinandersetzen will, ist ungewiss.

ESUG ein Beitrag zur „Entstigmatisierung“?

Gerade vor dem Hintergrund der Stigmatisierung des Begriffes „Insolvenz“ lohnt sich ein Blick auf die neuesten gesetzgeberischen Entwicklungen im Rahmen des geplanten „Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)“, welches die diversen Schwachstellen, die u. a. im Rahmen der Finanzmarktkrise noch einmal verstärkt zu Tage geführt wurde, beheben soll. Zu den Zielen des ESUG zählen u. a.:

- Vereinfachung des Zugangs zur Eigenverwaltung
- Ausbau und Straffung des Insolvenzplanverfahrens

Gerade der Punkt zur Vereinfachung des Zugangs zur Eigenverwaltung ist insofern begrüßenswert, als dass die Sanierungspraxis zeigt, dass wichtige Schritte zu ei-

nem tiefgehenden Sanierungsprozess bereits im Vorfeld einer Insolvenz bzw. eines Insolvenzverfahrens stattfinden. Betrachtet man die bisherige Praxis, so zeigt sich, dass dieses Know-how bzgl. des Sanierungsprozesses und der verschiedenen Sanierungsoptionen nur in sehr seltenen Fällen genutzt wird. Der aktuelle Entwurf zum ESUG soll die heute bestehenden Hindernisse ausräumen und damit auch den Anreiz für eine frühzeitige Verfahrenseröffnung schaffen, um die volkswirtschaftlichen Schäden aus Insolvenzen (für 2010 werden aktuelle Schäden in Höhe von bis 50 Mrd. € angenommen) zu minimieren.

Weiterhin hat gerade die Finanzmarktkrise gezeigt, dass eine nachhaltige Sanierung meistens nicht ohne den Eingriff in die Rechte von Anteilseignern möglich ist. Das geltende deutsche Insolvenzrecht wiederum lässt die Rechte der Anteilseigner eines insolventen Unternehmens bei einer Sanierung durch Insolvenzplan unberührt. Anpassungen erfordern die Zustimmung der Inhaber. Ursächlich hierfür ist die auch aktuell noch bestehende Trennung von Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht. Diese Trennung soll nun dahingehend angepasst werden, dass zur Optimierung der Sanierungsoptionen im Rahmen des Insolvenzplans Kapitalmaßnahmen vorgesehen werden können. Der Gesetzgeber hat hierbei insbesondere den sog. Debt-to-Equity-Swap im Blick. Die Idee dahinter ist, dass wirtschaftlich sinnvolle Lösungen zur Sanierung eines Unternehmens am besten unter der Mitwirkung aller Beteiligten zu erreichen sind. Vorbild hierfür sind die Regelungen nach Chapter XI der Vereinigten Staaten von Amerika.

Im Ergebnis kann man schon heute festhalten, dass das ESUG in der aktuellen Entwurfsfassung durch z. B. die Stärkung des Insolvenzplans Vorteile für die Gesellschafter bietet, wenn man sich die eingangs genannten Sonderregelungen nochmals vor Augen führt – aber auch Nachteile, wenn man an die vereinfachten Möglichkeiten z. B. im Rahmen eines Debt-to-Equity-Swaps denkt.

Anfechtbarkeit von Sanierungsbeiträgen der öffentlichen Hand



Prof. Dr. Georg Streit
Rechtsanwalt / Partner
Heuking Kühn Lüer Wojtek
Partnerschaft von Rechtsanwälten,
Steuerberatern und Attorney-at-Law
Prinzregentenstraße 48
80538 München

Telefon 089 540 312 27
Telefax 089 540 315 27
E-Mail g.streit@heuking.de
Internet www.heuking.de

Aktuelle Entwicklungen im Bereich der Insolvenzanfechtung öffentlicher Abgaben, Auswirkungen auf die Sanierungspraxis

Prof. Dr. Georg Streit

In Sanierungsfällen ist die öffentliche Hand oft bereit, durch eine Stundung öffentlicher Abgaben bzw. entsprechende Ratenzahlungsvereinbarungen an einer Überwindung von Liquiditätsgpässen in Unternehmen mitzuwirken. Auf diese Weise leistet sie einen wichtigen Beitrag zur finanziellen Restrukturierung ihrer Abgabenschuldner.

Ein wesentlicher Beweggrund für die Bereitschaft zur Stundung öffentlicher Abgaben ist, dass viele Krisenunternehmen ohne derartige Zahlungsaufschübe in die Insolvenz gehen müssten und die öffentliche Hand in diesem Fall aufgrund der gleichmäßigen Befriedigung aller Insolvenzgläubiger nur eine regelmäßig geringe Quotenzahlung auf ihre Forderungen erhält. Gelingt dagegen die Sanierung außerhalb der Insolvenz, so werden später die zunächst gestundeten Abgabenschulden komplett beglichen.

Die Bereitschaft der öffentlichen Hand zur Stundung von Abgaben und zum Abschluss von Ratenzahlungsvereinbarungen hängt jedoch maßgeblich davon ab, dass die später vereinnahmten Zahlungen des Abgabenschuldners bei einem Scheitern der Restrukturierung „sicher“ sind. Eine spätere Anfechtung der erhaltenen Zahlungen durch den Insolvenzverwalter in dem Fall, dass trotz des Entgegenkommens der öffentlichen Hand letztlich doch der Insolvenzfall eintritt, muss grundsätzlich ausgeschlossen sein. Soweit das Risiko einer erfolgreichen Insolvenzanfechtung vereinnahmter Abgabenzahlungen besteht, darf die Sanierungspraxis

Sanierungsbeiträge der öffentlichen Hand müssen insolvenzfest sein

nicht auf ein Entgegenkommen in Form von Stundungen und Ratenzahlungsvereinbarungen mit der öffentlichen Hand hoffen. Dies gilt insbesondere dann, wenn als „Belohnung“ für deren Hilfe im Fall des späteren Scheiterns der Sanierung eine Vorsatzanfechtung gemäß § 133 Insolvenzordnung droht, die mit ihrer Anfechtungsfrist Abgabenzahlungen innerhalb eines Zeitraums von 10 Jahren vor Insolvenzantragstellung erfasst.

Dennoch ist in letzter Zeit vermehrt festzustellen, dass Insolvenzverwalter die Zahlung von zunächst zu Sanierungszwecken gestundeter Abgaben anfechten. Dabei berufen sie sich häufig auf die Vorsatzanfechtung des § 133 Insolvenzordnung, um aufgrund der langen Anfechtungsfrist auch weit in der Vergangenheit liegende Abgabenzahlungen anzufechten. Kernvoraussetzungen für die Anfechtbarkeit sind, dass (i) die (Raten-) Zahlungen durch das Krisenunternehmen mit dem Vorsatz geleistet wurden, die übrigen Gläubiger zu benachteiligen (sog. „Gläubigerbenachteiligungsvorsatz“) und dass (ii) der (Abgaben-) Gläubiger im Zeitpunkt der Zahlungen Kenntnis von diesem Vorsatz hatte. Diese Kenntnis wird gemäß § 133 Abs. 1 Satz 2 Insolvenzordnung vermutet, wenn der Gläubiger im hier interessierenden Fall also die öffentliche Hand, wusste, dass dem Krisenunternehmen die Zahlungsunfähigkeit jedenfalls drohte und die Zahlung die Gläubiger benachteiligte.

Aktuelle Entwicklung: Vorsatzanfechtung der Zahlung öffentlicher Abgaben

Fallbeispiel:
Insolvenzanfechtung von Gewerbesteuerzahlungen

Das Landgericht München I in erster Instanz (LG München I, Az. 20 O 5995/09) und das Oberlandes-

gericht München in zweiter Instanz (OLG München, Az. 5 U 2607/10) hatten jüngst über einen entsprechenden Fall zu entscheiden. Musste die öffentliche Hand allein aufgrund eines gestellten Stundungsantrags wissen, dass die Antragstellerin, eine managende Spitzengesellschaft (nachfolgend „Insolvenzschuldnerin“) mehrerer Immobilienfonds, bei plangemäßer Leistung der Ratenzahlungen zahlungsunfähig war und dass die Ratenzahlungen die übrigen Gläubiger der Insolvenzschuldnerin benachteiligten?

Sachverhalt:

Gestundete Gewerbesteuer

In dem Verfahren hatte der Insolvenzverwalter die Zahlung gestundeter Gewerbesteuer angefochten, welche die Insolvenzschuldnerin in monatlichen Raten geleistet hatte.

Ein Jahr vor Insolvenzantragstellung hatte die Insolvenzschuldnerin bei der Kommune die Stundung von Gewerbesteuer beantragt und Teilzahlungen angeboten. Nach Vorlage des letzten Jahresabschlusses sowie einer Liquiditätsplanung, die für einen Planungszeitraum von sieben Monaten durchgängig eine positive Liquidität aufwies, wurde die Stundung antragsgemäß gewährt. Dabei hatten die Insolvenzschuldnerin und die einzelnen Immobilienfonds vor der Stundung ihre Gewerbesteuerverbindlichkeiten – bis auf geringfügige Ausnahmen – stets fristgerecht erfüllt. Zudem enthielt der Lagebericht des aktuellen Jahresabschlusses der Insolvenzschuldnerin die Feststellung, dass bei der Insolvenzschuldnerin „keine Risiken erkennbar seien“, die den Bestand des Unternehmens gefährden oder wesentlichen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben könnten.

Kenntnis der Zahlungsunfähigkeit aufgrund eines Stundungsantrags?

Viele Monate später und nach stets pünktlicher Zahlung der vereinbarten Ratenzahlungen stellte die Insolvenzschuldnerin dennoch einen Insolvenzantrag. Der Insolvenzverwalter erhob Anfechtungsklage und forderte gemäß § 133 Insolvenzordnung die Rückzahlung der geleisteten Gewerbesteuerraten. Im Kern stellte sich hierbei die Frage, ob die Kommune bereits aufgrund des Stundungsantrags auf eine Zahlungsunfähigkeit der Insolvenzschuldnerin schließen musste.

Entscheidung des Landgerichts München I

Das Landgericht München I hat die Klage des Insolvenzverwalters abgewiesen. Allein das Stellen eines

Antrags auf Stundung ausstehender Gewerbesteuer reiche nicht aus, um daraus auf eine Zahlungsunfähigkeit schließen zu müssen. Das Argument des Insolvenzverwalters, wonach der Stundungsantrag eines gewerblichen Unternehmens darauf schließen lasse, dass das Unternehmen (i) gegenüber weiteren Gläubigern fällige Zahlungspflichten habe und (ii) nicht in der Lage sei, diese Zahlungspflichten zu bedienen, hat das Landgericht für nicht tragend gehalten.

Bestätigung durch das Oberlandesgericht München

Das Oberlandesgericht München hat das Urteil des Landgerichts bestätigt. Ergänzend hat es darauf hingewiesen, dass das Stundungsgesuch „ausschließlich als Darstellung lediglich momentaner Liquiditätsschwierigkeiten“ verstanden werden könne. Die Insolvenzschuldnerin habe mit Stellung des Stundungsgesuchs nachvollziehbar dargestellt, dass sich ihre Liquiditätslage in den nächsten Monaten positiv entwickeln würde. Die Berufung des Insolvenzverwalters wurde auf Hinweis des zuständigen Senats zurückgenommen.

Schlussfolgerungen für die Praxis

Für die Praxis folgt aus dieser Rechtsprechung, dass Stundungsanträge – zusätzlich zu dem aktuellen Jahresabschluss bzw. Prüfbericht des Unternehmens – durch einen Liquiditätsplan untermauert sein müssen. Der Liquiditätsplan muss zumindest für den Stundungszeitraum eine positive Liquiditätslage aufweisen. Liegt ein solcher Liquiditätsplan vor, darf sich die öffentliche Hand auf die vorgelegten Zahlen verlassen und ist auch im Falle des Scheiterns nicht dem Vorwurf ausgesetzt, sie habe plangemäß geleistete Abgabenzahlungen in Kenntnis eines Gläubigerbenachteiligungsvorsatzes des Abgabenschuldners vereinnahmt. Wie das Oberlandesgericht München zutreffend festgestellt hat, kann ein Stundungsgesuch dann „ausschließlich als Darstellung lediglich momentaner Liquiditätsschwierigkeiten“ verstanden werden. Deren Überwindung dienen der Liquiditätsplan und die beantragte Stundung gerade, so dass weder der Abgabenschuldner seine Gläubiger benachteiligen will bzw. dies billigend in Kauf nimmt, noch der Abgabengläubiger Kenntnis von einem solchen Vorsatz hat.

Die sanierungsfreundliche Rechtsprechung des Landgerichts München I und des Oberlandesgerichts München ist sehr zu begrüßen. Sie wird der erheblichen Bedeutung von Sanierungsbeiträgen der öffentlichen Hand in Form von Stundungen und Ratenzahlungsvereinbarungen für die finanzielle Restrukturierung von Unternehmen gerecht.

Fallen der Wachstumsfinanzierung



Volker Riedel

Ausgangssituation

Das Unternehmen aus der Konsumgüterbranche hat über Jahre hinweg konstantes Wachstum. Das Unternehmen entwickelte Produkte, hat sie in Asien zur Produktion gebracht, um sie in Europa zu vertreiben. Bei den Banken hatte das Unternehmen höchste Begehrlichkeit. Somit ist im Laufe der Zeit ein großer Pool an Finanzinstituten und Finanzierungsinstrumenten entstanden, die für unterschiedliche Phasen der Supply Chain und Geschäftsarten (Strecke/Lager) eingesetzt wurden – die Banken waren zufrieden, das Unternehmen auch.

Krisenauslöser

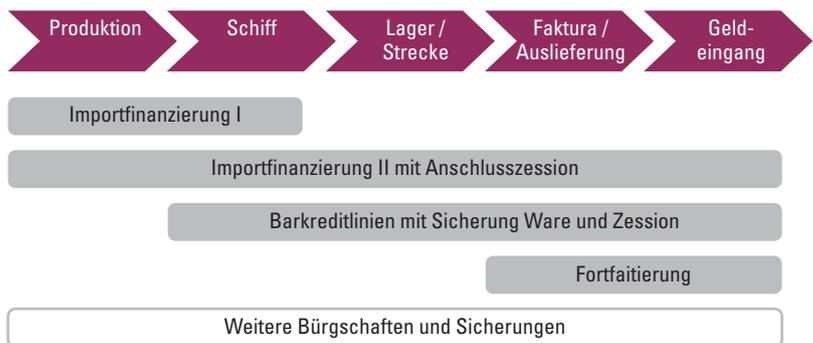
Verluste in den Tochtergesellschaften und ein Produkt-rückruf haben die Finanzierung zur Implosion gebracht. Das Unternehmen stand kurzfristig vor einem Scherbenhaufen der Finanzierung und es drohte Insolvenzgefahr. Was war passiert? Die vielfältige Kreditvergabe wurde hinterfragt und in diesem Prozess zeigte sich, dass in diesem Finanzierungs-Patchwork – teils geduldete – Mehrfachbesicherungen auftauchten. Mit dem Sanierungskonzept wurde deutlich, dass sich keiner der beteiligten Finanzierer sicher sein konnte, ein Sicherungsrecht zu besitzen, geschweige es durchzusetzen.

Die Finanziererstruktur setzte sich zusammen aus gut besicherten Finanzierern, kaum besicherten Finanzierern und Finanzierern, die kurzfristig ihr Obligo reduzieren konnten. Das disponierbare Finanzierungsvolumen konnte so schlagartig reduziert werden.

Lösung

Die Problemstellung konnte nur mit einem vollständigen Reset der Finanzierung gelöst werden, da eine schrittweise Auflösung der vertraglichen Konstellationen faktisch nicht möglich gewesen wäre.

- Grundprinzip:**
Transparenz über die Besicherung von Waren- oder Wertströmen
 Prozesssicherheit und Transparenz waren als Vertrauensbeweis unabdingbar. Ein CRO wurde eingesetzt, um diese Prozesssicherheit zu gewährleisten.
- Grundprinzip:**
Bildung von Risikoklassen
 Die unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente wurden gebündelt und entsprechend in Risikoklassen für Dollarsicherungen, Akkreditive, Barkreditlinien und Forderungsfinanzierung eingeteilt. Weiterhin wurde das Engage-



Vereinfachte Darstellung der ursprünglichen Finanzierungs- und Besicherungsstruktur



ment in verschiedenen Tranchen für unterschiedliche Zwecke (Basis, Saison, Wachstum) aufgeteilt.

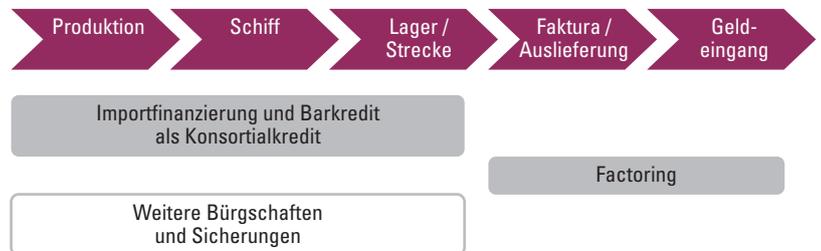
3. Grundprinzip:

Klare Besicherungs- und Eigentums Grenzen im Verlauf der Waren- und Wertströme

Der späteste Zeitpunkt des Eigentumsübergangs wurde mit dem Eintreffen der Ware am Hafen definiert. Bis dahin mussten alle Waren bezahlt sein, um damit auch mögliche Anschlusskredite aus Importsicherungsverträgen auszuschließen und eine Absatzfinanzierung wie Factoring zu ermöglichen.

4. Grundprinzip: Reduzierung des bereitgestellten Finanzierungsvolumens durch Bündelung der Finanzierungsinstrumente

Die Spitzenbedarfe der Saison liefen wie eine Welle durch die verschiedenen Finanzierungsinstrumente – beginnend bei der Importfinanzierung über die



Finanzierungsschema nach Umbau

Lagerfinanzierung und endend bei der Absatzfinanzierung – und dies für unterschiedliche Geschäftsarten, wie Streckengeschäft und Lagergeschäft. Die alternative Nutzung von Linien für verschiedene Geschäftsarten und -phasen reduzierte das Volumen der bereitzustellenden Linien.

5. Grundprinzip:

Konsortialkredit mit reduzierter Anzahl an Finanzierern

Die Anzahl der Konsorten wurde reduziert. Die Finanzierung wurde für drei Jahre festgeschrieben. Im Rahmen eines Konsortialkreditvertrages wurde der bankinterne Ausgleich von Risiken festgelegt. Damit wurde eine Finanzierung geschaffen, die für das Unternehmen weniger Managementaufwand erforderlich macht, da keine spezifischen Anforderungen einzelner Finanzierer mehr zu berücksichtigen waren. Die Absatzfinanzierung wurde über Factoring organisiert.

Besonders in Wachstumsphasen bauen sich Finanzierungsstrukturen auf, die nicht immer offenkundig ihre vertraglichen Überschneidungen offenbaren. In Krisenzeiten brechen dann diese Konstruktionen wie ein Kartenhaus zusammen. Entscheidend ist die Intelligenz und Kompatibilität der Finanzierungslösung und nicht das Volumen. Wir stehen gerade wieder vor einer Phase des Wachstums, die Aggressivität der Angebote steigt ...

FAZIT

Spezielle Instrumente in der Restrukturierung IV

28.02.2011 Frankfurt
13.04.2011 Düsseldorf
09.05.2011 München
20.06.2011 Berlin
05.07.2011 Stuttgart
07.02.2012 Hamburg

Inhaltsübersicht

- IDW S6 aus haftungsrechtlicher Sicht – Veränderungen und Anpassungen
– Notwendige Inhalte und Detaillierungsgrade

- Vom Quick Check zum Sanierungskonzept – Inhalte und Notwendigkeiten
– Tragfähigkeit

- Debt-to-Equity-Swap – Bisherige Rechtslage im deutschen Recht
– Erfahrungen aus Fällen mit deutscher Beteiligung

- Reform des deutschen Rechts (InsO und SchVerschrG)

- Neues in der Rechtsprechung

Sanierung und Insolvenz IX

26.09.2011 Frankfurt a. M.
17.10.2011 Düsseldorf
24.10.2011 Hamburg
07.11.2011 Berlin
16.01.2012 Stuttgart
24.01.2012 München

Inhaltsübersicht

- Wachstumsfinanzierung und ihre Stolpersteine

- Factoring, Fallstricke beim Einstieg

- Restrukturierung aus Gesellschaftersicht

- Corporate Bonds, Schuldscheine und Mezzanine

- Debt-to-Equity-Swap in der Praxis

- Genossenschaften in der Sanierung

Gerne senden wir Ihnen unser ausführliches Seminarprogramm zu.

Weitere Informationen:

Britta von Sachs, Assistentin der Geschäftsführung, Dr. Wieselhuber & Partner GmbH, Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21, D-80335 München, Telefon: 089 286 231 16, Telefax: 089 286 232 85
E-Mail: sachs@wieselhuber.de, www.wieselhuber.de

I M P R E S S U M

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 230
Telefax 089 286 231 53
E-Mail info@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Redaktion

Britta von Sachs
Telefon 089 286 231 16
Telefax 089 286 232 85
E-Mail sachs@wieselhuber.de

Design & Layout

Werbeagentur Kinzel,
München

Der W&P-Newsletter Restructuring & Finance

erscheint in regelmäßiger Folge.
Nachdrucke, auch auszugsweise,
nur mit vorheriger Genehmigung
des Herausgebers.

Bildrechte

© istockphoto, fotolia

Faxantwort

Bitte im Fensterumschlag oder per FAX (089 286 232 85) zurücksenden an:

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Frau Britta von Sachs
Nymphenburger Str. 21

80335 München

Ihre Meinung ist uns wichtig ...

Anregung, Lob, Kritik:

	ja 1	teilweise 2	nein 3
Mir gefällt das neue Layout	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ich würde eine E-Mail-Ausgabe bevorzugen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Themenschwerpunkte sind ausgewogen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bitte stellen Sie mir Informationen, z. B. Sonderdrucke etc. per E-Mail zur Verfügung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Mir fehlt:

Ich wünsche mir einen Beitrag zum Thema:

Sonstiges:

Bitte nehmen Sie mich
in den Verteiler auf:

Ja Nein

Ihr Name und Ihre Adresse:

WIR GESTALTEN ERFOLGE



Dr. Wieselhuber & Partner ist das erfahrene, kompetente und professionelle Beratungsunternehmen für Familienunternehmen, für Konzerne unterschiedlicher Branchen sowie für öffentliche Institutionen. Wir sind spezialisiert auf die Steigerung von Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert. Strategie, Organisation, Führung, Ressourceneinsatz, Methoden & Systeme müssen einen nachweisbaren und nachhaltigen Beitrag zum Unternehmenserfolg liefern. Dieser Herausforderung stellen wir uns durch fundierte Analysen, kreative und machbare Konzepte und vor allem durch eine aktive Umsetzungsbegleitung.

Als **unabhängige Top-Management-Beratung** vertreten wir ausschließlich die Interessen unserer Auftraggeber zum Nutzen des Unternehmens und seiner Stakeholder. Wir wollen nicht überreden, sondern geprägt von Branchenkenntnissen, Methoden-Know-how und langjähriger Praxiserfahrung überzeugen. Und dies objektiv und eigenständig.

Das schafft Mehrwert für unsere Kunden. Und diesen setzen wir durch unser unternehmerisches Denken und Handeln, unseren Blick für Detail- und Gesamtlösungen und durch unsere Verbindlichkeit in den Aussagen um.

STRATEGIE & INNOVATION

ORGANISATION & FÜHRUNG

MARKETING & VERTRIEB

PRODUKTENTSTEHUNG

SUPPLY CHAIN MANAGEMENT

RESTRUCTURING & FINANCE



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

München · Düsseldorf · Hamburg · Stuttgart

www.wieselhuber.de