

Sanierung & Insolvenz

Ausgabe 5/2008



Ein Service der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH



Liebe Leserinnen, liebe Leser,

die Kreditportfolios sind bereinigt, die Konjunktur läuft noch auf hohem Niveau und die meisten Banken haben den Mittelstand wiederentdeckt. Ist Sanierungsmanagement künftig noch erforderlich? Gefahr droht wohl zunehmend aus der finanzwirtschaftlichen Ecke.

Das Wachstum der weltweiten Finanztransaktionen übertrifft das Wachstum im Austausch von Waren und Leistungen seit Jahren um ein Vielfaches. Die Finanzmärkte waren unendlich aufnahmefähig für neue Produkte – und dies weitgehend unabhängig vom Mix der darin enthaltenen primären Kreditrisiken.

Die Krise an den Finanzmärkten zeigt jedoch, dass Risiko Risiko bleibt und ein Sanierungsmanagement am Ort des Geschehens erfordert. Häufiges Umtranchieren und das Zusammenstellen immer neuer Portfolios und Produkte führt zu geringerer Transparenz, schlechterer Handhabbarkeit und damit zu Risikosteigerung statt zu Risikosenkung.

In der vorliegenden Ausgabe unseres Newsletters beleuchten wir die Auswirkungen der dargestellten Entwicklung auf die Unternehmensfinanzierung sowie auf die Bewältigung finanz- und leistungswirtschaftlicher Unternehmenskrisen.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre.

Ihr Dr. Volkhard Emmrich

Krisentreiber Unternehmensfinanzierung

von Dr. Volkhard Emmrich

Der klassische Ablauf der Unternehmenssanierung – Sicherung der Finanzierung, Generierung von Quick-Wins sowie Restrukturierung bzw. Rekonfiguration des Geschäftsmodells – kommt zunehmend nicht mehr zum Tragen. Trotz positiv gestimmtem Bankenumfeld und der Wiederentdeckung des Firmenkundengeschäfts ist es die Finanzierung, die mitunter sogar frühzeitig in die Insolvenz führt, ohne dass bilanzielle und leistungswirtschaftliche Potenziale gehoben worden wären.

Woran liegt es, dass ein Going-Concern schwieriger geworden ist, und dies selbst bei rascher Bestandsaufnahme, ganzheitlichem Sanierungsmanagement und sofortiger Übernahme der Verantwortung durch den Sanierer als CRO?

Die Struktur der Passivseite ist häufig inhomogen, ja sogar intransparent geworden. Die Intransparenz ist das eigentliche Problem, es fehlt der „unternehmerische“ Entscheider für einzelne Positionen.

I N H A L T	
Krisentreiber Unternehmensfinanzierung	1
PRAXIS DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG Krise in der Unternehmensfinanzierung	3
Mezzanine: Sanierungstreiber oder -bremse?	7
Die Rolle von Investment-Banken bei Restrukturierungen auf der Passivseite	10
Unternehmenskauf und -verkauf aus der Krise	13
Finanzierungsdilemma des Mittelstands	15
„Heuschrecken“ nicht nötig? – neue Perspektiven bei der fremdfinanzierten Sanierung von Gesellschaften	19
Instrumente zum Management der Kostentreiber	23
Patente als Sicherheit – Möglichkeiten zur Patentbewertung und Patentverwertung	27
INSOLVENZRECHT Gesundheitsmarkt in Existenznot	30
Erfahrungen mit Sekundärinsolvenzverfahren am Beispiel BenQ Mobile Holding B.V.	34
Kriterien zur Beurteilung von Kaufinteressenten in Insolvenzfällen	38
Cash-Pooling in mittelständischen Konzernen	41
CASE STUDIES Die Sanierung von Immobilienobjektgesellschaften	44
EU-BEIHILFE Die Beihilfenrückforderungen in der Insolvenz	47
NEWS	49
VERANSTALTUNGEN	50

Wie verteilen Fremd- und Eigenkapitalgeber die Lasten und Risiken der Sanierung, wenn einzelne Altkredite nicht nur veräußert, sondern in neu zusammengestellten Portfolios am Sekundärmarkt platziert worden sind? Der Emittent wird – genauso wie im Fall der verbrieften Genussscheinfiananzierung (übliche Mezzanine-Programme) bestenfalls einen Recoverymanager schicken, der versucht frühzeitig über Reporting und Controlling die Dinge zu beeinflussen, der aber weder in der Lage ist quotal Fresh Money aufzubringen, noch auslaufende Finanzierungen zu refinanzieren bzw. über den Tilgungszeitpunkt hinaus zu prolongieren.

Auch strukturierte Finanzierungen (Club-Deal) können im Krisenfall zu Problemen führen, wenn wesentliche Anteile am Sekundärmarkt platziert bzw. in Portfolios und Produkten mit breiter Risikostreuung eingebracht worden sind. Als „Servicer“ sind die Möglichkeiten der Banken bzw. des Konsortialführers kaum größer als die eines Recoverymanagers, d. h. auch sie sind nicht in der Lage, aktive Sanierungsbeiträge zu bringen, selbst wenn es um vergleichsweise einfache Instrumente wie eine temporäre Tilgungsaussetzung geht.

Eine besondere Bedrohung geht von den CDOs (Collateralized Debt Obligations) aus. Sinkt der Wert der zugrundeliegenden Wertpapiere unter den Nominalwert der Super Senior Tranche, droht Liquidation durch Notverkauf, der EOD (Event of Default) ist eingetreten. Es setzt Eigendynamik ein, die mit dem einzelnen Primärgeschäft nichts mehr zu tun hat. Fehlt Unternehmen die Kraft aus einer Krise oder Schwächephase heraus eigenständig Wachstumspotenziale wahrzunehmen und die Zukunft zu gestalten, ist meist der Verkauf an einen Finanzinvestor die zielführendste Lösung des Problems.

Hierzu wird meist eine NewCo gegründet, die als Vehikel für Anteilsübernahme und Finanzierung dient. Je höher die Fremdfinanzierung und damit der Leverage-Effekt, desto höher kann der Kaufpreis bezogen auf Cashflow und EBITDA ausfallen. Das Risiko für das übernommene Unternehmen liegt zum einen in steigenden Zinsen, zum anderen in der Konstruktion selbst, denn die NewCo wird in der Regel nach erfolgreicher Übernahme im Zuge eines Down-Stream-Mergers auf die gekaufte Gesellschaft verschmolzen, mit den entsprechenden Auswirkungen auf Bilanz (Verschuldung) und Liquidität (Kapitaldienst). Die Eigenkapitalquote geht in den Keller, alle Verschuldungsgrade steigen, der Netto-Cashflow (nach Kapitaldienst) wird minimal, d. h. bei sich verschlechterndem Rating steigen die leistungswirtschaftlichen Risiken und die Anfälligkeit für konjunkturelle Schwankungen. Zukunftsinvestitionen können nicht mehr vorgenommen werden.

Kommt das Unternehmen jetzt in die Krise ist Fresh Money weder auf Eigen- noch auf Fremdkapitalseite im traditionell üblichen Prozedere zu generieren. Das Eigenkapital des Finanzinvestors stammt überwiegend aus einem Fonds, der längst geschlossen ist und Nachschüsse nicht vorsieht, die Kaufpreis- und Wachstumsfinanzierung erfolgt meist in einem Konsortialdarlehen (mit mehreren Tranchen). Was sind die Folgen für das betroffene Unternehmen? Heftiger Streit zwischen den Stakeholdern der Passivseite, massiver Druck auf die Banken, die das Engagement in den eigenen Büchern halten, die Sanierungslasten alleine zu stemmen oder aber durch Verzichte den Einstieg neuer Investoren zu ermöglichen.

Erschwert wird die Situation noch, wenn zusätzlich Finanzinvestoren in

der Krisenphase eingestiegen sind. Sie wollen eine rasche Beseitigung der Altlasten, d. h. Verzichte von Banken und Altinvestoren als Basis für eine Übernahme der Restrukturierungskosten. Für das betroffene Unternehmen heißt dies nur zu häufig Insolvenz – nicht weil von der leistungswirtschaftlichen Basis aus betrachtet keine Lösung möglich gewesen wäre, sondern weil auf der Passivseite keine Einigung hinsichtlich der einzelnen Sanierungsbeiträge zustande kommt. Somit zeigt die Praxis, dass das Einzelrisiko nicht durch breite Streuung, Umschichtung und Verteilung reduziert werden kann, sondern Risiko- und Sanierungsmanagement am Ort des primären Risikos erfordern. Dies unterscheidet eben grundsätzlich Eigenwagnis von Fremdwagnis. Risiken aus unbeeinflussbaren, nach statistischer Wahrscheinlichkeit eintretenden Ereignissen können durch Portfoliobildung und Tranchierung reduziert werden. Nicht statistisch auftretende, dafür aber beeinflussbare Risiken setzen Handlungsfähigkeit voraus, was das volle Spektrum der Grundsatzentscheidungen und nicht nur den möglichen Ausstieg angeht. Eine Verringerung des Gesamtrisikos durch Risikosteuerung kann hingegen durch den Einsatz des entsprechenden Produkt-Mixes beim Kunden erfolgen, d. h. durch geschäfts- und risikoadäquate Finanzierungsprodukte.

Alessandro Profumo hat die entsprechende Diskussion angestoßen und das Geschäftsmodell Kreditrisiken zu bündeln und an Investoren weiterzureichen vor dem Hintergrund des optimalen Produkt-Mixes in Frage gestellt. Der Fortgang der Diskussion ist mit Interesse zu verfolgen.

Krise in der Unternehmensfinanzierung

von Volker Riedel

Die jüngsten Entwicklungen auf den Kreditmärkten machen es notwendig einen Blick auf die Wirkungen bezüglich der Unternehmensfinanzierung zu werfen. Das Jahr 2008 hat begonnen. Stehen wir vor einer neuen Sanierungswelle?

Das Augenmerk soll sich auf drei Bereiche richten – Bankenkrise, Finanzinvestoren sowie die kreditbasierte Finanzierung von Unternehmen. Werden Unternehmen davon verschont bleiben?

Banken-Kreditkrise

Nach dem Abflauen der New-Economy-Krise haben sich die liquiden Finanzmärkte neue Anlageformen gesucht. Der US-Immobilienmarkt wurde als Zielobjekt auserkoren. Zusätzlich wurden enorme liquide Mittel mittels Carry-Trade-Geschäften aus den Niedrigzinswährungen Yen und Franken in die USA gepumpt. Treiber dieses Liquiditätsrades sind vor allem die seit Jahren stark wachsende Zahl an

Hedgefonds, die rd. 50 % der weltweiten Umsätze in den liquiden Märkten bestimmen.

Nachdem die Kunden mit hoher Bonität abgegrast waren, mussten neue Finanzprodukte kreiert werden, um zunehmend auch nicht kreditierungsfähige Kunden zu akquirieren. Mit abenteuerlichsten Kreditkonstruktionen wurden Produkte über Zweckgesellschaften (Conduite) mit hohen Renditeversprechungen kreiert, die in den letzten Jahren reißenden Absatz fanden. Hohe Ratingeinstufungen wurden mit Haftungsbrücken zum

emittierenden Kreditinstitut erkaufte. Dahinterstehende Risiken wurden über weltweite Verbriefungen (Commercial Papers) gehandelt. Ein riskantes Spiel, das offenkundig seit August sein Ende gefunden hat.

Das Besondere an der Liquidität einer Bank ist, dass sie genau an jedem beliebigen Stichtag zur Verfügung stehen muss. Kommen nun aufgrund der intransparenten Risiken deutlich verkürzte Refinanzierungsdauer bzw. Refinanzierbarkeit von Commercial Papers hinzu, treten Liquiditätslücken auf. Banken müssen entweder man-



Abb. 2: Triebfedern der Krise

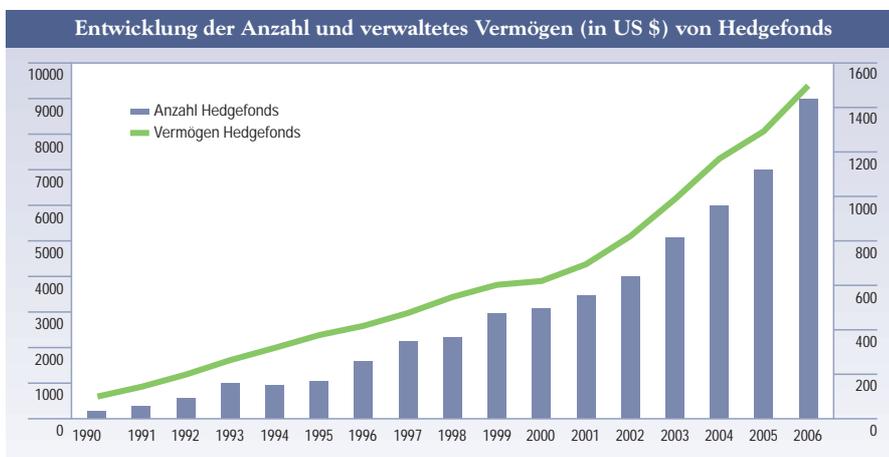


Abb. 1: Hedgefonds – Treiber des Liquiditätsrades

gels Refinanzierung ihre Produkte wieder in ihre Bücher nehmen, wegen fehlender Liquidität unter Wert verkaufen oder aufgrund fallender Wertansätze Wertberichtigungen bilden. Geld wird gehortet.

Die Vertrauenskrise wirkt wie ein Multiplikator, weil auf einmal jeder in Verdacht steht. Sie wird solange anhalten, solange man über die Zahlen, Fakten und Risiken keine Transparenz hat. Demzufolge gehen wir von einem Szenario aus, bei dem es sich um

eine Krise mit einer sehr nachhaltigen Wirkung handelt, die nicht kurz-, sondern mittelfristig anhält und damit auch deutliche Wirkungen auf das klassische deutsche Kreditgeschäft und ausländische Finanzierungen hat.

Wirkungen auf Finanzinvestoren

Reine finanz- und opportunitygetriebenen Transaktion im Unternehmensumfeld haben bis August 2007 durch das „Auskehren“ der Banken, der enormen Liquidität im Markt und den seit 2007 zunehmenden Akquisitionsbestrebungen ein sattes Marktumfeld gehabt. Besonders die LBO-Finanzierungen (leverage buy out) waren ein beliebtes Instrument.

Wirkung 1: Refinanzierung kommt nicht zustande

Finanzinvestoren gründen zur Übernahme Erwerbengesellschaften und stattdessen diese mit Eigenkapital aus. Die Bank schießt Fremdkapital zu. Die Erwerbengesellschaft wird mit der Zielgesellschaft verschmolzen und der Umbau der neuen Firma beginnt. Im Laufe der Zeit werden die Finanzierungen der Transaktion zu Krediten des Unternehmens.

Bestes Beispiel ist „Grohe“: Noch vor rund zehn Jahren frei von Bankverschuldung, lasten heute rund 1,5 Milliarden Euro auf dem Unternehmen – soviel hat die Transaktion gekostet. Die EK-Quote liegt heute bei rund 5 bis 6 %, das ist ein Zehntel der Ausgangsgröße. Der Wettbewerber „hansgrohe“, der sich für eine performanceorientierte Entwicklung entschieden hat, verfügt heute über ein Eigenkapital von über 50 % und eine stabile Ertragslage.

Die Banken, die LBO-Transaktionen refinanzieren, verkaufen diese Kredite

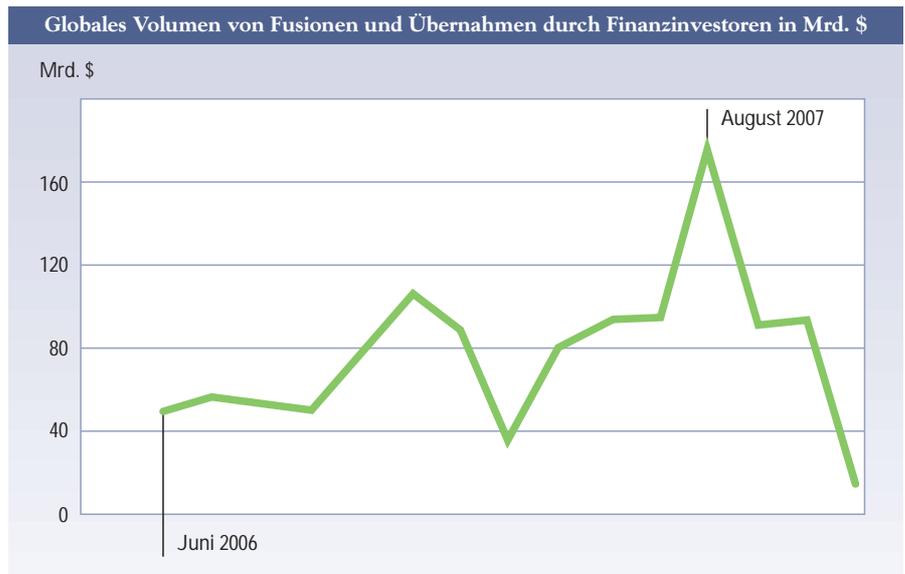


Abb. 3: Transaktionen brechen ein

in den Kapitalmarkt. Sie sind damit aus den Büchern und belasten das Eigenkapital nicht mehr (siehe Prinzip Sub-Prime).

Der Markt für große Transaktionen und Anleihen (>500 Mio. Euro) ist mittlerweile praktisch zum Erliegen gekommen, weil augenblicklich keine Bank die zum Teil existenziellen Risiken in die eigenen Bücher nehmen möchte. Dazu gibt es nun zahlreiche weltweite Beispiele, bei denen Anleihen, aber auch LBO-Finanzierungen geschoben bzw. nicht zustande gekommen sind, z. B. Chrysler-Group in Amerika oder der malaysische Gaslieferant MISC.

Wirkung 2: Refinanzierungsvolumen deutlich kleiner

Der Markt unter 500 Mio. Euro läuft nach wie vor gut. Doch der Refinanzierungsanteil über Fremdkapital sinkt deutlich. Wurden vor kurzem noch FK-Multiplikatoren auf das EBIT von über 13 bezahlt, so zeichnen sich nun Multiplikatoren um die 4 ab. Dies entspricht dem Niveau des Jahres 2001. Dem Markt wird Liquidität entzogen. Anschlussfinanzierungen sind kritisch

auf die Machbarkeit und Finanzierungskosten zu hinterfragen. Verstärkt werden sich performanceorientierte Vorhaben durchsetzen.

Wirkung 3: Kapitalmarktbasierter Refinanzierung deutlich restriktiver

Kapitalmarktbasierter Anleihe- und Mezzanine-Produkte sind ebenso in die Krise geraten und werden mit deutlich höheren Anforderungen von den Kreditmärkten konfrontiert. Hinzu kommt in diesem Produktsegment das nach wie vor latente Akzeptanzproblem in den Unternehmen und die Schlagzeilen dieser Produktkategorie, die eine Folge der „Großzügigkeit“ der letzten Jahre waren. Dennoch kann diese Finanzierungsform sich als Gewinner positionieren, wenn auch zu höheren Finanzierungskosten als bisher und nicht bei Krisenunternehmen.

Wirkung 4: Strategische Investoren profitieren

Gewinner der aktuellen Situation können vor allem Strategische Investoren werden. Finanzinvestoren machen

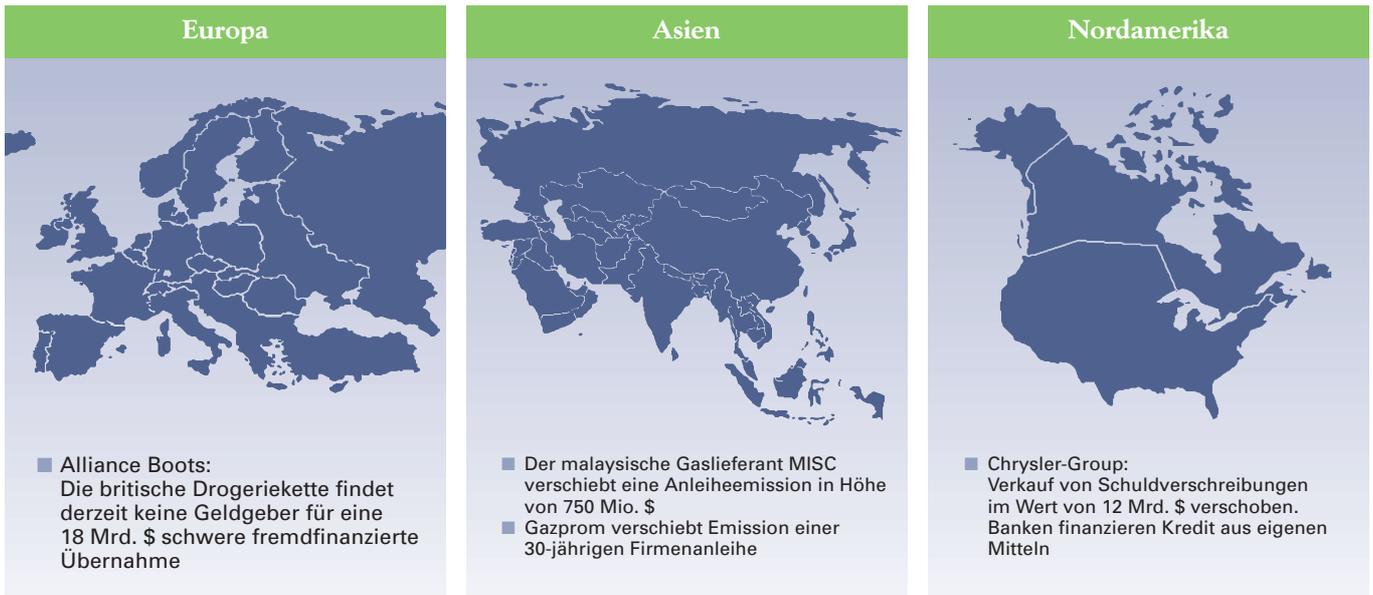


Abb. 4: Die Krise ist international

den Marktpreis nicht mehr kaputt. Sind die Kriegskassen gefüllt und wird eine Wachstumsstrategie verfolgt, wird jetzt eine gute Zeit kommen, die Märkte zu bereinigen.

Auswirkungen auf die klassische Kreditfinanzierung der Unternehmen

These: Das Eigenkapital der Bank wird wertvoller, damit kommt eine selektivere Kreditvergabe.

Begründung: Es werden Rufe laut, die Regeln zur Unterlegung von Krediten/Verbriefungen mit Eigenkapital besonders bei Zweckgesellschaften zu verschärfen. 2008 treten bereits die ersten Regelungen in Kraft. Unverkäufliche Produkte liegen in der Bilanz und binden Eigenkapital. Wertberichtigungsbedarfe reduzieren das Eigenkapital. Da die Risiken zum Teil nicht überschaubar sind, wird man besonders auf eine erhöhte Risikovorsorge achten.

Welche Unternehmen trifft diese mögliche Verhaltensänderung nun?

Brancheninduzierte Risiken und unternehmensinduzierte Risiken sind die zwei wesentlichen Bestimmungsfaktoren.

Brancheninduzierte Risiken

Nach wie vor gibt es die klassischen Krisenbranchen. Hierzu zählen Fuhr-

unternehmen, das Baugewerbe, konsumnahe Dienstleistungen, Einzelhandel sowie Großhandel, vor allem im Textilbereich. Weiterhin stehen hohe strukturelle Veränderungen in Gesellschaft und Unternehmenslandschaft bevor, die den Veränderungsdruck in den Märkten hoch halten werden. Vor allem die Branchen mit traditionell geringen Eigenkapitalquoten werden weniger mit Krediten versorgt werden.

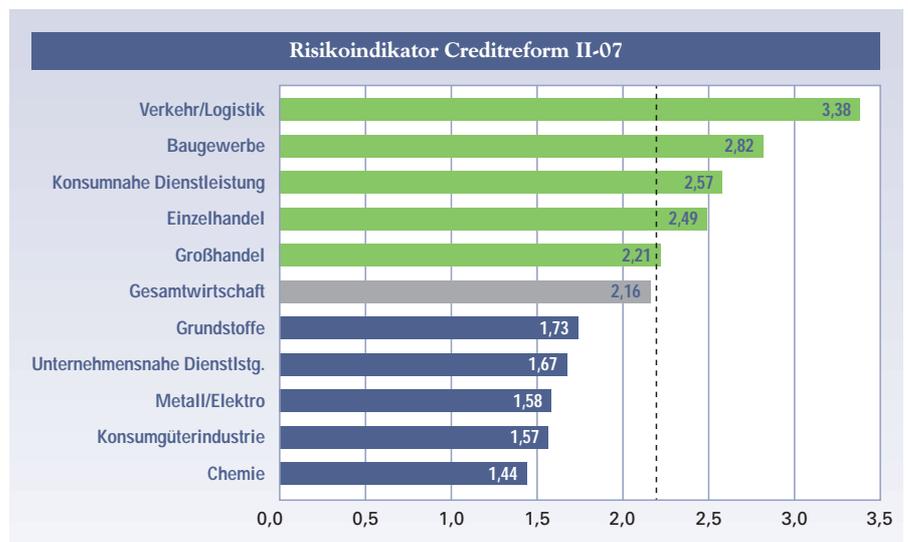


Abb. 5: Branchenrisiken

Unternehmensinduzierte Risiken

Neben der klassischen Finanzierungsfrage nach der Bonität des Unternehmens wird ein verstärkter Fokus auf der zukünftigen Liquiditätsausstattung liegen: Die Fähigkeit und der Wille Zukunftsprojekte aus der Innenfinanzierung zu stemmen, kann zum entscheidenden Wettbewerbsfaktor werden. Kapitalbindungsdauer oder Working-Capital-Management werden in den Vordergrund treten. Die durch Basel II angestoßene, restriktivere Kreditvergabepolitik wird sich weiter verschärfen und zu einer stärkeren Polarisierung führen.

Unternehmen mit schlechter Bonität und schlechter Branche werden neben dem Verlust des Finanzierungsniveaus vor allem mit deutlich erhöhten Kreditkosten konfrontiert werden. Unternehmen mit guter Bonität und einer guten Branche erhalten jederzeit zusätzliche Finanzmittel. Kreditkosten sinken und liegen zum Teil unter den risikoadäquaten Zinssätzen. Die Margen aus Bankensicht sind in diesem umkämpften Zielsegment jedoch äußerst gering.

Unternehmen mit Kriegskasse, sehr cashorientierte Unternehmen, Unternehmen in Wachstumsregionen und -branchen werden zu den Profiteuren der Krise gehören. Eigenkapitalschwache Unternehmen, Unternehmen in einem schwierigen Branchenumfeld werden zu den Verlierern gehören.

	Unternehmen 	Unternehmen 
Branche 	<p>Erhalten jederzeit zusätzliche Finanzmittel</p> <p>Kreditkosten sinken</p>	<p>Können Finanzierungsniveau halten</p>
Branche 	<p>Eingeschränkte Neukreditvergabe durch Branchenpolitik der kreditgebenden Institute</p>	<p>Werden Finanzierungsniveau verlieren</p> <p>Kreditkosten steigen</p>

Abb. 6: Polarisierung durch Finanzierung

Fazit:

Wir haben eine Krise in der Unternehmensfinanzierung. Durch das von Hedgefonds initiierte System der weltweiten Risikoverteilung ist es schwer prognostizierbar, in welcher Region und zu welcher Zeit sich Risiken kumulieren und offenbaren werden.

Für die Unternehmensfinanzierung bedeutet dies, dass vor allem weltweite Refinanzierungsquellen von Unternehmen besonders unter die Lupe zu nehmen sind. Abgesehen von der Dollarentwicklung können konjunkturelle Entwicklungen zumindest gedämpft werden, was erneut auf die Gefährdung des Exportgeschäftes hinweist.

Durch die verschärften Darlehensvergabekriterien und auseinanderdriftende Finanzierungskosten werden sich die Wettbewerbsstrukturen in den Märkten zunehmend polarisieren. Unternehmen, die hohe Fremdkapitalbelastungen haben, werden zukünftig mit steigenden Finanzierungskosten zu rechnen haben und damit weniger Investitionsspielraum und Wachstumschancen besitzen. Dies wird sich entweder an der steigenden Anzahl von strategischen Übernahmen oder durch steigende Anzahl an akuten Krisenfällen manifestieren. Hinter so mancher vorgehaltener Hand der „Sanierungsbranche“ hört man mittlerweile ein deutliches Durchatmen.



Weitere Informationen:
 Volker Riedel
 Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
 Unternehmensberatung
 Nymphenburger Straße 21
 D-80335 München

 Telefon 089 286 231 11
 Fax 089 286 232 85
 E-Mail riedel@wieselhuber.de



Mezzanine: Sanierungstreiber oder -bremse?

von Jan Duken

Einleitung

Nach nicht einmal 4 Jahren haben sich in Deutschland die sog. Programm-Mezzanine (z. B. PREPS®) etabliert. Mehr als € 4 Mrd. wurden an mehr als 500 Unternehmen ausgereicht und am Kapitalmarkt refinanziert.

Zum Leidwesen der Emittenten und Investoren dieser Programm-Mezzanine haben sich allerdings nicht alle dieser 500 Unternehmen wie gewünscht entwickelt. Neben einigen „spektakulären“ (weil kriminellen) Insolvenzen (Nici, Rohde, Schieder etc.) gab bzw. gibt es trotz der guten Konjunktur eine Anzahl von Unternehmen mit Programm-Mezzanine, die in Krisen involviert sind.

Im Rahmen dieser Krisen hat sich in der praktischen Anwendung sehr deutlich gezeigt, welche Funktion Mezzanine in der Finanzierungspraxis und vor allem in der Sanierungspraxis tatsächlich haben und welche nicht.

1. Mezzanine ist nicht gleich Mezzanine

Bevor man sich mit der Funktion von Mezzanine in der Krise beschäftigt, muss man sich bewusst machen, dass Mezzanine nicht gleich Mezzanine ist. Die Bandbreite der Varianten ist groß, entspricht doch letztlich jede Finanzierung, die sowohl Merkmale von Eigenkapital als auch von Fremdkapital hat, der Definition einer Mezzanine-Finanzierung.

Grundsätzlich zu unterscheiden ist allerdings zwischen sog. Individual-Mezzaninen, die an die Bedürfnisse des jeweiligen Unternehmens im Detail angepasst werden (und damit zum einen teuer und zum anderen kaum kapitalmarktfähig sind) und sog. Programm-Mezzaninen wie z. B. PREPS®, die in der Regel am Kapitalmarkt refinanziert werden und weitestgehend standardisiert sind.

Im Folgenden liegt der Schwerpunkt der Betrachtung auf den Programm-Mezzaninen, nur an einzelnen Punkten wird auf die Individual-Mezzanine eingegangen.

2. Mezzanine als Sanierungsfinanzierung?

Den etablierten Programm-Mezzaninen ist gemeinsam, dass eine der zentralen Voraussetzungen für die Teilnahme eines Unternehmens mindestens ein bzw. sogar mehrere voneinander unabhängige Investment-Grade-Ratings (d. h. BBB/Baa3 oder besser) sind.

Grundsätzlich soll durch die Investment-Grade-Bedingung sichergestellt werden, dass nur solche Unternehmen Mezzanine-Mittel bekommen, die in einer stabilen wirtschaftlichen Lage sind, denen aber, aus welchen Gründen auch immer, die finanziellen Mittel für größere Akquisitionen oder Investitionen fehlen und die mangels entsprechender freier Sicherheiten auch keine ausreichenden klassischen Kreditmittel erhalten.

Vor dem Hintergrund der fehlenden Sicherheiten für das Programm-Mezzanine, der im Verhältnis zu Individual-Mezzaninen relativ niedrigen Zinssätze, mit denen diese Programme aufwarten, sowie dem Nachrangcharakter ist es aus Sicht der Emittenten bzw. der Investoren auch zwingend, dass die Grenze beim Investment-Grade gesetzt wird.

Grundsätzlich stehen die etablierten Programm-Mezzanine nicht zur Verfügung, wenn die Krise eingetreten bzw. offensichtlich geworden ist. Für Krisenunternehmen stehen aber immer noch eine Vielzahl von Individual-Lösungen zur Verfügung, sei es in Form einer stillen Beteiligung oder Individual-Mezzanine.

Tatsache ist allerdings auch, dass in den letzten zwei Jahren mehrere Unternehmen in signifikante Schieflagen oder sogar in die Insolvenz geraten sind, die noch kurz zuvor Mezzanine-Mittel aufgenommen haben. Gerade diese Fälle zeigen, dass die Mezzanine-Geber genauso wenig vor solchen Überraschungen geschützt sind wie die klassischen Senior-Banken. Und es wird deutlich, wie bei der Subprime-Krise auch, dass die etablierten Rating-Systeme offensichtlich anfällig sind. Wenn dann, wie vermutlich bei Nici und Rohde, auf Unternehmensseite auch noch Zahlen manipuliert werden, ist ein Schutz unmöglich.

Im Zirkelschluss muss es aber insoweit für die Mezzanine-Geber auch ein Warnsignal sein, wenn die Hausbank, die in der Regel näher am Unternehmen steht, sich sukzessive aus einem Engagement zurückzieht bzw. trotz vermeintlich gesunder Unternehmensstrukturen keine zusätzlichen Mittel bereitstellt. Es liegt auf der Hand, dass die Versuchung für die jeweilige Hausbank groß ist, beim frühzeitigen Erkennen der Krise das eigene Kreditengagement durch ein anonymes Kapitalmarktprodukt zu ersetzen.

Für Programm-Mezzanine scheidet demnach eine Finanzierung von offenkundigen Sanierungsfällen aus.

3. Sanierungsbeiträge von Mezzanine

Grundsätzlich haben Programm-Mezzanine nur sehr eingeschränkte Kündigungsmöglichkeiten. Auch in der Krise entstehen zwar zusätzliche Informations- und sonstige Rechte, ein Ausstieg, der den anderen Senior-Banken zumindest theoretisch offensteht, ist in der Regel nicht möglich.

Von weitaus größerer praktischer Bedeutung ist deshalb die Frage, welche Sanierungsbeiträge die Programm-Mezzanine zur Krisenbewältigung leisten können.

Gerade vor dem Hintergrund der hierzulande zersplitterten Bankenlandschaft einerseits und des in der Vergangenheit sehr ausgeprägten „Konsens- und Konsortialdenkens“ andererseits fordern die beteiligten Banken im Rahmen von Sanierungsfällen regelmäßig auch einen Beitrag der Programm-Mezzanine. Und zwar pauschal als zeitlich ersten Beitrag und prozentual als stärksten.

Der vorherrschende Grundgedanke dabei scheint zu sein, dass die Mezzanine ja „sowieso im Nachrang“ und damit praktisch „wertlos“ seien.

Bei dieser Forderung wird allerdings übersehen bzw. ignoriert, dass die Programm-Mezzanine gerade wegen der gebündelten Kapitalmarktrefinanzierung nur sehr begrenzt Möglichkeiten haben, tatsächlich Beiträge zu leisten.

Gerade die älteren Programme aus den Anfangsjahren haben in der Regel keinerlei Möglichkeiten, flexibel Beiträge zu leisten, da Abweichungen vom Standard-Prozedere weder in den Platzierungsprospekten noch in den entsprechenden Statuten der Zweckgesellschaften („SPV“) vorgesehen sind. Jedwede Abweichung müsste also durch entsprechende Gesellschafterversammlungen be-

schlossen werden. Bei Kapitalmarktprodukten eine absolut unrealistische Forderung, die gleichwohl immer wieder von Banken erhoben wird.

Im Bewusstsein dieser im Einzelfall unglücklichen Struktur sind die jüngeren am Markt präsenten Programme teilweise dahingehend angepasst worden, dass zumindest die Zinsstundung als Standard-Maßnahme auch ohne Zustimmung aller Investoren, sondern durch einfache Zustimmung der Direktoren der Gesellschaft und im Gleichklang mit den anderen Finanzgläubigern grundsätzlich möglich ist.

Weitergehende Optionen bzw. Öffnungsklauseln sind aber auch für zukünftige Programme nicht zu erwarten, da dies die Ratings der Programm-Mezzanine selbst und damit die Refinanzierbarkeit am Kapitalmarkt belasten würde. Die in den Programmen definierten begrenzten Beitragsmöglichkeiten sind aus Sicht der Investoren dieser Programme durchaus auch ein Schutz vor zu schnellen bzw. zu hohen Sanierungsbeiträgen und damit Verlusten für die Anleger, die jeden Sanierungsbeitrag mit geringerer Rendite aus ihrem Mezzanine-Investment bezahlen und denen zudem die „emotionale Nähe“ zum Unternehmen fehlt.

Grundsätzlich ausgeschlossen ist bei allen Programmen, dass Fresh Money eingeschossen wird. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass schon aus steuerlichen Gründen die jeweils am Kapitalmarkt eingeworbenen Mittel vollständig ausgereicht wurden. Liquiditätsreserven sind grundsätzlich nicht vorgesehen und widersprechen auch dem Charakter eines Programm-Mezzanins.

Ebenso wenig besteht die Möglichkeit eines „Debt-Equity-Swaps“, da es wiederum aus steuerlichen Gründen ausgeschlossen ist, dass die Mezzanine-Gesellschaft direkt Anteile am Unternehmen hält.

Die in der Praxis relativ häufig angewandten Rangrücktritte scheiden sachlogisch ebenfalls aus, da Programm-Mezzanine quasi vorausschauend, zumindest im Hinblick auf ein Insolvenzzenario, bereits mit Vertragsschluss den Rangrücktritt erklärt haben.

Auch die Möglichkeit, einen endgültigen „Mezzanine-Verzicht“ auszusprechen (als Pendant zum Forderungs- oder Kreditverzicht) besteht faktisch nicht, würde in der Praxis aber auch weitestgehend ins Leere laufen, da durch die Verzichtserklärung im Wesentlichen die Eigenkapitalquote gestützt wird. Sowohl unter Überschuldungs- als auch Going-Concern-Aspekten wird hier das Programm-Mezza-

nine sowieso schon im Unternehmenssinne einzuordnen sein.

In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die beteiligten Senior-Banken, die immerhin teilweise eigene Programm-Mezzanine aufgelegt haben, in der Krise gerne „vergessen“, welche Möglichkeiten bestehen und welche nicht, um dann schier endlose Diskussionen zu führen, in einer Phase, in der es auf Zeit und schnelle Entscheidungen noch viel mehr ankommt als sonst.

Aus Sicht des in der Krise befindlichen Unternehmens kann diese geringe Flexibilität der Programm-Mezzanine allerdings auch ein Vorteil sein, da der stufenweise Einstieg von Distressed-Investoren zumindest erschwert bzw. sogar gänzlich blockiert wird.

Wenn der Unternehmer frühzeitig versteht, dass das Programm-Mezzanine zumindest in der Krise die gleiche Interessenlage hat wie er, nämlich Verhinderung der Insolvenz bzw. Verwertung der Assets, dann kann das Programm-Mezzanine gleichsam als Puffer zwischen Fremdkapital und Eigenkapital durchaus konstruktiv agieren.

Auch dies ist ein Punkt, den Banken gerne übersehen, der aber für Sanierungsberater jedweder Fachrichtung von entscheidender Bedeutung bei der Entwicklung einer Sanierungsstrategie sein kann.

4. Rolle der Programm-Mezzanine beim Unternehmensverkauf in der Krise

Zumindest in Deutschland enden viele Sanierungen zumindest aus Bankensicht mit einem Verkauf des Unternehmens bzw., streng genommen, der Verwertung der Passivseite eines Unternehmens. Ob in Form eines Asset-Deals oder Share-Deals spielt insoweit keine Rolle.

Entscheidend ist, dass die bisherigen Kapitalgeber in der Regel durch einen einzelnen Investor abgelöst werden, der eine pauschale Summe für die gesamte Passivseite bietet. Die Verteilung dieser Summe erfolgt dann im Innenverhältnis zwischen Banken, Programm-Mezzaninen und Gesellschaftern.

Häufig scheint diese Form des Exits auch das einzige Ziel der Senior-Banken zu sein, da das Engagement sowieso schon abgeschlossen wurde bzw. anscheinend ausreichend Sicherheiten vorhanden sind.

„Interne“ Verhandlungen mit den übrigen Finanzgläubigern beginnen insofern nicht selten mit der Feststellung:

„In der Insolvenz sind die Mezzanine im Nachrang und bekommen NULL. Um die Insolvenz zu verhindern, können die Mezzanine nicht mehr erwarten als die theoretische Insolvenzquote für Nachranggläubiger zzgl. einer Lästigkeitsprämie!“.

Genau diese häufig gehörte Grundeinstellung auf Seiten der Senior-Banken hat aber einen entscheidenden logischen Fehler:

Warum sollte das Programm-Mezzanine einem Verkauf zustimmen, wenn sowieso nur wenig mehr als in der Insolvenz herauskommt?

Hier ist von Seiten der beteiligten Banken mehr Kreativität und Flexibilität gefordert, als in der Vergangenheit gezeigt. So läuft es zur Zeit am Ende leider häufig auf ein klassisches Pokern hinaus – wer die besseren Nerven hat, gewinnt. Dass ein solches Pokern im Sinne des Unternehmens ist, das darf mit Recht bezweifelt werden.

Fazit:

Bisher fehlte es bei der gemeinsamen Krisenbewältigung zwischen Senior-Banken und Programm-Mezzanine häufig an einer gegenseitigen Anerkennung der Funktionen und Möglichkeiten. Dies führte wiederum zu endlosen Grundsatzdiskussionen und Zeitverzögerungen, im Extremfall sogar zur unnötigen Insolvenz eines Unternehmens und damit der Vernichtung von Arbeitsplätzen und Vermögenswerten.

Glücklicherweise gibt es, und das sei als positive Botschaft zum Abschluss doch hervorgehoben, mittlerweile zumindest erste Ansätze und kleine Erfolge, die zeigen, dass mit – und nicht zuletzt durch – Programm-Mezzanine gemeinsame Lösungen auch in einer Krise möglich und umsetzbar sind. So sind Win-Win-Situationen für Senior-Banken und Mezzanine entstanden – vor allen Dingen aber für Unternehmen und ihre Arbeitsplätze.



Weitere Informationen:

Jan Duken
sme capital advisors ag
Untermühleweg 6
CH-6300 Zug – Schweiz

Telefon +41 41 760 20 15
Telefax +41 41 760 20 16
E-Mail jan.duken@sme-ag.com

Die Rolle von Investment-Banken bei Restrukturierungen auf der Passivseite

von Dr. Ansgar Zwick

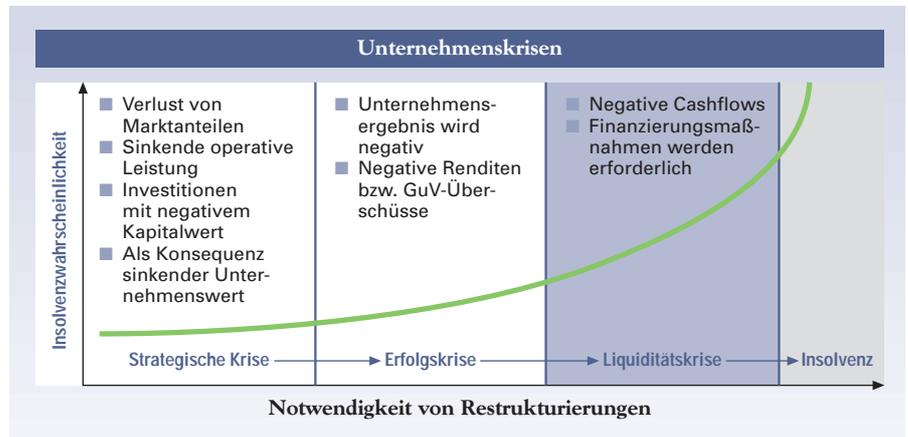
Unternehmenskrisen können vielfältige Gründe haben und treten häufig gebündelt auf. Vor allem im Mittelstand sind nach Analyse von Restrukturierungsberatern Fehler im Absatzbereich und fehlendes Management-Know-how die Hauptursachen für Krisen. Hinzu kommen oft hohe Abhängigkeiten von einzelnen Lieferanten oder Abnehmern.

An die so genannte strategische Krise, die vor allem durch eine sinkende operative Leistung und sinkende Marktanteile geprägt ist, schließt sich die Erfolgskrise an. Es werden Verluste erwirtschaftet und es kommt zu einer signifikanten Verschlechterung der finanzwirtschaftlichen Kennzahlen.

Die dritte Phase wird durch eine Liquiditätskrise charakterisiert. Es werden negative Cashflows erwirtschaftet, die Unternehmensverschuldung steigt dramatisch an, und Liquiditätsreserven werden aufgebraucht. Steuert das Management nicht frühzeitig dagegen, droht letztlich die Insolvenz des Unternehmens.

Spätestens zu diesem Zeitpunkt sind Unternehmensberater und Investment-Banken gefragt, um die Gesellschaft bei der notwendigen operativen und finanziellen Restrukturierung zu unterstützen (s. Übersicht).

Bei der Restrukturierung der Passivseite ist es gängige Vorgehensweise, dass eine vom Unternehmen mandatierte Investment-Bank nach eingehender Analyse der Finanzsituation zunächst mit den Gläubigern und den



Eigentümern verschiedene Maßnahmen diskutiert, um die finanzielle Situation zu stabilisieren. Dabei muss zwischen Gläubigern und Eigentümern ein Kompromiss gefunden werden, der beiden Seiten gerecht wird. Zum einen geht es dabei darum, die in der Regel angegriffene Eigenkapitalsituation des Unternehmens zu stärken. Die klassischen Instrumente hierbei sind ein Schuld- bzw. Zinserlass, ein Kapitalschnitt oder ein Gesellschafterdarlehen. Auch ein Stillhalten der Kreditgeber über einen bestimmten Zeitraum („Prolongation ohne Erhöhung“)

oder ein Rangrücktritt vorrangig besicherter Gläubiger kommt in Betracht.

Als liquiditäts- und eigenkapitalfördernde Maßnahmen können Kapitalerhöhungen, die Aufnahme von Mezzanine-Kapital oder Wandelgenussrechte zur Anwendung kommen. Lediglich liquiditäts-, aber nicht eigenkapitalfördernd sind Neukredite („Rettenungskredite“), Gesellschafterdarlehen, Stundung des Kapitaldienstes oder die Freigabe von Sicherheiten für neue Kredite.



Bei all diesen Maßnahmen ist die Begleitung durch einen erfahrenen Financial Advisor aufgrund der Komplexität der Prozesse und Produkte unerlässlich. Eine Investment-Bank fungiert als Intermediär, erstellt die notwendigen Dokumente und führt die zugrunde liegenden Bewertungen durch. Sie stellt somit sicher, dass das betroffene Unternehmen die bestmögliche Variante aus der Breite der vorhandenen Optionen auswählt und das Unternehmen die bestmöglichen Konditionen erhält (s. Übersicht S. 10 unten).

Eine weitere potenzielle externe Kapitalquelle stellt distressed M&A dar. Verlustbringende oder nicht strategische Unternehmensteile werden möglichst zügig verkauft, um den finanziellen Spielraum des angeschlagenen Unternehmens wieder zu erhöhen.

Häufig kommen in diesem Zusammenhang auch Special Situations-Investoren zum Zug, die sich auf den Erwerb und die anschließende Restrukturierung von so genannten Distressed Assets spezialisiert haben.

Eine weitere Käufergruppe, die in der Vergangenheit vermehrt aufgetreten ist, sind asiatische Käufer, die einen günstigen Markteintritt oder etablierte Marken in Deutschland suchen. Hierbei ist es besonders wichtig, dass die mit dem Verkaufsprozess beauftragte Investment-Bank in der Lage ist, einen effizienten und kompetitiven Verkaufsprozess durchzuführen. Dabei ist es hilfreich, wenn sie den Markt der möglichen Käufer bereits gut kennt und weitere flankierende Kapitalmaßnahmen in den Prozess integrieren kann.

Eine Alternative ist es, dass Eigenkapitalinvestoren sich an dem Krisenunternehmen über den Erwerb von Beteiligungstiteln und gegebenenfalls

einer anschließenden Kapitalerhöhung beteiligen und so die Eigenkapital- und Liquiditätssituation stärken. Diese wirken dann auch aktiv an der operativen Sanierung mit und bringen dabei spezielles Restrukturierungs-Know-how ein. Möglich sind dabei sowohl Minder- als auch Mehrheitsbeteiligungen. Ist die Sanierung erfolgreich durchgeführt worden, erfolgt der Verkauf an einen strategischen Investor oder gegebenenfalls ein Börsengang. Möglich ist auch, dass die vormaligen Alleingesellschafter die Anteile zurück erwerben.

Eine für das Unternehmen bedrohliche Situation kann auch bereits dann entstehen, wenn sich die Krise erst andeutet bzw. verschärft.

Werden zum Beispiel die Covenants in den Kreditverträgen gebrochen und wird absehbar, dass sich das Kreditausfallrisiko bei dem Unternehmen erhöht, stellen einige Banken immer häufiger ihr Kreditengagement bei dem betroffenen Unternehmen zum Verkauf. Spezielle Distressed Investoren haben sich auf der Fremdkapital-Seite darauf spezialisiert, im Londoner Sekundärmarkt solche Schulden mit einem Discount zu übernehmen. Häufig wird dabei so vorgegangen, dass in bestimmten Gläubigerklassen eine „Blocking Position“ aufgebaut wird, mit dem Ziel, bei einem weiteren Covenantbruch die Verbindlichkeiten letztlich in Eigenkapital zu tauschen (so genannter „Debt for Equity Swap“) und so auf feindlicher Basis das Unternehmen zu übernehmen und die Altgesellschafter herauszudrängen. Beispiele in der jüngeren Vergangenheit waren vor allem Private-Equity-Portfoliogesellschaften, die einen zu hohen Leverage (Total Debt/EBITDA) im Vergleich zum Unternehmenswert aufgewiesen haben.

In dieser Situation ist es für die betroffenen Unternehmen besonders

wichtig, schon frühzeitig einen im Londoner Sekundärmarkt erfahrenen und gut vernetzten Berater zu konsultieren.

Eine in der Restrukturierungsberatung erfahrene Investment-Bank kann nicht nur beim Verkauf von Unternehmensteilen oder beim Einstieg eines Investors im Rahmen eines klassischen M&A-Prozesses behilflich sein, sondern ist auch hilfreich dabei zu verhindern, dass feindliche Investoren die Gesellschaft über das Fremdkapital übernehmen können.

Wichtig ist hierbei auch, dass alle Alternativen der finanziellen Restrukturierung frühzeitig analysiert und den beteiligten Parteien dargelegt werden, um Alternativen zum Debt for Equity Swap zu suchen und die „freundlichen“ Kapitalgeber an Bord zu behalten. Zudem werden oft sehr spezielle Dienstleistungen benötigt. Tauscht ein Investor seine Schuldtitel in Eigenkapital, werden den Alteigentümern in der Regel Optionen eingeräumt, damit sie an einer besser als erwarteten Unternehmensentwicklung partizipieren können. Diese bedürfen einer relativ komplexen Verhandlung und Bewertung.

Dem Financial Advisor bzw. der Investment-Bank kommt in solchen Prozessen die Aufgabe zu, das Management durch die Verhandlungen des Restrukturierungsprozesses zu führen und die Kommunikation mit den beteiligten Banken und Investoren zu übernehmen. Dabei ist eine detaillierte Analyse und Bewertung des Unternehmens notwendig.

Mit der Unterstützung von Wirtschaftsprüfern und Unternehmensberatern muss die Branche, das Kerngeschäft, die Marktposition sowie die Umsatz- und Kostenstruktur analysiert und bewertet werden. Auf dieser Basis werden dann ein Business

Plan inklusive Forecast sowie mögliche alternative Finanzierungsstrukturen erstellt, die dann als Basis für die Verhandlungen mit Banken und Investoren dienen, zum Beispiel inwieweit weitere notwendige Finanzierungen möglich sind.

Als so genannter Debt Advisor wird eine Investment-Bank vor allem in komplizierten Fällen hinzugezogen, um einen geeigneten Finanzierungspartner zu finden. In solchen Fällen ist es besonders wichtig, dass die beratende Bank nicht nur sehr gute Beziehungen zu finanzierenden Banken hat, sondern sich auch mit ergänzenden Finanzierungsformen wie zum Beispiel Asset Based Lending, Sale and Lease Back, Leasing oder Factoring auskennt. Auch sind in diesem Zusammenhang sehr gute Kontakte zu alternativen Finanziers wie Hedgefonds oder Private-Equity-Gesellschaften von großer Bedeutung.

Dabei erstellt die Investment-Bank unter der Mitwirkung von verschiedenen Beratern ein Information-Memorandum zur Information von potentiellen Finanzierungspartnern, richtet einen Datenraum ein und stellt vor allem in einem kompetitiven Prozess sicher, dass das Unternehmen die günstigsten Konditionen erhält.

In einem zweiten Schritt muss dann das Unternehmen bewertet werden (Peer Group, DCF, LBO, Verschuldungsfähigkeit etc.), um beispielsweise auch mögliche (Teil-) Verkäufe von Unternehmensteilen in diesem Kontext bewerten zu können. Auch hier werden die erforderlichen Dokumente wie Teaser oder Information-Memorandum im Anschluss erstellt. In einem kompetitiven Prozess wird dann versucht, ein möglichst hohes Gebot für die Assets zu erzielen.

Bei börsennotierten Unternehmen überwacht der Financial Advisor zu-

dem die Einhaltung von börsenrechtlichen Statuten wie zum Beispiel die jeweiligen Ad-hoc-Meldungen oder die temporäre Aussetzung vom Handel.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Finanzierungsstrukturen immer komplexer werden. Auch bei mittelständischen Unternehmen kom-

men vermehrt Kapitalmarktinstrumente oder mezzanine Strukturen zur Anwendung, mit denen viele Unternehmen noch keine oder nur geringe Erfahrungen haben. Daher ist es nur folgerichtig, dass Investment-Banken als Debt Advisor in die Finanzierungsprozesse eingebunden werden.

Über Houlihan Lokey

Houlihan Lokey ist die weltweit führende Investment-Bank im Bereich Financial Restructuring und M&A im Mittelstand (bis 1 Mrd. USD) und ist ein führender Berater bei komplexen Finanzierungen sowohl auf der Eigen- als auch auf der Fremdkapitalseite. Sowohl 2005 als auch 2006 hat Houlihan Lokey in Europa den renommierten IFR Award für Restrukturierungen/Refinanzierungen gewonnen. In Europa ist Houlihan Lokey mit Büros in Frankfurt, London und Paris vertreten. Dazu kommen acht Büros in den USA und Niederlassungen in Hong Kong, Peking und Tokio. In Deutschland hat Houlihan Lokey eine Vielzahl von namhaften Transaktionen in der jüngeren Vergangenheit erfolgreich begleitet, darunter unter anderem die Restrukturierungen bzw. Refinanzierungen der Unternehmen KarstadtQuelle, Schefenacker, Kiekert, TMD Friction, Augusta oder LTU.

Zum Autor:

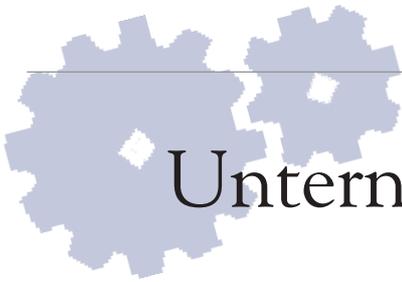
Dr. Ansgar Zwick verantwortet das Investment-Banking und Restrukturierungsgeschäft in den Ländern Deutschland, Österreich und Schweiz. Zuvor war er Leiter des Investment-Bankings für Banken und Versicherungen in den deutschsprachigen Ländern bei Merrill Lynch (London) sowie Leiter Mergers & Acquisitions bei JP Morgan (London). Herr Dr. Zwick studierte und promovierte an der Universität St. Gallen (Schweiz).



Weitere Informationen:

Dr. Ansgar Zwick
Houlihan Lokey Ltd.
Zweigniederlassung Frankfurt
Taubenstraße 1, 35. Etage Skyper
D-60329 Frankfurt

Telefon 069 256 246 0
Fax 069 256 246 136
E-Mail azwick@hlz.com



Unternehmenskauf und -verkauf aus der Krise

von Dr. Rainer Doll

Bei der Prüfung grundlegender Sanierungsoptionen stellt der Verkauf des Unternehmens eine zunehmend beachtete Alternative zur Restrukturierung des Unternehmens in den Grenzen der bestehenden Eigentümerstruktur dar.

Der Anstoß zu einem Verkauf kann einerseits aktiv durch die Gesellschafter bzw. das Management kommen, z. B. wenn bisherige Restrukturierungsmaßnahmen gescheitert sind und der Glaube an einen Turn-Around aus eigener Kraft verloren gegangen ist.

Auch die Aussichten auf zusätzliche leistungswirtschaftliche Ergebnishebel im Rahmen eines Mergers verleihen der Verkaufsoption regelmäßig hohes Gewicht. Andererseits verengt sich der Strauß an Sanierungsoptionen zuweilen zwangsläufig auf einen Verkauf, z. B. dann, wenn die bisherigen Kapitalgeber keine weiteren Finanzmittel für die Restrukturierung bereitstellen möchten. Das berühmte „Ende mit Schrecken“ wird hier dem bei weiterer langjähriger Restrukturierungsbegleitung drohenden „Schrecken ohne Ende“ vorgezogen.

Unternehmenstransaktionen in Krisensituationen, auch als distressed M&A bezeichnet, können in verschiedenen Stadien der Krise erfolgen. Im Folgenden wird unterschieden zwischen Transaktionen, die aus einer manifesten Krise heraus, jedoch vor Insolvenz erfolgen, und Transaktionen aus der Insolvenz.

M&A aus der Unternehmenskrise

Die Bezeichnung Unternehmenskrise findet für eine Reihe von Situationen unterschiedlichen Bedrohungsgrads Verwendung.

Der Begriff distressed M&A zielt auf eine Abgrenzung von normalen, geordneten M&A-Prozessen.

Unternehmenskrisen sind in diesem Zusammenhang als manifeste Ertrags- und Liquiditätskrisen zu verstehen, in denen dieser geordnete Ablauf nicht möglich ist. Typische Merkmale von so verstandenen Krisensituationen bzw. Unternehmen sind:

- Veränderte Branchensituation
- Verlust-, ggf. Cash-Out-Situation
- Akuter Liquiditätsbedarf
- Hohe, stark überfällige Kreditoren
- Eingeschränkte Kreditversicherungslimite
- Abwanderungstendenzen in Belegschaft und Management
- Gesamtverschuldung übersteigt den Enterprise-Value
- Default-Situation bei wesentlichen Fremdkapalinstrumenten
- Keine zusätzliche Kapitalaufnahmemöglichkeit
- Sicherheitenpoolvereinbarung der wesentlichen Kreditgeber
- Drohende Insolvenz

Trotz den mit den genannten Faktoren einhergehenden ungünstigen Transaktionsbedingungen kann von Seiten wesentlicher Stakeholder eine hohe Motivation für einen Verkauf bestehen. Für die Banken besteht die Chance, die Werthaltigkeit ihrer Kredite im Zuge eines Gesellschafterwechsels zu erhöhen oder aber zumindest einen Teil ihrer Engagements zurückgeführt zu bekommen. Für die Gesellschafter kann sich im Zuge der Transaktion die Möglichkeit ergeben, von privaten Haftungsverpflichtungen freigestellt zu werden.

Entscheidend für das Gelingen eines krisengeprägten M&A-Vorhabens ist es, die folgenden Spezifika bei Konzeption und Organisation des Transaktionsprozesses abzubilden.

Zeitliche Restriktionen

Da die Liquiditätssituation meist angespannt und eine weitere Finanzierung durch die Banken nicht möglich ist, besteht hoher Zeitdruck. Die zeitliche Erstreckung des Prozesses ist begrenzt durch den Eintritt der Zahlungsunfähigkeit.

Mit zunehmender Dauer des Prozesses steigt die Gefahr, dass kritische Lieferantenbeziehungen etwa aufgrund überreizter Zahlungsziele oder Kundenbeziehungen aufgrund eingeschränkter Lieferfähigkeit verloren gehen. Damit stehen immaterielle Werte auf dem Spiel, die häufig den Unterschied zum Liquidationswert des Unternehmens

im Rahmen eines Insolvenzzenarios ausmachen. Daher müssen bereits bei der Projektplanung wesentliche Teilschritte des M&A-Prozesses gestrafft werden.

Stakeholder-Situation

Bereits im Vorfeld des M&A-Prozesses ist die Situation des Krisenunternehmens durch ein starkes Gewicht der finanzierenden Banken geprägt, welche oftmals als wirtschaftliche Eigentümer des Unternehmens gelten können. Sie werden im Rahmen des Transaktionsprozesses zu den wesentlichen Verhandlungspartnern des potenziellen Käufers.

Dies gilt vor allem dann, wenn der Enterprise-Value unter der Summe der Kreditengagements liegt und ein Forderungsverzicht der Banken erwartet wird. Auch Leasing- und Factoringgesellschaften sind regelmäßig als relevante Anspruchsgruppen zu berücksichtigen, z. B. im Hinblick darauf, den Fortbestand ihrer Finanzierungsbeiträge bei veränderter Shareholder-Struktur zu sichern. Schließlich sind Arbeitnehmer und Lieferanten des Unternehmens zu beachten, da auch diese durch Sanierungsbeiträge zum Gelingen einer Transaktion beitragen können.

Kaufpreisfindung

Die Einschätzung, ob ein gebotener Kaufpreis akzeptabel ist oder nicht, wird in Krisensituationen in besonderem Maße durch den Vergleich mit einem Alternativszenario – der Insolvenz – geprägt.

Der Einsatz gängiger Bewertungsverfahren wie Discounted Cashflow ist im Hinblick auf die Verhandlungsführung unerlässlich – bei ihrer Anwendung müssen die spezifischen Restrukturierungsrisiken angemessen berücksichtigt werden. Daneben gilt es jedoch gleichermaßen die finanziellen Implikationen eines Insolvenzzenarios zu bewerten.

Aus Sicht der kreditgebenden Banken sind in diesem Zusammenhang die Fair-Values der bestehenden Sicherheiten relevant. Bei der Bestimmung des Liquidationserlöses müssen gegenläufige Kosten berücksichtigt werden, die durch das Insolvenzverfahren verursacht werden. Aus Sicht des Inhabers müssen die potenziellen Auswirkungen etwaiger persönlicher Bürgschaften auf die private Vermögenssituation ermittelt werden. Ohne die genannten Informationen ist eine Bewertung bestehender Kaufangebote nicht möglich.

Anfechtungsrisiken

Unternehmenskäufe aus der Krise unterliegen in besonderem Maße Risiken, die sich aus Anfechtungstatbestän-

den ergeben. Bei Eintritt der Insolvenz kann der Kaufvertrag von Seiten des Insolvenzverwalters unter bestimmten Bedingungen angefochten werden, z. B. falls sich eine Gläubigerbenachteiligung durch die Konditionen der Transaktion erhärten lässt.

Anfechtungsrisiken drohen auch dann, wenn einzelne Assets eines krisengeschüttelten Unternehmens herausgelöst und in einer NewCo gebündelt werden. Ein derart gestalteter Asset-Deal kann sinnvoll sein, wenn dadurch ein profitables und zukunftsfähiges Geschäft klar gesellschaftsrechtlich und organisatorisch strukturiert und von Randgeschäften, nicht notwendiger Unternehmenssubstanz sowie Altlasten getrennt wird.

Das Geschäftsmodell gewinnt in der Außenwirkung an Schärfe und Transparenz und damit verbunden an Attraktivität für Kapitalgeber. Um die Anfechtungsrisiken im Falle einer späteren Insolvenz des verbleibenden Unternehmens zu minimieren, ist u. a. darauf zu achten, dass die relevanten Assets zum Fair-Value übertragen werden.

M&A aus der Insolvenz als Alternativkonzept

Ein M&A-Prozess kann alternativ nach Eintritt der Insolvenz erfolgen. Die Option kann vor allem dann interessant sein, wenn der Goodwill des Krisenunternehmens durch eine Insolvenz keinen zusätzlichen Schaden erfährt, z. B. wenn die Krisensituation den Marktteilnehmern schon seit längerem bekannt ist. Auch gibt es Fälle, in denen aufgrund stark fokussierter Lieferanten- oder Kundenstruktur eine Aufrechterhaltung der Geschäftsbeziehungen durch entsprechende Kommunikationsmaßnahmen während des Insolvenzverfahrens erreicht werden kann.

In den genannten Fällen ergibt sich zunächst der Vorteil, dass bestimmte, sich im Rahmen des Insolvenzverfahrens bietende Sanierungshebel bedient werden können. Zu nennen ist etwa der Anspruch der Arbeitnehmer auf Insolvenzgeld, der oft für eine Überbrückungsfinanzierung genutzt wird. Das Thema M&A ist meistens von unverminderter Relevanz: Neben der Liquidation des Unternehmens ist Verkauf des Geschäftsbetriebs im Rahmen einer übertragenden Sanierung eine wesentliche Verwertungsoption des Insolvenzverwalters. Da in der Regel keine Verbindlichkeiten übertragen werden, ergeben sich für den potenziellen Käufer auch diesbezüglich keine Risiken. Allerdings können rechtliche Risiken im Zusammenhang mit der Übernahme von Arbeitnehmern bestehen (§ 613a BGB).

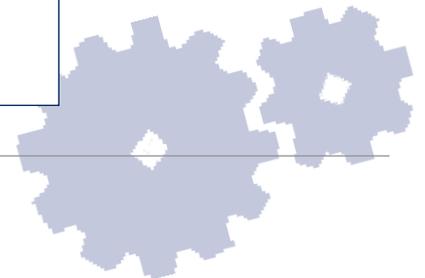
Der Verwalter ist regelmäßig bemüht, die Erlöserwartungen einer übertragenden Sanierung durch Schaffung einer

Wettbewerbssituation zu erhöhen. In diesem Zusammenhang werden vermehrt spezialisierte Corporate-Finance-Gesellschaften als Intermediäre eingeschaltet, die zugleich eine Restrukturierungskompetenz aufweisen. Neben der Strukturierung und Begleitung des M&A-Prozesses erfährt der Insolvenzverwalter auch Unterstützung bei der ökonomischen Bewertung von Alternativszenarien. So ist sowohl das Liquidations- als auch das Fortführungs- bzw. Übertragungsszenario zu quantifizieren. Hierbei sollten auch die Auswirkungen bestehender Aus- und Absonderungsrechte auf die jeweils freie Teilungsmasse berücksichtigt werden. Ferner müssen Kosten des Insolvenzverfahrens sowie nach Transaktion verbleibende Masseverbindlichkeiten im Bewertungskalkül bzw. bei der Abwägung der Alternativen berücksichtigt werden.



Weitere Informationen:
 Dr. Rainer Doll
 CC-Leiter Corporate Finance
 Dr. Wieselhuber & Partner
 GmbH
 Unternehmensberatung
 Nymphenburger Straße 21
 D-80335 München

 Telefon 089 286 231 11
 Fax 089 286 232 85
 E-Mail doll@wieselhuber.de



Finanzierungsdilemma des Mittelstands

von Wolfgang Biedermann

Globalisierung der Märkte, internationaler Wettbewerb und eine sich verschärfende Finanzierungslandschaft sorgen seit einigen Jahren für einen tief greifenden Wandel bei den Finanzierungsvoraussetzungen für Unternehmen – insbesondere im deutschen Mittelstand, der für 70 % der Arbeitsplätze in Deutschland verantwortlich ist.

Es heißt landläufig, der Mittelstand leide chronisch unter Mangel an Eigenkapital und sei immer seltener in der Lage, ausreichend Liquidität über Kredite zu bekommen.

Für viele Unternehmen hat die Globalisierung in der Tat einen deutlich erhöhten Kapitalbedarf zur Folge – z. B. für notwendige Innovationen, internationale Expansion oder operative Verbesserungsmaßnahmen, so dass die Wettbewerbsfähigkeit von Mittelstandsunternehmen leiden kann, wenn nicht Kapital in geeigneter Form

zur Verfügung gestellt werden kann: Wachstumsprojekte werden aufgeschoben bzw. unterlassen, Nachfolgen ziehen sich über zu lange Zeiträume hin, Restrukturierungen werden nicht in Angriff genommen oder Unternehmensverkäufe scheitern etc. Die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen der jüngsten Vergangenheit haben sich als Folge der aktuellen Finanzmarkturbulenzen wieder erheblich eingetrübt. Auch wenn sich aufgrund der in den letzten 12 Monaten anhaltend positiven Wirtschaftsentwicklung zeitweilig ein wenig Entspannung im Mittelstand breit gemacht hat, reichen die erwirtschafteten Erträge der letzten Zeit nicht aus, traditionell unterkapitalisierte mittelständische Unternehmen im Falle einer Eintrübung der Konjunktur über eine längere Durststrecke durchzufinanzieren.

Schon werden Stimmen laut, dass der Anteil von mittelständischen Unternehmen, deren Finanzierung sich als nicht tragfähig erweist, in den

kommenden Jahren ansteigen wird. Was immer an diesen Aussagen Wahres dran ist, besonders gut gerüstet für schwierige Zeiten scheinen mittelständische Betriebe im internationalen Vergleich nicht zu sein¹.

Was die Zukunft bringt

Klagen alleine hilft nicht, es gilt, sich den Herausforderungen zu stellen und die richtigen Maßnahmen passgenau auf das Unternehmen auszurichten.

Für die Finanzierung des Mittelstands stellen sich in Zukunft vor allem folgende Herausforderungen:

- Die Komplexität der Finanzierung nimmt aufgrund des steigenden Angebotes an modernen Finanzinstrumenten stetig zu und erfordert eine stetig steigende Professionalisierung des Finanzmanagements in mittelständischen Unternehmen.

- Die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung zur Durchführung von erforderlichen Restrukturierungsprojekten und zur Finanzierung wichtiger Investitionsvorhaben werden steigen und in der Regel wird auch die Zuführung von Know-how und zusätzlichem Kapital von außen notwendig sein.
- Die bislang günstigen Finanzierungsinstrumente „Bankkredit“ und „Mezzanine“ werden aufgrund schärferer Bonitätsprüfungen in ausreichendem Maße nur Unternehmen mit einwandfreier Bonität zur Verfügung stehen.

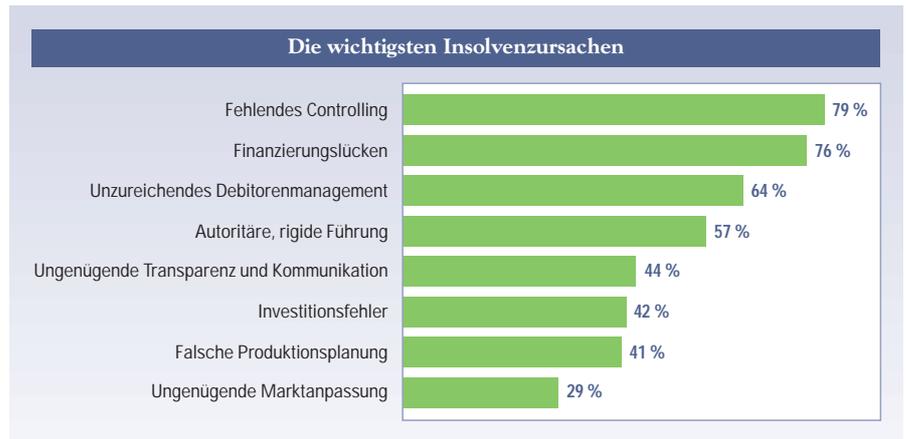
Es gehört mittlerweile zur unternehmerischen Allgemeinbildung, dass die eigene Bonität weiter gesteigert werden muss, doch steht der Unternehmer oftmals vor erheblichen Herausforderungen:

- Die traditionell enge Beziehung zwischen Unternehmen und (Haus-)Banken und die Besonderheiten des deutschen Steuersystems sowie der Bilanzierungsvorschriften nach HGB haben historisch zu einer stark fremdkapitalorientierten Unternehmensfinanzierung und im internationalen Vergleich zu relativ niedrigen Eigenkapitalquoten geführt.¹
- Durch die Ende 2006 in Kraft getretenen Vereinbarungen zur Eigenkapitalhinterlegung der Banken (Basel II) stellen die so genannten Bonitätsratings für Banken nun die

¹ Die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen ist im internationalen Vergleich deutlich schlechter. Das Gleiche gilt innerdeutsch für kleinere Unternehmen (KMUs) im Vergleich zu Großunternehmen (vgl. EULER Hermes Wirtschaft Konkret Nr. 410, Deutsche Bundesbank)

² Dies wird unter anderem auch gestützt von der von EULER Hermes Kreditversicherung im November 2006 durchgeführten Untersuchung zum Thema „Ursachen von Insolvenzen“, in der von Insolvenzverwaltern Finanzierungslücken (zu wenig Eigenkapital, zu geringe Kreditwürdigkeit, zu hohe Zinsbelastung) nach fehlendem Controlling als zweitwichtigste Ursache für Insolvenzen im Mittelstand angegeben wurden

³ Quelle: Dresdner Bank



zentrale Entscheidungskomponente bei Finanzierungsbedingungen und der Vergabe von Krediten dar.

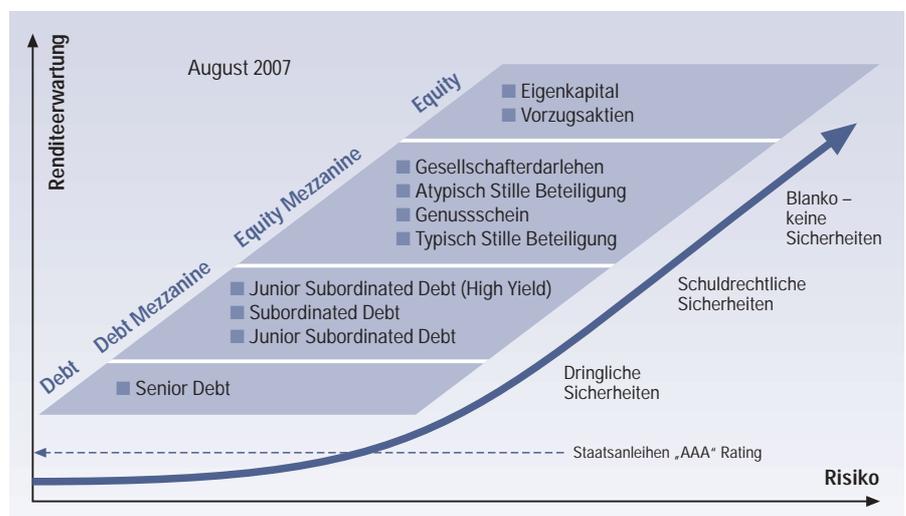
- Fehlende Erfahrung im Umgang mit modernen Finanzinstrumenten und die relativ geringe Bereitschaft zur Transparenz gegenüber den jeweiligen Finanzierungspartnern sind Grund für die derzeit noch relativ geringe Attraktivität des Mittelstands für den Kapitalmarkt bzw. die geringe Inanspruchnahme moderner Finanzinstrumente durch mittelständische Unternehmen.

Die oben genannten Problembereiche sind oft hausgemacht und unabhängig von äußeren Einflüssen wie Markt und Kreditvergabeverhalten der Banken².

Eine zunehmende Zurückhaltung bei der Kreditvergabe, die bei betroffenen Unternehmen zu höheren Kreditzinsen oder einer Verweigerung von Krediten bis hin zu einer existenziellen Liquiditätsverknappung führt, kann der Unternehmer langfristig nur durch die Stärkung der Eigenkapitalbasis, der Verbesserung der operativen Prozesse und den Aufbau einer modernen Finanzierungsstruktur umgehen.

Geschäftsadäquate Finanzstrukturen

Maßgeblich für den Erfolg eines Unternehmens sind somit der richtige Umgang mit dem eingesetzten Kapital und eine auf das Geschäftsmodell abgestimmte Mischung verschiedener Finanzierungsinstrumente³.



Welcher Anteil von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital für die Bilanz richtig ist, hängt von der jeweiligen Situation ab, in der sich das Unternehmen befindet. Zu hohe Schulden sind allerdings immer ein existenzgefährdendes Risiko. Je zyklischer der Geschäftsverlauf, desto geringer sollte die Fremdverschuldungsquote und desto höher sollte das erforderliche Eigenkapital sein. In jedem Fall sollte ein ausreichender Puffer (Headroom) vorhanden sein, um Planabweichungen aufzufangen.

Für einen klugen Finanzierungsmix geraten neben der klassischen Finanzierung durch die (Haus-)Bank oder Factoring daher zunehmend alternative Finanzierungsformen, darunter Asset-Backed-Securities (ABS), Unternehmensanleihen, Mezzanine-Capital oder direkte Unternehmensbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften ins Blickfeld der Unternehmen.

ABS: Wie beim Factoring werden Forderungen liquiditätswirksam aus dem Unternehmen ausgegliedert, allerdings durch Zwischenschaltung einer eigens hierfür gegründeten Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV), die den Forderungskauf durch Begebung von Wertpapieren (Securities) finanziert, die wiederum durch Vermögenswerte des Unternehmens gedeckt sind (Asset-Backed). Anders als beim Factoring können so bei ABS-Transaktionen auch illiquide Vermögenswerte am Geld- und Kapitalmarkt handelbar werden. Durch Bündelung mehrerer Transaktionen in einer SPV sind heute ABS-Programme bereits für kleinere Beträge möglich (Multi-Seller-Conduits). Weil die Forderungen vollständig an die Factoring-Gesellschaft verkauft werden, verbessert dies zudem die Bilanzrelationen des Unternehmens zum Teil erheblich.

Corporate Bonds: Die langfristige Unternehmensfinanzierung bei größeren Unternehmen erfolgt häufig über Anleihestrukturen, die sie am Kapitalmarkt platzieren. Bei kleineren Unternehmen ist diese Form der Unternehmensfinanzierung aufgrund fehlender Reife für den Kapitalmarkt nahezu nicht entwickelt.

Mezzanine: In der Architektur bedeutet „Mezzanine“ Zwischengeschoss. Diese Kapitalform, die zwischen Eigen- und Fremdkapital steht, kann bei richtiger Ausgestaltung (wenn die Mittel langfristig sind und eine Rangrücktrittserklärung besteht) eigenkapitalerhöhend wirken und durch die Verbesserung des Bonitätsratings einen Ausweg für die Finanzierungsprobleme von Unternehmen darstellen. Allerdings stehen die Anbieter von Mezzanine-Programmen derzeit von zwei Seiten unter Druck: Die Ausfallraten der Kredite steigen und für neu aufgelegte Mezzanine-Darlehen finden sich aktuell keine Abnehmer mehr. Die Folgen sind schwerwiegend. Wie beim klassischen Bankkredit werden sich die Konditionen in Zukunft deutlich verteuern und eigenkapitalschwachen Unternehmen wird dieses Produkt nicht mehr wie bisher zur Verfügung stehen. Die Zukunft von Mezzanine liegt eher in individuellen statt in standardisierten, auf dem Kapitalmarkt platzierten Lösungen.

Beteiligungskapital wird immer wichtiger

Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise und des wieder gestiegenen Risikobewusstseins der Banken zeigt sich immer deutlicher, dass eine schwache Eigenkapitalausstattung zur Achillesferse vieler Unternehmen wird⁴.

Aufgrund seiner flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten (Minderheitenbe-

teiligungen, Übernahme der Mehrheit, individuelle Mezzanine-Programme, Incentivierung des Managements, Ausreichung von Gesellschafterdarlehen etc.) ist daher Beteiligungskapital eine attraktive und oftmals notwendige Ergänzung im Finanzierungscocktail eines mittelständischen Unternehmens.

Das Geschäftsmodell von Private-Equity-Investoren ist in aller Regel auf Nachhaltigkeit des Investments ausgelegt und PE-Häuser verstehen sich dabei als Partner auf Zeit für das Unternehmen. Sie und das Management haben dabei eine gemeinsame Zielsetzung, nämlich die Verbesserung der operativen Performance und die Steigerung der „Bonität“ und damit der nachhaltigen Finanzierungsfähigkeit des Unternehmens. Professionelle institutionelle Investoren bringen mehr in eine Beteiligungspartnerschaft als nur das notwendige Kapital:

- Langjährige Erfahrung in der Weiterentwicklung von Unternehmen
- Freisetzen von unternehmerischem Potenzial
- Neue Dynamik durch Managementbeteiligung
- Aufbau einer griffigen „Corporate-Governance“-Struktur
- Erarbeitung und Umsetzung einer fokussierten Strategie
- Durchführung von Akquisitionen/ Desinvestitionen
- Zusammenstellen einer effizienten Finanzierungsstruktur

PE-Kapital ist immer dann ein sinnvoller Baustein, wenn das Unternehmen in folgenden Situationen nach geeigneten Eigenkapitalquellen sucht:

- Extremes Wachstum
- Klassische Finanzinstrumente ausgereizt
- Zinsdruck durch gesunkene Profitabilität

- Wirtschaftliche Schwierigkeiten
- Ungeklärte Nachfolge
- Mangelnde Investitionsbereitschaft der Alteigentümer

Der Fokus der jeweiligen Beteiligungshäuser ist heutzutage sehr weitgehend und deckt ein sehr breites Spektrum ab:

- Übernahme von Minderheitenanteilen/Kontrollmehrheiten
- Wachstumsunterstützung
- Restrukturierungen
- Sanierungen aus der Insolvenz

Letztendlich ist eine Beteiligung immer dann für ein PE-Haus interessant, wenn sie mit hoher Wahrscheinlichkeit in einer Steigerung des Unternehmenswertes mündet, an dem das PE-Haus partizipiert, wenn es sich wieder von der Beteiligung trennt. Dies trifft auf eine Vielzahl von mittelständischen deutschen Unternehmen zu, denen zwar ein „kluger Finanzierungsmix“ fehlt, die aber im Kern gesund sind und dank ihrer hervorragenden Produkte und Technologien eine gute Basis für ein gesundes Wachstum und eine nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit aufgebaut haben.

Kritische Betrachtung und Ausblick

Es besteht weiter Handlungsbedarf!

In Deutschland sehen sich angesichts zunehmender Effekte der Globalisierung und der aktuellen Finanzkrise noch immer zu viele mittelständische Unternehmen mit zunehmend schwierigeren Finanzierungsumständen kon-

frontiert. Volkswirtschaftlich wünschenswerte Investitionen in zweistelliger Milliardenhöhe pro Jahr⁵ bleiben aus und Wachstums- bzw. Beschäftigungspotenziale können trotz hervorragender Innovationskraft und -freude mittelständischer Unternehmen oftmals nicht gehoben werden.

Mit Blick auf die Globalisierung bietet sich dem Mittelstand langfristig nur die Alternative, über den Kapitalmarkt oder Finanzinvestoren signifikante Eigenkapitalerhöhungen vorzunehmen und das Kapital sowohl für Wachstum und Innovation zu nutzen als sich auch nachhaltig günstig finanzieren zu können und zu verhindern, dass er anders als seine internationalen Konkurrenten mit Risikoaufschlägen bestraft wird.

Noch immer aber sieht sich der mittelständische Unternehmer oft nicht als Partner der Fremd- und Eigenkapitalgeber, sondern als Betroffener bzw. Opfer einer „Einmischung von außen“. Er muss ein entsprechendes Bewusstsein für die Dringlichkeit der Stärkung der Eigenkapitalbasis und für den Aufbau eines modernen Finanzierungsmixes entwickeln, die ihn und seine Arbeitnehmer auch angesichts sich eventuell eintrübender Geschäftsaussichten⁶ ruhig schlafen lassen.

Entsprechend ausgereifte Produkte sowie seriöse Geschäfts- und Eigenkapitalpartner, die ihm dabei behilflich sein können, stehen dem Mittelstand auf jeden Fall heute schon in ausreichender Zahl zur Verfügung.

4 Nach herrschender Meinung sollte das Eigenkapital bei produzierenden Unternehmen ein Drittel der Bilanzsumme ausmachen. Eigenkapitalquoten unter 20 % gelten weithin als bedenklich, Quoten unter 10 % in vielen Fällen als bedrohlich

5 Laut Schätzungen der KfW im November 2006 summierten sich die unterlassenen Investitionen in 2005 auf bis zu 24,4 Mrd. €, was die Schaffung von bis zu 44.000 Arbeitsplätzen verhinderte

6 Die Stimmung des Mittelstands hat sich laut dem KfW-ifo-Mittelstandsbarometer im Oktober 2007 zum sechsten Mal in Folge eingetrübt – wenngleich immer noch auf hohem Niveau. Besonders davon betroffen ist der Einzel- und Großhandel. Ein längeres Ausbleiben von Impulsen vom privaten Konsum könnte die allgemein erwartete Fortsetzung des Aufschwungs in 2008 akut gefährden

Weitere Informationen:

Wolfgang Biedermann
Geschäftsführer
H.I.G. Capital
Warburgstr. 50
D-20354 Hamburg

Telefon 040 413 306 110
Fax 040 413 306 200
E-Mail wbiedermann@higcapital.com



„Heuschrecken“ nicht nötig? – neue Perspektiven bei der fremd- finanzierten Sanierung von Gesellschaften

von Dr. Eberhardt Braun

I. Ausgangssituation

1. Wirtschafts- und Vertrauenskrise

Ist ein Unternehmen in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten und braucht es zum weiteren Überleben Fresh Money, welches die bisherigen Gesellschafter selbst nicht aufbringen können oder wollen, sind in der Regel Banken als Fremdkreditgeber zur weiteren Unterstützung und Einleitung einer Sanierung gefordert. Wird die Sanierungsfähigkeit und Sanierungswürdigkeit der Gesellschaft durch ein Sanierungsgutachten geprüft und bestätigt und besteht ausreichendes Vertrauen sowohl in ein unter Umständen neues Sanierungsmanagement als auch in die Gesellschafter, sind die notwendigen Voraussetzungen für eine mögliche positive Entscheidung der Finanzkreditgeber vorhanden. Häufig gehen jedoch die wirtschaftlichen Schwierigkeiten Hand in Hand mit einer gewachsenen Vertrauenskrise der bisherigen Finanzkreditgläubiger in die die Schieflage des Unternehmens meist mit verursachenden Gesellschafter oder Gesellschaftskonstellationen mit z. B. widerstreitenden Gesellschaftergruppen. Hat sich der Gesellschafter bereits in der Vergangenheit durch mangelnde Informationen oder gar die Nichteinhaltung vereinbarter Covenants oder Auflagen in Kreditverträgen als unzuverlässig erwiesen, kann ein noch so einleuchtendes Sanierungskonzept bei einem noch so guten CRO aufgrund der latenten Sanierungsunwilligkeit oder Sanierungsunfähigkeit der Gesellschafterseite kaum auf Unterstützung durch die Finanzkreditgeber hoffen. Andererseits bleibt dem bisherigen Gläubiger bei einer ausbleibenden Sanierungsfinanzierung jedoch häufig nur das Abschreiben von Engagements, ein Verkauf der Kreditforderungen unter Wert oder eine Schadensbegrenzung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens.

2. Asymmetrie der Risikostruktur

Dieses Dilemma wird noch dadurch verstärkt, dass die Kreditgeber das Gefühl beschleicht, dass bei einer weite-

ren Sanierungsfinanzierung nicht nur die Gesellschaft, sondern auch die Gesellschafter auf ihr Risiko „saniert“ werden. Schließlich trägt der Fremdkreditgeber allein das Risiko des Verlustes sowohl hinsichtlich seines bisherigen Engagements als auch einer zusätzlichen Sanierungsfinanzierung im Falle einer letztlich fehlgeschlagenen Sanierung. Im Falle einer erfolgreichen Sanierung hingegen partizipieren die Banken zwar an Zins und Tilgung, dem Gesellschafter/Eigentümer aber bleibt nicht nur sein Unternehmen erhalten, es wird im Wert sogar gesteigert. Dieser Sanierungserfolg fällt ihm quasi als Windfall-Profit bei fremdem (Gläubiger-) Risiko zu.

Um diese Asymmetrie der Risikostruktur zu überwinden, müssten theoretisch die Fremdkreditgläubiger selbst Gesellschafter werden, um sowohl das Sanierungsrisiko als auch den möglichen Sanierungserfolg für das übernommene Risiko vereinnahmen zu können. Die Realität in Deutschland sieht jedoch (noch) anders aus, weil keine Bank in beherrschendem Maße Gesellschafter werden will, um sich nicht der Gefahr der Kapitalersatzinfizierung ihrer Darlehen und Sicherheiten auszusetzen, weiter notwendige Sanierungsfinanzierungen vermeiden möchte oder selbst erkennt, branchenspezifische Fachbefähigung für die Unternehmensführung nicht zu besitzen und sich nicht der Gefahr einer Haftung als stiller Geschäftsinhaber aussetzen möchte. Geradezu entgegengesetzt hierzu ist das Geschäftsmodell vorwiegend anglo-amerikanischer Investment-Banken und Finanzinvestoren, die diese Situation dazu nutzen, meist nach einem Ankauf von Krediten und einem Debt-Equity-Swap als Gesellschafter einzusteigen, um in der Regel eine Cashflow-orientierte Sanierung mit mittelfristigem Exit voranzutreiben.

II. Lösungsansätze

Eine weitere Finanzierungsbegleitung zur sanierenden Überwindung der wirtschaftlichen Schwierigkeiten bei gleichzeitigem Vertrauensverlust in die Gesellschafterseite kann doch eine kreditvertragliche Gestaltung nicht bewerkstelligt werden. Schuldrechtliche Ansprüche – und seien sie noch so schadensersatzbewehrt – laufen letzt-

lich ins Leere, solange die dingliche Rechtsmacht zur tatsächlichen Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen fehlt, wenn sich die Eigentümer und Gesellschafter gleichgültig, unwillig oder gar obstruierend verhalten. Gesucht wird daher ein Tool, das einerseits die Wirtschafts- und Vertrauenskrise zu überwinden vermag, indem es

- die Steuerbarkeit und Transparenz von Sanierungsprozessen gewährleistet,
- Investitions- bzw. Desinvestitionsprozesse ermöglicht bzw. erleichtert,
- ohne dabei die Kreditgeber in eine Gesellschafter- oder Handelndes-Haftung zu bringen
- und ohne Erpressungspotenziale gegenüber den Finanzkreditgläubigern zu schaffen

sowie andererseits einen Lösungsansatz bietet, der die dargestellte Asymmetrie der Risikostruktur überwindet und die unternehmerische Chance der Sanierung mit dem Risiko der Sanierungsfinanzierung in Einklang bringt.

1. „Sanierungstreuhand“

Die erstgenannten Ziele bei der Überwindung der Wirtschafts- und Vertrauenskrise lassen sich bei professioneller Handhabung durch das Instrumentarium der so genannten Sanierungstreuhand erreichen. Dabei handelt es sich um eine spezielle, flexibel ausgestaltbare und auf die jeweiligen Bedürfnisse des Einzelfalles angepasste Ausgestaltung eines Treuhandvertrages. Allgemein ist dabei für echte Treuhandverhältnisse typisch, dass dem Treuhänder ein Recht (z. B. Gesellschaftsanteile) vollständig dinglich übertragen wird, gleichzeitig der Treuhänder aber im Innenverhältnis zum Treugeber schuldrechtlich gebunden wird, indem in der Treuhandvereinbarung geregelt wird, wie er von den übertragenen Vermögensrechten Gebrauch machen darf (so genannten „Zwei-Komponenten-Lehre“, vgl. BGH NJW 2003, 3415). Entscheidend dabei ist die schuldrechtliche Komponente, das treuhänderische Band zwischen Treugeber und Treuhänder in dem geregelt wird, was der Treuhänder mit dem dinglichen Vollrecht umsetzen darf. In Fällen der so genannten Sanierungstreuhand werden üblicherweise die (Mehrheit der) Gesellschaftsanteile auf einen Treuhänder übertragen und ihm durch den Treugeber der Auftrag erteilt, durch Ausübung der Gesellschafterrechte den Sanierungsprozess zu begleiten bis hin zur Möglichkeit in definierten Fällen (Teil-)Desinvestition vornehmen zu können. Denkbar ist auch, die Sanierungstreuhand als doppelseitige Treuhand auszugestalten, wonach im Vertrag zwischen dem Treugeber und dem Treuhänder im Bedingungsfall (nicht not-wendigerweise identisch mit den Sicherungs-

fällen der Kreditverträge) das Treugut den Sanierungsfinanzierern als Sicherheit zur Verfügung steht, indem ihnen im Treuhandvertrag als einem echten Vertrag zugunsten Dritter ein Anspruch gegenüber dem Treuhänder auf Auskehr eines nach Eintritt des Bedingungsfall es erzielten Verwertungserlöses eingeräumt wird.



Zu weiteren Einzelheiten der doppelseitigen Treuhand wird auf den Beitrag von Herrn Dr. Riggert in dieser Schriftenreihe Ausgabe 2/2005 Seite 9 ff. verwiesen.

Festzuhalten bleibt, dass durch eine differenzierende und individuelle Ausgestaltung der Rechtsstellung des Treuhänders im Auftrag und Treuhandvertrag die Ziele für die Überwindung der Wirtschafts- und Vertrauenskrise erreicht werden können:

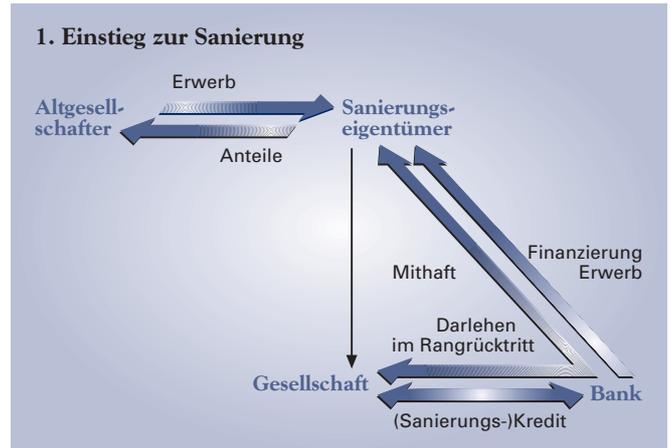
- Die professionelle Umsetzung des Sanierungsprozesses wird abgesichert.
- Das Vertrauen der Finanzkreditgläubiger wird wieder hergestellt durch den eingeschalteten professionell agierenden Gesellschafter/Treuhandverwalter.
- Versachlichung des Kommunikationsprozesses und Erhöhung der Transparenz, indem dem Treuhänder sowohl Informationspflichten gegenüber dem Treugeber als auch gegenüber den Finanzkreditgläubigern auferlegt werden.
- Im Rahmen einer doppelseitigen ausgestalteten Treuhand werden die Gesellschaftsanteile als Sicherheit zur Verfügung gestellt

Juristisch steht der Treuhänder dabei als neuer Anteilshaber und somit Gesellschafter im Lager des Treugebers, von dem er beauftragt wurde, mit dem er ausschließlich den Treuhandvertrag abgeschlossen hat und der von den Banken nicht beendet werden kann. Der Treuhänder ist primär der Sanierung der Gesellschaft im Auftrag des Treugebers verpflichtet und von den Kreditgebern weisungsunabhängig, so dass die Sanierungsbegleitung durch einen Treuhänder sich in der Praxis bewährt hat

und eine Zurechnung des Treuhänders/Gesellschafters gegenüber den Finanzkreditgebern grundsätzlich ausscheidet, womit die weitere Sanierungsfinanzierung keine eigenkapitaleretzenden Wirkungen entfalten kann.

2. „Weiter gedacht“

So sehr sich die Sanierungstreuhand als extrem wertvolles Sanierungsinstrument in der Praxis bewährt hat und so sehr sie in der Ausgestaltung als doppelseitige Treuhand auch Sicherungsinteressen dient und dabei fast unschlagbar ist bezgl. Flexibilität und Insolvenzsicherheit (vgl. nur Münchner Kommentar-Ganter, InsO §§ 47 Rdn. 389 Braun/Kießner, InsO 3. Auflage 2007, § 116 Rdn. 21; Bork, NZI 1999, 337 ff.), stößt auch das Modell der Sanierungstreuhand an Grenzen. Diese können sich zum einen daraus ergeben, dass der Erwerb von Gesellschaftsanteilen bei Personengesellschaften mit Immobilieneigentum Grunderwerbssteuer auslöst, wenn innerhalb von fünf Jahren die Gesellschaftsanteile in Höhe von mindestens 95 % der Anteile auf neue Gesellschafter übergehen (§ 1 Abs. 2a GrEStG). Entscheidende Begrenzung ist aber die für jede Treuhandlösung erforderliche Mitwirkung des Treugebers. Da nach deutschem Rechtsverständnis trotz der dinglichen Übertragung z. B. von Gesellschaftsanteilen immer auch die schuldrechtliche, im Innenverhältnis bindende Treuhandabrede erforderlich ist, kann eine Treuhandlösung bei unkooperativen Altgesellschaftern nicht bzw. nicht sinnvoll umgesetzt werden. Der Treuhänder ist je nach Ausgestaltung des treuhänderischen Bandes mehr oder weniger vom Treugeber abhängig. Werden z. B. zum Zwecke der Sanierung dingliche Maßnahmen (Desinvestitionen) nötig und sind diese in der Treuhandabrede nicht oder nicht hinreichend durch den Treugeber von vorneherein beauftragt worden, so könnte zwar der Treuhänder aufgrund seiner dinglichen Vollrechtseigentümerstellung die Maßnahme umsetzen, würde sich aber im Innenverhältnis zum Treugeber schadensersatzpflichtig machen. Erfahrenen Treuhändern gelingt es zwar häufig aufgrund ihrer psychologisch nicht zu unterschätzenden Mittlerposition die Treugeber einzubinden und ihn mit seiner dann einzuholenden Zustimmung für weitergehende Sanierungsmaßnahmen zu gewinnen. Andererseits besteht selbst bei Treuhandabreden mit weitestgehender Weisungsunabhängigkeit und Autonomie des Treuhänders die seltene Gefahr, dass der Treugeber bei einem Sinneswandel nachträglich die wirksam vereinbarte Treuhandabrede in Frage stellt und durch erfolglose einstweilige Verfügungen versuchen könnte, Sanierungsmaßnahmen zu blockieren oder zumindest zeitlich zu verzögern. Gerade in Fällen anfänglich unkooperativer Altgesellschafter oder noch nicht durch eine Treuhandabrede definierbarer künf-

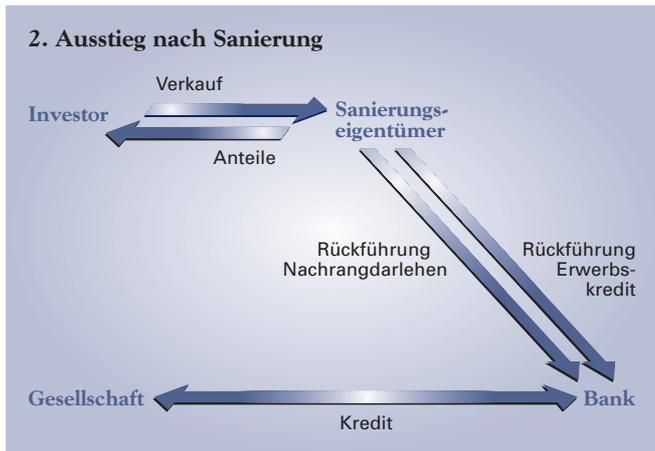


Beispiel: Bedienung „abgeschriebener“ Nachrangdarlehen durch Sanierungseigentümer

tiger Sanierungsszenarien stößt selbst das Instrument der Sanierungstreuhand an die Grenzen seiner Einsatzfähigkeit.

Bleibt dann nur die Insolvenz oder der Einstieg von Finanzinvestoren, die den Altgesellschafter herauskaufen und ohne Scheu selbst in die Gesellschafterrolle schlüpfen?

In dieser Situation muss ein neues Sanierungs-Tool in Erwägung gezogen werden, wenn den bisherigen Finanzkreditgläubigern die Erhaltung des „lebenden“ Unternehmens ggf. nach sofortigen Sanierungsmaßnahmen (noch) als die wirtschaftlich sinnvollste Lösung erscheint, die aber in Anbetracht der tiefgreifenden Vertrauenskrise gegenüber den Altgesellschaftern durch eine weitere Sanierungsfinanzierung höchst riskant und unvernünftig wäre. Ideal wäre letztlich ein neuer Gesellschafter, dem die Gläubiger vertrauen könnten, den man finanzieren könnte und für den darüber hinaus eine angemessene Beteiligung am Sanierungserfolg denkbar wäre. Um in der bisherigen Terminologie weiter zu denken bräuchten die Sanierungskreditgeber keinen Sanierungstreuhand, sondern einen Sanierungsgesellschafter bzw. Sanierungseigentümer, der den Sanierungsprozess strukturiert und leitet, dem die Bank Fresh Money zur Verfügung stellen könnte, der – wo nötig – Organe oder Berater auswechselt bzw. einsetzt und die betroffenen Interessen transparent koordiniert und moderiert. Letztlich müsste ein fremdnütziger Neugesellschafter gefunden werden, dessen vorrangigstes Ziel nicht sein eigener Profit, sondern die nachhaltige Sanierung der Gesellschaft auch im Interesse der Sanierungsgläubiger wäre. Dass dieses Tool tatsächlich und rechtlich umsetzbar ist, kann die Sanierungspraxis beweisen, indem sie ein Modell entwickelt und umsetzt, das an die Idee des (verdinglichten) engli-



Beispiel: Bedienung „abgeschriebener“ Nachrangdarlehen durch Sanierungseigentümer

schen Trust anknüpft und diese mit Elementen der doppelseitigen Treuhand verbindet. Im Gegensatz zur deutschen Treuhand kann nämlich beim englischen Trust der Treugeber (settlor) sein Vermögen einem Treuhänder (trustee) in der Art zuwenden, dass das Treuhandvermögen rechtlich verselbständigt wird und somit ein rechtliches Band zwischen dem ursprünglichen Treuhänder/Gesellschafter und dem Treuhänder nicht mehr besteht.

Gleichzeitig und regelmäßig wird der Treuhänder als Legal Owner des Vermögens aber „in equity“ verpflichtet, das Vermögen auf Dauer sowohl zugunsten Dritter als aus der Treuhand-Begünstigten (beneficiaries oder cestuis que trust) zu verwalten. Hauptcharakteristikum der Trust-Figur ist damit eine „Eigentumsspaltung“, wonach der neue dingliche Eigentümer „at law“ in unserem Fall vom Altgesellschafter freie Verfügungsgewalt über die Gesellschaftsanteile erhält, jedoch fremdnützig „in equity“ wirtschaftlich nutzt.

Wo freilich nach dem internationalen Privatrecht eine Anknüpfung an ein Common-Law-Land besteht, wäre es denkbar, hier auch z. B. englisches Recht zu vereinbaren und einen nach englischem Recht sich richtenden „Sanierungs-Trust“ zu konstituieren. Andererseits kann aber auch mit Erfolg unter der Geltung deutschen Rechts ein entsprechendes Ergebnis erzielt werden, indem ein so genannter Sanierungseigentümer als Sanierungsgesellschafter auf Zeit die eingangs beschriebenen Effekte zu erzielen vermag.

III. Schlussbemerkung

Eine fremdfinanzierte Sanierung kann im Falle einer bestehenden wirtschaftlichen Schieflage eines Unterneh-

mens bei gleichzeitig einhergehender Vertrauenskrise in die Gesellschafterseite nicht mehr nur durch das auf vertraglichen Vereinbarungen weitestgehend beruhende Instrumentarium der Kreditvergabe zielführend umgesetzt werden (Stichwort: „schuldrechtliche Ohnmacht“).

Hierzu bedarf es weitergehender Gestaltungsformen, wie sie in der Praxis häufig und effektiv in den unterschiedlichsten Ausgestaltungen durch Formen der „Sanierungstreuhand“ bewerkstelligt werden. Nicht zu überwinden vermag hingegen das Instrument der Sanierungstreuhand den eingangs festgestellten Befund einer asymmetrischen Risikostruktur, bei der fremdfinanzierende Sanierungsgläubiger ein erhöhtes Ausfallrisiko bei einem Scheitern der Sanierung übernehmen, hingegen bei einem Erfolg der Sanierung die wirtschaftliche Wertsteigerung der zu sanierenden Gesellschaft primär dem bisherigen Gesellschafter als Windfall-Profit zufällt.

Eine Partizipation am Sanierungserfolg wie er z. B. durch einen Einstieg von Investment-Banken und Finanzinvestoren in die Gesellschafterstellung generiert wird, muss Fremdfinanzierern nicht von vorneherein verwehrt bleiben. Vielmehr tun sich Chancen auf, die über die bloße Sanierungstreuhand hinaus sich durch die Unterstützung eines auch fremdnützig agierenden Sanierungsgesellschafters/Sanierungseigentümers ergeben und insbesondere bei unkooperativen und/oder gar destruktiven Altgesellschaftern erforderlich erscheinen.

Ziel des Beitrags kann es hier nur sein, auf diese Möglichkeit hinzuweisen und eine entsprechende Sensibilisierung zu erreichen. Dessen maßgeschneiderte Umsetzung muss freilich einer den Besonderheiten des jeweiligen Einzelfalles Rechnung tragenden, speziellen Sanierungsberatung vorbehalten bleiben.



Weitere Informationen:
 Dr. Eberhardt Braun
 Persönlich haftender Gesellschafter
 Schultze & Braun GmbH
 RA-Gesellschaft – WP-Gesellschaft
 Eisenbahnstraße 19 - 23
 D-77855 Achern
 Telefon 07841 708 215
 Telefax 07841 708 188
 E-Mail cschnurr@schubra.de

Instrumente zum Management der Kostentreiber

Optionen in der Supply Chain

von Prof. Dr.-Ing. Klaus-Jürgen Meier

Die alleinige Betrachtung von Kostenwerten im Rahmen einer GuV- oder Bilanzanalyse ist heute nicht mehr ausreichend, um Potenziale zu identifizieren. Wie effektiv und effizient der Ressourcenverbrauch erfolgt – dessen Bewertung sich in Form von Kosten niederschlägt – lässt sich nur beurteilen, wenn man das Unternehmen in der Wechselwirkung mit seinen äußeren Randbedingungen untersucht – also der so genannten Supply Chain. Diese Versorgungs- bzw. Wertschöpfungskette wird beschrieben durch ihre Material- und Informationsflüsse sowie den daraus resultierenden Werteflüssen (u. a. den Kosten). Die Optimierung der Kosten- und Ergebnissituation eines Unternehmens ist somit gleichzusetzen mit der Optimierung der Prozesslandschaft. Die angestrebte Senkung von Lohnkosten durch Verlagerung der Produktionsstätte in ein Niedriglohnland kann beispielsweise die Gesamtkosten eines Unternehmens sogar verschlechtern, wenn die Prozesskomplexität an anderer Stelle in der Supply Chain deutlich steigt oder wenn aus dem reduzierten Ressourcenangebot auch eine niedrigere Leistungsfähigkeit (z. B. in Bezug auf Lieferzeit, Liefertreue oder Flexibilität) resultiert. In einem globalen Markt bewirkt Letzteres zusätzlich einen Umsatzverlust.

Die Stoßrichtung zum zeitgemäßen Management von Kostentreibern muss also zu einer Bewertung des

Ressourcenverbrauchs unter gleichzeitiger Berücksichtigung der Prozessanforderungen und -leistung führen. Dementsprechend sind Instrumente gesucht, die über die konventionelle Bilanzanalyse hinausgehen und die Kosten- und Leistungsbeurteilung miteinander in Beziehung setzen.

Die Prozesskostenrechnung

Ein klassisches Werkzeug zur Verknüpfung von Kosten- und Leistungsgrößen ist die Prozesskostenrechnung (PKR). Sie ermöglicht die Identifikation von Kostentreibern und deren Bewertung. Damit stellt sie ein Bindeglied dar zwischen den in Unternehmen zum Einsatz kommenden Kostenrechnungssystemen und der Prozessanalyse. Aufgrund der gesetzlichen Vorschriften zur Durchführung der Rechnungslegung (z. B. durch die Vorgabe der Kontenrahmen) kann die PKR nur als zweites, paralleles Kos-

tenrechnungssystem in Unternehmen zur Anwendung kommen. In der Praxis sind deswegen nur wenige Fälle anzutreffen, in denen dieser Mehraufwand über einen längerfristigen Zeitraum gerechtfertigt ist. Wahrscheinlicher ist der Einsatz der PKR im Rahmen von Projekten (mit definiertem Start und Ende) zum Redesign von Geschäftsprozessen. Liegen isolierte Prozesse vor in klar abgegrenzten Ablauforganisationen, so liefert die PKR brauchbare Ergebnisse. Im Rahmen einer Supply Chain, deren Prozesse vernetzt sind und deren Effekte sich kosten- und leistungsseitig über einen längeren Zeitraum hinweg einstellen, erscheint die PKR jedoch, auch aufgrund des hohen Umfangs an benötigten Detailinformationen, als sehr aufwändig in der Realisierung.

Zusammenfassend kann damit festgehalten werden: Die PKR ist richtungsweisend für die Darstellung der

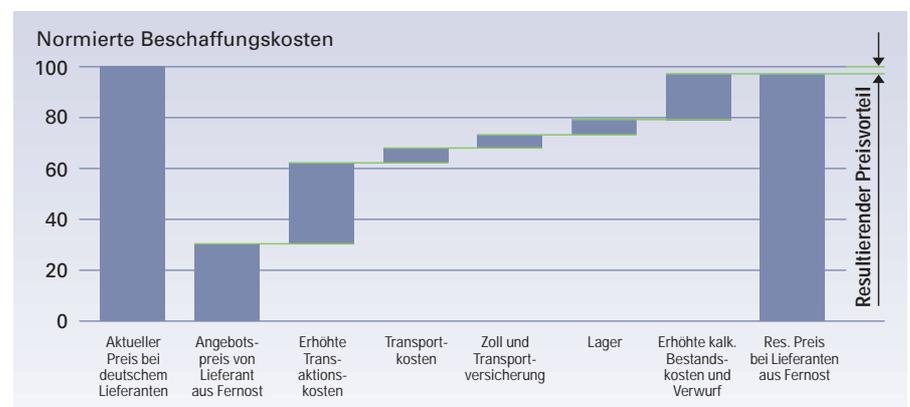


Abb. 1: Preisvergleich für eine Beschaffung bei einem deutschen Lieferanten und dessen Konkurrenten aus Fernost. Zu berücksichtigen sind neben den Preisen alle Kostentreiber, die bei dem Bezug einer vergleichbaren Leistung anfallen.

Wechselwirkung zwischen der in Prozesse generierten Leistung und dem bewerteten Ressourcenverbrauch. Für die Ableitung unternehmerischer bzw. Supply-Chain-übergreifender Entscheidungen ist jedoch eine Vorgehensweise notwendig, die mit geringerem Datenaufwand zu vergleichbaren Ergebnissen gelangt.

Prozesskostenrechnung in verdichteter Form

Zu einer Datenverdichtung gelangt man, wenn die Prozessschritte zu-

sammengefasst und die Kostentreiber extrahiert werden. Die Vorgehensweise soll demonstriert werden zur beispielhaften Klärung der Frage, ob für ein konkretes Unternehmen die Beibehaltung der bisherigen Beschaffungsquelle innerhalb Deutschlands oder der Umstieg auf einen Lieferanten aus Fernost (z. B. China) sinnvoll ist. Bei dem Produkt handelt es sich um ein elektronisches Gerät, welches kundenspezifisch in größerer Stückzahl herzustellen ist. Die Frage nach der Beschaffungsquelle kann nicht – wie bereits oben erwähnt – durch den

alleinigen Vergleich der Einstandspreise beantwortet werden. Ein Umstieg hat zudem Auswirkungen auf den gesamten Beschaffungsprozess sowie auf die Wiederbeschaffungszeiten und in der Folge auf die eigene Lieferfähigkeit gegenüber den Kunden. Da eine Verschlechterung des eigenen Lieferservices aufgrund der absatzseitigen Wettbewerbssituation nicht akzeptabel war für das hier betrachtete Unternehmen, entschied sich das Management für den Aufbau von Pufferbeständen im Falle einer Beschaffung aus Fernost.

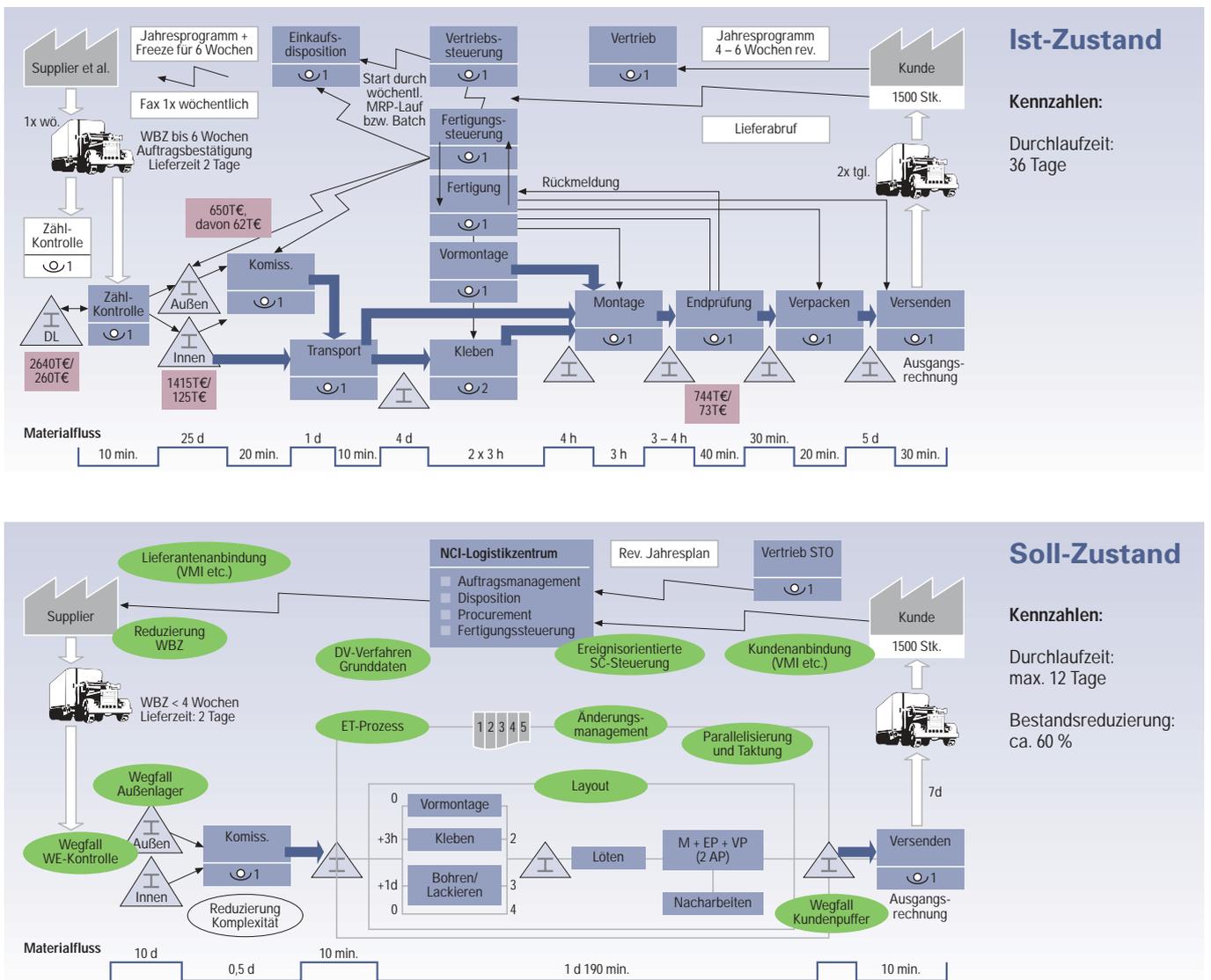


Abb. 2: Die Wertstromanalyse führt in einer Darstellung die wesentlichen Informations- und Materialflüsse zusammen. Die Abhängigkeiten werden transparent. Durch Vergleich des Ist- und Soll-Zustands werden die Prozessverbesserungen offensichtlich, die gleichzeitig zu einer Kostensenkung und zu einer Leistungssteigerung führen.

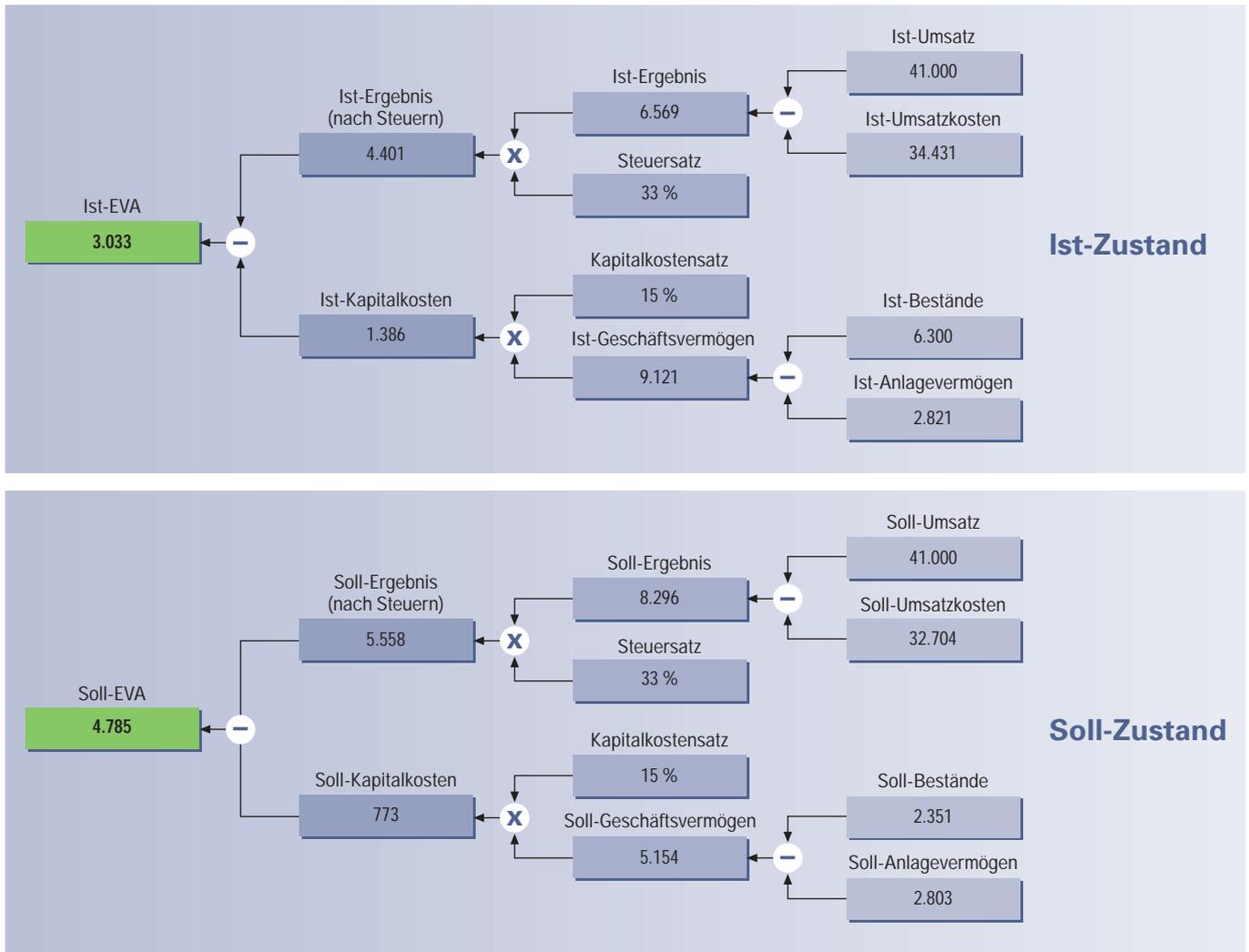


Abb. 3: Der Economic Value Added (EVA) berücksichtigt die Kapitalkosten, welche zur Erreichung des Betriebsergebnisses entstanden sind. Das Betriebsergebnis bezieht diese hingegen nicht ein. Für Kapitalanleger ist jedoch insbesondere die Rendite des eingebrachten Kapitals von Interesse. Im Bild sind die Abläufe aus Bild 2 bewertet.

In Abb. 1 ist der aktuelle Preis des deutschen Lieferanten dem Angebotspreis der asiatischen Konkurrenz gegenübergestellt. Durch einen Wechsel ergibt sich vordergründig ein Preisvorteil von ca. 70 %. Eine Prozessanalyse zeigt neben dem Einstandspreis jedoch weitere Kostentreiber in dem Beschaffungsprozess.

Es handelt sich um:

- Aufwand für Kommunikation und Auftragsabwicklung sowohl während der Anbahnung als auch während des laufenden Tagesgeschäftes (Transaktionskosten).

- Transportkosten, aufgegliedert in Landtransport Asien, Hafengebühr Asien, Seetransport, Hafengebühr Europa, Landtransport Europa.
- Zoll und Transportversicherung.
- Lagerhaltung und -führung für Sicherheitsbestand.
- Kalk. Kosten für Sicherheitsbestand und Verwurf.

Der verbleibende Kostenvorteil reduziert sich damit auf 3 %. Noch nicht berücksichtigt sind hierin die verbleibenden Risiken bedingt durch

Schwankungen in Produktqualität, Transportzeiten, Auftragseingang, Wechselkurs usw. Aufgrund dieser Kostensituation hat sich das Management vorerst für den Verbleib bei dem deutschen Anbieter entschieden. Ausschlaggebend für die längerfristige Strategie wird, neben weiteren Preisverhandlungen, die Frage sein, wo der primäre Produktionsstandort liegt und wie sich die Aufteilung des globalen Absatzmarktes darstellt.

Da per Managementvorgabe die Beschaffungsprozesse vor und nach der potenziellen Umstellung hier densel-

ben Leistungsgrad erbringen mussten, war in diesem Fall der Kostenvergleich ausreichend. Ist dies nicht gegeben, so ist die Prozesskostenrechnung auch in verdichteter Form nicht ausreichend.

Wertstromanalyse

Mit dem beschriebenen Beispiel wird deutlich, dass sich die Prozessgestaltung gleichsam auf Kosten und Leistungen auswirken kann. Ein Instrument zur Visualisierung der Prozesse entlang einer Supply Chain ist die Wertstromanalyse. Mit ihr gelingt es, sowohl die Material- und Informationsflüsse als auch die Werteflüsse zu erfassen und zueinander in Beziehung zu stellen.

Ein Beispiel zeigt Abb. 2. Zu erkennen sind die Informations- und Materialflüsse im Ist- sowie im Soll-Zustand. Der Ist-Zustand ist gekennzeichnet durch zahlreiche Medienbrüche in der Informationsverarbeitung, ein komplexer Prozessablauf der zu wiederholter Warteschlangenbildung führt, Nutzung kostenoptimaler Beschaffungslosgrößen und einer prognoseorientierten Push-Steuerung. In der Folge bildet sich, als entscheidender Kostentreiber, ein hoher Umlaufbestand.

Mit einem Paket organisatorischer Maßnahmen konnte der Soll-Zustand erreicht werden. Hierbei stand die Reduktion des Umlaufbestands im Vordergrund, was wiederum einherging mit einer Erhöhung der Flussgeschwindigkeit. Als wesentlicher Effekt ergab sich damit die Möglichkeit zur Umstellung der bislang prognoseorientierten Steuerung der kompletten Supply Chain (insbesondere in Beschaffung und Eigenproduktion) auf eine auftragsorientierte Abwicklung.

Abb. 3 zeigt eine wirtschaftliche Bewertung des Ist- und Soll-Zustands.

Die Gegenüberstellung belegt eine Senkung der Kapitalbindung und eine deutliche Erhöhung der Liquidität. Die Kosten konnten bedingt durch die Prozessvereinfachung leicht gesenkt werden. Die Einstandspreise blieben weitgehend unverändert. Mit der Verbesserung der Wirtschaftlichkeit geht eine erhebliche Steigerung der logistischen Leistungsfähigkeit einher. Sie bewirkt in der Folge eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und damit ein Potenzial zur Umsatzsteigerung.

Management der Geschwindigkeit anstelle von Kostentreibern

Das voranstehende Beispiel ist kein Einzelfall. In einer laufenden Benchmarking-Studie des IPL zeigt sich, dass Unternehmen mit kurzen Durchlaufzeiten durchschnittlich höhere Renditen erwirtschaften als Unternehmen mit langen Auftragsdurchlaufzeiten.

Gleichzeitig gelingt es den erfolgreichen Unternehmen damit auch, das

eingesetzte Kapital und so das unternehmerische Risiko zu reduzieren. Gebundenes Kapital wird in Form von Liquidität freigesetzt. Dies belegt die Bedeutung der Geschwindigkeit als Managementgröße.

Eine Optimierung der Geschwindigkeit in den Geschäftsprozessen gestattet es, durch eine Vereinfachung der Prozessfolge die Kosten zu senken und gleichzeitig die Leistung zu erhöhen – solange man nicht den Irrweg wählt, die Prozesse unverändert zu belassen und Geschwindigkeit durch hohe Investitionen erkaufen zu wollen. Für moderne Unternehmen, welche sich in globalen Märkten behaupten wollen, tritt die Führungsgröße Geschwindigkeit damit an die Stelle der Kostentreiber. Das Instrument Wertstromanalyse in Kombination mit einer Benchmarking-Datenbank versetzt das Management in die Lage, mit einer überschaubaren Datenmenge und innerhalb weniger Tage die wirtschaftlichen und logistischen Potenziale zu beurteilen.

Zum Autor:

Herr Prof. Dr.-Ing. Klaus-Jürgen Meier ist seit 2003 Professor für Produktionsmanagement und Logistik an der Fachhochschule München, Fakultät für Wirtschaftsingenieurwesen. Gleichzeitig leitet er das Institut für Produktionsmanagement und Logistik, welches Beratungsdienstleistungen für Unternehmen anbietet. Vor 2003 war er 13 Jahre lang leitend in unterschiedlicher Funktion in der Industrie tätig.



Weitere Informationen:

Prof. Dr.-Ing.
Klaus-Jürgen Meier
Institut für Produktionsmanagement
und Logistik
Ringstr. 9
D-82110 Germering

Telefon 089 894 076 75
089 126 539 43
Telefax 089 849 388 76
E-Mail klaus-juergen.meier@i-p-l.de

Patente als Sicherheit – Möglichkeiten zur Patentbewertung und Patentverwertung

von Dr. Rainer Doll

Die Suche nach zusätzlichen Finanzierungsquellen kennzeichnet nicht nur Restrukturierungs- bzw. Sanierungssituationen, sondern auch die Gründungs- und Expansionsphasen der Unternehmensentwicklung. Die Frage, über welche Sicherheiten ein Unternehmen (noch) verfügt, stellt sich im Rahmen einer Unternehmenskrise allerdings mit besonderer Regelmäßigkeit, und ihre Beantwortung kann entscheidend für den Erfolg eines Sanierungskonzepts sein.

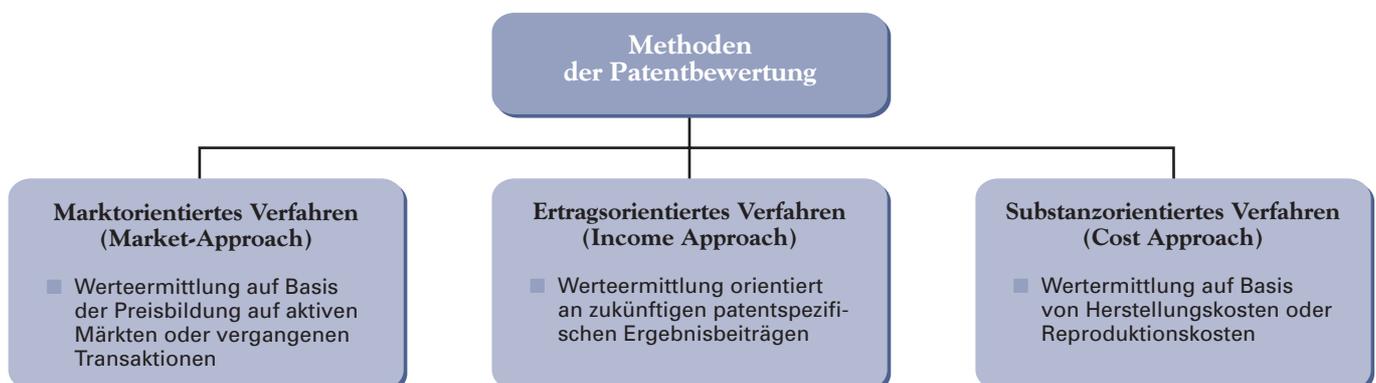
Die Bestandsaufnahme der Sicherheiten- bzw. Finanzierungspotenziale war bis vor kurzem noch stark auf das durch den handelsrechtlichen Jahresabschluss vermittelte Bild der materiellen Sachanlagewerte ausgerichtet. Immaterielle Vermögensgegenstände wie Patente waren nur selten im Blickfeld der Finanzierungsstrategie – u. a. weil ihr Wert mangels verlässlicher und akzeptierter Bewertungsverfahren schwer zu objektivieren war.

In jüngerer Zeit gibt es vermehrt Ansätze, auch immaterielle Werte als Finanzierungsquelle zu nutzen. Grundlage hierfür ist zunächst die Erkenntnis, dass geistiges Eigentum oder auch „Intellectual Property“ einen zentralen Werttreiber aus Sicht des Unternehmens darstellt. Forschung & Entwicklung (F&E) und daraus entstehende Innovationen sind die Basis für nachhaltig positives Wachstum von Marktanteilen und Cashflows. Innovationen sind oftmals der einzige Weg, um sich im Wettbewerb zu differenzieren. Mittlerweile übersteigt der Wert des immateriellen Vermögens der Unternehmen häufig den des materiellen. In einigen Branchen ist der Anteil des imma-

teriellen Vermögens von 20 % im Jahr 1980 auf 80 % in 2006 angestiegen – so zum Beispiel in den Bereichen Biotechnologie und Pharma. In gleichem Zuge ist ein zunehmend liquider Markt für Technologietransfer entstanden, an dem Technologien und Patente gehandelt werden. Für 2010 wird bereits ein weltweites Transaktionsvolumen von 500 Milliarden US \$ prognostiziert – im Jahr 2000 waren es nur rund 100 Milliarden US \$.

Im Rahmen des Intellectual Property spielen Patente eine besondere Rolle. Für den Einsatz als Kreditsicherheit eignen sie sich dank ihrer erwähnten Fungibilität, dem erfolgreich durchlaufenen Prüfungsprozess sowie der juristischen Durchsetzbarkeit besonders gut. Patente sind nach §1 PatG Erfindungen, die als neu gelten können, auf einer erfinderischen Tätigkeit beruhen und gewerblich anwendbar sind. Sie bestehen längstens 20 Jahre; zur Aufrechterhaltung sind regelmäßig Gebühren zu entrichten. Damit Patente neben der beabsichtigten Schutzwirkung bei der Erringung eines Wettbewerbsvorteils bzw. finanzieller Ergebnisbeiträge auch als Kreditsicherheiten genutzt werden können, benötigt man anerkannte Bewertungsverfahren, die auf die Spezifika immaterieller Werte zugeschnitten sind. Für einen Patentinhaber bzw. die finanzierenden Banken sollen sie die Frage nach dem tatsächlichen Wert der Schutzrechte beantworten.

Neben Finanzierung und Besicherung dienen Bewertungen weiteren Anlässen wie Rechnungslegung und Bilanzierung, Kaufpreisermittlung beim Einzelwerb oder im Rahmen von Unternehmensakquisitionen und Funktionsverlagerungen sowie der Gestaltung von Transferpreissystemen und Lizenzvereinbarungen.



Der Wertbetrag eines Patentes basiert auf dem ökonomischen Nutzen, der sich unter der bestmöglichen Verwertung der Erfindung erzielen lässt. Für die Bewertung stehen grundsätzlich drei verschiedene Verfahren zur Verfügung: das marktpreisorientierte, das kapitalwertorientierte und das kostenorientierte Verfahren.

Das marktpreisorientierte Verfahren verwendet aktuelle Preisinformationen aktiver Märkte, auf denen spezifische Vermögenswerte regelmäßig gehandelt werden. Sollte kein aktueller Marktpreis abrufbar sein, z. B. weil gegenwärtig keine vergleichbaren Patente gehandelt werden, wird auf vergangene Markttransaktionen zurückgegriffen. Falls zuverlässige Marktinformationen vorhanden sind, bietet das Verfahren eine schnelle indikative Lösung. Denn bei der Marktpreisbildung eines Patentes werden Erwartungen über die Erträge bei Verwertung berücksichtigt – Marktpreise sind insofern Schätzer des zukünftigen Cashflow-Potenzials. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass Eigentumsrechte an Patenten eher selten aktiv gehandelt werden.

Für die Mehrzahl an Schutzrechten findet keine regelmäßige Marktpreisbildung statt, so dass dieses Verfahren nur in Ausnahmefällen anwendbar ist. Aber auch bei vorhandenen Transaktionsdaten ist das Verfahren nicht unproblematisch. So werden etwas spezifische Verwertungsmöglichkeiten eines Kaufinteressenten – z. B. der Vertrieb eines Medizinprodukts mit komplementären Produkten oder Leistungen – durch die Analyse vergangener Transaktionen nicht berücksichtigt. Auch derartige Synergieeffekte beeinflussen jedoch den Patentwert, zumindest im individuellen Kontext einer Transaktion.

Bei den substanzorientierten Verfahren wird der Patentwert als Summe der Kosten für Forschung und Entwicklung berechnet, die bis zur Anmeldung des Schutzrechtes entstanden sind. Oftmals werden ergänzend auch die laufenden Kosten der Aufrechterhaltung hinzuaddiert. Auch dieses Verfahren ist mit Problemen verbunden. So wird der Patentwert von wertlosen Patenten tendenziell überschätzt und von wertvollen Patenten eher unterschätzt. Die aufgelaufenen Entwicklungskosten sind nicht immer ein Indikator für die Verwertbarkeit des Patents über die Restlaufzeit. Die kostenorientierten Verfahren bieten folglich allenfalls eine ergänzende Perspektive im Rahmen des Wertfindungsprozesses. Eine isolierte Anwendung ist abzulehnen.

Der wichtigste Ansatz zur Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände ist der Income-Approach. Hierbei wird der Patentwert als Summe der Barwerte der zukünftig erwarteten Cashflows aus der Patentnutzung ermittelt. Zunächst müssen daher zukünftig zu erwartende patentspezifische Cashflows prognostiziert werden. Im nächsten Schritt sind diese auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Der hierfür verwendete Zinssatz muss neben dem Zeitwert des Geldes auch das spezifische Risiko, das mit dem Patent in Verbindung steht, berücksichtigen. Das Verfahren ist flexibel: Verschiedene ökonomische Verwendungszwecke für das Patent können abgebildet werden, sofern eine Cashflow-Prognose möglich ist.

Patentbewertung: Lizenzpreisanalogieverfahren

Schritt 1:

Bestimmung der Bezugsgrößen (was soll bewertet werden?)

Schritt 2:

Einschätzung der wirtschaftlichen Nutzungsdauer (z. B. Restlaufzeit)

Schritt 3:

Prognose der patentspezifischen Cashflows über die wirtschaftliche Nutzungsdauer

Schritt 4:

Ableitung seiner angemessenen Lizenzrate (Royalty-Rate)

Schritt 5:

Ermittlung eines patentspezifischen Kapitalisierungssatzes

Schritt 6:

Barwertberechnung der patentspezifischen Lizenzeinnahmen

Bei der Schätzung zukünftiger Ergebnisbeiträge wird gerne auf die mit einer externen Vermarktung verbundenen Lizenzannahmen zurückgegriffen. Diese Vorgehensweise wird Lizenzpreisanalogieverfahren genannt. Es stellt eine vielfach angewendete Methode zur Bewertung von gewerblichen Schutzrechten und Technologien dar, die konzeptionell dem Income-Approach zuzurechnen ist. Ihre Anwendung erfolgt idealtypisch in sechs Schritten.

Mit den beschriebenen Konzepten des Patentwerts verbunden ist die Frage der Patentverwertung bzw. des optimalen betriebswirtschaftlichen Einsatzes der Innovation. Eine zunächst naheliegende Variante ist die interne Verwertung im Rahmen des eigenen Geschäfts. Die Verwendung des Patents für hauseigene Projekte bzw. die Herstellung von Produkten wird stets dann erfolgen, wenn die erwarteten Einzahlungen aus der Patentnutzung höher sind als die Erträge aus einer alternativen externen Verwertung. Möglichkeiten einer solchen externen Verwertung bestehen im Verkauf oder der Lizenzvergabe an einen oder mehrere Interessenten. Hierbei fungieren spezialisierte Verwertungsgesellschaften als Intermediäre. Auch eine Kombination aus interner und externer Nutzung kann betriebswirtschaftlich interessant sein.

Über die Verwertung von Patenten wird allerdings selten allein wie beschrieben durch betriebswirtschaftliche Gewinnvergleiche entschieden. Vielmehr wird die Patentverwertung im erweiterten Kontext der Unternehmensfinanzierung betrachtet werden. Liegt eine verlässliche und akzeptierte Bewertung vor, können Patente bei der Ausgestaltung von Kreditbeziehungen als Sicherheiten dienen, zum Beispiel im Rahmen einer Sicherungsübereignung oder Verpfändung.

Bei der gesetzlich geregelten Verpfändung des Patents wird ein Kredit in der Form gesichert, dass sich der Kreditgeber und Sicherungsnehmer aus der Verwertung des Patents befriedigen kann, sollte der Kredit nicht vereinbarungsgemäß zurückgezahlt werden. Von der Verpfändung des Schutzrechts zu unterscheiden ist die Verpfändung von Lizenzforderungen gegen Lizenznehmer des Patents – diese Forderungen werden nicht automatisch von der Verpfändung des Patentrechts erfasst. Sollen sie auch zur Kreditsicherung dienen, ist i. d. R. eine eigenständige Forderungsverpfändung erforderlich. Im Unterschied zum Pfandrecht wird im Falle der Sicherungsübereignung der Sicherungsnehmer formal Inhaber des Patents.

Welche Rolle können Patente vor diesem Hintergrund in Krisensituationen spielen? Die Einbeziehung von Patentvermögenswerten auf der Basis einer sachgerechten

Bewertung kann zu einer Neubeurteilung der Sicherheitenverteilung der kreditgebenden Banken führen oder eine Überbrückungsfinanzierung stützen. Ferner können weitere liquiditätsschöpfende Maßnahmen initiiert werden.

Eine Möglichkeit, kurzfristig auf der Grundlage eines Patentbesitzes Liquidität zu generieren, stellt der Verkauf an eine Finanzierungsgesellschaft dar, die das Patent anschließend an den Veräußerer zurückleast (Sale and Lease Back). Das Unternehmen behält die exklusive Nutzungsmöglichkeit, erhält jedoch finanziellen Spielraum für aktive Vermarktung oder Weiterentwicklung. Neben dem Abschluss von Sale-and-Lease-Back-Transaktionen ist die Einbringung von Patentwerten in einen Patentfonds möglich. Auch hier erhält das verkaufende Unternehmen weiterhin ein Nutzungsrecht; im Unterschied zum Leasing-Modell strebt der Fonds jedoch eine zusätzliche Vermarktung der erworbenen Werte an. Auch in diesem Verwertungsmodell kann zusätzliche Liquidität generiert werden.

Die beschriebenen Funktionen machen Intellectual Property bzw. Patente zu einem interessanten Gestaltungselement von Sanierungskonzepten. Entscheidende Voraussetzung für die erfolgreiche Bedienung des in der Vergangenheit häufig übersehenen Stellhebels ist die intensive Beschäftigung mit der Bewertungsdimension sowie die systematische Strukturierung möglicher Verwertungsstrategien.

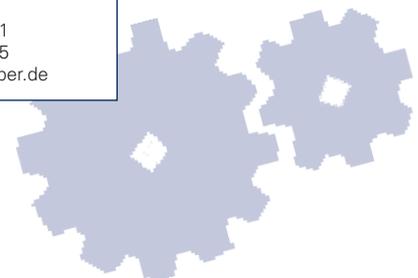


Weitere

Informationen:

Dr. Rainer Doll
CC-Leiter Corporate Finance
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 11
Fax 089 286 232 85
E-Mail doll@wieselhuber.de





Gesundheitsmarkt in Existenznot

Akutkrankenhäuser und Rehakliniken als Sanierungsobjekte

von Dr. Georg Bernsau

Was in den vergangenen Jahren niemand für möglich gehalten hat, ist mittlerweile seit einiger Zeit Wirklichkeit geworden. In Deutschland stellen zunehmend Akutkrankenhäuser und Rehakliniken Insolvenzanträge, da sie überschuldet und zahlungsunfähig sind. Man geht davon aus, dass ca. 45 % aller Krankenhäuser und Rehakliniken in den kommenden 10 Jahren insolvenzbedroht sind (vgl. Handelsblatt vom 22.01.2007). Diese Entwicklung ist vielen Ursachen geschuldet:

Zum einen haben die vielen Gesundheitsreformen in dem Finanzierungsgefüge der Krankenhäuser erhebliche Spuren hinterlassen, zum anderen sind jedoch allein in den vergangenen 18 Monaten erhebliche Kostensteigerungen zu verzeichnen gewesen, die auf die Liquiditätsverfassung des Gesundheitsmarktes dramatische Auswirkungen haben.

Ferner ist zu beachten, dass die demographische Entwicklung in Deutschland, insbesondere in bestimmten Regionen, ebenfalls zu deutlich geringeren Fallzahlen führt, die die Umsätze dieser Institutionen weiter belasten. Diese Entwicklung schreitet voran. Viele Krankenhäuser sind bereits liquidiert worden oder mussten ein Insolvenzverfahren durchlaufen.

Krankenhäuser und Rehakliniken werden über zwei Stränge finanziert: Einerseits stellen die Länder Mittel zur Verfügung, um die Kliniken in die Lage zu versetzen, Anlagegüter, bspw. Röntgen- und Therapiegeräte, Opera-

tionssäle und vieles andere mehr zu erwerben. Die laufenden Kosten aus der Betreuung von Patienten werden nach einem besonderen Abrechnungssystem, dem sog. DRG-Vergütungssystem, über Krankenkassen getragen. Daneben werden Privatpatienten nach eigenen Gebührenschlüsseln behandelt. Ein Krankenhaus oder eine Rehaklinik ist damit mehr oder minder von einem öffentlich rechtlichen Finanzsystem abhängig.

Die Länder haben in der Vergangenheit erheblich die Mittel gekürzt, das DRG-System und dessen langwierige Anpassungen haben ebenfalls zu Umsatzeinbußen oder mindestens Verschiebungen geführt. Daneben müssen die Kliniken aktuell an die Krankenkassen einen Sanierungsbeitrag von 0,5 % ihrer Einnahmen aus dem DRG-Vergütungssystem leisten, sind die Kosten für das Personal gegenüber dem Vorjahr um 5 % gestiegen und schließlich hat sich eine Erhöhung der Umsatzsteuer um 3 % in den Kosten der Kliniken niedergeschlagen, da diese nicht vorsteuerabzugsberechtigt sind.

Das bedeutet, dass die Kliniken mit einiger Wahrscheinlichkeit in vielen Fällen derzeit nicht in der Lage sind, eine „positive Fortbestehensprognose“ zu erstellen, da sie nicht absehen können, ob die liquiden Mittel der kommenden 24 Monate ausreichen, um den Geschäftsbetrieb zu finanzieren. Bei vielen Kliniken ist dies nicht mehr der Fall.

Dem Autor sind viele Krankenhäuser bekannt, bei denen gegebenenfalls noch eine Barreserve vorhanden war,

die aber aufgrund der aktuellen Kostensteigerung allenfalls für wenige Monate ausreichend ist, so dass von einer baldigen Illiquidität dieser Kliniken auszugehen ist. Die bereits heute aufgestellte negative Fortbestehensprognose führt jedoch dazu, dass die Kliniken mit hoher Wahrscheinlichkeit in vielen Fällen überschuldet sind. Sie sind damit nach deutschem Recht bereits heute zu einem Insolvenzantrag gesetzlich verpflichtet.

Diese aktuelle Zuspitzung der Finanzlage der Kliniken führt alsbald zu einem massiven „Kliniksterben“, womit die medizinische Versorgung der Bevölkerung nicht mehr aufrechterhalten werden kann. Viele langjährig bestehende Institutionen am Gesundheitsstandort Deutschland werden damit wegfallen. Viele Kreditverbindlichkeiten, die für den laufenden Betrieb oder aber für die Betriebsimmobilien aufgenommen worden sind, werden nicht mehr bedient werden können. Die Umwandlung einer Rehaklinik auf dem Land in ein Golfhotel mag in einigen Fällen möglich sein, es ist jedoch sicherlich kein durchgehender Sanierungsansatz für alle in der Zukunft erwarteten Problemfälle. Eine größere Kreditkrise ist daher im Gesundheitsmarkt in jedem Fall zu befürchten.

Es stellt sich nunmehr die Frage, wie diesem Problembereich begegnet werden kann. Aufgrund der oben vorgestellten Finanzlage ist davon auszugehen, dass ein Großteil der deutschen Reha- und Akutkliniken akut insolvenzbedroht ist. Viele Träger von Kliniken, aber auch Kreditinstitute, die

Kreditrisiken in ihren Büchern haben, müssen schon heute Lösungen entwickeln. Die Ansätze dafür sind vielfältig und sollen nachfolgend erläutert werden:

1. Gläubiger, hier sind insbesondere Banken zu nennen, sowie die Geschäftsführer der Kliniken, müssen sofort eine Überschuldungsprüfung der betroffenen Krankenhäuser vornehmen. Nur die Aufstellung eines Liquiditätsplanes lässt erkennen, ob derzeit von einer negativen oder positiven Fortbestehensprognose ausgegangen werden kann. Kommt es zu einer positiven Fortbestehensprognose, dann können die Fortführungswerte angesetzt werden. Fällt die Prüfung jedoch negativ aus, sind nur noch Zerschlagungswerte anzusetzen, womit sich in fast allen Kliniken eine Überschuldung ergeben wird. Diese Prüfung ist deshalb bereits jetzt in den meisten Fällen notwendig, um später nicht zu einer zivil- oder strafrechtlichen Haftung der Verantwortlichen zu kommen.

Das deutsche Recht unterscheidet zwischen Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit, wobei man es einfach so ausdrücken kann, dass die Überschuldung letztlich irgendwann zu einer Zahlungsunfähigkeit führen wird. Hier können, da bspw. langfristige Kredite vergeben werden, sehr schnell große Lücken klaffen, die zu den vorgenannten Rechtsfolgen führen können. Dies gilt insbesondere auch für Berater und gegebenenfalls auch für die verantwortlichen Mitarbeiter der finanzierenden Banken, da sie die Zahlen des Unternehmens kennen und häufig auf die Geschäftsleitung Einfluss nehmen, so dass hier gegebenenfalls von einer Anstiftung oder Beihilfe zur Insolvenzverschleppung gesprochen werden kann.

Zwar gelten diese Grundsätze für alle Unternehmen, allerdings ist zu beachten, dass der Gesundheitsmarkt sich erstmalig einer Existenzkrise gegenüber sieht, so dass die Sensibilität der Handelnden außerordentlich gering ist. Der Autor hat in vielen Fällen feststellen können, dass noch nicht einmal die betriebswirtschaftlichen Grundbegriffe einer Restrukturierung bei den Verantwortlichen vorhanden gewesen sind.

Viele Geschäftsführer oder Verantwortliche glauben, dass sie deshalb davon nicht betroffen sind, weil die Kliniken über Zusagen von Trägerunternehmen verfügen oder Kommunalbetriebe sind. Hier ist jedoch insbesondere darauf hinzuweisen, dass viele öffentlich rechtliche Krankenhäuser in andere Rechtsformen, meist in GmbHs, überführt worden sind. Dass nach wie vor Gesellschafter dieser GmbHs das Trägerunternehmen oder eine Kommune ist, entbindet die Verantwortlichen nicht von einer entsprechenden Prüfung. In den vergangenen zwei Jahren sind eine ganze Reihe von Kommunalkrankenhäusern insolvent geworden bzw. wurden geschlossen. Ein solcher Irrtum über die Verantwortlichkeit führt in keinem Fall zu einer Strafmilderung oder gar zu einer Verneinung der Haftung. Dass viele der Kliniken „gemeinnützig“ sind weist nur darauf hin, dass sie steuerlich privilegiert sind, es heißt jedoch nicht, dass sie sich in einem für sie rechtsfreien Raum bewegen.

2. Führt die Überprüfung der Zahlen eines Krankenhauses bereits dazu, dass das Unternehmen überschuldet oder gar zahlungsunfähig ist, muss sofort, d. h. ohne jegliche Verzögerung gehandelt werden. Nach deutschem Recht müssen auch Kliniken spätestens innerhalb

von drei Wochen nach Erkennen des Insolvenzgrundes einen Insolvenzantrag stellen, anderenfalls kommt es zur Verwirklichung von Straftat- oder Haftungstatbeständen.

Die Möglichkeiten, in einer solchen Situation gesetzeskonform zu handeln, bestehen im Folgenden:

- Behebung der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit durch die Zuführung neuer Mittel oder die Erklärung bspw. der Gesellschafter, für eine Unterdeckung einzustehen. Sollte diese Erklärung werthaltig sein, wäre der Insolvenzgrund beseitigt. Die Sanierung selber kann dann ohne den zeitlichen Druck der Insolvenzordnung durchgeführt werden.
 - Liquidation des Unternehmens: Dies setzt ebenfalls die Behebung der Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit voraus, dann kann jedoch, um weitere Zuzahlungen für die Zukunft zu vermeiden, das Unternehmen außerhalb eines Insolvenzverfahrens liquidiert werden. Es können alle Mitarbeiter vereinfacht entlassen werden, es kann das Anlagevermögen langfristig zu einem optimalen Preis verwertet werden, für die Unterdeckung müssen Dritte eintreten oder Gläubiger Verzicht erklären.
 - Insolvenzverfahren: Hier steht wiederum die Liquidation in Insolvenzverfahren zur Verfügung, womit die aufzuwendenden Mittel geringer werden. Die Sanierung des Unternehmens über ein sog. Insolvenzplanverfahren ist aber ebenso eine ernstzunehmende Alternative.
3. Nachfolgend sollen die verschiedenen Modelle im Einzelnen beleuchtet werden:

a) Beseitigung der Insolvenzantragsgründe

Die Beseitigung einer Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit kann durch die nachgewiesenermaßen werthaltige Erklärung einer potenten Person beseitigt werden. Dies bedeutet im Einzelnen, dass mit den Gesellschaftern des Klinikbetriebes kurzfristig Gespräche aufgenommen werden, in denen eine entsprechende Deckungszusage erfolgen muss. Dabei darf sich das Organ der Klinik nicht damit zufrieden geben, dass eine mündliche Zusage abgegeben wird. Vielmehr benötigt es ein Schriftstück, aus dem hervorgeht, dass für einen bestimmten Betrag in zeitlich unbegrenztem Umfang eine Unterstützung erklärt wird und dass diese Erklärung auch werthaltig ist, wobei dies bspw. durch die Beifügung einer Bilanz oder die Erklärung eines Wirtschaftsprüfers möglich ist. Diese Erklärung führt zwar nicht zu einer Veränderung der Handelsbilanz, sie führt jedoch dazu, dass eine Überschuldungsbilanz durch eine solche Erklärung ausgeglichen ist.

Eine andere Möglichkeit besteht darin, mit einem Großgläubiger, meist einem Kreditinstitut, eine Abrede darüber zu treffen, dass auf bestimmte Teile der Verbindlichkeiten verzichtet oder zumindest ein Rangrücktritt erklärt wird. Beides führt zu einer Verringerung der Verbindlichkeiten in der Überschuldungsbilanz und damit zu einer Beseitigung der Unterdeckung. Auch diese Erklärung sollte schriftlich erfolgen, damit das Organ der Klinik entlastet ist.

b) Liquidationsverfahren

Es hat sich gezeigt, dass die Liquidation eines Unternehmens häufig

günstiger ist als der Insolvenzantrag. Einerseits behält der Gesellschafter und auch der Gläubiger weiterhin den Zugriff auf ein Unternehmen und muss nicht damit rechnen, dass ein Insolvenzverwalter bestimmte Rechtsgeschäfte anfechtet oder sonstige Dinge tut, die mit den Interessen der Gesellschafter und der Gläubiger nicht im Einklang stehen. Häufig ist es so, dass die Aufwendungen für die Liquidation eines Unternehmens geringer sind als die Haftungstatbestände, die verwirklicht werden, wenn es zu einem Insolvenzantrag kommt. Hier ist eine exakte Berechnung möglicherweise bestehender Haftungs- oder Anfechtungstatbestände erforderlich, um daraus abzuleiten, welche Zuzahlungen für eine Liquidation seitens der Gläubiger gerechtfertigt sind.

Der Vorteil der Liquidation ist auch, dass in einem überschaubaren zeitlichen Zusammenhang die Mitarbeiterverträge rechtssicher gekündigt werden, da Kündigungsschutzklagen bei der Vollbeendigung eines Unternehmens kaum zu erwarten sind. Ferner kann das Klinikgebäude schon während der Liquidation auf den Markt gebracht werden und auch bauliche Maßnahmen vorgenommen werden, um einen Interessenten vom Kauf zu überzeugen.

c) Insolvenzverfahren

Lässt sich der Insolvenzgrund nicht beseitigen und sind die Gläubiger/Gesellschafter nicht bereit, eine Liquidation zu finanzieren, ist ein Insolvenzantrag nicht mehr abwendbar. Dieser Insolvenzantrag sollte dann auch schnell gestellt werden und zwar innerhalb der vom Gesetz vorgegebenen 3-Wochen-Frist, die zu laufen beginnt, wenn die Zahlungsunfähigkeit oder

die Überschuldung eingetreten ist. Jedes Zuwarten über diese Frist hinaus ist strafbar. Absichtserklärungen von Dritten sind nicht ausreichend, um die Frist zu verlängern.

Ein Insolvenzverfahren bei einer Akut- bzw. Rehaklinik kann jedoch sehr gute Ergebnisse erzielen. Dies ist darin begründet, dass Kliniken häufig mit einem zu üppigen Personalbestand arbeiten, Mieten oder Kreditverbindlichkeiten zu hoch sind und Kliniken regelmäßig über Assets verfügen, die sie für andere Klinikbetreiber interessant und begehrt machen. Ferner lassen sich im Insolvenzverfahren Sanierungsgespräche ohne den oben genannten zeitlichen Druck führen, da der größte Kostenfaktor einer Klinik im Insolvenzantragsverfahren, nämlich die Löhne und Gehälter, über das Insolvenzgeld bis zu drei Monaten bezahlt werden kann.

Ein wesentliches Asset einer Klinik besteht häufig in der Aufnahme in den Krankenhausrahmenplan eines Bundeslandes. Der bestimmt, dass ein Unternehmen mit entsprechenden Förderungen rechnen kann. Er bestimmt auch, dass Krankenkassen Zuweisungen an die Klinik vornehmen, womit sichere Umsätze erzielt werden können. Die Aufnahme in den Krankenhausrahmenplan ist für eine Klinik existenziell notwendig, neu gegründete Kliniken erhalten nur unter größten Schwierigkeiten eine solche Aufnahme.

Ein effizient geplantes und durchgeführtes Insolvenzverfahren lässt damit folgende Schritte und Sanierungsmöglichkeiten zu:

- (1) Im Insolvenzantragsverfahren sind die Löhne und Gehälter bis zu drei Monaten und bis zu einer Höhe von bis zu € 5.250,00 pro Monat

über Insolvenzgeld gesichert. Der Fortbetrieb des Unternehmens führt zu einem großen Liquiditätszufluss. Die Zeit des Insolvenzantragsverfahrens kann dazu genutzt werden, Verkaufsbemühungen einzuleiten oder aber den Plan für ein sog. Insolvenzplanverfahren aufzustellen, um ihn mit den entscheidenden Stellen, nämlich insbesondere den Krankenkassen, abzustimmen.

Ferner ist es im Insolvenzantragsverfahren möglich, einen potenten Erwerber zu akquirieren, der genügend Zeit hat, um die Unterlagen einzusehen und der zum Insolvenzeröffnungszeitpunkt in der Lage ist, den Betrieb zu übernehmen.

- (2) Eine Kombination aus Insolvenzplan, d. h. die vollständige Erhaltung des insolventen Unternehmens, wie auch die Übertragung der Geschäftsanteile machen eine Klinik für einen Mitbewerber zu einem begehrten Objekt. Einerseits erhält er ein saniertes Unternehmen, das er ohne weiteres fortführen kann. Er erhält jedoch auch die Aufnahme in den Krankenhausrahmenplan und kann damit sofort bei Übernahme der Geschäftsanteile nach Beendigung des Insolvenzplanverfahrens in den Markt eintreten, ohne dass er mit Anbahnungskosten, Kreditorenverbindlichkeiten oder der Sanierung selbst belastet ist.

Entsprechende Verabredungen müssen mit dem Gesellschafter des insolventen Klinikbetriebes getroffen werden, damit eine Übertragung der Geschäftsanteile ebenfalls innerhalb eines Insolvenzverfahrens erfolgen kann. Der parallel durchgeführte Insolvenzplan dient ja ausschließlich der finanzwirtschaftlichen Sanierung des Unternehmens.

Praxisfall:

Diese theoretischen Ausführungen wurden vom Autor bei dem Insolvenzverfahren über das Vermögen der Rhein-Main-Kliniken im Jahr 2005/2006 in Wiesbaden umgesetzt. Die gesamte Klinikgruppe verfügte über etwa 550 Arbeitnehmer, der orthopädische Rehabereich ließ sich nur mit einem deutlich geringeren Arbeitnehmerbereich fortführen, der neurologische Zweig konnte unverändert fortgeführt werden. Im Insolvenzverfahren wurde der neurologische Bereich über ein Insolvenzplanverfahren saniert, d. h. dessen Geschäftsanteile wurden nach der Abstimmung über den Insolvenzplan an einen potenten Investor veräußert, der auch im Rahmen der übertragenden Sanierung die Teile, die für ihn aus dem orthopädischen Rehabereich interessant waren, wieder übernommen hat. Alle Mitarbeiter des orthopädischen Rehabereiches wurden über eine Transfergesellschaft aus den insolventen Unternehmen herausgenommen. Der Übernehmer hat dann die Mitarbeiter wieder angestellt, die für ihn interessant waren.

- (3) Da Kliniken häufig über einen großen Personalüberhang verfügen, ist es fast immer notwendig, dass die über Jahre nicht durchgeführten Personalreduzierungen im Insolvenzverfahren erfolgen.

Neben dem Insolvenzgeld, das jedoch lediglich die Zahlung der Löhne und Gehälter im Insolvenzantragsverfahren umfasst, hat sich in der Praxis die Einrichtung einer sog. „Transfergesellschaft“ als vorteilhaft erwiesen, die mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens alle Mitarbeiter aufnimmt und deren Löhne und Gehälter, ohne Anrechnung auf das Arbeitslosengeld, über das sog. Transferkurzarbeitergeld abdeckt. Darüber hinaus ist dies die Möglichkeit für den Erwerber bestimmte Mitarbeiter zu übernehmen, ohne dass diese Ansprüche nach § 613 a BGB geltend machen können.

Die Kombination von Insolvenzplanverfahren/übertragende Sanierung in einem Insolvenzverfahren unter Zuhilfenahme von Transferkurzarbeitergeld hat in dem vorliegenden Beispiel vermocht, die gesamte Klinikgruppe

innerhalb von fünf Monaten vollständig zu sanieren und an einen neuen Träger zu übergeben. Damit sind nicht nur etwa 2/3 aller Arbeitsplätze erhalten geblieben, sondern es konnte auch die Aufnahme in den Krankenhausrahmenplan des Landes Hessen beibehalten werden. Ferner konnten alle wichtigen Verbindungen zu den Kostenträgern ebenso erhalten bleiben, so dass der Übernehmer ab dem Übernahmetag sofort entsprechende Gewinne fahren konnte. Für die Gläubiger ergaben sich damit hohe Quoten.



Weitere

Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Georg Bernsau
Fachanwalt für Steuer- und Insolvenzrecht
Bernsau & Lautenbach
Rechtsanwälte
Zeilweg 42
D-60439 Frankfurt a. Main

Telefon 069 963 761 131
Fax 069 963 761 413 1
E-Mail gbernsau@bl-law.de

Erfahrungen mit Sekundärinsolvenzverfahren am Beispiel BenQ Mobile Holding B.V.

von Axel Bierbach

I. Vorbemerkung

Restrukturierungsmaßnahmen in einer stetig voranschreitenden Globalisierung stellen die deutsche Unternehmensführung nicht selten vor die Frage von Sitzverlegungen oder Neugründungen außerhalb Deutschlands. Diese Fragen rücken besonders dann in den Vordergrund, wenn es sich um international tätige Unternehmen handelt.

Die wesentlichen insolvenzrechtlichen Auswirkungen eines Sekundärverfahrens möchte ich Ihnen anhand des Insolvenzverfahrens der BenQ Mobile Holding B.V. (fortan „BenQ Holding“) schildern, deren Sekundärinsolvenzverwalter ich bin.

Zum besseren Verständnis darf ich vorab kurz auf die Unternehmensgeschichte der Holding im Konzernverbund der BenQ Mobile-Sparte eingehen.

II. Zur Unternehmenshistorie

Im Oktober 2005 erwarb die BenQ Corporation aus Taiwan das Mobiltelefongeschäft vom deutschen Siemens-Konzern. Die Zentrale der Siemens-Mobiltelefonsparte lag in München. Dies blieb auch nach der Übernahme so.

Die Kerngeschäftsbereiche Produktion, Entwicklung, Vertrieb und Finanzen wurden nach der Übernahme größtenteils in der dafür gegründeten BenQ Mobile GmbH & Co. OHG (im Weiteren „BenQ OHG“) mit Sitz in München organisiert und koordiniert. Die OHG stellte knapp ein Jahr nach der Übernahme durch BenQ Ende September 2006 beim Insolvenzgericht München Eigeninsolvenzantrag. Das Verfahren wurde am 1. Januar 2007 eröffnet.

Die Auslandsaktivitäten von Siemens Mobile, im Wesentlichen der Vertrieb in den Regionen Europa und Mittel- und Südamerika, teilweise aber auch die Produktion wurden zunächst in den Siemens-Auslandsgesellschaften mitorganisiert. Nach der Übernahme durch BenQ wurden die

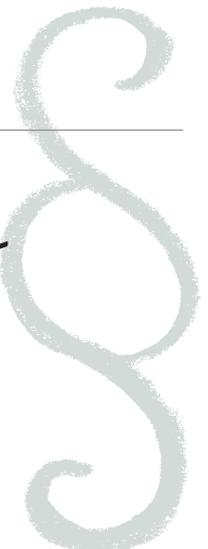
jeweils zu Siemens gehörenden Betriebsteile und Mitarbeiter aus den Siemens-Auslandsgesellschaften im Wege eines so genannten „Carve Outs“ ausgelöst und in selbständige Tochtergesellschaften nach jeweiligem Landesrecht eingebracht. Die so entstehenden Tochtergesellschaften wurden unter dem Dach einer Holdinggesellschaft, der BenQ Mobile Holding B.V., zusammengefasst, die beinahe immer 100 % der Gesellschaftsanteile der Töchter hielt. Auch die BenQ OHG befindet sich unter diesem Dach der Holding. Die BenQ Holding ihrerseits ist eine 100 %-ige Tochter der BenQ Corporation Taiwan (fortan „BenQ Corp.“).

Vermutlich aus steuerlichen Gründen wurde die Holdinggesellschaft in den Niederlanden in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, einer B.V., gegründet.

Die BenQ Holding übernahm neben der bereits erwähnten Gesellschafterstellung und damit verbundener Leitung und Kontrolle von insgesamt ca. 20 Tochtergesellschaften in Europa und Lateinamerika noch das gesamte Cash-Pooling und das Treasury der Mobile-Gruppe. Tatsächlich wurden diese Tätigkeiten im Wesentlichen am Standort München erbracht. Außer dem taiwanesischen Geschäftsführer, welcher auch Geschäftsführer der OHG ist, verfügte die BenQ Holding zunächst selbst nämlich über keine eigenen Mitarbeiter.

Damit der Sitz der Holding in Holland steuerliche Anerkennung fand, war auch ein Geschäftsführer in Holland tätig.

Nachdem Ende September 2006 die OHG in München Insolvenzantrag stellte, wurde auch die BenQ Holding insolvent. Das Besondere ist, dass die Holding Verbindlichkeiten fast ausschließlich im Konzernverbund und hier in zwei diametral entgegengesetzten Richtungen hat: Einmal nämlich gegenüber der Muttergesellschaft, der BenQ Corp., zum anderen gegenüber Tochterunternehmen, insbesondere der selbst insolventen BenQ OHG.



Für die Gläubiger der BenQ OHG versucht daher Herr Kollege Dr. Prager die bei der BenQ Holding auf deutschen Bankkonten liegenden beträchtlichen (restlichen) Geldmittel für seine Masse über die Quote zu erlangen. Auch die Muttergesellschaft ist daran interessiert, Teile der Geldmittel der Holding für sich zurückzuerlangen und eine möglichst hohe Quotenzahlung zu erhalten.

Auf Grund der Unternehmensstruktur der Holding und den Tätigkeiten sowohl in Deutschland als auch in Holland ist ein grenzüberschreitender insolvenzrechtlicher Bezug zwischen beiden Ländern eröffnet. Damit war die Grundlage geschaffen für eine juristisch spannende und facettenreiche Auseinandersetzung über die internationale Zuständigkeit.

Die Hauptakteure waren einmal Herr Dr. Prager als Insolvenzverwalter der OHG und damit „Vertreter“ der meisten durch die Insolvenz geschädigten Gläubiger, zum anderen die BenQ Corp. Taiwan, ferner zwei Insolvenzgerichte, die juristisches Neuland betreten mussten und zwei Insolvenzverwalter der Holding.

III. Zur Verfahrensgeschichte

1. Sicherungsanordnungen nach Antragstellung

Nachdem im Spätherbst 2006 klar wurde, dass das Mobilfunkgeschäft von BenQ insgesamt nicht sanierbar und auch die Insolvenz der BenQ Holding daher unvermeidbar war, begann ein gewisser Wettlauf der Insolvenzantragstellung:

Am 27.12.2006 stellte die Geschäftsführung der Holding bei der Rechtbank Amsterdam Eigeninsolvenzantrag und beantragte darüber hinaus die Gewährung von Zahlungsaufschub (*surceance van betaling*). Dieser wurde noch am selben Tag unter Zuziehung eines „vorläufigen Verwalters“ (*de bewindvoerder in de surséance van betaling*) gewährt.

Zwei Tage später reichte die BenQ OHG als Gläubigerin Insolvenzantrag gegen die Holding in München ein, der noch am selben Tag die Anordnung einer vorl. Insolvenzverwaltung zur Folge hatte.

Warum kam es zu diesem Wettlauf?

Da es in Europa kein einheitliches materielles Insolvenzrecht gibt, führt die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens in einem Land auch zur Anwendung von dessen Insolvenzrecht (*lex fori concursus*).

In diesem Fall bestehen erhebliche Unterschiede zwischen Deutschland und den Niederlanden mit erheblichen rechtlichen und wirtschaftlichen Auswirkungen:

Nach Art. 4 Abs. 2 lit. i EulnsVO bestimmt das Recht des Staates der Verfahrenseröffnung den Rang der Forderung. Aufgrund des unterschiedlichen Insolvenzstatutes kann dieselbe Forderung unterschiedlich einzuordnen sein. So auch im vorliegenden Fall. Nach deutschem Recht ist die Forderung der BenQ Corp. nachrangig, weil eigenkapitalersetzend. In den Niederlanden gibt es entsprechende Regelungen nicht, mit der Konsequenz, dass auch die BenQ Corp. neben der BenQ OHG als Gläubigerin befriedigt worden wäre. Das Insolvenzstatut macht somit für beide Gläubiger, OHG und Corp., einen beträchtlichen finanziellen Unterschied.

Für die BenQ OHG bzw. deren Insolvenzverwalter bestanden neben dem wirtschaftlichen Vorteil auch praktische Bedürfnisse nach einem Verfahren in München. Vor allem die Möglichkeit einer engen Zusammenarbeit mit einem ortsnahen Verwalterkollegen, insbesondere im Rahmen des Forderungseinzuges gegen Tochtergesellschaften, die von der OHG beliefert worden waren, ist hier zu nennen.

Es darf auch nicht übersehen werden, dass der unterschiedliche Rang von Forderungen zu einer unterschiedlichen Interessenlage bei den Verwaltern und unterschiedlichen Haftungsrisiken führen kann. Das birgt Konfliktpotenzial, obwohl die Verwalter dieselbe Gesellschaft abwickeln.

Mit dem Vorliegen von zwei Insolvenzanträgen an den Gerichten Amsterdam und München und der Anordnung zweier vorläufiger Verfahren entstanden sofort Meinungsverschiedenheiten.

Im Wesentlichen ging es um vier Fragen, nämlich:

- 1.) Wo liegt der COMI?
- 2.) Ist die in Deutschland zeitlich spätere Anordnung der vorläufigen Verwaltung einzustellen?
- 3.) Sperrt das vorläufige Verfahren in Holland die Eröffnung eines deutschen Hauptverfahrens?
- 4.) Kann in Deutschland ein Sekundärverfahren eröffnet werden?

Auf die sich daran anschließenden umfangreichen rechtlichen Auseinandersetzungen möchte ich an dieser Stelle nicht weiter eingehen (siehe etwa Paulus EWiR 2007, 143). Im Ergebnis wurde in Holland ein Hauptverfahren und in Deutschland ein Sekundärverfahren eröffnet.

Festzuhalten ist, dass die Feststellung des COMI im Einzelfall sehr schwierig und streitträchtig ist. Bei allem Bedürfnis, grundsätzliche Fragen zu klären, muss stets das Interesse der Gläubiger im Auge behalten werden.

2. Folgen der Aufteilung zwischen Haupt- und Sekundärinsolvenzverfahren

Im Hauptinsolvenzverfahren in Holland wird derzeit die Liquidation der Tochtergesellschaften begleitet. Liquidationserlöse werden dort realisiert.

Im Sekundärinsolvenzverfahren geht es im Wesentlichen um alles, was mit den in Deutschland belegenen Konten zu tun hat.

- a) Übernahme der Guthaben
- b) Klärung des rechtlichen Schicksals der von einer deutschen Bank gestellten Bürgschaften
- c) Klärung der Finanzabflüsse in der Vergangenheit

3. Insolvenzanfechtung im Sekundärverfahren

Zu den hauptsächlichen Aufgaben dieses Sekundärverfahrens wird die Geltendmachung von Insolvenzanfechtungsansprüchen gehören, da sich die potenziell anfechtbaren Vermögensschmälerungen auf in Deutschland belegene Konten der Schuldnerin ausgewirkt haben.

Anhand einiger Denkanstöße möchte ich aufzeigen, auf welche Probleme ich gestoßen bin:

Gemäß Art. 18 Abs. 2 Satz 2 EulnsVO kann der Sekundärverwalter eine den Interessen der Gläubiger dienende Anfechtungsklage erheben. Nach wohl herrschender Mei-

nung kann der Sekundärverwalter diejenigen Rechtshandlungen anfechten, die das vom Sekundärverfahren erfasste Vermögen geschmälert haben. Es ist also darauf abzustellen, ob die Rechtshandlung einen Gegenstand betraf, der zum Zeitpunkt der Vornahme der Rechtshandlung gemäß Art. 2 lit. g EulnsVO im Staate der Eröffnung des Sekundärverfahrens belegen war.

Die Praxis hat aber gezeigt, dass viele Detailfragen ungelöst sind.

Sind Überweisungen von Konten der Holding von einer in Deutschland gelegenen Bank (Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen) erfolgt, so ist es Sache des Sekundärverwalters, die Anfechtung durchzuführen. Dies deshalb, weil vor Ausführung der entsprechenden Überweisung die Forderung auf Auszahlung des Guthabens gegen die Bank in Deutschland belegen war. Anders wäre der Fall zu beurteilen, wenn die Überweisung von Konten der Holding bei Banken, die den Mittelpunkt ihrer wirtschaftlichen Interessen bzw. ihren Sitz außerhalb von Deutschland haben, erfolgt wären. In diesem Fall wäre der Hauptinsolvenzverwalter für die Anfechtung zuständig.

Außerdem wurden Sachverhalte festgestellt, die im Falle einer erfolgreichen Anfechtung durch den Sekundärverwalter Regressansprüche im Hauptverfahren gefährden würden (und umgekehrt). Eine Zwickmühle, die nur durch Kooperation zu lösen sein wird, gilt es doch einen Wettlauf der Verwalter zu vermeiden.

Zum Abschluss noch einige allgemeine Anmerkungen zum internationalen Anfechtungsrecht: Für den Verwalter hochproblematisch kann die Frage nach der internationalen Zuständigkeit für Anfechtungsklagen sein. Nachdem

	1.10.2005	29.9.2006	27.12.2006	29.12.2006	1.1.2007
Siemens Mobile-Sparte					
	Übernahme der Mobile-Sparte durch BenQ Corp. „Carve Out“	Insolvenzantrag der BenQ OHG* in München; Anordnung vorl. Insolvenzverwaltung	Eigeninsolvenzantrag der BenQ Holding** in Amsterdam; Gewährung von Zahlungsaufschub mit vorläufigem Verwalter („surseance van betaling“ mit „bewindvoerder“)	Insolvenzantrag gegen die BenQ Holding durch die Gläubigerin BenQ OHG in München; Anordnung vorl. Insolvenzverwaltung	Eröffnung des Insolvenzverfahrens BenQ OHG
	<p>* BenQ Mobile GmbH & Co. OHG (oben „BenQ OHG“)</p> <p>** BenQ Mobile Holding B.V. (oben „BenQ Holding“)</p>				

der BGH (Az. IX ZR 39/06) dies dem EuGH zur Entscheidung vorgelegt hat, ist diese Frage anders als bisher offen (bis zur EuGH-Vorlage hat der BGH das nationale Zuständigkeitsrecht angewendet). Wo also soll der Insolvenzverwalter klagen? An allen denkbaren Gerichtsständen? An nur einem? Im ersten Fall besteht das Risiko, dass eine – oder: worst case alle – der Klagen unzulässig ist (sind), weil das Gericht international unzuständig ist oder weil anderweitige Rechtshängigkeit eingewendet wird. Besonders misslich wird es, wenn das eigentlich international zuständige Gericht die Klage als unzulässig abweist, weil dieselbe Sache kurz vorher bei einem anderen, aber international unzuständigen Gericht anhängig gemacht wurde. Es droht dann insgesamt eine Klageabweisung mit der Folge, dass die Frist des § 146 InsO im schlimmsten Fall ungenutzt abläuft.

Wird dagegen nur Klage an einem Gerichtsstand erhoben, geht der Insolvenzverwalter das Risiko ein, dass die Klage unzulässig ist.

Eine baldige Klärung dieser Frage durch den EuGH ist dringend erforderlich.

Man stelle sich darüber hinaus nur einmal vor, der deutsche Sekundärverwalter muss im Ausland, da ein inländischer Gerichtsstand nicht eröffnet ist, einen Anspruch auf Grundlage des § 133 InsO einklagen. Das ist selbst vor inländischen Gerichten nicht einfach. Im Ausland dürfte eine solche Klage einem Roulettespiel gleich kommen.

Eng verknüpft mit dem Problem der internationalen Zuständigkeit ist die Frage des anwendbaren Insolvenzrechts. Solange wir uns im Geltungsbereich der EulnsVO bewegen, ist dies geregelt, es gilt das Recht des Eröffnungs-

staates, Art. 4 Abs. 2 lit. m. Wenn ich als Sekundärverwalter anfechte, gilt deutsches Insolvenzanfechtungsrecht, wenn der Hauptverwalter dagegen anfecht, niederländisches.

Darüber hinaus ist Art. 13 EulnsVO zu beachten. Danach ist es dem Anfechtungsgegner unbenommen zu beweisen, dass für die anfechtbare Handlung das Recht eines anderen Mitgliedsstaates maßgeblich ist und dass die Handlung in keiner Weise nach diesem Recht angreifbar ist. Dies führt im Ergebnis zur Anwendung der anfechtungsfeindlichsten Rechtsordnung (Kodek/Reisch, ZIK 2006, Nr. 239, 182 ff).

In Zukunft muss sicherlich auch die Frage geklärt werden, welche Auswirkungen die Eröffnung eines Sekundärverfahrens auf eine bereits anhängige Anfechtungsklage des Hauptverwalters hat, wenn der Anspruch in die Sekundärmasse fällt. Wie dargelegt, kommt es mit Eröffnung des Sekundärverfahrens zu einem Statutenwechsel. Die Anfechtungsmöglichkeiten können im Sekundärverfahren günstiger oder ungünstiger sein (Kodek/Reisch a.a.O.).

Fazit siehe Seite 38

Weitere Informationen:

Axel Bierbach
Rechtsanwalt
Rechtsanwälte Müller-Heydenreich,
Beutler & Kollegen
Schwanthalerstr. 32
D-80336 München

Telefon 089 545 111 25
Telefax 089 545 114 44
E-Mail axel.bierbach@mhbkc.de



	31.1.2007	5.2.2007	21.2.2007	28.2.2007	7.3.2007
der	Eröffnung des Hauptinsolvenzverfahrens der BenQ Holding in Amsterdam; Bestellung eines niederländischen Hauptinsolvenzverwalters	Eröffnung des Sekundärinsolvenzverfahrens der BenQ Holding in München; Bestellung RA Bierbach zum Sekundärinsolvenzverwalter	a) Sofortige Beschwerde gegen die Eröffnung des Sekundärinsolvenzverfahrens in München durch die BenQ Holding; b) Einspruch des Insolvenzverwalters der BenQ OHG gegen die Eröffnung des Hauptinsolvenzverfahrens in Holland	Abweisung des Einspruches des Insolvenzverwalters der BenQ OHG gegen die Eröffnung des Hauptinsolvenzverfahrens in Holland	Einigung des Hauptinsolvenzverwalters der BenQ Holding und des Insolvenzverwalters der BenQ OHG über die Aufteilung in Hauptinsolvenzverfahren in Holland und Sekundärinsolvenzverfahren in München; Rücknahme der sofortigen Beschwerde gegen die Eröffnung des Sekundärinsolvenzverfahrens

Fazit:

Aus dem Verfahrensablauf und der Interessenlage in diesem Verfahren kann man Folgendes lernen:

- a) Bei grenzüberschreitenden Insolvenzfällen bestehen deutlich bessere Chancen für die Eröffnung eines Hauptinsolvenzverfahrens dort, wo zuerst ein Insolvenzantrag gestellt wird.
- b) Da bei Großverfahren i. d. R. die Geschäftsführer in Abstimmung und im Einfluss der Gesellschafter Eigenanträge stellen, versuchen diese bisweilen die örtliche Zuständigkeit in ihrem Interesse zu wählen und zu gestalten.
- c) Wenn ein Gläubiger hierfür Anhaltspunkte hat, ist ihm zu raten, der Geschäftsführung durch einen Insolvenzantrag am seines Erachtens zuständigen Gericht zuvorzukommen.
- d) Solange das europäische Insolvenzrecht nicht harmonisiert ist (ein Beispiel zu den Auswirkungen wurde oben geschildert), sollten Gläubiger im eigenen Interesse überprüfen, wo ein Insolvenzantrag gestellt wird.
- e) Nach bereits gestelltem Insolvenzantrag im Ausland ist dem Gläubiger oder dem Management jedenfalls zu raten, schnellstmöglich einen Antrag im Inland zu stellen und die zügige Sicherung von inländischen Vermögenswerten anzuregen. Hätte im BenQ Verfahren die OHG nicht zwei Tage nach dem Antrag in den Niederlanden reagiert und wäre nicht in München sofort eine vorläufige Verwaltung angeordnet worden, wären vermutlich auf Grund des Universalitätsprinzips die Bankguthaben vom niederländischen Verwalter nach Holland gezogen worden. Im Sekundärverfahren wäre keine Masse mehr vorhanden gewesen.
- f) Schnelligkeit ist daher ein ganz maßgeblicher Faktor in grenzüberschreitenden Fällen.
- g) Das Stellen eines Insolvenzantrages am unzuständigen Gericht führt zwangsläufig zu erheblichen Auseinandersetzungen auch zwischen den jeweils eingesetzten Verwaltern. Dies ist einer geordneten bestmöglichen Verfahrensabwicklung im Gläubigerinteresse nicht dienlich. Hier kann auf die erheblich heftiger geführten Auseinandersetzungen in anderen grenzüberschreitenden Insolvenzfällen, die letztlich erst vom EuGH entschieden wurden, verwiesen werden.
- h) Aufgrund der vielen ungeklärten Fragen kann den beteiligten Verwaltern nur dringend geraten werden, zu kooperieren.

Kriterien zur Beurteilung von Kaufinteressenten in Insolvenzfällen

von Dr. Martin Prager

Insolvenzverwalter sind in erster Linie Krisenmanager und verstehen sich in gewisser Weise als Rettungssanitäter für in Not geratene Unternehmen. Noch während sie versuchen, den Betrieb zu sanieren, startet bereits die Suche nach möglichen Investoren, die das Geschäft weiterführen können. Das gebietet nicht nur die Verantwortung gegenüber den betroffenen Mitarbeitern, son-

dern auch das Interesse der Gläubiger, denn: Fortführungswerte liegen fast immer über dem Wert, den der Insolvenzverwalter bei einer Zerschlagung des Unternehmens erzielen kann.

Dabei benötigen sie klare Kriterien zur Beurteilung der Interessenten und eine gute Portion Menschenkenntnis. Denn mit der Auswahl des richtigen Investors steht und fällt der Erfolg für Mitarbeiter und Gläubiger.

Insolvenzverfahren stehen in der Regel unter enormem Zeitdruck und erfordern schnelle Entscheidungen. Denn nicht nur will der Insolvenzverwalter das Unternehmen schnellstmöglich in neue Hände geben, auch innerhalb der betroffenen Firma kehrt auf diese Weise rasch Ruhe ein und das laufende Geschäft kann unter neuen Vorzeichen fortgeführt werden.

Die Sanierung des Betriebs und die Vorbereitungen zum Verkauf gehen

meist Hand in Hand, daher sondiert ein Insolvenzverwalter frühzeitig, welche Investoren für ein insolventes Unternehmen in Frage kommen. Oftmals variieren die Zielsetzungen der Interessenten beträchtlich – nicht immer zum Wohl des anvertrauten Betriebes und seiner Mitarbeiter.

Grundsätzlich lassen sich zwei Investorengruppen unterscheiden. Da gibt es Brancheninvestoren, die so genannten strategischen Investoren, die über eine profunde Marktexpertise verfügen und am ehesten in der Lage sind, einen Mitbewerber aus der Krise heraus wieder auf Spur zu bringen – etwa durch die Weitergabe eigener Aufträge und das Einbringen von Kontakten und Know-how. Die zweite Gruppe sind Finanzinvestoren, die sich wiederum in zwei Untergruppen untergliedern lassen: Zum einen kann es sich um spezialisierte Investoren handeln, die über ein entsprechendes Portfolio eigener Unternehmen aus der Branche des Insolvenzschuldners verfügen oder zumindest relevante Erfahrung haben. Zum anderen können es Finanzinvestoren sein, die auf Restrukturierungsfälle spezialisiert sind.

Alle Investoren-Gruppen eint das Ziel, den Kaufpreis möglichst zu mindern. Brancheninsider sind naturgemäß mit den potenziellen Fallstricken und Risiken einer Branche besonders vertraut und haben daher häufig die besten Argumente, den Kaufpreis herunterzuhandeln. Anders natürlich der Insolvenzverwalter: Er muss im Interesse der betroffenen Gläubiger des Unternehmens versuchen, den Kaufpreis zu maximieren. Allerdings hat er zugleich Verantwortung gegenüber den betroffenen Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten des Betriebs, das heißt: Ein seriöser Verwalter wird stets versuchen, eine langfristig tragfähige Lösung für das ihm anvertraute Unternehmen zu finden.

Mit Unsicherheit umgehen können

Ein Insolvenzverwalter ist im Auge seiner Geschäftspartner ein unsicherer Kantonist. Niemand weiß genau, wie lang dieser das Unternehmen weiterführen kann, ohne zusätzliche Verluste zu produzieren, bzw. wann der Betrieb dicht gemacht werden muss. Schwierig wird es besonders im Fall von Investitionsgüterproduzenten, wie etwa Maschinen- und Anlagenbauern. Hier reagieren die Kunden besonders sensibel und stoppen nicht selten alle Aufträge, denn sie können nicht absehen, ob ihre neu erworbene Anlage auch noch Jahre später Ersatzteile bekommt. Etwas einfacher ist die Fortführung in der Insolvenz hingegen in Branchen, die laufend Liquidität generieren, wie etwa Konsumgüterproduzenten.

Während ausbleibende Aufträge einen unausweichlichen Teufelskreis in Gang setzen, besteht die Aufgabe eines Insolvenzverwalters eben darin, Kunden und Lieferanten, aber auch die Mitarbeiter „bei der Stange“ zu halten und nach einer langfristigen Lösung zu suchen. Das Ganze naturgemäß in einem prekären Umfeld voller Fragezeichen. Soviel Informationen der Verwalter auch binnen kurzer Zeit sammelt, um alle Schwachstellen, aber auch Potenziale aufzudecken: Mit dem Faktor Unsicherheit muss er leben – vor allem aber muss auch der potenzielle Investor damit leben und damit umgehen können. Das setzt voraus, dass er Erfahrung hat und in der Lage ist, Wichtiges von Unwichtigem zu unterscheiden – was bei weitem einfacher klingt, als es ist.

Offen kommunizieren und schnell entscheiden

Hier ist Offenheit auf beiden Seiten gefragt: Der Insolvenzverwalter ist

gut beraten, dem Interessenten genau darzulegen, was er weiß und was er nicht weiß. Umgekehrt muss auch der Investor mit offenen Karten spielen. Denn für den Verwalter ist es von enormer Bedeutung, die Motivation des Kaufinteressenten zu kennen und zu eruieren, welche Prioritäten er hat. Generell gilt: Je klarer diese formuliert sind, desto eher kann die Sanierung und Neustrukturierung des Unternehmens auf die Ziele des Käufers maßgeschneidert werden.

Einen insolventen Einzelhändler beispielsweise haben wir an einen Brancheninvestor verkauft, der spezielles Interesse an den Betriebsstandorten des Unternehmens bekundete. Während für 12 der ehemals 38 Standorte keine Hoffnung mehr bestand, konnten auf diese Weise immerhin 20 Niederlassungen erhalten und in das Vertriebsnetz des Käufers integriert werden. Wären die Prioritäten des Käufers nicht klar gewesen, hätten wir aber möglicherweise die für ihn unpassenden Standorte aufrecht erhalten und damit die Weichen falsch gestellt.

In jedem Fall braucht der Insolvenzverwalter angesichts des bestehenden Zeitdrucks Partner, die schnell entscheiden können. Gesprächspartner aus mittleren Führungsebenen von Konzernen, die sich stets erst rückversichern müssen, sind vor diesem Hintergrund nicht gerade die erste Wahl. Lieber ein schnelles und klares NEIN, als eine „never ending story“.

Verkaufsverhandlungen sind freilich stets eine Gradwanderung, denn der Verwalter muss den optimalen Kandidaten herausfinden, gleichzeitig aber das Interesse bei weiteren Aspiranten solange wie möglich aufrecht erhalten, falls der Idealkandidat wieder abspringt. Das führt mitunter

auch zu echten Hängepartien, wie beispielsweise bei BenQ Mobile:

Während große und potente Kaufinteressenten – unter ihnen sowohl Branchenunternehmen als auch Finanzinvestoren – sich binnen weniger Wochen gegen einen Einstieg im Unternehmen entschieden hatten, brauchte eine Handvoll weiterer Interessenten mehrere Monate, um schließlich festzustellen, dass dieser „Brocken“ doch zu groß für sie war. Auch wenn Erfahrung und „Bauchgefühl“ den Verwalter frühzeitig skeptisch werden lassen: Er hat die Pflicht, jedem Interessenten offen zu begegnen und seine Unterstützung anzubieten, auch wenn dies viel Zeit kostet. Und schließlich gilt auch hier, dass der Verwalter weiß, was er alles nicht weiß. Folglich stirbt auch bei ihm mitunter die Hoffnung zuletzt.

Finanzkraft als „conditio sine qua non“

Auch die Finanzkraft des potenziellen Käufers stellt ein gewichtiges Auswahlkriterium für einen Insolvenzverwalter dar. Selbstverständlich kann man bei manchen Geldgebern die monetäre Potenz schlichtweg unterstellen, vor allem, wenn es sich um große Branchen-Player oder namhafte Private-Equity-Fonds handelt. Generell gilt folgende Faustregel: Je kleiner der potenzielle Interessent und je geringer sein Bekanntheitsgrad, desto wichtiger werden konkrete Vermögensnachweise.

Häufig können „Glücksritter“ bereits über die angeblich finanzierende Bank zu Fall gebracht werden. Darüber hinaus ist der Insolvenzverwalter gut beraten, selbst den einen oder anderen Testballon steigen zu lassen, um die Glaubhaftigkeit und die Zuverlässigkeit eines Interessenten zu überprüfen – beispielsweise durch Anrufe bei

dessen Geschäftspartnern. Bei BenQ Mobile etwa gab es keinen Mangel an dubiosen Interessenten. Beispielsweise ein Verluste schreibendes US-Unternehmen, das an der Börse gerade mal mit vier Millionen Dollar bewertet wurde, aber öffentlich erklärte, bis zu 1.700 ehemalige BenQ-Mobile-Mitarbeiter übernehmen zu wollen. Womit auch gleich noch ein weiteres Kriterium angesprochen wäre:

Diskretion ist nicht nur eine Frage des Stils

Seriöse Kaufinteressenten legen Wert auf Diskretion. Im Fall BenQ Mobile versuchten einige Interessenten stattdessen, über öffentliche Erklärungen zu angeblich rettenden Arbeitsplätzen Druck auf den Insolvenzverwalter auszuüben. Leider führt das bisweilen hektische Nachrichtengeschäft dazu, dass entsprechende Äußerungen auch von dem einen oder anderen Medium übernommen werden und prompt falsche Erwartungen wecken. Das muss ein Insolvenzverwalter aushalten können. Immerhin hat man dann schon mal eine Ahnung, mit welcher Sorte von Interessent man es zu tun hat. Und seriöse Pressevertreter merken meist auch schnell, wenn sie instrumentalisiert werden.

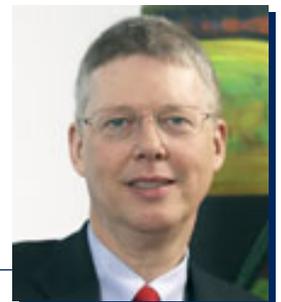
Eine Frage des Zutrauens

Nicht zu unterschätzen ist in diesem Kontext auch das „Bauchgefühl“ des Insolvenzverwalters. Die Kernfrage lautet: Traue ich dem Investor zu, dass er das Unternehmen dauerhaft weiterführt? Das Ethos unseres Berufsstandes besteht darin, für die uns anvertrauten Unternehmen die bestmögliche Lösung zu finden. Das rechnet sich im Übrigen auch für die Gläubiger, denn es besteht durchaus die Möglichkeit, im Erfolgsfall später noch einen Preiszuschlag zu vereinbaren.

Im Fall eines insolventen Anlagebauers etwa mussten wir besagte Kernfrage mit Nein beantworten, obwohl der betreffende Finanzinvestor eigentlich alles richtig gemacht hatte. Er kontaktierte uns frühzeitig, führte eine professionelle „Due Diligence“ durch, hatte nachvollziehbare und klar kommunizierte Ziele und konnte auch ohne Umschweife einen passenden Kaufpreis nennen. Doch das jugendliche Alter des Interessenten und die entsprechend geringe Erfahrung sprachen gegen ihn. So ging der Zuschlag stattdessen an ein namhaftes Familienunternehmen aus der Branche, mit dem der Insolvenzschuldner ohnehin seit Jahren Geschäftsbeziehungen pflegte.

Die Kunden müssen mitspielen

Womit auch bereits der letzte relevante Aspekt erwähnt wäre: Der Investor muss mit den wichtigsten Kunden des Unternehmens „kompatibel“ sein. Massive Vorbehalte wichtiger Kunden gegen einen Käufer sind in jedem Fall ein Deal-Killer. Umgekehrt kommt es immer wieder vor, dass Kunden den Insolvenzschuldner sogar unter die Arme greifen und ihnen den Zugang zu potenziellen Käufern eröffnen.



Weitere

Informationen:

Dr. Martin Prager
PLUTA Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
Barthstr. 16
D-80339 München

Telefon 089 858 963 3
Fax 089 858 963 50
E-Mail muenchen@pluta.net

Cash-Pooling in mittelständischen Konzernen

Rechtsklarheit zur Innenfinanzierung in wirtschaftlichen Schieflagen durch das MoMiG?

von Dr. Klaus Matzen

Betriebswirtschaftlich sinnvoll und geradezu notwendig pflegen Konzerne in der Regel einen internen Liquiditätsverbund, das so genannte Cash-Pooling. Die tagesgenaue Liquiditätsbetrachtung außerhalb der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung ist gerade in mittelständischen Konzernen zur Unternehmenssteuerung und Planung, insbesondere zum Zwecke von Auftragsvorfinanzierungen, unerlässlich. Unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten korreliert diese Konzerninnenfinanzierung für die sorgfältig handelnde Geschäftsleitung (vgl. § 43 GmbHG, § 93 AktG) unmittelbar mit der Verpflichtung zur Kapitalerhaltung und zwar sowohl bei der Muttergesellschaft als auch bei den Konzerntöchtern.

Befinden sich Konzerngesellschaften in wirtschaftlicher Schieflage, so werden in der zivil- und strafrechtlichen Rechtsprechung und de lege lata durch den Referententwurf zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) strenge Anforderungen an die Erhaltung des Stammkapitals und die Haftung der Geschäftsleitung gestellt.

Zukünftig wird der Schutzbereich des § 64 GmbHG dahingehend ausgeweitet, dass der Abzug von Vermögenswerten, welche die Gesellschaft bei objektiver Betrachtung zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten benötigt, die Schadensersatzpflicht des Geschäftsführers auslöst.

1. Zur Erinnerung: „Bremer Vulkan“ – Entscheidung des Bundesgerichtshofs

Die Bremer Vulkan Verbund AG unterhielt einen Liquiditätsverbund mit ihrer Tochtergesellschaft in Wismar, der MTW Schiffswerft GmbH. Die MTW erhielt u. a. Investitionsbeihilfen in Höhe von DM 194 Mio. auf ihr Geschäftskonto gezahlt. Diese Beihilfen wurden quasi über Nacht im Rahmen des Liquiditätsverbundes von dem Unterkonto der MTW auf das Hauptkonto der Bremer Vulkan geleitet, um diese wirtschaftlich ange-

schlagene Muttergesellschaft mit „frischer“ Liquidität zu versorgen.

Der Bundesgerichtshof urteilte in seiner Entscheidung vom 17.09.2001, dass jedenfalls dann, wenn der Alleingesellschafter die von ihm abhängige GmbH dazu veranlasst, ihre liquiden Mittel in einen von ihm beherrschten konzernierten Liquiditätsverbund einzubringen, ihn die Verpflichtung trifft, bei Dispositionen über ihr Vermögen auf ihr Eigeninteresse an der Aufrechterhaltung ihrer Fähigkeit, ihren Verbindlichkeiten nachzukommen, angemessene Rücksicht zu nehmen und ihre Existenz nicht zu gefährden. Sollte der Alleingesellschafter dieser Verpflichtung nicht nachkommen, so kann er sich eines Treubruchs im Sinne des § 266 StGB schuldig machen.

Der Bundesgerichtshof hat in dieser Entscheidung erstmals deutlich gemacht, dass die betriebswirtschaftlich gebotene Verwendung eines Liquiditätsverbundes rechtlich jeweils unter einer Stichtagsbetrachtung zur ein- oder wechselseitigen Gewährung von Darlehen führt.

Das Gebot der angemessenen Rücksichtnahme im Konzern und das Verbot der Existenzgefährdung zog sich fortan durch die Rechtsprechung zur Haftung im konzerninternen Liquiditätsverbund.

2. Zur Haftungsverschärfung: „November-Entscheidung“ des Bundesgerichtshofs

In seiner wegweisenden Entscheidung vom 24.11.2003 (Az: II ZR 171/01) hat der BGH Darlehen an Gesellschafter, die nicht aus Rücklagen oder Gewinnvorträgen, sondern zu Lasten gebundenen Vermögens erfolgen, auch dann grundsätzlich als verbotene Auszahlung von Gesellschaftsvermögen bewertet, wenn der Gegenanspruch, nämlich der Rückzahlungsanspruch gegen den Gesellschafter, werthaltig ist.

Gleichzeitig hat der BGH in einem obiter dictum jedoch angedeutet, dass die Vergabe von Darlehen aus gebundenem Vermögen unter bestimmten engen Voraussetzungen zulässig sein kann. Dies sollte insbesondere dann der Fall sein, wenn die Darlehensvergabe im Interesse der Gesellschaft liegt, die Darlehensbedingungen dem Drittvergleich standhalten und die Kreditwürdigkeit des Gesellschafters selbst bei Anlegung strengster Maßstäbe außerhalb jeden vernünftigen Zweifels steht oder die Rückzahlung des Darlehens durch werthaltige Sicherheiten voll gewährleistet ist.

Die Entscheidung des BGH hat im Mittelstand zu großer Verunsicherung über die rechtliche Zulässigkeit der Gewährung von Darlehen (sog. „up- oder down stream loans“) innerhalb von Cash-Pool-Systemen geführt. Bis zu diesem Urteil galten derartige Darlehen im Allgemeinen als unbedenklich, wenn der Rückzahlungsanspruch gegen die Konzernmutter vollwertig und die Darlehensbedingungen marktüblich waren.

3. Zur Klarstellung? Neufassung des § 30 GmbHG durch das MoMiG

Das Bundesjustizministerium hat am 29.05.2006 den Referentenentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) den Bundesressorts zur Stellungnahme zugeleitet. Der Regierungsentwurf wurde am 23.05.2007 verabschiedet. Das Inkrafttreten des Gesetzes ist für Mitte 2008 geplant.

Ziel des Referentenentwurfes ist es, die Rechtsform der GmbH für den deutschen Mittelstand attraktiver zu machen und so den Wirtschaftsstandort Deutschland zu stärken.

Neben einer Reihe von Änderungen, welche vor allem die GmbH-Gründung erleichtern und beschleunigen sollen, enthält der Referentenentwurf auch eine Regelung zur Erleichterung des Betriebs von Cash-Pool-Systemen.

§ 30 Abs. 1 GmbHG, der die Rückzahlung von Stammkapital an die Gesellschafter verbietet, soll eine zusätzliche Regelung erhalten. Hiernach soll das Kapitalerhaltungsgebot nicht bei Leistungen gelten, die zwischen den Vertragsteilen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (§ 291 AktG) erfolgen oder die durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch gegen den Gesellschafter gedeckt sind.

a.) Rückkehr zur bilanziellen Betrachtung bei der Darlehensvergabe

Mit der Neuregelung reagiert der Gesetzgeber auf die oben dargestellte November-Entscheidung des BGH. Der Referentenentwurf sieht gegenüber der BGH-Entscheidung eine Erleichterung für die Gewährung von Darlehen im Konzern vor. Der Gesetzgeber hat erkannt, dass die Anwendung der Kapitalerhaltungsregeln auf das Cash-Pooling abhängig von ihrer Interpretation national wie international tätige Konzerne vor erhebliche praktische Schwierigkeiten stellen kann. Die November-Entscheidung hat in diesem Zusammenhang zu erheblicher Rechtsunsicherheit in der Praxis geführt.

Das MoMiG stellt sich ausdrücklich gegen die in der November-Entscheidung genannten Grundsätze, nach denen im synallagmatischen Verhältnis zwischen zwei Konzernunternehmen der Rückzahlungsanspruch und dessen Bewertung schlicht ausgeblendet werden, und wendet sich wieder der bilanziellen Betrachtungsweise zu, die bis zum Erlass der November-Entscheidung des BGH galt.

Die (Wieder-) Einführung des Vollwertigkeits- und Deckungsgebotes führt letztlich zu einem Aktivtausch auf der Ebene der darlehensgebenden Gesellschaft im Cash-Pool. Das Deckungsgebot soll ausweislich der Begründung des Regierungsentwurfs bedeuten, dass bei einem Austauschvertrag der Zahlungsanspruch gegen den Gesellschafter nicht nur vollwertig sein muss, sondern auch wertmäßig nach Marktwerten und nicht nach Abschreibungswerten den geleisteten Gegenstand decken muss.

b) Kapitaleinlageleistungen im Liquiditätsverbund

Die Rechtslage betreffend die Zulässigkeit von Kapitalaufbringungsmaßnahmen – also der Leistung von Kapitaleinlagen – innerhalb von Cash-Pool-Systemen bleibt auch unter Berücksichtigung des Referentenentwurfes weiterhin unsicher.

Der BGH hat in einer Grundsatzentscheidung vom 16.01.2006 (Az: II ZR 76/04) für den Fall einer Kapitalerhöhung entschieden, dass eine Einlage, auch wenn sie zunächst auf einem Sonderkonto geparkt und erst nach Eintragung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister dem Cash-Pool zugeführt wurde, als nicht geleistet anzusehen ist. Ein Sonderrecht für Cash-Pool-Systeme, bei denen die Konzerngesellschaften einen Anspruch gegen die Konzernmutter auf Ausgleich

etwaiger Debetsalden haben, hat der BGH ausdrücklich abgelehnt.

Zwar geht die Begründung des Referentenentwurfs ohne weiteres davon aus, dass die für die Kapitalerhaltung geltenden Grundsätze ohne weiteres auf die Kapitalaufbringung übertragen werden können und somit auch die Leistung von Einlagen in ein Cash-Pool-System zulässig wäre.

Diese Gleichschaltung der Zulässigkeit von aufsteigenden Darlehen und der Leistung von Einlagen innerhalb von Cash-Pool-Systemen hat aber deutliche Kritik erfahren, weil es im Rahmen der Kapitalaufbringung gerade nicht um laufende Geschäftsbeziehungen zwischen Konzerngesellschaften in Gestalt von Darlehen geht; vielmehr soll einer Gesellschaft durch die Leistung einer Einlage einmalig ein Betrag zur endgültigen Verfügung gestellt werden. Daraus wird gefolgert, dass die Leistung von Einlagen innerhalb von Cash-Pool-Systemen ohne eine ausdrückliche Legalisierung innerhalb des GmbH-Gesetzes unzulässig bleibt.

4. Fazit für die mittelständische (Innen-) Finanzierungspraxis

- a) Wenngleich der Referentenentwurf der Bundesregierung zu § 30 GmbHG zur bilanziellen Betrachtung zurückkehrt und die Vergabe vollwertig gesicherter Darlehen vom Kapitalerhaltungsverbot ausnimmt, so handelt es sich hierbei jedoch nur um eine scheinbare Erleichterung für das Cash-Pooling. Denn das Ausfallrisiko realisiert sich typischerweise erst dann, wenn der Darlehensnehmer insolvent ist. Kann das Darlehen durch Verwertung der Sicherheiten nicht realisiert werden, so ist es im Wert zu berichtigen und geeignet, das Kapital des Darlehensgebers anzugreifen.
- b) Dem Rücksichtnahmegebot und Existenzvernichtungsverbot der darlehensnehmenden Muttergesellschaft steht die verschärfte Haftung des Geschäftsführers der darlehensgebenden Tochtergesellschaft gemäß § 64 S.3 (n.F.) GmbHG, nämlich das Auszahlungsverbot bei möglicher Insolvenzgefahr, gegenüber.
- c) In der Praxis wird die Anwendung des MoMiG zu sehr strengen Anforderungen an die Besicherung von Darlehensgewährungen in Konzernen führen. Die Besicherung muss banküblich sein.
- d) Es ist zu empfehlen, die konzerninternen Cash-Pooling-Vereinbarungen, einschließlich der Sicherheitenregelungen, schriftlich zu fassen und mit einem Höchststrafen entsprechend dem Sicherheitenwert zu versehen.



Weitere Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Klaus Matzen
Dr. Matzen & Partner
Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer
Steuerberater
Neuer Wall 44
D-20354 Hamburg

Telefon 040 808 048 0
Fax 040 808 048 4
E-Mail matzen@matzen-partner.de



Die Sanierung von Immobilienobjektgesellschaften

von Dr. Volkhard Emmrich

I. Einführung

Geschlossene Immobilienfonds und Objektgesellschaften großer Einzelimmobilien werden in der Regel von einem Geflecht aus Treuhändern und Geschäftsbesorgern sowie über eine Komplementär-GmbH gemanaged, unabhängig davon, ob es sich auf der Kommanditistenseite um eine Vielzahl von Anlegern oder um einen „kommerziellen“ Kommanditisten handelt, der u. U. auch noch selbst Hauptmieter ist.

Geschäftsführer der Komplementär-GmbH, Geschäftsbesorger und Treuhänder sehen sich in der Regel als gewerbsmäßige Verwalter und sind ausgerichtet auf hoch skalierbare Prozesse, nicht jedoch auf operative Eingriffe in die Strukturen des Objekts, die Erstellung von Konzeptalternativen sowie die Bewältigung von finanziellen Krisen. Viele zum Teil in Insolvenz gegangene Immobilienfonds bestätigen dies.

Eine Insolvenz kann jedoch durchaus vermieden werden, wenn das Management der Objektgesellschaft in krisenerfahrene und sanierungserprobte Hände gelegt wird, und zwar mit organschaftlicher bzw. gesellschaftsrechtlicher Verantwortlichkeit.

Mit einem entsprechenden Austausch der Komplementär-GmbH können die Kommanditisten das Vertrauen der finanzierenden Banken zurückgewinnen und mit ihnen gemeinsam Zukunftskonzepte für den Fond oder die Einzelimmobilie entwickeln.

Dies erfolgt in grundsätzlicher Analogie zur Erstellung eines Sanierungskonzeptes bei Unternehmen und umfasst alle notwendigen Aussagen zur Sanierungsfähigkeit sowie zur Sanierungswürdigkeit.

II. Ausgangslage

Im speziellen Fall handelt es sich um eine Objektgesellschaft mit nur einer Immobilie, einer Gesamtfläche von ca. 75.000 qm, gegliedert in Büro-, Produktions- und Lagerflächen in Stadtrandlage mit guter Anbindung und Infrastruktur.

Der Kommanditist ist gleichzeitig Hauptmieter und bewirtschaftet die Immobilie wie sein Eigentum, benötigt jedoch aus betrieblichen Gründen die angemieteten Flächen künftig nicht mehr in vollem Umfang.

Der Mietvertrag mit diesem Hauptmieter ist befristet. 12 Monate vor Vertragsende verschafft sich das Management der Komplementär-GmbH keinen exakten Überblick über ein mögliches Neuanmieten von Teilflä-

chen durch den Hauptmieter. Der Wirtschaftsprüfer tut sich schwer mit dem Ausblick und testiert nicht, daraufhin fordert das Management von den finanzierenden Banken einen Rangrücktritt zur Vermeidung von Überschuldung und droht zudem mit Antragsstellung wegen drohender Zahlungsunfähigkeit.

Im Interesse des Werterhalts der ausgereichten Kredite sowie der Objektgesellschaft selbst, war es dringend erforderlich ein professionelles Sanierungsmanagement zu implementieren, ein straffes Liquiditätsmanagement einzuführen, mit dem bisherigen Hauptmieter über die Fortsetzung des Mietverhältnisses zu verhandeln und ein Konzept über die Verwertung der Leerstände zu erstellen.

III. Lösungsansatz

Als Basis für eine strukturell und operativ zielführende Lösung des Problems wurde eine Fortführungsprognose erstellt, die im „klassischen“ Sinn auf der Grundlage einer Worst-Case-Planung alle liquiditäts- und ka-

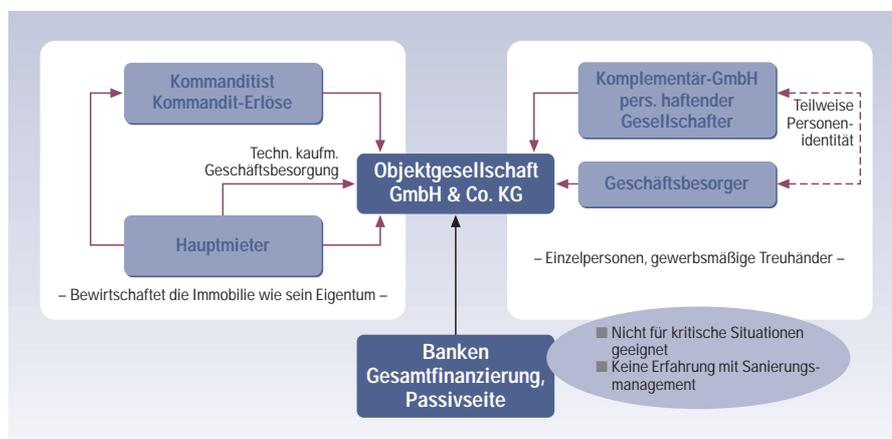


Abb. 1: Ausgangssituation verwaltendes Management

pitalseitigen Effekte transparent macht und die Potenziale zur Reduzierung von ausgabenwirksamen Kosten aufzeigt. Parallel dazu wurde eine insolvenzrechtliche Prüfung durchgeführt, um dem Geschäftsführer der Komplementär-GmbH Klarheit über seine persönliche Risikoposition zu verschaffen.

Mit Vorlage der äußerst kurzfristig durchgeführten Fortführungsprognose war klar, dass die Kapaldienstfähigkeit für zumindest 15 Monate gesichert ist und somit ausreichend Zeit für die Erstellung alternativer Nutzungskonzepte und die Anpassung der Immobilie an eine Teilvermietung gegeben ist.

Um Behinderungen und Unverständnis von Seiten der Verwaltung, Geschäftsbesorger und Treuhänder auszuschalten, wurde die Komplementär-GmbH als Ganzes ausgetauscht und damit das gesamte dahinterliegende Netzwerk gekappt.

Zum Geschäftsführer der neuen Komplementär-GmbH wurde ein sanierungserfahrener CRO bestellt, der seiner Tätigkeit im Rahmen eines Geschäftsbesorgungsvertrages mit der PMC GmbH – einer auf derartige Fälle spezialisierten Gesellschaft – nachgeht.

Gesellschafter der neuen Komplementär-GmbH ist wiederum eine Objektgesellschaft, deren Anteile „fremdnützig“ von der Rechtsanwalts-Gesellschaft Schultze & Braun gehalten werden.

Die Rechte und Pflichten des Geschäftsführers gemäß Geschäftsbesorgungsvertrag sind in hohem Maße aus dem Sanierungskonzept von Dr. Wieselhuber & Partner abgeleitet, das Going-Concern der Banken erfolgte auf der Basis eines monatlichen Reportings hinsichtlich wirt-

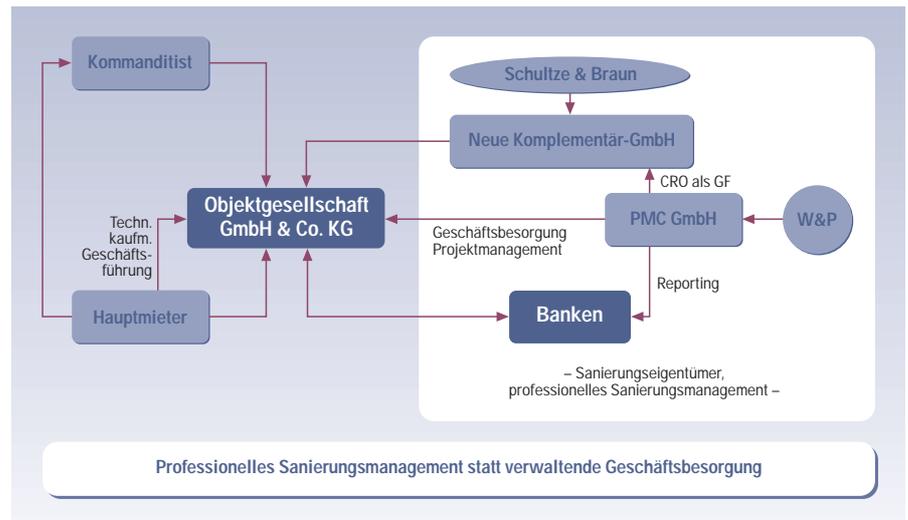


Abb. 2: Strukturaustausch und Professionalisierung

schaftlicher Situation, dem Erfüllen der Vorgaben des Geschäftsbesorgungsvertrages sowie der Umsetzung geeigneter Maßnahmen.

Mit der neuen Konstruktion standen jetzt Umsetzung und Weiterentwicklung des Sanierungskonzeptes im absoluten Vordergrund. Der neue Geschäftsführer war als Mitarbeiter der PMC und im Rahmen des Geschäftsbesorgungsvertrages weit über zustimmungspflichtige Geschäfte hinaus an klare Vorgaben gebunden. Die durch Schultze & Braun wahrgenommene Gesellschafterposition sorgte für einen neutralen und faktenorientierten Gegenpart.

In der dargestellten Struktur wurde gemeinsam mit Maklern und Projektentwicklern ein standortgerechtes Nutzungskonzept erarbeitet und die dafür notwendigen technischen Anpassungen identifiziert.

Ein, wenn auch reduziertes Halten des Hauptmieters, die schnelle Erstellung eines Marketingkonzeptes und dessen kommunikative Umsetzung, die Sicherstellung der Finanzierung aller technischen Anpassungsmaßnahmen und das gezielte Angehen möglicher künftiger Mieter waren die

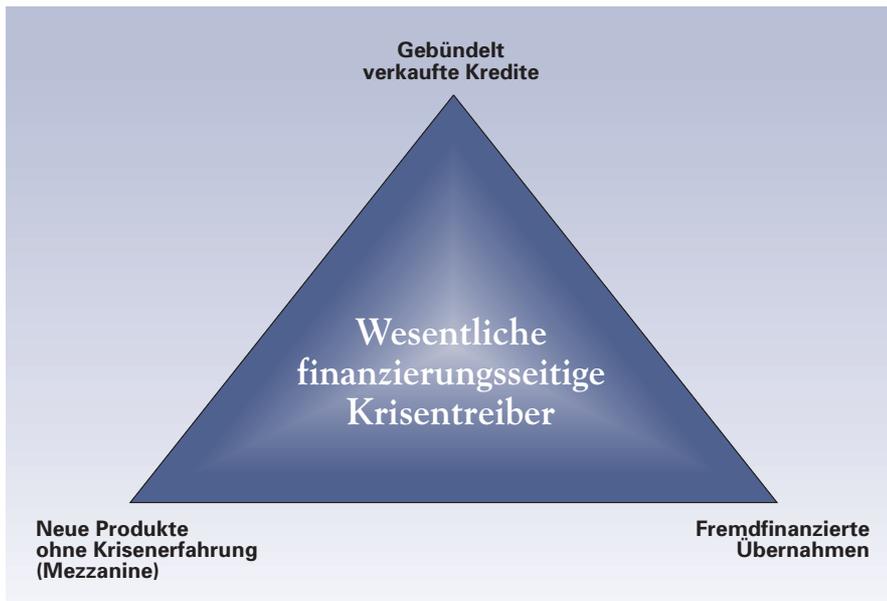
Hauptaufgabe des neuen Geschäftsführers, wobei er sich auf die Auswahl von Dienstleistern, deren Briefing und Controlling und das Zusammenführen der Einzelleistungen zu einem Gesamtkonzept beschränkte.

Dadurch konnte sichergestellt werden, dass in jedem Bereich hohe Professionalität gegeben ist, gleichzeitig aber der Blick des Sanierungskonzeptes sowie dessen Finanzierbarkeit und damit das Going-Concern der Banken in allen Phasen der Konzeption und Umsetzung Berücksichtigung fanden.

Die Immobilie wurde nicht wertmindernd breit über den Markt getragen, sondern gezielt und punktuell angeboten, was mit erhöhtem Aufwand verbunden war und es notwendig machte, in konzentrischen Kreisen um die am Standort mögliche Wertschöpfung „nach außen“ zu denken.

IV. Umsetzung und Ergebnis

Nach knapp einjähriger Tätigkeit des neuen Sanierungsmanagements konnte die Bankenstruktur grundsätzlich bereinigt und die laufende Finanzierung auf neue Beine gestellt werden.



Notwendige Erfolgsvoraussetzung ist jedoch ein homogener Bankenkreis sowie ein klares Commitment des Kommanditisten zu der dargestellten Konstruktion.

Abb. 3

Das Objekt ist hinsichtlich Haustechnik und Infrastruktur abtrenn- und abrechenbar, in Teilflächen strukturiert und kann somit an mehrere Mieter vermietet werden.

Die Infrastruktur sowie die Zugänglichkeit ist in Abstimmung mit den Nachbareigentümern erheblich verbessert worden, wodurch die Vermietbarkeit erleichtert und die Qualität des Standortes deutlich verbessert werden konnte. Der neue Mietvertrag mit dem Hauptmieter ist abgeschlossen, gemeinsam mit einem Lieferanten übernimmt er wesentliche Teile des technisch aufwendigen Lagerbereichs.

Die Kommune konnte hinsichtlich einer Unterstützung der Neukonzeption gewonnen werden. Gemeinsam mit dem Bezirk führte die Suche nach neuen Mietern zum Erfolg und zur Unterzeichnung entsprechender Mietverträge.

Vertragsrechtlich kann von einem fast 100 %-igen Vermietungsstand ausgegangen werden – auch wenn noch einige Klippen in der Umsetzung und

der wirklichen leistungswirtschaftlichen Realisierung zu umschiffen sind.

Somit ist die Basis gegeben, um über eine grundsätzliche Verwertung des Objektes und die Abgabe an einen ertragsorientierten Investor nachzudenken, womit eine vollständige Rückführung der Darlehensnominalbeträge sichergestellt wäre.

Aus heutiger Sicht ist davon auszugehen, dass ein Notverkauf – Angebote lagen zu ca. 30 % des Verkehrswertgutachtens vor – verhindert und durch konsequente Abarbeitung der Sanierungsmaßnahmen selbst bereits vorgenommene Wertberichtigungen wieder aufgeholt werden konnten.

Erfolgsentscheidend war dabei die strukturelle und gesellschaftsrechtliche Konstruktion, die jegliche Querschüsse eliminierte und dafür sorgte, dass alle Beteiligten das einmal verabschiedete Sanierungsziel verfolgten und selbst auf rechtlicher Basis kaum Angriffspunkte für eine Behinderung gegeben waren.



Die Beihilfenrückforderungen in der Insolvenz

BGH und Kommission ziehen im Ergebnis an einem Strang, wenn auch nicht in allen Punkten

von Georg Brüggen

Für Beihilfen, die einem Unternehmen zu Unrecht gewährt wurden, ordnet die EU-Kommission in der Regel die Rückforderung an. Die Realisierung der Rückforderung obliegt dem Mitgliedstaat, also zum Beispiel dem Bund, den Ländern oder einer Gemeinde, je nachdem, wer das Unternehmen gefördert hat. Mit der Kommissionsentscheidung und nicht erst mit ihrer Unanfechtbarkeit entsteht die Verpflichtung zur Rückforderung. Befindet sich das Unternehmen, von dem zurückgefordert werden muss, in der Insolvenz, genügt es, dass der Beihilfegeber seine Rückerstattungsforderung zur Tabelle anmeldet¹. Durch das Insolvenzverfahren und die Liquidation des Beihilfeempfängers wird die Beeinträchtigung des Wettbewerbs, die durch die unerlaubte Beihilfe hervorgerufen wurde, bereinigt. Die Rückforderung kann nur noch durch die Gewährung einstweiligen Rechtsschutzes durch die europäischen Gerichte suspendiert werden, denn die Entscheidung in der Hauptsache kommt bei einer Verfahrensdauer von mehr als zwei Jahren zu spät. Die Umsetzung der Rückforderungsentscheidung muss nach den Vorstellungen der Kommission binnen vier Monaten erledigt sein². Deutsche Gerichte haben in diesem Kontext nur noch sehr beschränkte Entscheidungsspielräume und wenn die Kommissionsentscheidung unanfechtbar geworden ist, haben sie gar keine Entscheidungsmöglichkeiten mehr.

Gemäß der einschlägigen Verfahrensordnung erfolgt die Rückforderung nicht nach europäischem Recht, sondern nach dem Recht des Mitgliedstaats, sofern hierdurch die sofortige und tatsächliche Vollstreckung der Kommissionsentscheidung ermöglicht wird³. Im Grundsatz ist also deutsches Recht anzuwenden. Doch dies gilt auf der Grundlage der jüngeren Rechtsprechung des BGH nur soweit das deutsche Recht nicht dazu führt, dass die Umsetzung der Verpflichtung zur Rückforderung vereitelt wird. Demnach sind – vereinfachend formuliert – Vorschriften, die das „Ob“ der Rückforderung betreffen, anders zu behandeln, als Vorschriften, die das „Wie“ der Rückforderung betreffen. Daraus folgt, dass z. B. die Regeln über

den Eigenkapitalersatz zurückstehen müssen, weil ihre Anwendung in das „Ob“ der Rückforderungsentscheidung eingreifen könnte, während die Vorschriften über Insolvenzanfechtung zum Zuge kommen. Denn das Eigenkapitalrecht berührt das „Ob“ der Rückforderungsentscheidung. Die Entscheidungskompetenz über das „Ob“ der Rückforderung läge aber ausschließlich bei der Kommission⁴. Demgegenüber gehe es bei der Insolvenzanfechtung um das „Wie“ der Rückforderung, das nicht der Kommission vorbehalten ist. Der Hintergrund für diese Differenzierung basiert darauf, dass die Anordnung der Rückforderung einer rechtswidrigen Beihilfe die logische Folge der Feststellung ihrer Rechtswidrigkeit ist⁵. Es handelt sich um eine gemeinschaftsrechtliche Anordnung an die nationalen Behörden. Demgegenüber ist die Vollziehung den nationalen Behörden überlassen, die dies nach nationalem Recht zu erledigen haben. Daher kommt es zu der Trennung zwischen deutschen Vorschriften, die in den Bereich des „Ob“ der Rückforderungsanordnung fallen und, weil sie dieses „Ob“ berühren, wegen des Vorrangs des Gemeinschaftsrechts nicht anzuwenden sind, und die, die nicht das „Ob“, sondern das „Wie“ des Vollzugs der gemeinschaftsrechtlichen Anordnung betreffen, und daher mit der Elle des nationalen Rechts zu messen sind. Doch Vorsicht: Das „Ob“ und das „Wie“ stehen nicht beziehungslos nebeneinander. Wenn der Vollzug Formen annimmt, die dazu geeignet sind, das „Ob“ der Beihilfenrückforderung in Frage zu stellen, weil die sofortige und tatsächliche Vollstreckung der Kommissionsentscheidung durch die deutschen Verfahrensvorschriften verhindert oder zumindest nicht gewährleistet wird, hat das „Wie“ der Rückforderung deutlich spürbare Auswirkungen auf das „Ob“ bzw. seine zeitnahe Realisierung. Ob dieser Zusammenhang bereits gegeben ist, wenn vier Wochen nach der Kommissionsentscheidung die Rückforderung noch nicht realisiert wurde, bleibt abzuwarten und zu hinterfragen. Dessen ungeachtet, lassen die Verlautbarungen der Kommission erkennen, dass die über Jahre geübte Toleranz in diesem Bereich sich dem Ende zuneigt. Ob am Ende der Entwicklung der von der Kommission aktuell formulierte 4-Monats-Horizont das Maß der Dinge sein wird, bleibt abzuwarten.

Keine Nachrangigkeit eigenkapitalersetzender Forderungen des Beihilfegebers

Eigenkapitalersetzende Forderungen von Beihilfegebern sind eigentlich nachrangige Forderungen gem. § 32 Abs. 1 GmbHG, § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO. Dies gilt aber dann nicht, wenn der Beihilfegeber aufgrund einer Kommissionsentscheidung zur Rückforderung der Beihilfe verpflichtet ist. Die Rückforderungsverpflichtung kann nach Auffassung des BGH mit ihrer Anmeldung im Insolvenzverfahren nur dann effektiv und unverzüglich umgesetzt werden, wenn die Rückforderungsansprüche nicht als nachrangige Insolvenzforderungen (§ 38 InsO) behandelt werden. Nur so könne die Wettbewerbsverzerrung, die in der unerlaubten Beihilfe verursacht worden sei, wirksam beseitigt werden. Der Beihilfegeber müsse auf eine schnellstmögliche Liquidation des Beihilfeempfängers hinwirken können⁶. Um dies zu ermöglichen, lässt der BGH die einschlägigen deutschen Vorschriften hinter das europäische Recht zurücktreten. Anders ausgedrückt: Der BGH verschafft dem rückfordernden Beihilfegeber eine Rechtsposition, die ihm nach nationalem Recht nicht zusteht. Weil dies nur mit dem Anwendungsvorrang des Gemeinschaftsrechts begründet werden kann, gilt dies natürlich nicht für die Rückforderung von Subventionen in der Insolvenz, wenn diese nicht auf Anordnung der Kommission erfolgen.

Vorrang der Rückforderung vor Eigenkapitalersatzrecht

Wenn z. B. Förderinstitute oder Beteiligungsgesellschaften Gesellschafter einer GmbH sind und in der Krise des Unternehmens Zahlungen auf ausgelegte Darlehen erhalten, dann kann der Insolvenzverwalter trotz der Regelungen in §§ 30 Abs. 1, § 31 Abs. 1 GmbHG die Zahlungen nicht nach den Regelungen des Eigenkapitalrechts zurückverlangen. Er hat keinen Bereicherungsanspruch, weil nach Auffassung des BGH das Gemeinschaftsrecht insoweit vorrangig sei. Anders als bei der Insolvenzanfechtung soll die Anwendung des Eigenkapitalrechts dazu geeignet sein, in die Entscheidungskompetenz der Kommission über das „Ob“ einer Rückforderung ausschließlich alleine entscheiden zu dürfen, einzugreifen. Diese Diffe-

renzung des BGH zwischen Eigenkapitalersatz und Insolvenzanfechtung bei Beihilferückforderungen wird sicherlich noch für viele Diskussionen sorgen. Dessen ungeachtet, muss sie beachtet werden.

Beschränkung der Beihilferückforderung auf quotale Befriedigung

Trotz des zuvor beschriebenen Vorrangs der Beihilferückforderung ist der Rückforderungsanspruch des Beihilfegebers in der Insolvenz auf die Insolvenzquote beschränkt. Die sich daraus ergebende, nur unvollständige Erfüllung des Rückforderungsanspruchs beruht nach Ansicht des BGH auf der tatsächlichen Unmöglichkeit der vollständigen Befriedigung aller Gläubiger. Im Insolvenzfall genüge der Beihilfegeber seiner Rückforderungsverpflichtung, auch wenn er die Beihilfe nicht vollständig, sondern nur quotale zurückerhielte. Diese Einschränkung greife schon ein, sobald der Beihilfeempfänger zahlungsunfähig sei und hänge nicht davon ab, dass zum Zeitpunkt der Entscheidung der Kommission bereits das Insolvenzverfahren eröffnet sei. Deshalb sei bereits ab Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Beihilfeempfängers nur noch eine quotale Rückforderung erforderlich⁷. Die Argumentation des BGH, nicht sein Ergebnis, befindet sich insoweit auf Kollisionskurs mit der Ansicht der Kommission. Denn er stellt darauf ab, dass mit der Insolvenz der Betrieb der Gemeinschuldnerin eingestellt werde. Dies entspricht in vielen Fällen nicht der Wirklichkeit und ist, wenn es sich um Beihilferückzahlungsschuldner handelt, der Kommission ein Dorn im Auge.

Verpflichtung zur Blockade der Fortführung in der Insolvenz ohne fristgerechte Befriedigung der Beihilferückforderung

Damit die sofortige und tatsächliche Umsetzung der Rückforderungsentscheidung der Kommission sichergestellt wird, verlangt die Kommission von den Beihilfegebern, die von ihr zur Rückforderung verpflichtet wurden, sich gegen jede Entscheidung des Insolvenzverwalters oder des Insolvenzgerichts zu stellen, die die Fortführung der Betriebstätigkeit ermöglicht, die zu einer Fortführung des Unternehmens führen würde, die länger als vier Mo-

1 EuGH, Rs. C-142/87, Slg. 1990, I-959 Rn. 62; Rs. C-277/00, Slg. 2004, I-3925 Rn. 85; BGH, Beschl. v. 15. Dezember 2005 – IX ZB 135/03, WM 2006, 778, 779
 2 Vgl. Bekanntmachung der Kommission: Rechtswidrige und mit dem Gemeinsamen Markt unvereinbare staatliche Beihilfen: Gewährleistung der Umsetzung von Rückforderungsentscheidungen der Kommission in den Mitgliedstaaten (2007/C 272/05) ABl. C 272/4 vom 15.11.2007, Rdnr. 43; die Bekanntmachung kann nachgelesen werden unter: http://brueggen-ra.de/pdf/Beihilfen/Urteile/ABL_C_272_05.pdf
 3 Art 14 Absatz 3 Verordnung (EG) Nr. 659/1999 v. 22.03.1999, ABl. (EG) Nr. L 83, 27.03.1999, S. 1
 4 BGH IX ZR 256/06 (U 906/04 Thüringer OLG), Urteil vom 05.07.2007; die Entscheidung kann nachgelesen werden unter: http://brueggen-ra.de/pdf/Beihilfen/Urteile/BGH_IX_ZR_25606.pdf

5 EuGH Ur. v. 21.03.1990, Slg. 1990, I-959, Rdnr. 66
 6 BGH IX ZR 256/066 (U 906/04 Thüringer OLG), Urteil vom 05.07.2007
 7 BGH a.a.O.;
 8 Bekanntmachung der Kommission a.a.O., Rdnr. 66
 9 Bekanntmachung der Kommission a.a.O., Rdnr. 67
 10 Bekanntmachung der Kommission a.a.O., Rdnr. 42

nate dauert. Dabei ist die 4-Monats-Frist nicht ab Anmeldung der Insolvenz oder ihrer Eröffnung, sondern ab dem Erlass der Entscheidung zu berechnen, mit der die Kommission die Rückforderung angeordnet hat. Etwas anderes soll nur gelten, wenn die rechtswidrige Beihilfe vollständig zurückerstattet wurde⁸.

Kein Sanierungsplan ohne fristgerechte Befriedigung der Beihilfenrückforderung

Einem Sanierungsplan dürfen die Beihilfegeber, die zur Rückforderung verpflichtet sind, nur zustimmen, wenn die Beihilfe innerhalb der in der Rückforderungsentscheidung der Kommission gesetzten Frist in voller Höhe zurückgezahlt wird. Der Beihilfegeber darf nach Ansicht der Kommission insbesondere weder auf einen Teil seines Rückforderungsanspruchs verzichten noch eine andere Lösung akzeptieren, die nicht die sofortige Einstellung der Betriebstätigkeit des Beihilfeempfängers zur Folge hätte⁹. Ohne die sofortige und vollständige Rückzahlung der rechtswidrigen und mit dem Gemeinsamen Markt unver-

einbaren Beihilfe seien die für die Durchführung der Rückforderungsentscheidung zuständigen Behörden gehalten, die Annahme eines Fortführungsplans mit allen ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln zu verhindern und auf die Einstellung der Betriebstätigkeit des Empfängers innerhalb der in der Rückforderungsentscheidung gesetzten Frist zu drängen. Dies sind vier Monate ab dem Zeitpunkt der Anordnung der Rückforderung¹⁰.



Weitere Informationen:

Staatsminister a. D.
Dipl.-Betriebswirt (VWA)
und Rechtsanwalt
Georg Brüggem
Anwaltskanzlei Georg Brüggem
Passage Königstraße/Rähnitzgasse 23
D-01099 Dresden

Telefon 0351 563 300
Telefax 0351 563 301 5
E-Mail info@brueggen-ra.de
<http://www.brueggen-ra.de>



Dr. Wieselhuber & Partner jetzt auch in Hamburg

Sanierungsmanagement erfordert neben fachlicher Kompetenz auch persönliches Vertrauen und Kennen. Deshalb haben wir 2007 ein Büro in Hamburg eröffnet.

In Bürogemeinschaft mit Matzen & Partner, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, können wir – mit hoher regionaler Kompetenz – Unternehmensrisiken ganzheitlich beurteilen und begleiten, was neben betriebswirtschaftlichen auch alle gesellschaftsrechtlichen, bilanziellen und steuerlichen Aspekte umfasst.



Als Seniorprojektleiter und Ansprechpartner vor Ort wird ab Mai 2008 Herr Weißflog unseren Kunden und Empfehlern zur Verfügung stehen.

Herr Tobias Weißflog verfügt über mehrjährige operative und unternehmerische Berufserfahrung und ist seit fünf Jahren erfolgreich in der Beratung tätig, was auch die operative Sanierung – vor Ort – als CRO einschließt.



Standort Hamburg
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

Neuer Wall 44
D-20354 Hamburg
Telefon 040 808 048 580
Fax 040 808 048 588
E-Mail info@wieselhuber.de
Internet <http://www.wieselhuber.de>

VERANSTALTUNGEN

Spezielle Instrumente in der Restrukturierung

03.03.2008 Frankfurt am Main
21.04.2008 Düsseldorf
05.05.2008 München
16.06.2008 Berlin
23.06.2008 Stuttgart
16.02.2009 Hamburg

Inhaltsübersicht:

Forumshopping als neues Instrument in der Restrukturierung

- Ursachen und Motive
- Gesellschafterseitige Optionen
- Neue bankenrelevante Rechtsprechung
- Optionen und Vorsorgemaßnahmen für Banken

Sanierung und Insolvenz VI:

15.09.2008 Frankfurt am Main
07.10.2008 Hamburg
27.10.2008 Düsseldorf
04.11.2008 Berlin
12.01.2009 Stuttgart
26.01.2009 München

Inhaltsübersicht:

Unternehmenssanierung nach der Zeit des Credit Buy Out

- Erfolgreiche Unternehmensführung durch Finanzinvestoren – Ergebnisse einer W&P-Untersuchung
- Mezzanine-Kapital in der Sanierung
- Refinanzierbarkeit von Übernahmen – Auswirkungen auf die Targets von Finanzinvestoren
- Reform GmbH-Gesetz: letzter Stand
- Fallbeispiel Sanierung eines internationalen Konzerns

Gerne senden wir Ihnen unser ausführliches Seminarprogramm zu.

Weitere Informationen:

Britta Gigler
Assistentin der Geschäftsleitung
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

Telefon 089 286 231 16
Telefax 089 286 232 85
E-Mail gigler@wieselhuber.de
<http://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 Gigler
Telefon 089 286 231 16
Telefax 089 286 232 85
E-Mail gigler@wieselhuber.de

Design & Layout

Werbeagentur Kinzel, München

Der W&P-Newsletter Sanierung & Insolvenz

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

Faxantwort

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

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

80335 München

Ihre Meinung ist uns wichtig ...

Sagen Sie uns Ihre Meinung
zu unserem Newsletter. Schreiben
Sie uns, was Ihnen gefallen hat, aber
auch, was Sie vermisst haben.

Ihr Name und Ihre Anschrift:

Möchten Sie unseren Newsletter auch weiterhin erhalten?

Ja Nein

Anregung, Lob, Kritik:

**Kennen Sie jemanden,
der sich für unseren Newsletter
interessieren könnte? Dann
empfehlen Sie uns doch weiter!**



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. Dies trifft auch auf unsere Beratungstätigkeit in unterschiedlichen Unternehmens- und Branchensituationen zu. 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. Das setzen wir durch unser unternehmerisches Denken und Handeln, unseren Blick für Detail- und Gesamtlösungen und durch unsere Verbindlichkeit in den Aussagen um.

STRATEGIE

ORGANISATION

MARKETING & VERTRIEB

CORPORATE FINANCE

GEWINN-MANAGEMENT

RESTRUKTURIERUNG

SANIERUNG



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

Nymphenburger Straße 21 • 80335 München • Telefon: 089/286 23-0 • Telefax: 089/286 23-285

Internet: www.wieselhuber.de • info@wieselhuber.de