

Sanierung & Insolvenz

Ausgabe 4/2007



Ein Service der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH



Liebe Leserinnen, liebe Leser,

neue Player, zusätzliche Wettbewerber, neue Geschäftsmodelle und Vorgehensweisen kennzeichnen die Internationalisierung des Sanierungsgeschäftes.

Nach dem Credit Buy Out, der Übernahme des Equitys und damit allen Spielarten der Rekonfiguration der Passivseite ist davon auch zunehmend das operative Sanierungsmanagement betroffen. Die Integration von Management und Beratung, die Übernahme der operativen Umsetzungsverantwortung durch den CRO sind eines der wesentlichen Ergebnisse dieser Entwicklung.

In der vorliegenden Ausgabe unseres Newsletters zeigen wir wesentliche Aspekte und Gestaltungsoptionen auf, die sich aus der Internationalisierung für das Sanierungsmanagement im konkreten Einzelfall ergeben. Dies betrifft ausdrücklich auch die Sanierung aus der Insolvenz.

Im Mittelpunkt steht dabei ein ganzheitlicher Ansatz mit den drei Säulen Konzept, Management und Kapital unter der Überschrift „Konzeption und Umsetzung aus einer Hand“.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre.

Ihr Dr. Volkhard Emmrich

Neue Spielregeln und Erfolgsfaktoren durch Internationalisierung

von Dr. Volkhard Emmrich

Worum geht es traditionell bei der Unternehmenssanierung? Hat das Unternehmen eine strategische Perspektive (Sanierungswürdigkeit) und ist die Finanzierung gesichert, so ist durch die Umsetzung geeigneter Maßnahmen die Unternehmenskrise zu beseitigen. Dies umfasst die Kapitaldienstfähigkeit, die leistungs- und finanzwirtschaftliche Performance sowie die Perspektive bonitätsmäßig wieder Investment-Grades zu erreichen.

Alle Stakeholder und Dienstleister, die das Unternehmen im Prozess der Krisenbewältigung begleiten, leisten ihren Beitrag und werden dafür – unter

I	N	H	A	L	T
Neue Spielregeln und Erfolgsfaktoren durch Internationalisierung	1		Non-Performing Loans – ein Markt im Wandel		22
PRAXIS DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG			Investment-Banking im Firmenkundengeschäft		24
Als Investor und nicht als Finanzierer – die Sanierung vorantreiben	3		INSOLVENZRECHT		
Amerikanisches Krisenmanagement	5		Gestaltungsoptionen durch Rechtsreform und Sitzverlegung		27
Der CRO in der Praxis – Aufgaben und Funktionen	6		CASE STUDIES		
Konzernfinanzierung	8		Internationale Insolvenzverfahren in der Praxis		30
Herausforderungen der Globalisierung und damit verbundener struktureller Anpassungsbedarf	11		Gesamt Buy Out Passivseite		34
Internationale Investoren – Optionen zur Gestaltung der Passivseite?	15		Krisenbewältigung bei einem Maschinenbau-Unternehmen		36
BANKENPRAXIS			Die Nutzung der Börsennotierung für die Unternehmenssanierung		39
Die haftungsrechtlichen Rahmenbedingungen beim Credit Buy Out im Kreditgeschäft	17		EU-BEIHILFE		
Investoreneinstieg in Krisenunternehmen durch den Erwerb von Fremdkapital	19		Die Reform des Europäischen Beihilfenrechts – „Aktionsplan Staatliche Beihilfen“		43
			NEWS		45
			VERANSTALTUNGEN		46

Einrechnung einer Risikoprämie – honoriert. Kann oder will der Gesellschafter die erforderlichen Beiträge nicht erbringen, wird die Gesellschafterposition entweder von außen verstärkt oder der Gesellschafter ausgetauscht. Können einzelne Kreditgeber das Sanierungskonzept nicht nachvollziehen oder ist ihnen das Risiko der weiteren Begleitung zu groß, so verkaufen sie ihre Kredite und realisieren deren aktuellen Marktwert. Die Stakeholderpositionen werden dabei in aller Regel jedoch nicht verändert – Gesellschafter- und Finanzierposition bleiben getrennt. Gleiches gilt für die Gesellschafter- und Beraterposition.

Die neuen Spielregeln heben genau diese gedanklichen Beschränkungen auf. Sie fokussieren auf die Wertetreiber und Assets des Unternehmens sowie auf die Möglichkeiten, diese schnellst- und bestmöglich zu kapitalisieren.

Ob dabei die Gefahr einer „massiven Umverteilung von Werten und Gewinnen aus der Zukunft in die Gegenwart“ erfolgt, wie Dieter Heuskel (Chef von BCG Deutschland) es formuliert, muss diskutiert werden – die Handlungsoptionen werden dadurch jedoch nicht verändert.

Ausgangspunkt der Überlegungen sind künftige Gewinne und Assets sowie die Passivseite, d. h. sowohl die Frage über welche Stakeholderposition bzw. -kombination eine Kapitalisierung am besten möglich ist, als auch die Frage, welcher Stakeholder aus aktueller Sicht über unterbewertete Assets verfügt bzw. aufgrund der Schwäche seiner Position mit Abschlägen herausgekauft werden kann. Dieser ganzheitliche, von Rollen und Positionsbeschränkungen befreite Ansatz eröffnet zusätzliche Gestaltungs- und Rekonfigurationsoptionen. Er erfordert von allen Be-

teiligten eine „neue Sicht der Dinge“. Insbesondere von den Stakeholdern der Passivseite, d. h. von Gesellschaftern und Banken muss bei jedem Sanierungsfall frühzeitig bedacht werden, welche Auswirkungen die Anwendung der neuen Spielregeln für sie im speziellen Fall hat.

Ein „Weiter-wie-bisher“, d. h. ein Beharren auf den alten Spielregeln und fortgesetztes „lineares“ Denken im eigenen Rollenspektrum kann fatale Folgen haben. Gerade Banken fällt es häufig schwer als Alternative zu Credit Buy Out und Going Concern die Option des Debt-Equity-Swap zu artikulieren bzw. das Krisenunternehmen mit den Augen eines Investment-Bankers zu sehen.

Professionelle Sanierungsberater kennen die neuen Spielregeln nicht nur, sie betrachten auch jeden Sanierungsfall unter Anwendung dieser Spielregeln und leiten daraus die Handlungsfelder und -optionen der Stakeholder sowie von externen Dritten, wie z. B. Investmentbanken, Finanzinvestoren und sonstigen potenziellen Übernehmern ab.

Neben den üblichen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Aspekten sowie den kapitalseitigen Fragen in der Konzeptions- und Umsetzungsphase gewinnt die Passivseite dadurch fundamental an Bedeutung. Für das Sanierungsprojekt heißt das: Die Handlungsoptionen aller auf der Passivseite direkt oder indirekt Vertretenen und deren mögliche Veränderung sind laufend zu verfolgen. Dies betrifft auch Lieferanten sowie Minderheits- bzw. nicht tätige Gesellschafter.

Für das operative Sanierungsmanagement steht der alte Erfolgsfaktor „Konzeption und Umsetzung aus einer Hand“ wieder im Vordergrund. Neben fachlicher Kompetenz zählen

operative Erfahrung, Seniorität und Branchenkompetenz. Dies geht über das klassische Profil des Sanierungszeitmanagers hinaus, der primär auf „Cost-Cutting“ setzt.

Wie aktuelle Problemfälle verdeutlichen, gelingt auch beim Einsatz der neuen Spielregeln eine nachhaltige Sanierung nur, wenn das Unternehmen nicht zu Lasten von Perspektive und Zukunft ausgecasht wird und der CRO unternehmerischer Gestalter und nicht nur Kostenoptimierer ist – sonst wird der Übergang zum Liquidator fließend.

Für die finanzierenden Banken ist es deshalb entscheidend, dass die Nachhaltigkeit der Sanierung auch künftig gewahrt bleibt. Denn sonst steigt das Unternehmensrisiko und damit auch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite in der Zukunft wieder an.

Fazit:

„Nur wer in neuen Spielregeln denkt, wird seine Potenziale und Optionen optimal nutzen. Das gilt nicht nur Exit-Optionen.“



Als Investor und nicht als Finanzierer – die Sanierung vorantreiben

von Dr. Volkhard Emmrich

Viele Krisenunternehmen verfügen nicht nur über nachhaltige Assets wie alte Marken, Marktzugang und eine gute Kundenbasis, sie zeigen auch zumindest in Teilen des Geschäfts leistungs- und finanzwirtschaftlich deutliche Perspektiven, d. h. künftig sind Gewinne zu erwarten oder können Werte aufgebaut werden. In diesen Fällen sind Krisenursachen meist nicht primär im Unternehmen begründet, sondern durch Führungsdefizite – häufig insbesondere durch Defizite, was die gesellschafterseitige Führung des Unternehmens angeht.

Konflikte zwischen Gesellschafterstämmen und Entscheidungsblockaden, große, bestens besetzte Beiräte, deren Mitglieder gewöhnt sind, sich zu profilieren, jedoch weniger Dinge pragmatisch umzusetzen sowie wenig risiko- und entscheidungsfreudiges Management führen dazu, dass notwendige Anpassungen nicht vorgenommen, Potenziale nicht ausgeschöpft und Chancen nicht wahrgenommen werden. Sind trotzdem im Unternehmen noch ausreichend Reserven vorhanden, so ist das Sanierungsmanagement „handwerklich“ eigentlich einfach und mit geringen Risiken behaftet. Voraussetzung ist allerdings, dass die entsprechenden Rahmenbedingungen geschaffen und die Gesellschafterziele mit den Erfordernissen der Sanierung harmonisiert werden können.

Die externe Sicht auf das Unternehmen zeigt ein ähnliches Bild. Ein gut positioniertes Unternehmen mit „leicht verstaubter“, aber dennoch guter Marke wird schlecht geführt und kommt in Schwierigkeiten. Durch den Einstieg über Kreditaufkäufe kann eine maßgebliche Position auf der Passivseite eingenommen und können auf dieser Plattform Geschäftsanteile und damit die gesellschafterseitige Führung übernommen werden.

Ein umsetzungserfahrener Sanierungsberater wird mit dem Sanierungsmanagement und der operativen Führung (CRO) beauftragt, das alte Management wird schrittweise ersetzt, die Kostentreiber und strukturellen Schwachpunk-

te werden entfernt, die Wertetreiber des Unternehmens mobilisiert.

Der Erfolg der Sanierung fließt dem Investor zu, denn er hat die Last und das Risiko der Krisenbewältigung getragen. Der Sanierungsberater wird meist erfolgsabhängig honoriert, d. h. auch er partizipiert am Sanierungserfolg.

Soweit zur Theorie bzw. zum idealtypischen Ablauf.

Für Banken, die ihre Kredite verkauft haben, ist die Sache ausgestanden. Für diejenigen die an Bord geblieben sind, sind jedoch einige grundsätzliche Aspekte zu beachten:

- Finanzinvestoren sehen ein Unternehmen als ein zeitlich befristetes Projekt und weniger als Institution mit Wertschöpfung.
- Im Vordergrund stehen die Maximierung der Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis sowie die Exitoption als solche und nicht der Aufbau von künftigen Erfolgspotenzialen (vgl. Abb. 1).
- Finanzinvestoren agieren wie Familienunternehmer – nur mit anderer Zielsetzung und anderen Instrumenten. Shareholder Value Management in verschärfter Form heißt die Devise.

Dadurch verändern sich Unternehmensziele, Strategien, Führungsstil und auch die Anforderungen an die finanzierenden Banken. Das einzelne Unternehmen wird in aller Regel auf das Kerngeschäft fokussiert, Risikostreuung findet primär auf der Ebene der Finanzinvestoren durch das Beteiligungsportfolio bzw. durch Investorenkonsortien statt und nicht mehr durch das Geschäftsportfolio eines Einzelunternehmens.

Für die finanzierende Bank steigt dadurch das Ausfallrisiko der einzelnen Unternehmensfinanzierung. Sie partizipiert nicht am Shareholder Value bzw. der vorzeitigen Kapitalisierung künftiger Gewinne, wenn der Finanzinvestor das Unternehmen über kurzfristige Ziele führt.

Das Risiko kann jedoch ausgeschlossen werden, wenn die finanzierende Bank selbst oder durch „nahe Dritte“ die Investorenposition einnimmt.

Denn grundsätzlich steht der beschriebene Weg natürlich auch denjenigen Banken offen, die bereits im Krisenunternehmen engagiert sind. Sie verfügen zudem über einen deutlichen Informationsvorsprung gegenüber externen Investoren, was die Assets des Unternehmens und seine Marktposition angeht. Alleine oder besser mit Co-Investoren können auch sie die Passivseite einheitlich strukturieren, auf eine gemeinsame Zielsetzung festlegen und auf schnelle Entscheidungen trimmen.

Je nach Gesellschafterstruktur müssen nicht in jedem Fall 100 % der Anteile übernommen werden. Oft reicht es, die ausstiegswilligen Gesellschafter abzulösen und auf der Basis einer einfachen oder qualifizierten Mehrheit die notwendigen Beschlüsse zu fassen. Die Anpassung von Gesellschaftsvertrag bzw. Satzung ist Voraussetzung für ein Going Concern der alten und neuen Gesellschafter.

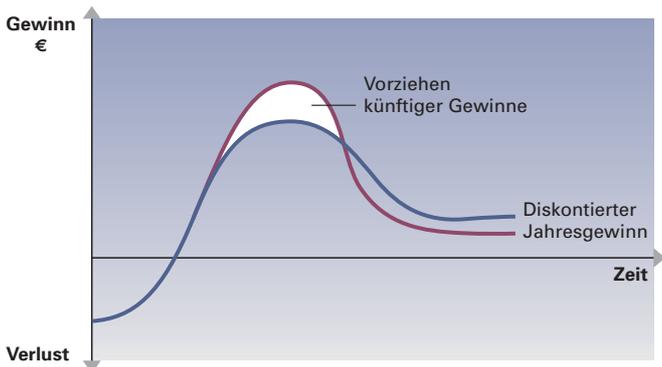


Abb. 1: Umverteilung künftiger Gewinne in die Gegenwart

Gerade bei schlecht geführten Unternehmen mit großen Entwicklungspotenzialen bietet sich der genannte Weg unter Ertrags- und Ergebnis Gesichtspunkten geradezu an. Denn es wird nicht nur ein zusätzlicher Ertrag über Success-Fees und Dienstleistungshonorare erzielt, sondern auch ein langfristig tragfähiger Firmenkunde erhalten, anstelle eines Verkaufs der Kredite.

Was sind die Voraussetzungen, um auch als Finanzierer das Engagement mit den Augen eines Investors betrachten zu können? Es sind:

- Die frühzeitige Sicherung der Exit-Variante als „Plan B“ bzw. Rückfallposition, falls die Sanierung misslingt
- Die Entwicklung von Strategien und Konzepten zur Rekonfiguration der Passivseite (Plan A) eine klare

Strukturierung aller zur Sanierung notwendigen Funktionen bzw. Dienstleiter, was auch die Auswahl und Einbindung des Sanierungsberaters betrifft.

Eine weitere Senkung von Sanierungsrisiko und Floprate kann dadurch erreicht werden, dass der involvierte Sanierungsberater nicht nur über Restrukturierungs- und Cost-Cutting-Erfahrung verfügt, wie dies bei den gängigen CRO-Ansätzen üblich ist, sondern ausreichend Branchen-Know-how und Strategiekompetenz mitbringt, um auf dieser Basis die Unternehmenspotenziale auch wirklich zu heben und das Unternehmen gestaltend in die Zukunft zu führen. Dadurch kann sichergestellt werden, dass nicht nur die kurzfristige Performance, sondern auch die langfristige Perspektive gewahrt bleibt.

Zu diskutieren ist zudem die Frage einer Beteiligung des Sanierungsberaters am Equity. Dadurch werden die Interessen gleichgeschaltet. Der Berater sieht jedoch das Unternehmen ausschließlich als Projekt, d. h. er sieht den Exit und bei einer Beteiligung somit nur die kurzfristige Steigerung des Shareholder Value. Für die nachhaltige Sanierung vorteilhafter ist es deshalb, wenn zwar Konzeption und Umsetzung aus einer Hand erfolgen, der Berater jedoch ausschließlich die Interessen des Unternehmens vertritt und nicht selbst Gesellschafterinteressen hat. Keine Probleme oder Zielkonflikte treten bei erfolgsabhängigen Honorierungsmodellen auf, wenn der Erfolg richtig definiert ist und langfristige Aspekte umfasst.

Gerade wenn einzelne Banken von der Sanierungsfähigkeit und -würdigkeit des Krisenunternehmens überzeugt sind, andere Finanzierer jedoch eher aussteigen möchten, gleichzeitig Fresh Money notwendig ist und die Gesellschafterbeiträge nicht erbracht werden können, bietet sich eine aktive Gestaltung der Passivseite nicht nur unter Ertragsgesichtspunkten an. Dass dies unter Wahrung der gegebenen Sicherheiten und damit unter Einsatz entspre-

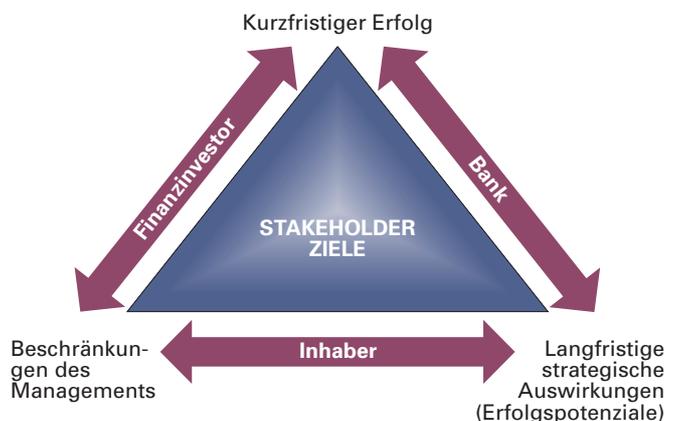


Abb. 2: Unterschiedliches Shareholder-Verhalten

chender gesellschaftsrechtlicher Konstruktionen erfolgen muss, versteht sich von selbst, ist jedoch kein Grund über die dargestellten Optionen nicht nachzudenken bzw. diese a priori als nicht möglich zu verwerfen.

Wie Abb. 2 zeigt, haben Gesellschafter unterschiedliche Zielsetzungen, je

nachdem, woher sie ihre Finanzmittel bzw. welche Renditeerwartung sie haben. Nur wenn diese Erwartung im Rahmen dessen liegt, was die Branche unter guter Führung eines Unternehmens auch langfristig hergibt, kann es einen grundsätzlichen Gleichklang zwischen Eigen- und Fremdkapital geben.

Weitere Informationen:
 Dr. Volkhard Emmrich
 Geschäftsführender Gesellschafter
 Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
 Unternehmensberatung
 Königinstraße 33
 80539 München

 Telefon 089 28 623 105
 Telefax 089 28 623 260
 E-Mail emmrich@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

Amerikanisches Krisenmanagement

von Hans-Jürgen Titz

Die Anzahl amerikanischer Investitionen in Deutschland hat in den letzten Jahren signifikant zugenommen. Zuweilen wird bereits vom Ausverkauf der deutschen Wirtschaft gesprochen. Viele Investoren nutzen die schleppende deutsche Wirtschaft mit einer Vielzahl von „underperforming companies“ zur Schnäppchenjagd. Die Taschen sind voller Geld, es werden immer neue Rekorde im Fund Raising aufgestellt. Gekauft werden Unternehmen, Immobilien und Kredite (NPLs).

Ausgewählte M&A Deals amerikanischer Käufe 2004–2005

Datum	Käufer	Gekaufter
2004	Blackstone	Celanese
2004	Fortress	Gagfah
2004	Platinum	Dystar Textilfarben
2004	CIBER Inc.	Novasoft
2004	Flex-N-Gate	Dynamit Nobel Kunststoff
2004	Verisign	Jamba!
2004	KKR	Duales System Deutschland
2005	BorgWarner Inc.	Beru (62 %)
2005	Cerberus	Plasma-Geschäft von Bayer

Einhergehend mit den Investments amerikanischer Gesellschaften hat auch die angelsächsische Restrukturierungs- und Sanierungskultur Einzug in deutsche Unternehmen gehalten. Andere Gesellschafter, andere Sitten, wie der Praxisfall Deutsche Börse zeigt: Da wagten es britische und amerikanische Fonds einfach, den Börsenchef und seinen Oberaufseher hochkant hinauszuwerfen.

Nicht immer ist der Austausch des bestehenden Managements elementarer Teil der Sanierungsstrategie, allerdings in mehr als 2/3 aller Fälle – wie aus internen Untersuchungen von Dr. Wieselhuber & Partner hervorgeht. Darüber hinaus sind z. T. deutliche Unterschiede gegenüber der klassischen Sanierungspraxis festzustellen, v. a., was Zielsetzung und Sanierungsvorgehen anbelangt, die nachfolgend kurz erläutert werden:

Krisenmanagement auf Amerikanisch

- Entmachtung/Austausch des Managements, Einsatz von Chief Restructuring Officers (CROs)
- Keine Notwendigkeit, familiengetriebene Strukturen zu erhalten/keine Rücksicht auf Alt-Eigentümer
- Hartes Sanierungsprogramm mit z. T. massiven Eingriffen in das Geschäftsmodell
- Hohe Renditeanforderungen
- Exzessive Controllingmechanismen
- Kurzfristperspektive (Profitabilität, Haltedauer etc.)
- Anwendung ausländischen Rechts

Auf den ersten Blick handeln die angelsächsisch geprägten Krisenmanager wie ihre deutschen Pendanten. Ihre Aktionen sind allerdings darauf gerichtet, mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln schnellstmöglich den Ausstieg der sie beauftragenden Investoren vorzubereiten.

Profitabilität geht über alles. In sehr kurzer Zeit muss eine möglichst hohe Rendite erwirtschaftet werden (Jagd nach Rendite). Teilweise wird dabei mit den zur Verfügung gestellten finanziellen Mitteln ein aggressiver Expansionskurs eingeschlagen, Unternehmensteile hinzugekauft, die Braut geschmückt. Schnellstmögliche Kapitalisierung der Wertetreiber und Assets steht an oberster Stelle.

Das harte Sanierungsprogramm macht dabei auch vor massiven Eingriffen in das Geschäftsmodell mit Standort-schließungen, Verlagerungen und Verlust von zahlreichen Arbeitsplätzen ohne soziale Ausgewogenheit der Sanierung nicht Halt.

Neben der bereits vorher angesprochenen Entmachtung bzw. dem Austausch des Managements sowie dem Einsatz einer ganzen Hand von operativen Managern (Chief Restructuring Officer) wird in der Regel nur in Ausnahmefällen Rücksicht auf die Gesellschafterinteressen von Alt-Eigentümern, die noch minderheitlich am Unternehmen beteiligt sind, genommen.

Die eingeforderten Reportingstandards und exzessive Controllingmechanismen empfinden zahlreiche deutsche Mittelständler nach eigenem Bekunden selbst im Krisenfall als Kulturschock:

- Hartes Liquiditätsmanagement (z. T. unzureichende Versorgung mit Liquidität durch den neuen Investor, tägliches Reporting der Liquidität)
- Wöchentliche Soll-/Ist-Abweichungsanalysen
- Detaillierte Segmentberichterstattung
- Monatliche Erstellung von Bilanzen und Konsolidierung – nach HGB und IFRS/US-GAAP

Zeit für das tägliche Geschäft und strategische Themen bleibt den meisten Controllern nur in wenigen Fällen, es wird nur noch in Wochen- und Monatszyklen gedacht. Mancher Unternehmensinsider konstatiert, dass eine auf

die Zukunft ausgerichtete Strategie durch angelsächsisch geprägte Krisenmanager nicht erkennbar sei, dass – im Gegenteil – alles nur auf die kurzfristige Perspektive ausgerichtet ist. Auch sei nicht zu erkennen, dass die durch die neuen Eigentümer an Bord geholten „amerikanischen“ Sanierungsexperten über mehr Sanierungs-Know how oder bessere Methodenkompetenz als deutsche Sanierungsberater verfügen. Messbar ist dies vor allem dann, wenn die zuvor durch Dritte erstellten Sanierungsgutachten 1:1 umgesetzt werden.

Letztlich gewinnt auch die Anwendung angelsächsischen Rechts bei der Sanierung deutscher Unternehmen zunehmende Bedeutung. Das Einschalten ausländischer Holdings, die Verschmelzung von deutschen Gesellschaften oder die Übertragung von Vermögen auf ausländische Rechtsträger sind häufig zu beobachtende Maßnahmen. Die Ursachen hierfür sind vielfältig: Nutzung von Steuervorteilen, insolvenzrechtliche Themen, gesellschaftsrechtliche Erleichterungen für den Tausch von Schulden in Eigenkapital etc.

Fazit:

Neue Spielregeln haben Einzug in die Sanierung deutscher Unternehmen gehalten – ob sich diese Form des amerikanischen Krisenmanagements auch im Mittelstand durchsetzt, bleibt abzuwarten. Fakt ist auch, dass sich mancher Inhaber warm anziehen sollte!

Der CRO in der Praxis – Aufgaben und Funktionen

von Hans-Jürgen Titz

Unternehmenskrisen zählen seit geraumer Zeit zum wirtschaftlichen Alltag. Die Anzahl der Sanierungsfälle – vor allem der großen – ist zwar in den letzten Jahren rückläufig, die Probleme im Krisenfall aber bleiben: Die Umsetzung des – in der Regel von externen Sanierungsberatern – erstellten Konzeptes erfolgt nur unzurei-

chend oder zum Teil gar nicht. Ursächlich hierfür ist entweder die Tatsache, dass Konzeption und Umsetzung nicht aus einer Hand erfolgen oder dass das Management den Umsetzungsprozess nur unzureichend und mit Widerwillen mitträgt.

Seit einigen Jahren wird vor allem von US-amerikanischen Beratungsgesellschaften der Einsatz eines Chief

Restructuring Officer (CRO), eines Restrukturierungs-/Sanierungsmanagers auf Zeit, propagiert. Auch in Deutschland hat sich dieses „Instrument“ zwischenzeitlich etabliert und wurde in diversen namhaften Sanierungsfällen wie Ihr Platz, Märklin oder Kunert eingesetzt. Auch Fälle wie Metallgesellschaft und Karstadt-Quelle zählen hierzu.

Wann macht der Einsatz eines CRO Sinn, welche Aufgaben und Funktionen hat er wahrzunehmen und welche Anforderungen sind an ihn zu stellen?

In den beobachteten Fällen wird der CRO häufig erst in einem fortgeschrittenen Krisenstadium, zumeist auf Druck externer Stakeholder (v. a. Banken) in das Unternehmen geholt.

Die Aufgaben und Funktionen des CRO in der Praxis sind dabei vielfältig:

nahmen zur Kostensenkung (v. a. Personal- und Materialkosten), Prozessoptimierung, Neugestaltung der Organisation, Effizienzsteigerung und Ergebnisverbesserung konsequent und mit Nachdruck in der Organisation durchzusetzen.

Im Gegensatz zu der Rolle des Beraters ist der CRO kraft seiner Position dazu auch (machtseitig) in der Lage und bietet so eine sinnvolle Ergänzung zu den mit der Umsetzung betrauten Sanierungsberatern. Auch das Führen von Verhandlungen mit Kapi-

Neben ausgeprägter Krisen- und Sanierungserfahrung sollte der eingesetzte CRO vor allem eine Eigenschaft mitbringen: Durchsetzungsvermögen und Umsetzungskompetenz.

Dies beinhaltet auch persönliche Integrität, d. h. konsequente Zielverfolgung, Standhaftigkeit und Resistenz gegenüber inneren und äußeren Einflüssen, v. a. von Seiten der Gesellschafter. Diesbezüglich kommt dem CRO in der Regel seine nachgewiesene Führungserfahrung in der Linie eines vergleichbaren Unternehmens

Der CRO in der Praxis		
Aufgaben/Funktion	Anforderungsprofil/Erforderliche Kompetenzen ¹⁾	Priorität
<ul style="list-style-type: none"> ■ Übernahme von unternehmerischer Verantwortung (Haftung) als Organ der Gesellschaft ■ Treiber der Restrukturierung/Sanierung (ganzheitliche Steuerung) und Umsetzungsverantwortlicher des Sanierungskonzeptes <ul style="list-style-type: none"> – Kostensenkung – Prozessoptimierung – Ergebnisverbesserung – Wachstumsstrategie ■ Verhandlung mit Kapitalgebern, Arbeitnehmervertretern/Gewerkschaften, Lieferanten und Kunden ■ Sicherstellung der Liquidität ■ Vermeidung der Insolvenz 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ausgeprägte Krisen- und Sanierungserfahrung ■ Durchsetzungsvermögen und Umsetzungskompetenz ■ Führungserfahrung im 1. Glied (Linie) ■ Persönliche Integrität ■ Hohe kommunikative und soziale Kompetenz ■ Verhandlungsgeschick ■ Branchenwissen ■ Analytische Fähigkeiten ■ Strategiekompetenz 	

¹⁾ Anforderungsprofil kann im Einzelfall unterschiedlich ausgestaltet sein.

Neben der Übernahme von unternehmerischer Verantwortung als haftendes Organ der Gesellschaft (Mitglied der Geschäftsführung/des Vorstandes oder Alleingeschäftsführer/Vorstand) ist es das vorrangige Ziel des CRO, die drohende Insolvenz zu vermeiden und den Restrukturierungs-/Sanierungsprozess ganzheitlich mit maximaler Kraft und hohem Zeitdruck nach vorne zu treiben.

Das bedeutet zunächst, kurzfristig die Liquidität und Zahlungsfähigkeit im Unternehmen sicherzustellen sowie die bilanzielle und insolvenzrechtliche Überschuldung zu vermeiden. Das bedeutet aber auch, in einem mittelfristigen Zeithorizont die in dem Sanierungskonzept erarbeiteten Maß-

nahmen zu gewährleisten, Kapitalgebern, Arbeitnehmervertretern/Gewerkschaften, Lieferanten und Kunden stellt eine wesentliche Aufgabe des CRO dar. Gelingt es auf Seiten der Stakeholder, wieder Vertrauen zu schaffen, ist eine wesentliche Hürde im Sanierungsprozess beseitigt.

Gleichzeitig kann sich das bisherige Management auf wesentliche Aufgaben/das Tagesgeschäft konzentrieren und so einen wertvolleren Beitrag zur Sanierung leisten. Der „angenehme“ Nebeneffekt für manchen Manager ist dabei auch, „aus der Schusslinie“ der beteiligten Stakeholder zu kommen.

Welche konkreten Anforderungen sind nun an einen CRO zu stellen?

zugute. Verhandlungsgeschick, eine hohe kommunikative und soziale Kompetenz sowie analytische Fähigkeiten sind weitere Merkmale, die einen CRO auszeichnen.

Darüber hinaus werden oftmals auch umfangreiches Branchenwissen oder ausgeprägte Kenntnisse im Finanz- und Rechnungswesen gefordert. Ob jedoch bei der Auswahl des CRO funktionale, finanzwirtschaftliche oder eher generalistische Komponenten den Ausschlag geben, hängt stark vom jeweiligen Einzelfall und den im Unternehmen vorhandenen Kompetenzen bzw. Ressourcen ab.

Der Einsatz eines CRO ist indes nicht von unendlicher Dauer: Greifen die

skizzierten kurz- und mittelfristigen Maßnahmen, ist das Unternehmen vorerst stabilisiert bzw. der Turn-around vollzogen und die Krise bewältigt, zieht sich der CRO in der Regel wieder aus dem Unternehmen zurück.

Aus Sicht von Dr. Wieselhuber & Partner sollte der Rückzug jedoch nicht erfolgen, bevor das Unternehmen auch strategisch richtig aufgestellt ist, denn eine nachhaltige Sanierung setzt in vielen Fällen zwingend die Neukonfiguration des Geschäftsmodells und eine wettbewerbsfähige Anpassung der Strukturen voraus.

Die strategische Neuausrichtung des Unternehmens sollte daher – wenn möglich – mit dem CRO unter Einbindung des (neu bestellten) Top-Managements erfolgen und ggfs. extern durch Strategieberater reflektiert werden.

Fazit:

Der Einsatz eines CRO ist eine wertvolle Ergänzung im Sanierungsprozess und sorgt zusammen mit den involvierten Beratern für eine zeitnahe und konsequente Umsetzung der erarbeiteten Sanierungsmaßnahmen



Weitere Informationen:

Rechtsanwalt
Hans-Jürgen Titz
Geschäftsbereichsleiter
Corporate Restructuring
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
80539 München

Telefon 089 28 623 117
Telefax 089 28 623 290
E-Mail titz@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

Konzernfinanzierung

von Dr. Anne Gross

Unternehmen versuchen, die ihnen zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel effektiv zu nutzen, um die Aufnahme von Kapital bei Zahlung von Zinsen zu vermeiden. Bei Konzernverbunden führt dies dazu, dass freies Kapital auch zwischen den Konzerngesellschaften effektiv eingesetzt werden soll.

Einen einheitlichen Begriff des Konzerns sowie ein Recht für Konzerne und deren Finanzierung gibt es weder im deutschen Recht noch – vor allem hinsichtlich Sanierungs- oder Insolvenzverfahren – auf europäischer oder internationaler Ebene. Die Regeln für Konzerne, Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung sowie Insolvenzverfahren sind für jede Gesellschaft eines Konzerns einzeln zu bestimmen und anzuwenden.

Die zur Finanzierung von Konzernen zur Verfügung stehenden Strukturen sind namentlich Konzernverrechnungen, Cash-Pool-Systeme sowie Dar-

lehen, die in der deutschen Rechtswissenschaft lebhaft diskutiert werden. Die Diskussion wurde dabei durch aktuelle Urteile des Bundesgerichtshofs und den Referentenentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) bereichert.

1) Cash-Pool, Darlehen und Sicherheiten

Um freies Kapital in einem Konzernverbund effektiv einzusetzen, richten Konzerne regelmäßig Cash-Pool-Systeme ein und es werden Darlehen und Sicherheiten innerhalb des Konzerns gewährt. In zwei Entscheidungen hat der BGH klargestellt, dass derartige Instrumente keinen Sonderregelungen hinsichtlich der Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsregeln unterliegen (*BGH v. 24.11.2003 – Novemberurteil – und BGH v. 16.1.2006*).

Cash-Pool-Systeme sowie die Gewährung von Darlehen und Sicherhei-

ten sind nur rechtsbeständig, wenn und soweit sichergestellt ist, dass durch die Überweisung der Finanzmittel an die Konzernmutter oder das den Cash-Pool führende Unternehmen die Regeln der Kapitalaufbringung und -erhaltung erfüllt sind. Die Überweisung darf nicht dazu führen, dass das Stammkapital/Grundkapital der Gesellschaft nicht erbracht oder angegriffen wird. Organe sind dabei gehalten, die finanzielle und bilanzielle Situation der Gesellschaft regelmäßig zu prüfen, die Gewährung von Darlehen oder Sicherheiten gegebenenfalls zu verweigern und bestehende Ansprüche geltend zu machen, da ihnen ansonsten Ersatzansprüche und strafrechtliche Konsequenzen drohen können. Prüfungspflichten treffen auch die Organe der Konzernmutter (*vgl. BGH v. 17.9.2001 – Bremer Vulkan*).

Besteht ein Beherrschungsvertrag im Konzern, wird die Gewährung von Darlehen oder Sicherheiten sowie die Einbeziehung in den Cash-Pool als unproblematisch angesehen. Dies gilt

allerdings nur, wenn der Verlustausgleichsanspruch der abhängigen Gesellschaft voll werthaltig ist. Für die Vollwertigkeit werden jedoch teilweise die gleichen Voraussetzungen diskutiert wie für die Rückzahlungsansprüche ohne Beherrschungsvertrag.

1.1) Kapitalaufbringung

Bei der Gründung von Gesellschaften und Kapitalerhöhungen ergibt sich aus der Entscheidung des BGH vom 16.1.2006, dass die Gesellschafter nicht unmittelbar den zur Einzahlung des Stammkapitals erforderlichen Betrag in einen Cash-Pool zurücktransferieren dürfen. Denn im Fall einer Rückübertragung steht der Bareinlagebetrag dem Geschäftsführer nicht zur freien Verfügung und die Bareinlage gilt als nicht erbracht. Sofern ein Cash-Pool bereits vor Gründung oder Kapitalerhöhung bestand, liegt überdies eine verdeckte Sacheinlage vor.

Der Gesetzgeber hat das Dilemma erkannt und im MoMiG eine Änderung für die Kapitalerhaltung vorgeschlagen. Danach soll in § 30 Abs. 1 GmbHG folgender Satz ergänzt werden: *„Wird das Stammkapital durch eine Vorleistung aufgrund eines Vertrages mit einem Gesellschafter angegriffen, so gilt das Verbot des Satzes 1 nicht, wenn die Leistung im Interesse der Gesellschaft liegt.“*

§ 57 AktG soll ähnlich ergänzt werden. Nach der Gesetzesbegründung sei dies ohne weiteres auf die Kapitalaufbringung übertragbar. Eine Klarstellung im MoMiG für die Kapitalaufbringung wäre hilfreich, ist aber nicht vorgesehen.

1.2) Kapitalerhaltung: Darlehen und Sicherheit

Nach dem Novemberurteil des BGH sind Kreditgewährungen an Gesellschafter, die nicht aus Rücklagen oder Gewinnvorträgen, sondern zu

Lasten des gebundenen Vermögens der GmbH erfolgen, auch dann grundsätzlich eine verbotene Auszahlung, wenn der Rückzahlungsanspruch gegen den Gesellschafter bilanziell werthaltig ist. Die Gesellschaft soll nicht das Ausfallrisiko tragen.

a) Upstream-Darlehen und Sicherheiten

Leistungen einer Gesellschaft an ihren Gesellschafter sollen nur zulässig sein, solange das Stammkapital der Gesellschaft nicht angegriffen ist. Dies gilt sowohl für Darlehen als auch Sicherheiten und auch für Leistungen an verbundene Unternehmen.

Das Novemberurteil hat Diskussionen darüber ausgelöst, wie der Rückzahlungsanspruch aus dem Darlehen bei Anwendung der Kapitalerhaltungsregelungen anzusetzen ist. Die strengere Auffassung geht davon aus, dass ein werthaltiger Rückzahlungsanspruch bereits bei Ermittlung des abziehbaren Vermögens unberücksichtigt zu bleiben hat. Die mittlerweile vorwiegende Ansicht tendiert dazu, das abziehbare Vermögen nach handelsbilanziellen Grundsätzen zu ermitteln und den Rückzahlungsanspruch nur bei Bestehen einer Unterbilanz unberücksichtigt zu lassen.

Der BGH hat zugleich angedeutet, dass Ausnahmen vom Verbot bestehen, wenn die Darlehens- oder Sicherheitsgewährung im Gesellschaftsinteresse liegt, die Konditionen einem Drittvergleich standhalten und bei Anlegen strengster Maßstäbe zweifelsfrei oder die Rückzahlung durch werthaltige Sicherheiten voll gewährleistet sei. Wann eine solche Leistung ausnahmsweise im Interesse der Gesellschaft liegt und damit zulässig ist, ist noch ungeklärt. Das MoMiG hat den Ansatz des BGH aufgenommen und in der Gesetzesbegründung Ausnahmen definiert, die die Kriterien

des BGH weit auslegen. Ein Gesellschaftsinteresse liegt danach u. a. vor, wenn der Kredit und die Kreditbedingungen einem Drittvergleich standhalten oder der Anspruch auf Gegenleistung oder Darlehensrückzahlung bilanziell vollwertig ist.

b) Downstream-Darlehen und Sicherheiten

Vollständig ungeklärt ist, ob Darlehen oder Sicherheiten an Tochtergesellschaften, so genannte Downstream-Leistungen, zulässig sind. Durch die Kreditgewährung an ein Tochterunternehmen wird immerhin die Bonität der Muttergesellschaft verschlechtert und im Fall einer Krise der Tochtergesellschaft ist der Rückzahlungsanspruch eigenkapitalersetzend. Es wird daher argumentiert, dass die Grundsätze des Novemberurteils ebenfalls gelten sollten. Eine höchstrichterliche Klärung gibt es bislang nicht.

2) Konzernverrechnung

Ebenfalls üblich bei der Konzernfinanzierung ist, dass Konzerngesellschaften bestehende Ansprüche untereinander aufrechnen. Erfasst wird dabei regelmäßig auch die Aufrechnung von Forderungen des Schuldners mit Gegenforderungen anderer Konzerngesellschaften.

Mit der Entscheidung vom 15.7.2004 hat der BGH klargestellt, dass das Insolvenzrecht uneingeschränkt gilt. Die Aufrechnung von Forderungen des Schuldners mit Gegenforderungen anderer Konzerngesellschaften in der Krise ist analog § 96 Abs. 1 Nr. 2 InsO unwirksam.

3) MoMiG und Eigenkapitalersatz

Mit dem MoMiG wird das Recht des Eigenkapitalersatzes wesentlich geändert und laut der Gesetzesbegrün-

dung an internationales Recht angepasst. Die Regelungen der § 32 a, b GmbHG, die Rechtsprechungsregelungen sowie parallele Regelungen im HGB zum Eigenkapitalersatz werden gestrichen. Nach dem ergänzten § 135 InsO soll die Rückzahlung und Besicherung aller Gesellschafterdarlehen der Anfechtung von 1 bzw. 10 Jahren unterliegen.

Im Ergebnis bedeutet die Änderung, dass jegliche Gesellschafterfinanzierung gleich behandelt wird. Es wird nicht mehr danach unterschieden, ob die Gesellschafterleistung in der Krise gewährt oder stehengelassen wurde. Für Gesellschafter ist damit bei Gewährung nicht vorhersehbar, ob die Rückzahlung oder Sicherung ihre Fremdkapitalleistung in einer Insolvenz angefochten werden wird. Es besteht damit nicht mehr die Möglichkeit, Fremdkapital von Gesellschaftern außerhalb der Krise weitgehend insolvenzfest auszugestalten.

4) Insolvenzverfahren

Erst im Insolvenzverfahren stellt sich teilweise heraus, ob die gewährten Finanzierungen und Rückzahlungen im Konzern rechtsbeständig sind. Es soll daher kurz auf die Stellung der Konzerne im Insolvenzverfahren eingegangen werden.

4.1) Konzerninsolvenz im deutschen Recht

Das deutsche Recht kennt keine Konzerninsolvenz, bei der für alle zu einer Gruppe gehörenden Unternehmen ein Insolvenzverfahren, gesteuert durch einen Insolvenzverwalter, durchgeführt wird. Vielmehr wird über das Vermögen jeder einzelnen insolventen Gesellschaft ein Insolvenzverfahren durchgeführt. Durch diesen Ansatz können die jeweiligen Interessen jeder Gesellschaft separat gesichert werden. In der Literatur wird das Feh-

len gelegentlich kritisiert, da eine Gesamtlösung für Konzerne sich dadurch schwieriger dadurch gestalten lässt.

Insolvenzverwalter behelfen sich teilweise dadurch, dass sie untereinander Vereinbarungen hinsichtlich der Insolvenzverfahren und der Verteilung der Erlöse schließen. Eine konkrete Rechtsgrundlage gibt es für solche Vereinbarungen im deutschen Recht bislang nicht.

4.2) Konzerninsolvenz im europäischen Recht

Auch das europäische Insolvenzrecht, geregelt in der Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates über das Insolvenzverfahren vom 29.5.2000 (EuInsVO), kennt kein Konzerninsolvenzrecht und das Insolvenzverfahren hat über jedes Konzernunternehmen gesondert stattzufinden.

Für das Insolvenzverfahren ist grundsätzlich das Gericht zuständig, in dessen Gebiet das Schuldnerunternehmen den Mittelpunkt seiner hauptsächlichen Interessen hat – auch *center of main interest COMI* – genannt. Bei juristischen Personen wird vermutet, dass dies der satzungsmäßige Sitz ist (vgl. § 3 Abs. 1 EuInsVO). Daneben besteht die Möglichkeit eines Sekundärverfahrens über im Inland belegenes Vermögen, sofern der Schuldner in Deutschland eine Niederlassung oder sonstiges Vermögen hat oder ein sonstiges Interesse besteht.

Über die Auslegung des *COMI* und die anzuwendenden Kriterien ist eine lebhafte Diskussion entstanden. Insbesondere englische Gerichte haben bei der Insolvenz eines Konzerns den *COMI* für alle Konzerngesellschaften am Hauptsitz des Konzerns angenommen, obwohl der Mittelpunkt der jeweiligen Konzerngesellschaften teil-

weise an anderen Orten lag. Die englischen Gerichte haben dadurch ein internationales Konzerninsolvenzverfahren ermöglicht. Die EuInsVO sieht jedoch gerade kein Konzerninsolvenzrecht vor und geht davon aus, dass jede Gesellschaft einen Hauptsitz hat. Der EuGH hat dies in seiner Entscheidung vom 2.5.2006 bestätigt und festgestellt, dass der Sitz „*nur widerlegt werden kann, sofern objektive und für Dritte feststellbare Elemente belegen, dass in Wirklichkeit die Lage nicht derjenigen entspricht, die die Verortung am genannten satzungsmäßigen Sitz widerspiegeln.*“ Der EuGH führt weiter aus, dass „*die Tatsache, dass ihre wirtschaftlichen Entscheidungen von einer Muttergesellschaft mit Sitz in einem anderen Mitgliedsstaat kontrolliert werden oder kontrolliert werden können ...*“ nicht ausreicht. Andernfalls würde ein forum shopping entstehen und die Konzerne würden durch Wahl des Hauptsitzes des Konzerns das für ein Insolvenzverfahren anwendbare Recht wählen.

Das Insolvenzverfahren und seine Wirkungen unterliegen dabei weitgehend dem Recht des Staates, in dem das Verfahren eröffnet ist (§ 335 InsO). Das Anfechtungsrecht und damit die Regelungen betreffend Leistungen an verbundene Unternehmen unterliegen grundsätzlich dem Recht des Insolvenzverfahrens, es sei denn, dass eine Anfechtung nach dem Recht der Rechtshandlung nicht möglich ist (vgl. § 339 InsO).

Fazit:

Ein Konzernrecht und Regeln der Konzernfinanzierung sehen weder das deutsche noch das europäische Recht vor. Die Regelungen über Kapitalaufbringung, Kapitalerhaltung und die Behandlung von Finanzierungsbeiträgen in der Krise oder Insolvenz sowie das Insolvenzverfahren sind nicht europaweit einheitlich geregelt. Zudem sind die jeweiligen Regeln für jede Konzerngesellschaft gesondert zu bestimmen und anzuwenden.

Durch das MoMiG sollen die deutschen Regelungen über die Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung international wettbewerbsfähig gestaltet werden. Insbesondere soll das Cash-Pooling in Konzernen rechtssicherer ermöglicht werden. Allerdings führt die Abschaffung der Regelungen über den Eigenkapitalersatz und die Verlagerung ins Insolvenzrecht dazu, dass die Rückgewährung oder Besicherung jeglichen Fremdkapitals durch Gesellschafter in einer anschließenden Krise oder Insolvenz angefochten werden kann.

**Weitere Informationen:**

Dr. Anne Gross, LLM (RSA)
Rechtsanwältin
Gesellschaftsrecht, M&A,
Insolvenzrecht
GSK Gassner Stockmann & Kollegen
Kronenstraße 30
70174 Stuttgart

Telefon 0711 220 45 79 0
Telefax 0711 220 45 79 44
E-Mail gross@gsk.de

Herausforderungen der Globalisierung und damit verbundener struktureller Anpassungsbedarf

von Volker Riedel

Der globale Wettbewerb zwingt Unternehmen weiterhin permanent, sowohl ihre leistungswirtschaftlichen als auch finanzwirtschaftlichen Strukturen konsequent auf die Herausforderungen der Globalisierung auszurichten.

Hierbei zeichnen sich erfolgreiche, international agierende Unternehmen zukünftig dadurch aus, dass es ihnen gelingt, die Kosten entlang der Wertschöpfungskette im Rahmen permanenter Prozessoptimierungen zu senken und dabei vertrieblich just-in-time und zur vollen Kundenzufriedenheit zu handeln. Um in diesem Spannungsfeld zwischen Flexibilität bzw.

Geschwindigkeit und Rentabilität das richtige Maß zu finden, ist eine differenzierte Supply Chain Strategie, die sich der Dynamik variierender Marktvorgaben stetig anpasst, unabdingbar.

Diese Zielsetzung erfordert deshalb die Entwicklung von Strategien in folgenden Feldern:

1. Strategische Ausrichtung des Wertschöpfungsnetzwerkes
2. Optimierung der Wertschöpfungsnetzwerke
3. Implementierung von Steuerungs- und Risikosystemen
4. Finanzwirtschaftliche Optimierung

Strategische Ausrichtung des Wertschöpfungsnetzwerkes als Basis für den Aufbau einer gruppenweiten Wertschöpfungsstrategie

Die Wertschöpfungsstrategie umfasst die Ausgestaltung und setzt wesentliche Elemente der Wettbewerbsstrategie in konkrete, messbare Aktivitäten um. Ziel dieser Strategiebestimmung muss es sein, das Richtige am richtigen Ort zu tun.

Wesentliche Inhalte sind Konzepte zur Wertschöpfungsstruktur sowie zur standortübergreifenden Optimierung der Wertschöpfung des Unternehmens insgesamt. Hierbei spielen vor allem die zukünftigen Absatz- und Produkt-/Leistungsstrukturen eine wesentliche Rolle, um neben dem zu-



Abb. 1: Nachhaltigkeit der Wertschöpfungskette

künftigen Produktprogramm auch die zukünftigen sich weiter verändernden Prozesse modellieren zu können.

Hierbei hilft eine standortübergreifende Betrachtung, um eine wirtschaftlich sinnvolle Bewertung von zu tätigen Investitionen oder Restrukturierungen durchführen zu können. Zur Erzielung hoher Produktivität und Effizienz ist eine Mindest-Wertschöpfungstiefe je Standort unerlässlich, unabhängig davon, von wem die Wertschöpfung erbracht wird.

Gerade die Verlagerungen der Wertschöpfung der letzten Jahre von mittelständischen Unternehmen basieren immer wieder auf der Stückkosten-Argumentation. Eine Argumentation, die im Kern auch richtig ist. Sie springt aber zu kurz, wenn nicht gleichzeitig die verbleibenden Struktur- und Standortkosten angepasst werden, so dass auch in den heimischen Produktionen mit Volllast gefahren wird. Nicht zuletzt sind auch zunehmend Rückverlagerungen von Produktionen festzustellen.

Das Wertschöpfungsnetzwerk muss kontinuierlich auf den Prüfstand gestellt werden

Besonders im produzierenden Gewerbe ist eine große Veränderung

der Absatzmärkte zu beobachten. Diese verschieben sich zunehmend in die Wachstumsregionen Osteuropa und nach Südostasien. Dadurch verändern sich die Bedingungen für die Unternehmen, denn vor allem gut aufgestellte Unternehmen haben bereits heute in ihren internationalen Fertigungsanlagen bereits weitgehend westeuropäisches Niveau erreicht.

Nur durch den Aufbau eines weltweiten Wertschöpfungsnetzwerkes innerhalb der Unternehmensgruppe und auch im Wertschöpfungsverbund mit

anderen Unternehmen (Thema Global Sourcing) kann der langfristige Unternehmenserfolg des eigenen Unternehmens gesichert werden. So liegt zum Beispiel die Wertschöpfungstiefe bei einem Porsche Cayenne nur noch bei ca. 10 – 12 %.

Dabei ist zu beachten, dass nicht nur Produktionstätigkeiten verlagerungsfähig sind, sondern auch alle Verwaltungsarbeiten im Sinne einer Zentralisierung, aber auch Auslagerung.

Mittlerweile hat sich auch im Mittelstand die Meinung durchgesetzt, dass nur in einer Kombination mit internationalen Produktionsstandorten die Standortnachteile in Deutschland ausgeglichen werden können.

Um hier einen optimalen Mix aus Wertschöpfungsstufen an den richtigen Standorten zu haben, ist ein systematisches, auf die spezifische Geschäftsmechanik des Unternehmens abgestimmtes Bewertungstoolset sowie ein strukturierter Make or Buy Prozess eine zwingende Notwendigkeit. Andernfalls wird die Fragestellung nach dem Bezugsort zu einer Glaubensfrage innerhalb des Unter-

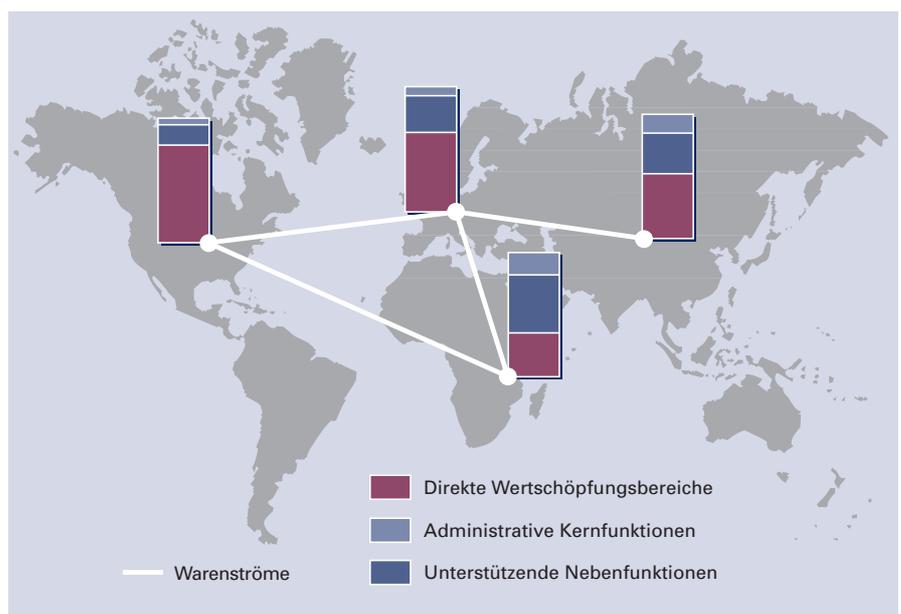


Abb. 2: Optimierung des Wertschöpfungsnetzwerkes

nehmens, und die lassen sich bekanntlich nur schwer lösen.

Die Anforderungen an die benötigten Steuerungs- und Risikosysteme leiten sich aus der Strategie ab

Konkreter Ansatzpunkt für die Steuerung ist neben der konsequenten Führung nach Produktivitätskennzahlen (z. B. Output pro Mitarbeiter und Rohertrag pro Personalkosteneinheit) vor allem die konsequente Ausrichtung nach Absatz- und Beschaffungsmärkten. Erfolgreiche Unternehmen steuern ihre Prozesse kundenorientiert über die Wertschöpfung, da nur diese ein für den Kunden relevantes Ergebnis darstellt.

Die zentrale Fragestellung von Steuerungssystemen besteht darin, wie vorhandene Wertschöpfungseinheiten standortübergreifend zu steuern sind.

Die regionale Aufspaltung der Wertschöpfungskette muss immer mit einer Optimierung der Prozesse einhergehen. Nicht abgestimmte Systeme führen an den einzelnen Standorten zu Vorsorgemaßnahmen (wie Pufferlager), um die Ineffizienz der vorgelagerten Stufen auszugleichen. Das Working Capital steigt an.

Ein zielgerichtetes und effizientes Supply-Chain Management ist dabei zum Beispiel entscheidend für die Erreichung folgender Top-Ziele notwendig:

- Verkürzung der Durchlaufzeiten
- Erhöhung der Flexibilität in der Produktion und Servicebereichen
- Reduzierung der Bestände, d. h. Optimierung des Working Capitals
- Optimale Allokation von Aufträgen an den entsprechenden Produktionsstandorten

Zur Erreichung dieser Zielsetzungen bietet es sich für das produzierende

Gewerbe an, Teile der Supply Chain Steuerungsmechanismen von Push-auf Pull-Steuerung umzustellen, d. h. es wird nur noch auf konkrete Nachfrage der nachgelagerten Wertschöpfungsstufen hin produziert. Dies setzt aber hohe Maßstäbe an die Performance und Logistik der internationalen Wertschöpfungskette.

Gerade aus Sicht des Finanzierungspartners ist zu prüfen, ob alle risikorelevanten Faktoren in dem ausländischen Investitions- und Liefervorhaben des Unternehmens ausreichend geprüft wurden.

In die Steuerungssysteme müssen daher kontinuierliche Risikobetrachtungen integriert werden. Die finanziellen Gefahrenpotenziale in anderen Kultur- und Wirtschaftskreisen sind gerade für mittelständische Unternehmen ohne ausgeprägte interna-

tionale Erfahrung außerordentlich hoch.

So ist beispielsweise aus europäischer Sicht der indische Markt ein riesiger Wachstumsmarkt mit vielen Potenzialen. Doch ein genauer Blick zeigt, dieser Markt ist nicht homogen. Er besteht aus vielen nicht miteinander verbundenen Marktsegmenten und generiert die unterschiedlichsten Bedürfnisse und das bei unterschiedlichen Arbeitsproduktivitäten und enormen Transportwegen. Fehleinschätzungen führen schnell zu einem wirtschaftlichen Desaster.

Finanzwirtschaftliche Optimierungsmöglichkeiten unterstützen dabei die Standortentscheidungen

Durch die Globalisierung verschieben sich sowohl die Absatz- als auch die Beschaffungsmärkte von der Euro-



Abb. 3: Internationale Risiken in der Übersicht

Region vor allem in die ostasiatischen Schwellenländer sowie nach China und Indien. Um durch diese Verschiebungen nicht zu großen Risiken ausgesetzt zu sein, bietet es sich an, seine eigenen Wertschöpfungsstrukturen wie auch die Beschaffungsmärkte unter dem Gesichtspunkt einer währungstechnischen Kompensationswirkung (sog. „Natural Hedge“) auszurichten.

Dies bedeutet, dass bei der kontinuierlichen Lieferung in den Dollarraum geprüft werden muss, ab wann sich die Erhöhung der Wertschöpfung im

Dollarraum lohnt. So hat zum Beispiel VW im Jahr 2004 beschlossen, die Wertschöpfung an den Standorten Brasilien und Mexiko zu erhöhen, um den Milliardenexporten nach USA aus der EU zu begegnen und damit die Dollarschwäche gegenüber dem Euro zu mildern. Damit wurden verdiente US-Dollar in US-Dollar Ausgaben verwendet.

So sind heute in deutschen Produktionen nach wie vor hohe Zulieferungen aus dem Dollarraum zu finden, die nach der Veredelung in Deutschland wieder in den Dollarraum, z. B.

USA, geliefert werden. Solange diese Warenlieferungen sich wertmäßig ausgleichen können, ist das Währungsrisiko begrenzt. Veränderungen in der Wertschöpfung, in Absatzmärkten oder Währungskursen bringt das Gleichgewicht schnell zum Kippen, leider immer in die falsche Richtung.

Verlässt man den EU-Raum, sind zusätzliche Vorschriften zum Transfer und der Konvergenz von Zahlungsmitteln zu beachten. Eine Hürde, die so manchen schnellen Rückfluss von Einnahmen verhindert hat.

Neben der Optimierung von Währungsrisiken kann in diesem Zuge durch den geschickten Aufbau von eigenen Gesellschaftsstrukturen an geeigneten Standorten auch die Steuerbelastung vermindert werden.

Fazit:

Im Bereich der leistungswirtschaftlichen Optimierung der Supply Chain Strukturen schlummert weiterhin ein hohes Potenzial.

Die zunehmend größer werdende Lücke zwischen quantitativen und qualitativen Ressourcenanforderungen und den tatsächlich im Unternehmen vorhandenen Ressourcen muss zwangsläufig zu einer Konzentration der Unternehmen auf ihre Kernkompetenzen führen. Verbunden damit ist eine Verringerung der Komplexität in ihrer Wertschöpfungstiefe und -breite. Professionelles Schnittstellenmanagement zu den dabei beteiligten Kooperations- bzw. Outsourcing-Partnern wird so immer mehr zum entscheidenden Erfolgsfaktor.

Eigene Werksstrukturen und somit auch Standorte werden auch in Zukunft weiterhin einem steten Wandel ausgesetzt sein, denn nur wer am richtigen Ort mit den richtigen Ressourcen angesiedelt ist, hat im globalen Wettbewerb die Nase vorn. Und nur ein absolut professionelles Supply Chain Management mit den entsprechenden Steuerungssystemen kann das Zusammenwirken der einzelnen Rädchen (eigene Wertschöpfungseinheiten, Lieferanten und Kunden) optimal koordinieren und somit Reibungsverluste minimieren.



Abb. 4: Die fünf Bausteine Operations



Weitere

Informationen:

Diplom-Ökonom
Volker Riedel
Senior-Projektleiter
Corporate Restructuring
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
80539 München

Telefon 089 28 623 144
Telefax 089 28 623 290
E-Mail riedel@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

Internationale Investoren – Optionen zur Gestaltung der Passivseite?

von Hans-Jürgen Titz

Obwohl die Zahl der Insolvenzen auch in 2006 weiter rückläufig ist, befinden sich viele mittelständische Unternehmen unverändert im Kampf ums Überleben.

Durch den enormen Wettbewerbsdruck ausländischer Konkurrenten, v. a. asiatischer Prägung, und dem dadurch einhergehenden Preis- und Margenverfall, sind Restrukturierungsaufgaben zur täglichen Praxis vieler Unternehmer geworden. Die Eigenkapitalquote, im europäischen Vergleich sowieso nur im Mittelfeld, schwindet weiter.

Der Sanierung der Passivseite kommt in diesen Zeiten eine hohe Bedeutung zu. In vielen Krisenfällen stellt sie eine der zentralen Managementaufgaben dar, um die Liquidität im Unternehmen sicherzustellen, eine drohende bzw. bereits vorhandene Überschuldung abzuwenden oder – zur Nachhaltigkeit der Krisenbewälti-

gung – das Unternehmen zukunftsorientiert (Wachstumsperspektive) aufzustellen.

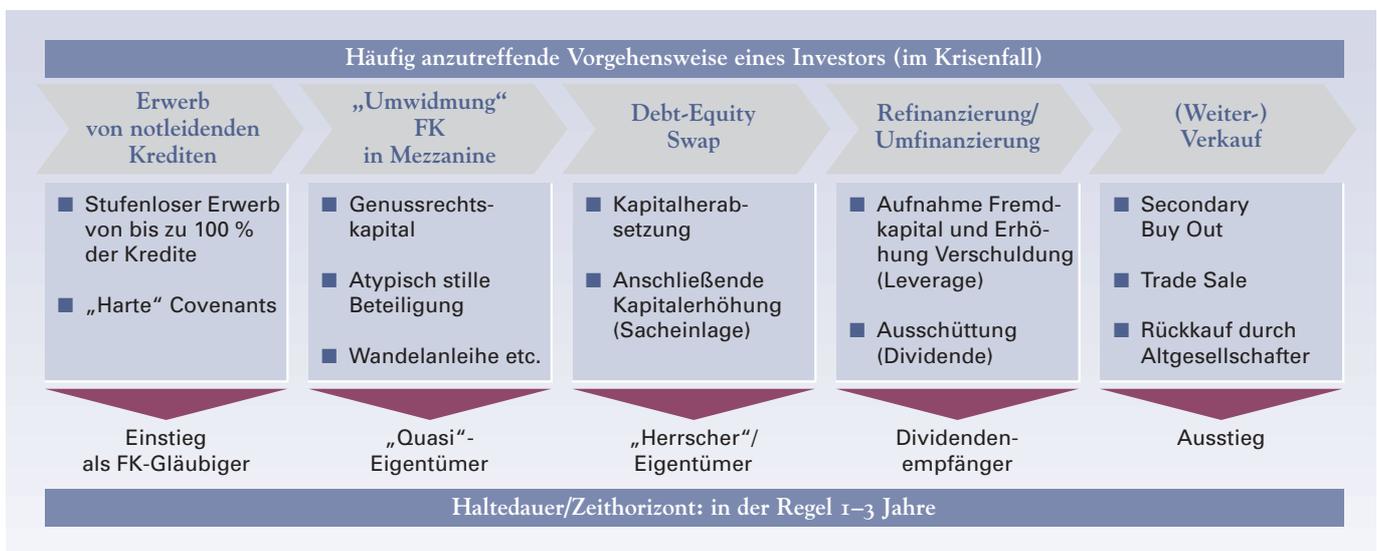
Vor diesem Hintergrund haben gerade in den letzten zwei Jahren eine stetig gestiegene Zahl internationaler Investoren, vor allem Private Equity Firmen und Hedgefonds auf sich aufmerksam gemacht, letztere nicht nur durch die von Franz Müntefering angestoßene „Heuschreckendebatte“. Schlagzeilen wie „Schefenacker am Fliegenfänger der Hedgefonds“, „HP Pelzer – Spielball von Investoren“, „Hedgefonds at the gate“, „Internationale Investoren übernehmen das Kommando in deutschen Konzernen“ machten die Runde.

Neben den seit Jahren bekannten Playern auf Private Equity Seite gerieten insbesondere Hedgefonds wie Silverpoint, Davidson/Kempner, Goldman Sachs, Citadel, Bridgewater, Knight und TCI in die Gazetten der Presse und in die Verhandlungsrunder der Banken.

Ausgewählte Hedgefonds

- TCI
- Citadel
- Bridgewater
- Knight
- Silver Point
- Trafalgar
- Cheyne Capital
- GE Finance
- Davidson/Kempner
- Avenue Capital Group
- D.B. Zwirn
- Golden Tree LLC
- Strategic Value Partners
- Cargill Value Investment
- Black Diamond
- Lone Star
- usw.

Dabei stellt sich doch die berechtigte Frage, ob der Einstieg internationaler Investoren, v. a. von Hedgefonds, für alle beteiligten Stakeholder im Krisenfall eine wirkliche Option zur Gestaltung der Passivseite und damit zur Sanierung der Bilanz und des Unternehmens ist.



Häufig bilden notleidende Kredite die Eintrittskarte für internationale Investoren. Das Geschäft mit den sog. NPLs (Non Performing Loans) hat sich zwischenzeitlich in Deutschland zu einem boomenden Markt entwickelt. Hierzu hat nicht nur die Verkaufsbereitschaft namhafter deutscher Kreditinstitute beigetragen.

Seit deutsche Banken verstärkt mit Krediten handeln und/oder den Erwerber dieser Kredite sogar refinanzieren, entwickeln sich Bankkredite immer stärker zu einem Einfallstor für Investoren. Insider schätzen den Markt für notleidende Kredite in Deutschland auf > 150 Mrd. Euro.

Allein in 2006 wurden Schätzungen zufolge weltweit rd. 300 Mrd. USD für Investments in unzureichend performenden Unternehmen eingesammelt. Experten sprechen bereits von einer gigantischen Schuldenmaschine, einer Blase, die demnächst zu platzen droht. Mittendrin die Hedgefonds, die verstärkt die Schulden von angeschlagenen Unternehmen mit dem Ziel erwerben, kurzfristig die Kontrolle zu erlangen.

In der Regel stellt sich der Prozess beim Einstieg von internationalen Investoren im Krisenfall wie auf Seite 15 visualisiert:

In einem ersten Schritt wird ein kleiner Anteil am Fremdkapital (unter Nennwert) erworben oder nachrangige Darlehen (second lien loans, high yield bonds etc.) gezeichnet.

Ist der Investor erst einmal an Bord, dauert es in der Regel nicht lange, bis auch die übrigen Fremdkapitalgeber verkaufen und dadurch bis zu 100 % beim Investor landen. Mit den nunmehr vorgegebenen „harten“ Covenants ist das Unternehmen zum Erfolg verdammt. Stimmt die Profitabilität nicht, werden Ziele nicht

kurzfristig erreicht oder klappt es nicht mit der Kommunikation, droht die Fälligkeit der Kredite und damit die Insolvenz.

Um diesem Schicksal zu entgehen, bleibt häufig nur der Ausweg, die Kredite in Eigenkapital zu wandeln (sog. „Debt-Equity Swap“). Der Switch von Fremd- in Eigenkapital erfolgt dabei meist im Anschluss an eine Kapitalherabsetzung mittels einer Kapitalerhöhung aus Sacheinlagen, die nur von den Investoren „gezeichnet“ wird.

Zwar kann durch diese Kapitalmaßnahme das Ziel der bilanziellen Sanierung durch Vermeidung/Beseitigung der Überschuldung oder die Verbesserung des Eigenkapitals erreicht werden. Gleichzeitig erlangt der Investor hierdurch allerdings die Kontrolle des Unternehmens – quasi durch die Hintertür.

Da Kreditkäufe in hohem Maße fremdfinanziert sind, benötigt der Investor einen kontinuierlichen Cashflow aus dem Unternehmen, um seinerseits seine Refinanzierer bedienen zu können. Reicht der operative Cashflow des Unternehmens hierzu nicht aus, so ist es durchaus gängige Praxis von angelsächsischen Hedgefonds, dem Unternehmen zusätzliche Schulden aufzubürden (leveraging), um sich nach dem Liquiditätszufluss von Fremdkapitalgebern nunmehr Dividenden ausschütten zu können.

Aufgrund des hohen Fremdverschuldungsgrades (historisch hoher Leverage!) sind viele Unternehmen trotz eines bisweilen umfangreichen Sanierungsfortschritts nach Abschluss einer solchen „Transaktion“ kaum mehr in der Lage, den Kapitaldienst für die (neuen) Fremdkapitalgeber zu leisten. Covenants drohen zu brechen, die Gefahr ist groß, dass Kredite erneut fällig gestellt werden.

Kann die Insolvenz erfolgreich vermieden werden, bleibt in zahlreichen Fällen nur noch der Weiterverkauf – an Finanzinvestoren (Secondary Buy Out) oder strategische Investoren (Trade Sale). Mitunter ist auch der Alt-Gesellschafter am Rückkauf seines ehemaligen Unternehmens interessiert.

Oft ist der Einstieg internationaler Investoren für alle Beteiligten erfolgreich, allerdings nicht immer: So wurde aus dem einst gesunden Unternehmen Grohe ein Sanierungsfall: Während bei Einstieg des Investors der EBIT noch bei knapp 200 Mio. Euro lag, wurden nach „Abschluss“ der Transaktion durch die immense Zinslast Verluste im dreistelligen Millionenbereich eingefahren.

Eine langfristige Strategie des Investors mit sukzessiver Steigerung von Rentabilität und Profitabilität ist in vielen Fällen nicht zu erkennen bzw. schlichtweg nicht vorhanden. In der Regel beträgt die tatsächliche Haltdauer der Investments ein bis max. drei Jahre. Da eine Vielzahl angelsächsisch geprägter Investoren „ein Unternehmen nur als Projekt auf Zeit versteht, wächst die Gefahr einer massiven Umverteilung von Werten und Gewinnen aus der Zukunft in die Gegenwart“, so der Deutschland-Chef eines großen Beratungsunternehmens im Handelsblatt.

Fazit:

Auch beim Einstieg von internationalen Investoren in Krisenunternehmen wird die Passivseite gestaltet – manchmal aber anders, als sich viele das denken!



Die haftungsrechtlichen Rahmenbedingungen beim Credit Buy Out im Kreditgeschäft

von Dr. Rainer Riggert

Der Trend zum Verkauf notleidender Kredite hält in Deutschland weiterhin an. Veräußert werden Einzelkredite (Single Cases) wie auch ganze Kreditportfolien. Dabei sind die rechtlichen Rahmenbedingungen nach wie vor höchststrichterlich nicht geklärt. Bislang gibt es keine die Grenzen bestimmendes Urteil des Bundesgerichtshofes (siehe aber OLG Frankfurt am Main WM 2004, 1386; LG Frankfurt am Main ZIP 2005, 115; LG Koblenz ZIP 2005, 21). Die Liste des juristischen Risikopotenzials von Credit Buy Out ist deshalb immer noch lang:

Tatbestandsseite:

- Verstoß gegen Kreditwesengesetz
- Verletzung des Bankgeheimnisses
- Missachtung des Abtretungsverbots
- Eingriff in den ausgeübten Gewerbebetrieb/
Kreditgefährdung

Rechtsfolgenseite:

- Schadensersatzansprüche durch den Kreditnehmer
- Unwirksamkeit des Credit Buy Out, insbesondere der Abtretung der Kreditforderung und der Sicherheitenübertragung
- Schadensersatzansprüche durch den Erwerber
- Strafrechtliche Konsequenzen aus § 203 BGB (Verletzung von Privatgeheimnissen).

Tatsächlich ist das Risiko für das veräußernde Kreditinstitut sehr vom Einzelfall abhängig, vereinfacht von folgenden Umständen: Ist das Kreditengagement notleidend (sog. non performing loans) oder regulär? Handelt es sich um einen Geschäftskundenkredit oder um einen Verbraucherkredit?

I. Das Bankgeheimnis als Ausgangspunkt

Das Bankgeheimnis als Rechtsbegriff ist vor allem durch das Urteil des Bundesgerichtshofes vom 24. Januar 2006 (ZIP 2006, 317) im Verfahren Kirch/Deutsche Bank AG

bedeutsam geworden. Es umfasst den Schutz des allgemeinen Persönlichkeitsrechts des Kunden, einschließlich der persönlichen Geheimsphäre. Dies bedeutet einerseits, dass der Zugriff Dritter auf Kundendaten beschränkt ist. Andererseits aber auch, dass es die Pflicht der Bank begründet, kundenbezogene Daten und Informationen vertraulich zu behandeln (Lang, Inhalt, Umfang und Reichweite des Bankgeheimnisses, ZBB 2006, 115 (116)). Positiv gesetzlich geregelt ist der Umfang des Bankgeheimnisses nicht. In den AGB-Banken findet sich in Nr. 2 Abs. 1 allerdings die Regelung, dass die Bank zur Verschwiegenheit über alle kundenbezogenen Tatsachen und Wertungen verpflichtet ist, von denen sie Kenntnis erlangt. Informationen über den Kunden darf die Bank nur weitergeben, wenn gesetzliche Bestimmungen dies gebieten oder der Kunde eingewilligt hat oder die Bank zur Erteilung einer Bankauskunft befugt ist. Hierbei handelt es sich aber nur um eine Wiederholung der ohnehin zwischen Bank und Kunden bestehenden vertraglichen Nebenpflicht aus dem Kreditvertrag. Da eine eindeutige gesetzliche Regelung fehlt, erfolgt die Feststellung einer Pflichtverletzung der Bank durch Abwägung der gegenläufigen Interessen.

Umstritten ist, ob sich aus dem Bankgeheimnis ein stillschweigendes Abtretungsverbot von Kreditforderungen/ Rechtspositionen aus Sicherheiten an Dritte ergibt (siehe etwa OLG Frankfurt, WM 2004, 1386 ff. für eine Verbraucherkreditforderung). Begründet wurde dies damit, dass gemäß der Regelungen in den AGB-Banken zumindest ein stillschweigendes Verbot der Abtretung als vereinbart gelte.

Eine Entscheidung des Bundesgerichtshofes liegt zu dieser Frage noch nicht vor. Fraglich ist aber, ob tatsächlich von einem stillschweigenden Abtretungsverbot ausgegangen werden kann, zumal die Bank die Kreditforderung auch an eine andere Bank veräußern könnte, die ihrerseits zum Schutz des Bankgeheimnisses verpflichtet ist. Der Kreditnehmer hätte hierdurch keinen erkennbaren Nachteil, es besteht somit auch kein Bedürfnis, eine solche Nebenpflicht anzunehmen.

II. Der notleidende Geschäftskundenkredit

Hier agiert das Kreditinstitut im risikoärmsten Bereich. Denn „notleidend“ ist der Kredit durch ein Verhalten des Kreditnehmers geworden, er ist nicht mehr in der Lage, ordnungsgemäß den Kredit zu bedienen. Als Erheblichkeitsgrenze gilt nach überwiegender Meinung, dass das Kreditverhältnis durch das Kreditinstitut kündbar ist, also z. B. wenn die Kreditforderungen mindestens 90 Tage nicht mehr bedient wurden. Eine Kündigung des Kreditinstituts hätte im Regelfall die Insolvenz des Kreditnehmers zur Folge (meist aussichtslos sind die Versuche des Geschäftskunden, kurzfristig anderweitig Kredit zu beschaffen). Es kann also nur im Interesse des Kreditnehmers sein, dass durch einen neuen Kreditgeber – auf den das Engagement übertragen wurde – eine Chance zur Restrukturierung/Sanierung eröffnet wird. Zugunsten des veräußernden Kreditinstituts wirkt auch, wenn der Käufer (was jedenfalls bei Übernahme von Kontokorrentkrediten erforderlich ist) über eine Banklizenz verfügt (§§ 1, 32 KWG). Das Bankgeheimnis gilt dann als gewahrt. Denn auch der neue Inhaber der Kreditforderungen/Sicherheiten ist dem Kreditnehmer gegenüber zur Wahrung verpflichtet. Das Bundesdatenschutzgesetz ist hier nicht anwendbar (der Schutz von juristischen Personen und Personengesellschaften fällt nicht in den Schutzbereich des Bundesdatenschutzgesetzes), für das Kreditwesengesetz gilt § 25 a KWG und das Rundschreiben 11/2001 der BaFin. Beschränkungen hieraus sind für das veräußernde Kreditinstitut nicht ersichtlich, vielmehr formuliert § 25 a Abs. 1 KWG nur allgemein, dass die Bank über geeignete Regelungen zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken verfügen muss und sich in dieser Weise risikobewusst zu verhalten hat.

Eine besondere Abwägung ist aber in folgenden Fällen erforderlich:

1. Sparkassen, Landesbanken als veräußernde Kreditinstitute

Hier wird diskutiert, ob die Transaktion wegen Verstoß gegen § 203 Abs. 2 Nr. 1 StGB in Verbindung mit § 134 BGB unwirksam sein könnte (Amtsträgerhaftung).

Nach ganz überwiegender Auffassung kann aber für öffentlich-rechtliche Institute nichts anderes gelten als für Privatbanken. Rechtlich ergibt die Abwägung innerhalb des § 203 StGB, dass diese zugunsten einer Befugnis der Sparkassen und Landesbanken ausfällt, die „Geheimnisse“ an den Erwerber weiterzugeben.

2. Personenbezogene Daten

Auch wenn das Kreditengagement insgesamt geschäftskundenbezogen ist, so kann eine Veräußerung doch einen Eingriff in einzelne personenbezogene Daten bewirken. Dies mag z. B. für ein Vermögensverzeichnis gelten, das durch einen Drittsicherungsgeber als natürliche Person erstellt wurde. Auch hier fällt die Abwägung zugunsten des Kreditinstituts aus. Es besteht überwiegendes Interesse des Drittsicherungsgebers, dass die von ihm bestellte Sicherheit nicht wegen Eintreten des Sicherungsfalls (Insolvenz des Kreditnehmers) verwertet wird. Nur durch die Veräußerung des Engagements durch das Kreditinstitut an einen neuen Kreditgeber hat er realistische Chancen, statt einer Verwertung zum gegebenen Zeitpunkt Freigabe und Rückübertragung der Sicherheit zu erreichen.

III. Der notleidende Verbraucherkredit (insbesondere Immobilienfinanzierungen)

Ein wesentlicher Bereich des Credit Buy Out-Marktes ist die Veräußerung von Immobilienkrediten nebst Sicherheiten. Zusätzliche Schranke ist hier das Bundesdatenschutzgesetz (BDSG). Bei personenbezogenen Daten soll der Verbraucher Herr über seine Daten bleiben. Nach § 4 BDSG würde eine Datenübermittlung die Einwilligung der betreffenden Person (Verbraucher) benötigen oder müsste durch ein Gesetz erlaubt sein.

Überwiegend wird davon ausgegangen, dass sich der Kreditnehmer nicht auf die datenschutzrechtlichen Regelungen berufen kann, wenn der veräußerte Kredit notleidend geworden ist. Entsprechend wie bei Geschäftskundenkrediten ergibt die Güterabwägung (Veräußerung lediglich vorteilhaft für Verbraucher, er hat die Chance eine durch Kündigung des bisherigen Instituts herbeigeführte Zahlungsunfähigkeit bzw. Insolvenz abzuwenden), dass der Verbraucher nicht schutzwürdig ist. Der Kredit ist durch das Verhalten des Verbrauchers, bzw. die ihm zuzuordnende wirtschaftliche Situation notleidend geworden.

IV. Der nicht notleidende Kredit (Performing Loan)

Im Bereich des Geschäftskundenkredites wird auch bei Performing Loans die Veräußerung für zulässig gehalten, die Rechtslage ist hier aber noch nicht eindeutig geklärt (siehe etwa Bitter/Tonner, Übertragung von Darlehensforderungen und Bankgeheimnis, ZBB 2005, 165, 167 f.).

Die Bankpraxis hält die Veräußerung auch hier für möglich, ohne Zustimmung des Kreditnehmers. Besondere Bedeutung hat dies bei Paketverkäufen von Immobilienportfolios, in denen zwar die überwiegende Zahl der Engagements notleidend sein dürfte, nicht aber ausnahmslos.

Indiz für eine Zulässigkeit könnte hier die Umsetzung des Vorschlages zur Novellierung der Verbraucherkreditrichtlinie (KOM (2005) 483) sein. Als Anforderungen enthält der Entwurf, dass die Rechtsstellung des Verbrauchers bei einer Übertragung zu wahren ist und sich diese nicht verschlechtern darf.

Wegen der bestehenden Unsicherheit ist es nicht überraschend, dass eine klarstellende vertragliche Lösung von der Kreditwirtschaft angestrebt wird (siehe WM 2005, 1942 ff.). Die als Muster vorgesehene Vereinbarung mit dem jeweiligen Kreditnehmer enthält eine Abtretungsklausel, nach der die Bank berechtigt ist, zum Zwecke der Eigenkapitalentlastung oder der Risikoversifizierung, das wirtschaftliche Risiko der Darlehensgewährung ganz oder teilweise auf Dritte zu übertragen. Die Veräußerung von Kreditforderungen wird explizit genannt. Des Weiteren wären die Kreditinstitute nach dieser Vereinbarung berechtigt, die für die Transaktion erforderlichen Informationen an Dritte weiterzugeben, die in die Abwicklung der Übertragung eingebunden werden müssen.

Nach geltendem Recht verbleiben aber bei der Auslagerung nach wie vor aufsichtsrechtliche Probleme. Nach dem Rundschreiben/2001 „Auslagerung von Bereichen auf ein anderes Unternehmen gem. § 25 a Abs. 2 KWG“

sind Maßnahmen der Unternehmensplanung, der Unternehmenssteuerung und der Unternehmenskontrolle nicht auslagerungsfähig. Das betrifft die sog. Kreditkompetenz, an sich müsste das Kreditinstitut das Engagement vor Veräußerung kündigen, danach wäre die Auslagerung aufsichtsrechtlich möglich.

Fazit:

Die rechtlichen Grenzen des Credit Buy Out sind bislang höchstrichterlich nicht abschließend geklärt. Das Risiko des Kreditinstituts hängt insbesondere davon ab, ob es sich um einen notleidenden oder nicht notleidenden Kredit handelt, des Weiteren, ob der Kredit an einen Geschäftskunden oder einen Verbraucher gewährt wurde. Zumindest empfiehlt es sich, dass das Kreditinstitut darauf achtet, dass der Erwerber über eine eigene Banklizenz verfügt und damit auch zur Wahrung des Bankgeheimnisses verpflichtet ist.



Weitere Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Rainer Riggert
Schultze & Braun GmbH
Rechtsanwalts-gesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Eisenbahnstraße 19-23
77855 Achern

Telefon 07841 708 0
Telefax 07841 708 301
E-Mail RRiggert@schubra.de

Investoreneinstieg in Krisenunternehmen durch den Erwerb von Fremdkapital

von Dr. Wolfgang Krauel,
Dr. Ralph Drebes

In jüngerer Zeit interessieren sich Finanzinvestoren zunehmend für den Erwerb des Fremdkapitals von Unternehmen des deutschen Mittelstandes, um im Anschluss ganz oder teilweise auch das Eigenkapital des Unternehmens zu erwerben.

Sinkende Umsätze und ein relativ hoher Verschuldungsgrad führen bei einer Vielzahl von kleinen und mittleren Unternehmen dazu, dass die mit den finanzierenden Banken in den Darlehensverträgen vereinbarten Finanzkennzahlen nicht erreicht werden. Das Unternehmen befindet sich in ständiger Diskussion mit den Fremdkapitalgebern über Sanierungskonzepte und Stillhalteabkommen, um

die Kündigung der Darlehensverträge zu vermeiden. Darüber hinaus benötigen viele Unternehmen zusätzliches Kapital für die Neuausrichtung ihres Geschäfts sowie für Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen.

Die Eigentümer des Unternehmens sind in dieser Situation oftmals nicht willens oder in der Lage, einen Beitrag zur Überwindung der finanziellen

Schwierigkeiten zu leisten. Insbesondere in Familienunternehmen mit einem relativ großen Gesellschafterkreis kann nur schwierig Einigkeit darüber erzielt werden, wann, wie und in welchem Umfang die Eigentümer zur Überwindung der Krise tätig werden.

Das Bankenkonsortium erweist sich erfahrungsgemäß im mittelständischen und lokalen Bereich als loyal gegenüber den Unternehmen. Die Loyalität stößt aber an Grenzen, wenn ein schlüssiges Sanierungskonzept nicht vorgelegt wird und in den Gesprächen mit dem Gesellschafterkreis für die Banken absehbar ist, dass von Eigentümerseite ein Beitrag nicht geleistet wird. Einzelne oder sämtliche Konsortialbanken beginnen dann, über eine Beendigung ihres Engagements durch Verkauf der Darlehen an einen Investor nachzudenken.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der so genannten „Heuschreckendebatte“ sind Öffentlichkeit und Arbeitnehmerschaft in Deutschland im Allgemeinen negativ gegenüber dem Einstieg eines Finanzinvestors eingestellt. Allerdings kann eine solche Transaktion für das Unternehmen eine, vielleicht die einzige echte Überlebenschance darstellen. Der Investor erarbeitet ein funktionierendes Sanierungskonzept, trägt mit einem Eigenkapitalbeitrag zur Überwindung der Krise bei und bewegt auch die gegebenenfalls verbleibenden Banken des Konsortiums dazu, das Unternehmen weiterhin zu begleiten.

Rechtliche Möglichkeiten und Grenzen des Fremdkapitalerwerbs

Ein wirksamer Erwerb von Forderungen gegen das Unternehmen bedarf einer entsprechenden Einigung zwischen Alt- und Neugläubiger; die Zustimmung des Schuldners ist grundsätzlich nicht erforderlich (§ 398 S. 1

BGB). Bei den erworbenen Forderungen handelt es sich zumeist um Finanzierungsforderungen aus Darlehen oder Schuldverschreibungen; ebenso ist aber auch der Erwerb sonstiger Forderungen (etwa aus Lieferungen und Leistungen) gegen das Unternehmen denkbar.

Hinsichtlich der dem Unternehmen gewährten Darlehen sind die Banken auch ohne ausdrückliche Vereinbarung grundsätzlich gegenüber ihren Kunden zur umfassenden Geheimhaltung verpflichtet (Bankgeheimnis). Der Investor ist im Zuge der Verhandlungen naturgemäß an Informationen über den Kaufgegenstand, also das Darlehen sowie den Schuldner und dessen Vermögenssituation, interessiert. Das Bankgeheimnis schützt das Zielunternehmen allerdings nicht vollständig vor einem Verkauf der Forderungen durch die Bank. Insbesondere in Fällen, in denen das Zielunternehmen seine Pflichten aus dem Darlehensvertrag verletzt, also etwa fällige Raten oder Zinsen nicht pünktlich zahlt, ist die Bank in der Lage, ihr Engagement durch verschiedene Gestaltungen an einen interessierten Investor zu veräußern.

Besonderheiten bei Bestehen eines Kredit- oder Sicherheitenpools

Falls zwischen den das Unternehmen finanzierenden Konsortialbanken ein Kredit- oder Sicherheitenpool besteht, kann der Forderungserwerb durch den Investor weiteren Voraussetzungen unterliegen. Die Kreditsicherheiten des Unternehmens werden vielfach zugunsten eines Sicherheitenpools oder der den Pool führenden Bank bestellt. Im Innenverhältnis zwischen den Banken wird vereinbart, dass die Sicherheiten allen Krediten gleichermaßen dienen sollen. Für den Fall der Verwendung einer Sicherheit bestehen Ausgleichsansprüche innerhalb des Konsor-

tiums. Die Schaffung des Pools dient der Verwaltungs- und Verwertungsvereinfachung sowie der ausgeglichenen Sicherung der Kredite aller Konsortialbanken.

Der Verkauf eines Darlehens geht vor diesem Hintergrund mit dem Wechsel der Gesellschafterstellung im Sicherheitenpool einher. Die verkaufende Bank bzw. der Investor sind nicht nur Gläubiger des Unternehmens, sondern zugleich potenzieller Schuldner gegenüber den anderen Konsortialbanken. Daher ist die Zustimmung der anderen Konsortialbanken zum Eintritt in den Sicherheitenpool erforderlich.

Ein möglicher und für das betroffene Unternehmen positiver Effekt des Darlehensverkaufes kann es darin bestehen, dass die Konsortialbanken mit dem Unternehmen eine Stillhaltevereinbarung treffen. Der Eintritt des Investors mit Sanierungskonzept sowie gegebenenfalls späterem Eigenkapitalbeitrag kann die Überwindung einer Krise greifbar machen; eine Rettung erscheint plötzlich wieder möglich. In schwierigen Situationen vermeidet die Stillhaltevereinbarung eine Insolvenz des Unternehmens.

Ein Problem entsteht, wenn die aufgekaufte Forderung später dergestalt in Eigenkapital umgewandelt werden soll, dass sie in das Unternehmen eingebracht wird. Mit Einbringung der Forderung in das Unternehmen erlischt nicht nur die Forderung, sondern zugleich gehen auch die Kreditsicherheiten unter bzw. sind dem Sicherungsgeber zurückzugewähren, sofern sie ausschließlich für die eingebrachte Forderung bestellt waren. Die Sicherheit kann damit entgegen den Vereinbarungen des Sicherheitenpools nicht mehr allen Konsortialbanken zugute kommen. Die Umwandlung der Forderung in Eigenkapital ist in dieser Situation zwar recht-

lich möglich, sie kann aber eine Schadensersatzpflicht des Investors gegenüber den anderen Konsortialbanken auslösen und ist daher nur im Einvernehmen oder nach Kündigung der Mitgliedschaft des Investors im Sicherungspools anzuraten.

Varianten des Zugriffs auf das Eigenkapital der Zielgesellschaft

Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten für den Fremdkapitalinvestor, Eigenkapital des Zielunternehmens zu erwerben. Zum einen kann er die erworbene Position als Gläubiger des Zielunternehmens nutzen, um die Eigentümer zum Verkauf ihrer Anteile zu bewegen. Andererseits ist auch eine Umwandlung des Fremdkapitals in Eigenkapital im Wege eine Kapitalerhöhung (Debt-to-Equity-Swap) denkbar.

Erwerb des Eigenkapitals von den Altgesellschaftern

Der Erwerb der Forderungen durch den Investor kann dazu führen, dass die bisherigen Eigentümer eine unternehmerische Entscheidung darüber treffen müssen, ob sie das Zielunternehmen gegebenenfalls durch zusätzliche Mittel unterstützen oder unter Umständen Eigenkapitalanteile an den Investor abgeben. Die Verhandlungsposition des Investors ist insbesondere dann günstig, wenn die erworbene Forderung zur Zahlung fällig ist, das Unternehmen keine Möglichkeit der Refinanzierung hat und bei Geltendmachung der Forderung Insolvenz anmelden müsste.

Sollte der Investor auch das Eigenkapital der Altgesellschafter erwerben, so wird die von ihm erworbene Forderung zu einem Gesellschafterdarlehen und unterfällt nunmehr den so genannten Grundsätzen über eigenkapitalersetzende Darlehen. Die Rückzahlung eines eigenkapitalersetzenden

Darlehens oder auch die Zahlung von Zinsen ist erst zulässig, wenn die Krise des Unternehmens nachhaltig überwunden ist. Im Falle einer Insolvenz des Unternehmens wird das eigenkapitalersetzende Darlehen zum Schutz der anderen Gläubiger wie Eigenkapital behandelt. Darüber hinaus könnten auf Ebene des Unternehmens Probleme der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen entstehen (§ 8a KStG).

Umwandlung in Eigenkapital

Grundsätzlich kann der Investor im Rahmen einer Kapitalerhöhung die von ihm erworbene Darlehensforderung mit Zustimmung der Altgesellschafter in das Unternehmen einbringen. Aus Gründen der gesetzlich zwingenden Kapitalerhaltung stößt die Einlagefähigkeit aber an Grenzen, wenn sich das Unternehmen in einer Krise befindet. Die vorliegenden Erwägungen beschränken sich auf Unternehmen in der Rechtsform der GmbH.

Sofern die Rückzahlung des Gesellschafterdarlehens nicht durchsetzbar ist, da es sich um eine Rückzahlung des Stammkapitals der GmbH handeln würde (§ 30 GmbHG analog), ist der Anspruch nicht werthaltig und kann daher nicht eingelegt werden. Darüber hinaus hat die Rechtsprechung noch nicht endgültig entschieden, ob ein Gesellschafterdarlehen einlagefähig ist, welches aufgrund einer Krise der Gesellschaft als Eigenkapitalersatz behandelt wird (§ 32a GmbHG).

Unter bestimmten Umständen finden die Eigenkapitalersatzvorschriften insgesamt keine Anwendung. Zunächst sind Gesellschafter privilegiert, die nicht geschäftsführungsbefugt sind und weniger als 10 % der Geschäftsanteile halten (Kleingesellschafterprivileg, § 32a Absatz 3 Satz

3 GmbHG). Darüber hinaus werden Ausnahmen gemacht für Darlehensgeber, die in einer Krise des Unternehmens Anteile zum Zwecke der Überwindung der Krise erwirben (Sanierungsprivileg, § 32a Abs. 3 Satz 2 GmbHG).

Die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital folgt gewöhnlich den nachfolgenden Transaktionsphasen: Der Investor erwirbt zunächst die Forderungen gegen die GmbH. Die Altgesellschafter beschließen sodann die Erhöhung des Stammkapitals gegen Einbringung einer Sacheinlage und lassen den Investor zur Übernahme des so zu schaffenden Geschäftsanteils zu. Die einzubringende Forderung wird durch einen Wirtschaftsprüfer bewertet und der Investor erbringt seine Einlage durch Übertragung der Forderung auf die GmbH. Schließlich muss die Kapitalerhöhung zu ihrer Wirksamkeit in das Handelsregister der Gesellschaft eingetragen werden.



Weitere Informationen:

Dr. Wolfgang Krauel, LL.M.
Partner, M&A Corporate
Linklaters, Munich
Prinzregentenplatz 10
81675 München

Telefon 089 418 081 99
Telefax 089 418 088 9199
E-Mail wolfgang.krauel@linklaters.com
<http://www.linklaters.com>



Weitere Informationen:

Dr. Ralph Drebes
Rechtsanwalt, M&A
Corporate
Linklaters, Frankfurt am Main
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt am Main

Telefon 069 710 03 - 314
Telefax 069 710 03 - 89 314
E-Mail ralph.drebes@linklaters.com

Non-Performing Loans – ein Markt im Wandel

von Udo Brückner

Noch vor wenigen Jahren war Deutschland ein nahezu weißer Fleck auf der Landkarte des Handels mit notleidenden Forderungen. Erst der Verkauf von Non-Performing Loans (NPL) durch die Niederschlesische Sparkasse in Görlitz an Lone Star gab den Startschuss zu einer rasanten Entwicklung des deutschen Marktes, der – je nach zugrunde gelegter Studie – zwischen EUR 160 Mrd. und EUR 320 Mrd. umfasst. Anfangs waren es vor allem die Hypotheken- und Retailbanken, die im größeren Stil Forderungspakete am Markt platziert haben. Kurze Zeit später betraten auf Verkäuferseite Landesbanken und Großbanken das Parkett. Die gehandelten Forderungspakete waren teils deutlich größer als eine Milliarde Euro, so dass auf Käuferseite nur potente Investoren mit einem hohen Kapitalstock in Frage kamen. Dieses Segment ist seitdem von amerikanischen Investmentfonds dominiert, die bereits über sehr viel Erfahrung aus gleich gearteten Transaktionen in den USA und in Südostasien verfügen. Deutsche Investoren haben diesen Zug an sich vorbeiziehen lassen. Es sei dahingestellt, ob diese zögerliche Haltung als Verschlafen eines Trends zu deuten ist, oder aber die Renditeerwartungen aus diesem Geschäft deutlich konservativer eingeschätzt wurden als in Übersee.

Mit Markteintritt der Sparkassen und der Genossenschaftsbanken auf der Verkäuferseite werden die gehandelten Volumina des einzelnen Portfolios deutlich kleiner. Oftmals liegen die Nominalwerte der Portfolios im ein-

stelligen und niedrigen zweistelligen Millionenbereich. Portfolios mit einem Nominalvolumen von mehr als EUR 50 Mio. sind eher die Ausnahme. Da diese kleinen und kleinteiligen Portfolios aufgrund ihrer Größe für Hedgefonds unattraktiv sind, hat sich auf der Käuferseite ein neues Segment von Forderungskäufern entwickelt. Diese Forderungskäufer haben ihren Ursprung in der Inkasso-Branche und bieten den Forderungskauf als Komplementärprodukt zu ihrem Kerngeschäft, dem klassischen außergerichtlichen Forderungseinzug.

Einen besonderen Vorteil haben Käufer, die – wie Creditreform – gleichzeitig Inkasso- und Auskunftgeschäft betreiben und damit im Regelfall das Schuldnerklientel sehr gut kennen. Der Schwerpunkt des Forderungskaufs liegt für diese Investoren bei gekündigten, unbesicherten Darlehensforderungen, die sich im Wesentlichen gegen Konsumenten richten. In diesem boomenden Markt hat sich der Wettbewerb in den letzten zwölf Monaten deutlich verschärft und man kann ohne Einschränkung von einem Verkäufermarkt sprechen. Wer überlegt, seine notleidenden Forderungen in klingende Münze umzuwandeln, ist gut beraten, dieses möglichst in naher Zukunft zu tun.

Absehbare Trendwende

Deutschland durchläuft einen Marktzyklus, den andere Länder bereits hinter sich haben und aus denen bestimmte Muster auch auf den hiesigen Markt übertragbar sind. Aus diesen Marktbeobachtungen lassen sich folgende Thesen ableiten:

■ Rückzug von Investoren

Viele Investoren aus Übersee haben mit Blick auf die vergleichsweise niedrigen Immobilienpreise in Deutschland mit Renditen deutlich jenseits der 20 Prozent gerechnet. Doch diese Rechnung ging oder geht in einigen Fällen nicht auf. Zum einen fehlen im deutschen Markt Abwicklungskapazitäten, um die von den Investoren gesetzten Ziele in dem kurzen Zeitraum von im Regelfall drei Jahren zu erreichen. Zum anderen haben diese Investoren auf eine rasche Trendwende am deutschen Immobilienmarkt gesetzt. Doch die blühenden Landschaften und der konjunkturelle Aufschwung sind bislang Wunschtraum geblieben. So beginnt derzeit eine Phase des Wundenleckens, da einige NPL-Portfolios zu teuer eingekauft wurden und die Renditen dementsprechend hinter den Erwartungen zurückbleiben. Dieses wird für einige Investoren Anlass genug sein, dem deutschen Markt den Rücken zu kehren und sich anderen Märkten – beispielsweise China – zuzuwenden. Der Markt ist global.

■ Trading als Ersatz für Workout

Die ersten Investoren beginnen bereits, Teile der vor zwei bis drei Jahren erworbenen Forderungspakete wieder am Markt zu platzieren. Dabei macht es durchaus Sinn, gleichartige Forderungen aus verschiedenen NPL-Transaktionen der Vergangenheit zu homogenen Portfolios zusammenzustellen und am Markt anzubieten. Insbesondere in der jetzigen Phase, in der am Markt hohe Preise für For-

derungspakete gezahlt werden, kann der schnelle Euro aus der Weiterveräußerung eine lukrative Alternative zum eigenen Workout darstellen.

■ Das Nominalvolumen der Portfolien wird deutlich sinken

Die Bestände der Groß- und Hypothekenbanken sind weitgehend bereinigt. Großtransaktionen im Milliardenbereich werden daher künftig die Ausnahme darstellen. Immer häufiger werden Verkäufer auch bei besicherten Forderungen NPL-Portfolien zusammenstellen, deren Nominalvolumen kaum EUR 300 Mio. übersteigen. Sehr oft wird sich das Forderungsvolumen einer grundpfandrechtlich besicherten Transaktion zwischen EUR 50 Mio. und EUR 100 Mio. bewegen.

■ Die Qualität der Portfolien wird nachlassen

Da die Großbestände zu weiten Teilen bereinigt sind, wird es künftig immer schwieriger werden, homogene Forderungspakete zu schnüren, die gleichsam eine hohe Forderungs- und Sicherheitenqualität mit sich bringen. Insbesondere im Bereich der Sparkassen und der Genossenschaftsbanken werden naturgemäß heterogene Forderungspakete zusammengestellt werden, um eine für Investoren interessante Größenordnung zu erreichen. Gemischte Portfolien aus besicherten und unbesicherten Forderungen werden immer häufiger ihre Käufer suchen.

Ein zweiter Aspekt sind die Sekundärtransaktionen von einem Investor zum nächsten. Man darf dabei nicht aus den Augen verlieren, dass der erste Investor die Filetstücke aus dem Portfolio bereits selbst verwertet hat und nur noch schwer verwertbare Forderungen anbieten wird.

Herausforderungen an die Forderungsverkäufer

Es ist absehbar, dass die Marktpreise in ein bis zwei Jahren wieder deutlich sinken werden. Dieses hängt mit dem Rückzug einiger Investoren und der Rückbesinnung der verbleibenden Forderungskäufer auf eine angemessene Rendite für ihr Risikokapital zusammen. Zudem müssen die Investoren ihre Transaktionskosten künftig auf kleinere Portfolien umlegen.

Den Verkäufern von NPLs kommt künftig verstärkt die Aufgabe zu, möglichst homogene Forderungspakete zu schnüren. Dabei wird es zwangsläufig zu einem Zusammenwirken von mehreren Verkäufern kommen. Denkbar ist beispielsweise die Bündelung von gleichartigen Forderungen verschiedener Sparkassen. Problematisch wird neben rechtlichen Detailfragen vor allem die gerechte Aufteilung des Kaufpreises auf die verschiedenen Institute sein. Für eine erfolgreiche Transaktion muss hierüber bereits im Vorfeld Einvernehmen bestehen, wobei externe Berater die Funktion von Mediatoren übernehmen können.

Ferner kommt der Bieterauswahl eine größere Rolle zu. Insbesondere bei heterogenen Forderungspaketen sollte der Käufer in der Lage sein, das Workout für das gesamte Portfolio darstellen zu können; anderenfalls muss man als Verkäufer entsprechende Kaufpreisabschläge in Kauf nehmen. Hierbei bietet Creditreform den Service einer kostenlosen, ergebnisoffenen Beratung sowie die Möglichkeit, sowohl homogene wie heterogene Forderungspakete zu bewerten und an Creditreform zu verkaufen. Hierfür hat Creditreform eigens einen Fonds aufgelegt, der mit einem Kapital in dreistelliger Millionenhöhe ausgestattet ist.

Fazit:

Auch der Markt für Non-Performing Loans durchläuft die klassischen Lebenszyklen. Anzeichen der Reife sind kleiner werdende Portfolios, größere Schwierigkeiten beim Schnüren homogener Forderungspakete sowie Sekundärtransaktionen. Letztendlich bleibt es jedoch immer beim Workout – unabhängig davon, durch wie viele Hände die Forderung gegangen ist.



Weitere Informationen:

Diplom-Betriebswirt
Udo Brückner
Geschäftsführer
CPM Creditreform Portfolio Management GmbH
Hellersbergstr. 14
41460 Neuss

Telefon 021 31 109 2367
Telefax 021 31 109 277
E-Mail u.brueckner@creditreform-cpm.de

Investment-Banking im Firmenkundengeschäft

von Torsten Löbbert

I. Überblick

Nach klassischem Verständnis treten Investment-Banken als Finanzintermediäre auf den Kapitalmärkten auf. Dem Investment-Banking fällt dabei die Aufgabe zu, als Vermittler zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern zu fungieren. Diese Vermittlerfunktion hat in den letzten Jahrzehnten zur Ausprägung unterschiedlicher Geschäftsarten innerhalb des Investment-Banking geführt.

Neben dem Brokergeschäft und dem Asset Management haben sich stark differenzierte Beratungs- und Finanzierungsgeschäfte herausgebildet, die sich in Folge der Globalisierung und dem Trend zum Universalbankensystem kontinentaleuropäischer Prägung in einer Vielzahl unterschiedlicher Produkte widerspiegeln.

Stand lange Zeit das M&A-Geschäft als Königsdisziplin im Mittelpunkt sämtlicher Investment-Banking-Aktivitäten, so haben Private Equity und alternative Investments über Hedgefonds nicht nur einen deutlichen Wiederhall in der Öffentlichkeit erlangt, sondern sind auch zu bedeutenden und margenstarken Geschäftsfeldern entlang der gesamten Wertschöpfungskette von Banken herangereift.

Der folgende Beitrag soll zunächst eine Bestandsaufnahme der Veränderungsprozesse im Firmenkundengeschäft vor dem Hintergrund tief greifender struktureller Transformationsprozesse auf den Kapitalmärkten lie-

fern. Anschließend werden die zukünftigen Herausforderungen für das Geschäftsfeld Private Equity im Firmenkundengeschäft näher skizziert.

II. Private Equity im Firmenkundengeschäft

1. Strukturelle Veränderungen im Firmenkundengeschäft

Das Firmenkundengeschäft hat trotz der gestiegenen Bedeutung des Privatkundengeschäfts, vor allem im Zusammenhang mit Beratungsleistungen für vermögende Privatkunden, einen unverändert hohen Stellenwert in der strategischen Ausrichtung von Geschäftsbanken.

Für deutsche Universalbanken, allen voran für regionale Kreditbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften, stellen mittelständische Unternehmen im Hinblick auf das Geschäftsvolumen das Kernsegment im Firmenkundengeschäft dar. Der Veränderungsdruck im Firmenkundengeschäft, der als Ergebnis eine Arrondierung des traditionellen Kredit- und Einlagengeschäfts um Wertpapier- und Kapitalmarktgeschäftsfelder zur Folge hat, ist dabei ein Spiegelbild der Veränderungen, denen sich mittelständische Unternehmen seit Anfang der neunziger Jahre gegenübersehen.

Der durch die Globalisierung eingeleitete Strukturwandel und die immer weiter voranschreitende internationale Arbeitsteilung haben zu Beginn der neunziger Jahre zu einem starken Anstieg der Unternehmensinsolvenzen und damit Ausfallquoten im Fir-

menkreditgeschäft geführt. Begünstigt wurde diese Entwicklung zudem dadurch, dass deutsche Unternehmen im internationalen Umfeld eine sehr niedrige Eigenkapitalquote aufweisen. Durch die in der Folge vorgenommenen Verkäufe von notleidenden Krediten und Wertberichtigungen der verbleibenden Kreditportfolien hat sich der Druck auf die operativen Margen im Kreditgeschäft weiter verschärft.

Kontrastiert wird diese Entwicklung dadurch, dass sich unternehmerisch erfolgreiche Firmenkunden gegenüber Finanzdienstleistungen immer qualitätsbewusster und preissensitiver zeigen.

Nachdem mittelständische Unternehmen bis Ende der achtziger Jahre fast ausschließlich über Bankkredite finanziert waren und Anfang der neunziger Jahre zunehmend auf Instrumente der Innenfinanzierung, wie Factoring, Asset Stripping, Sale-and-Lease-back-Transaktionen und Working Capital Management setzten, beherrschen sie heute vielfach die gesamte Klaviatur der Außenfinanzierung über die Passivseite der Bilanz.

Mittelständische Unternehmen, wie der ostwestfälische Landmaschinenhersteller Claas, belegen dabei exemplarisch, dass trotz der verbliebenen Restriktionen am Euro-Kapitalmarkt die klassische Bankfinanzierung durch alternative Instrumente der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung substituiert werden kann.

Mit den beiden gegenwärtigen Finanzierungstrends der Securitization, also

der Verbriefung von Buchforderungen durch Commercial Papers und Asset-backed-Securities bei anschließender direkter Platzierung am Kapitalmarkt, sowie der Equitization, d. h. der Substitution von Fremdkapital in Eigenkapital, ist das Firmenkundenkreditgeschäft weiter unter Druck geraten.

Mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf supranationaler Ebene und durch das Bemühen der EU-Mitgliedsländer, den Bankensektor durch Veränderungen des regulatorischen Umfeldes in seinen Aktivitäten nicht zu behindern, sind zwei Entwicklungen verbunden, die unmittelbare Auswirkungen auf das Firmenkundengeschäft der Banken haben.

Zum einen zeichnet sich der Finanzdienstleistungssektor in Europa durch fortschreitende Unternehmenskonzentration aus, was nicht zuletzt auch daran liegt, dass die deutschen Universalbanken vergleichsweise moderate Gesamtbankkrediten erzielen.

Auch der Wegfall der Gewährträgerhaftung im Jahr 2005 hat den Prozess der Konsolidierung weiter beschleunigt.

Daneben haben aber auch hochspezialisierte Finanzdienstleistungsunternehmen in Deutschland Fuß gefasst, die mit individuellen, auf die Firmenkundenwünsche zugeschnittenen und zudem margenstarken Produkten auf rege Nachfrage bei den Firmenkunden gestoßen sind. Allen voran amerikanische Investment-Banken haben sich als etablierte Anbieter von Beratungs- und Finanzdienstleistungen im Wertpapier- und Kapitalmarktgeschäft etabliert. Zunächst war die Geschäftsstrategie dieser Investment-Banken überwiegend auf das M&A-Geschäft mit Großunternehmen ausgerichtet, wobei zunehmend auch der deutsche Mittelstand ins Visier dieser Finanzintermediäre rückt.

Nicht zuletzt durch die Novellierung der Eigenkapitalrichtlinie (Basel II), die zukünftig eine stärker bonitätsabhängige und damit risikoadäquatere Eigenkapitalhinterlegung der Kreditengagements vorsieht, wird das Kreditgeschäft gemessen am Wertbeitrag, für das Gesamtbankergebnis deutlich an Bedeutung verlieren.

Insbesondere die deutschen Universalbanken werden durch die oben skizzierten Marktveränderungen und Trends in der Unternehmensfinanzierung gezwungen sein, vermehrt Eigenkapitalfinanzierungslösungen anzubieten, ohne das Kreditgeschäft gänzlich aus den Augen zu verlieren.

Neben dem aktiven nach Value-at-Risk-Kriterien gesteuerten Kreditportfoliomanagement hat mit dem Geschäftsfeld Private Equity ein komplexeres Element im Firmenkundengeschäft Einzug gehalten.

2. Private Equity als strategisches Geschäftsfeld im Firmenkundengeschäft

Die Bereitstellung von Eigenkapital für Firmenkunden stellt nicht nur eine zweite Säule im Firmenkundengeschäft dar, sondern verringert über die Stärkung der Eigenkapitalbasis auch die Ausfallquoten im Kreditgeschäft. So kann das Firmenkundenfinanzierungsportfolio risikoadäquater und damit ergebnismaximierend ausgerichtet werden.

Betrachtet man private Direktinvestments als Ausnahmeerscheinung, so wird Eigenkapital im Firmenkundengeschäft gewöhnlich von institutioneller Seite investiert, wobei die Private Equity Gesellschaften als Intermediäre auftreten. Die Kapitalbeschaffung für die Private Equity Investments erfolgt bei börsennotierten Private Equity Gesellschaften am Kapitalmarkt oder wird über aktives Fund

Raising eingeworben. Da rechtlich selbständige PE-Gesellschaften im Firmenkundengeschäft überwiegend Tochtergesellschaften von Banken sind, wird das gesamte Passivgeschäft dieser als Captives bezeichneten Private Equity-Gesellschaften von deren Muttergesellschaften abgewickelt.

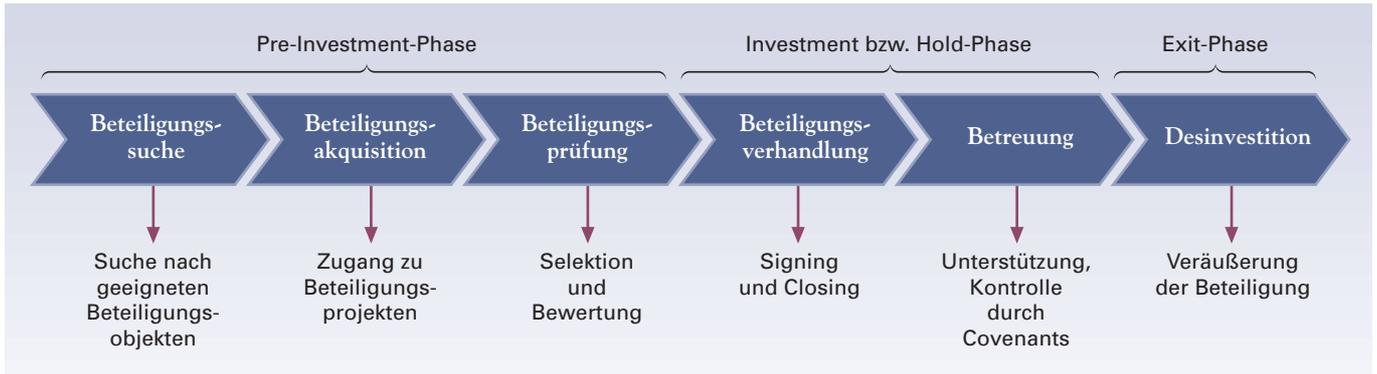
Dies gilt unabhängig davon, ob Aktiv- und Passivgeschäft der PE-Gesellschaft in einer rechtlichen Einheit zusammengefasst sind oder durch Trennung von Fondsgesellschaft und Managementgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG ausgestaltet sind.

Durch die weitgehende Liberalisierung des Finanzdienstleistungssektors und die EU-weit garantierte Niederlassungsfreiheit richten Private Equity-Gesellschaften ihren Sitz und ihre Rechtsform zunehmend danach aus, wo sie steuerlich und rechtlich optimale Voraussetzungen für ihr Geschäftsmodell vorfinden.

Bei den im Firmenkundengeschäft am häufigsten anzutreffenden Captives, also Private Equity-Gesellschaften, die gewöhnlich in einen Mutterbankkonzern gesellschaftsrechtlich eingebunden sind, spielt somit im Sinne einer ertragsorientierten Banksteuerung das Aktivgeschäft eine zentrale Rolle.

Mit dem Aktivgeschäft wird die Beteiligungsakquisition, gleichgültig ob diese direkt oder über einen Debt-Equity-Swap erfolgt, sowie die gesamte Betreuung während der Investment-Phase umschrieben.

Auch die erlösmaximierende und nach Timinggesichtspunkten vorzunehmende Desinvestition des zeitlich befristeten Eigenkapitalengagements ist dabei ein wichtiger Bestandteil des Aktivgeschäfts. In der Pre-Invest-



Aktivgeschäft von Private Equity-Gesellschaften – ein Überblick

ment-Phase sind zudem substanzielle Analysen des Wertsteigerungs- und Turn-around-Potenzials der Zielunternehmen von herausragender Bedeutung.

Die in der Regel vier bis sechs Jahre umfassende Hold-Phase sollte hingegen dazu genutzt werden, das Wachstumspotenzial durch ein branchenfokussiertes Wertsteigerungsmanagement zu erschließen. Ergänzend sollte die Einhaltung der Rendite-Covenants durch liquiditätsbasiertes Finanzcontrolling in zeitlich sinnvollen Berichtsabständen nachgehalten werden.

Um den Erfolg dieser Investments zu gewährleisten, wird sich ein strategisch ausgerichtetes Geschäftsfeld Private Equity im Firmenkundengeschäft auch externer Berater bedienen, die aufgrund ihrer Branchenkenntnis oder durch Management auf Zeit die Umsetzung der Wertsteigerungsstrategie gemeinsam mit dem Management der Zielgesellschaft verantworten.

Sorgfältig ausgewählte und betreute Private Equity-Investments werden dem Firmenkundengeschäft nicht nur gute Renditen bringen, sondern durch den Verzicht auf aggressives Leveraging und durch moderate Rekapita-

lisierung ein Vertrauensverhältnis zwischen Private Equity-Investor und Firmenkunde entstehen lassen.

Abseits des Gigantismus der anglo-amerikanischen Beteiligungsfonds, die zuletzt Fondsvolumina von 10 Milliarden US-Dollar geschlossen haben und auch vor der Übernahme von DAX-Konzernen nicht mehr zurückschrecken werden, kann Private Equity im Firmenkundengeschäft den Strukturwandel sowie die Unternehmensnachfolge mittelständischer Unternehmen aktiv mitgestalten. Von qualitativ hochwertigen und breit differenzierten Finanzierungslösungen werden somit nicht nur für die mittelständischen Unternehmen, sondern auch für den Finanzdienstleistungssektor selbst positive Wachstumssignale ausgehen.



Weitere Informationen:

Torsten Löbbert
Leiter CC Corporate Finance
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
80539 München

Telefon 089 28 623 112
Telefax 089 28 623 290
E-Mail loebbert@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>



Gestaltungsoptionen durch Rechtsform und Sitzverlegung

von Dr. Volker Beissenhirtz

Wenn nicht die Globalisierung, so eröffnet zumindest die Europäisierung auch des deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrechts Unternehmen neue Gestaltungsoptionen für erfolgreiche Sanierungsmaßnahmen.

So hat der Europäische Gerichtshof (EuGH) der Nutzung von Gestaltungsoptionen bei Rechtsformen im Gesellschaftsrecht durch die bis 2003 ergangenen Entscheidungen in Sachen *Centros*, *Überseering* und *Inspire Art* den Weg geebnet. Durch die Entscheidung wurde die Sitzverlegung von inländischen Gesellschaften in das europäische Ausland ermöglicht. Ferner wurde durch die Einführung der Europäischen Verordnung (Nr. 1346/2000) über Insolvenzverfahren im Jahre 2002 auch – rein faktisch – die Insolvenzantragstellung im Ausland erleichtert. Die durch diese Neuerungen eröffneten Gestaltungsoptionen wurden in der jüngsten Vergangenheit bereits von Unternehmen genutzt, wie der nachfolgende Beispielsfalls der Deutsche Nickel AG eindrucksvoll veranschaulicht. Der Europäische Gerichtshof (EuGH) hat allerdings diese Gestaltungsoptionen wieder eingeschränkt, wie die nachfolgend ebenfalls dargestellte Entscheidung in Sachen *Eurofood* zeigt!

Praxisbeispiel Deutsche Nickel AG

Die Möglichkeiten, die das europäische Gesellschafts- und Insolvenzrecht bietet, wurden bei der Sanierung der ehemals Deutsche Nickel AG, heute DNICK plc., soweit ersicht-

lich, erstmalig genutzt. Zu den Produkten der Deutsche Nickel-Gruppe gehören Münzen, Edelmetallerzeugnisse, Drähte, Stangen etc. Die Gruppe hatte insbesondere von der Einführung der Euro-Münzen profitiert, doch mit dem Abflauen des Euro-Booms und dem Sog der schwachen Konjunktur geriet die Gruppe im Jahre 2004 schließlich in schwerwiegende wirtschaftliche Schwierigkeiten. Zwar konnten mit Hilfe von operativen Restrukturierungsmaßnahmen Fortschritte erzielt werden. Diese reichten jedoch nicht aus, um Zinsen und Tilgungen insbesondere aus einer seit 1999 herausgegebenen Inhaber-Teilschuldverschreibung zu einem Zinssatz von 7,125 % zu gewährleisten.

Deswegen wurde zunächst versucht, die Schuldverschreibung in Deutschland zu restrukturieren. Es gelang jedoch nicht, die hierfür erforderlichen Mehrheiten zu erlangen. Deswegen wurde im Zuge eines grenzüberschreitenden Sanierungsansatzes die Deutsche Nickel AG zunächst in eine Kommanditgesellschaft mit einer englischen Limited als Komplementär umgewandelt, die dann durch Austritt der Kommanditisten und Anwachsung zu einer Limited wurde.

Ferner wurde als Tochtergesellschaft der so entstandenen „DNICK Ltd“ die DNICK Holding plc. gegründet, die in einem weiteren Zug alle Tochtergesellschaften der vormaligen Deutsche Nickel AG übernahm.

Im April 2005 wurde ein sog. „Administration“-Verfahren nach englischem Recht in London über das Ver-

mögen der DNICK Ltd eröffnet. Im Rahmen eines sog. „Company Voluntary Arrangements“ (CVA, also einer Vereinbarung zwischen den Gläubigern der Gesellschaft und der Gesellschaft nach englischem Recht) wurde dann den Gläubigern vorgeschlagen, ihre Forderungen an die DNICK Ltd gegen Anteile an der DNICK Holding plc. einzutauschen.

Die Zustimmungsquote erreichte 95 % der – mittlerweile konsolidierten – Gläubigerforderungen, und die Restrukturierung wurde erfolgreich durchgeführt.

Kritische Würdigung

Dem genaueren Beobachter stellt sich trotz dieser eindrucksvollen Nutzung von Gestaltungsoptionen die Frage, ob die Sanierung über den „Umweg“ nach England wirklich erforderlich war. So scheiterte zwar die in Deutschland versuchte außergerichtliche Sanierung an der fehlenden Zustimmung einer ausreichenden Anzahl von Inhabern der Schuldverschreibungen. Dies lag aber letztlich an den Restriktionen des der Restrukturierung zugrundeliegenden „Schuldverschreibungsgesetzes“ von 1899, welches außerhalb eines Insolvenzverfahrens nur bestimmte Eingriffe in die Rechte der Anleihegläubiger erlaubt, so z. B. die Herabsetzung der Zinsen.

Eine Restrukturierung der Hauptforderung selbst ist (ohne Zustimmung aller Inhaber) nur im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens möglich. Während dieses Insolvenzplanverfahrens in Deutschland aber gerade nicht

durchgeführt wurde, führte es in England dann zum Erfolg.

Ferner handelte es sich bei der durchgeführten Restrukturierung trotz gegenteiliger Äußerungen eben nicht um einen „echten“ sog. „Debt-to-Equity-Swap“, also die Umwandlung von Forderungen der Gläubiger in Eigenkapital der Gesellschaft, da nicht die Forderungen gegen die DNICK Ltd in Eigenkapital derselben Gesellschaft umgetauscht wurden, sondern um die Anteilsausgabe an einer anderen Gesellschaft.

Die so durchgeführte Restrukturierung wäre in Deutschland grundsätzlich auch möglich gewesen, wurde aber so gar nicht versucht. Man hätte in Deutschland z. B. direkt eine Zwischenholding (wie die DNICK plc.) in den Konzern einziehen können und dann die Ausgabe von Anteilen an dieser Zwischenholding im Insolvenzplan regeln können. Auch hätte man möglicherweise nach der Umwandlung der Deutsche Nickel AG in eine KG die Gläubiger der Schuldverschreibung an der KG beteiligen können und hätte so das Problem der Bewertung der Werthaltigkeit der eingebrachten Forderungen im Wege der Sachkapitalerhöhung umgehen können.

Gleichwohl macht dieser Fall deutlich, dass die Sanierung eines (deutschen) Unternehmens oder Konzerns durch Nutzung von Gestaltungsoptionen und Sitzverlegung durchaus unterstützt werden kann.

Im Falle der Deutsche Nickel AG dürfte nämlich auch ausschlaggebend gewesen sein, dass in einem Insolvenzverfahren nach englischem Recht sowohl Schuldner als auch Gläubiger über ein Vorschlagsrecht bezüglich des zu bestellenden Insolvenzverwalters verfügen und dass im englischen Insolvenzverfahren die Eigenverwal-

terung (also die Fortführung des schuldenrischen Unternehmens durch die bisherige Unternehmensleitung) in der Praxis einfacher durchzusetzen ist als in Deutschland.

Allgemein wird das englische Insolvenzverfahren schließlich als gegenüber einem deutschen Verfahren schneller angesehen. Diese Vorteile haben augenscheinlich den Ausschlag gegeben, dem deutschen Insolvenzverfahren zugunsten eines englischen „den Rücken zu kehren.“

Optionen bei der Sanierung von Konzernstrukturen

Ferner wurde die Sanierung des Gesamtkonzerns der Deutsche Nickel AG dadurch erleichtert, dass die zu restrukturierenden Verbindlichkeiten insgesamt bei der Holding lagen und nur diese das Insolvenzverfahren durchlief, während die Tochterunternehmen außerhalb der Insolvenz restrukturiert wurden.

Bei einer Vielzahl zu restrukturierender Konzerne dürfte aber eine derartige Konstellation nicht vorzufinden oder herbeizuführen sein, so dass sich die Frage stellt, wie Konzernstrukturen im Rahmen von Insolvenzverfahren saniert werden können. Gerade bei der Sanierung von Konzernstrukturen würde ein einheitliches Insolvenzrecht und -verfahren viele Vorteile bringen.

Die im Jahre 2002 eingeführte Europäische Verordnung über Insolvenzverfahren (EuInsVO) enthält jedoch bewusst keine Regelungen über Konzerninsolvenzen, sondern vielmehr nur Regelungen, die die jeweils nationalen insolvenzrechtlichen Regelungen koordinieren sollen. Gleichwohl hat die Praxis über Art. 3 der Verordnung versucht, einen einheitlichen Gerichtsstand für Konzerninsolvenzen zu begründen. Diese Norm sieht vor,

dass für den Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens in der Europäischen Union das Gericht zuständig ist, an dem das jeweilige Unternehmen den Mittelpunkt seiner hauptsächlichlichen Interessen (Allgemein als „COMI“ („Center of Main Interest“) nach der englischen Fassung der Verordnung benannt) hat. Bei Gesellschaften und juristischen Personen wird dieser COMI widerleglich an ihrem satzungsmäßigen Sitz vermutet.

Die Praxis versuchte, sich diese Widerleglichkeit zu Nutze zu machen. So wurde im Fall ISA bereits im Jahre 2003 ein Insolvenzverfahren über die ISA Deutschland GmbH in Leeds eröffnet, wobei Anknüpfungspunkt für das englische Gericht augenscheinlich war, dass die deutsche GmbH in einen Konzernverbund eingebunden war, dessen Muttergesellschaft in Leeds, England, ihren Sitz hatte.

Nachfolgend kam es mehrfach zu ähnlichen Eröffnungsentscheidungen in England, so dass sich der Eindruck verfestigte, dass zumindest bei einer englischen Konzernbeteiligung ein Insolvenzverfahren in England komplikationslos beantragt und eröffnet werden konnte. Bei einer spanischen Tochtergesellschaft des Enron Konzerns wurde das Insolvenzverfahren z. B. auch deswegen in England eröffnet, weil die Bankverbindung dieser Gesellschaft über die unselbstständige Niederlassung einer englischen Bank in Spanien lief.

Nunmehr hat der EuGH im Jahre 2006 die ausufernde Praxis (weitere Fälle hierzu waren „Daysitek“, „BRAC“, „Automold“ oder auch „MG Rover“) durch seine Entscheidung im Fall *Eurofood* zumindest etwas beschränkt und an den Wortlaut von Art. 3 EuInsVO angeknüpft. Der EuGH entschied, dass die Vermu-

tung, dass der satzungsmäßige Sitz der Gesellschaft auch dessen COMI darstellt, nur durch solche Tatsachen widerlegt werden könne, die auch für unbeteiligte Dritte den Schluss zuließe, dass sich der COMI der betroffenen Gesellschaft tatsächlich an einem anderen Orte als dem des satzungsmäßigen Sitzes befinden würde.

Im Gegensatz zu den englischen Gerichten, die an für Dritte nicht erkennbare Entscheidungen des Managements anknüpfen, ist für den EuGH damit das für Dritte erkennbare Verhalten der jeweiligen Gesellschaft ausschlaggebend.

Diese eher etwas restriktive Entscheidung des EuGH und neuere Entscheidungen des Bundesgerichtshofes zur selben Thematik lassen den Schluss zu, dass die Sanierung eines Konzerns mit Hilfe eines (zentralen) Insolvenzverfahrens in einem der Mitgliedsländer der Europäischen Union mit Hilfe des Art. 3 EulnsVO nur relativ schwierig durchzuführen sein dürfte.

Ferner stellt die EulnsVO zwar mit der Möglichkeit, ein Sekundärinsolvenzverfahren zu eröffnen (Art. 27 EulnsVO), Regelungen zur Verfügung, die grundsätzlich auch bei der Sanierung von Konzernstrukturen behilflich sein könnten. Ein Sekundärverfahren kann eröffnet werden, wenn bereits in einem anderen Staat ein Hauptverfahren über das Vermögen der Gesellschaft eröffnet wurde. Nachteil bei Sekundärverfahren ist allerdings, dass es sich zwingend um Liquidationsverfahren handeln muss. Ferner setzt das Sekundärverfahren gerade ein Hauptverfahren über denselben Rechtsträger voraus.

Deswegen ist auch dieser Option für die Sanierung von (europäischen) Konzernen nur eine eingeschränkte Wirksamkeit zuzusprechen.

Alternativ könnte man auch darüber nachdenken, einfach den Sitz der Gesellschaft(en) an einen Ort zu verlegen, an dem die gewünschten Folgen der Insolvenz eintreten. Dieses als „Form Shopping“ bezeichnete Verfahren sollte durch die EulnsVO gerade verhindert werden, wurde aber, wie z. B. die ISA-Entscheidung aufzeigt, gleichwohl zumindest ansatzweise betrieben.

Unabhängig von der Frage, ob mit einer derartigen Sitzverlegung ins (europäische) Ausland nicht steuerliche Nachteile zu befürchten sind, wird hier aber auch ein mit der Entscheidung befasstes Gericht die Eröffnung des Insolvenzverfahrens möglicherweise unter dem Gesichtspunkt des Rechtsmissbrauches ablehnen, wenn ersichtlich die Sitzverlegung nur zum Zwecke der Verfahrenseröffnung erfolgte. So sieht z. B. der US-amerikanische Bankruptcy Code vor, dass ein Insolvenzverfahren an dem Ort zu eröffnen ist, an

dem der Schuldner mindestens 180 Tage vor Antragstellung seinen Sitz registriert hatte. Diesen Ansatz könnten auch europäische Gerichte aufnehmen. Angesichts des herrschenden Zeitdrucks bei einer Sanierung dürfte also die reine Sitzverlegung nur in Ausnahmefällen in Betracht kommen.

Schließlich kommt als Möglichkeit der Konzernrestrukturierung die bereits in anderen Fällen genutzte Koordination der Sanierung über einen für die Konzerngesellschaft gemeinsam beschlossenen Sanierungsplan und die auf die Eröffnung von Hauptinsolvenzverfahren gerichtete gleichzeitige Antragstellung mit der anschließenden Koordinierung der Insolvenzverwalter über sog. „Protokolle“ in Betracht. Derartige Möglichkeiten stehen auch den in Deutschland an Insolvenzverfahren Beteiligten zur Verfügung.

Fazit:

Als Ergebnis lässt sich somit festhalten, dass im Zuge der Europäisierung des Gesellschafts- und Insolvenzrechts auch neue Gestaltungsoptionen bezüglich der Sanierung von Unternehmen entstanden sind. Deutlich wurde aber auch, dass nur, weil eine Gestaltungsoption internationale Elemente enthält, sie in der Sache nicht auch die „bessere“ gegenüber einer rein nationalen Lösung sein muss. Die Entscheidung, wo und wie eine Sanierung am besten durchgeführt werden kann, wird aber eben nicht nur von den rechtlich möglichen Lösungen, sondern auch von den tatsächlichen Verfahrensgegebenheiten, wie z. B. Einflussmöglichkeiten der Gläubiger, Schnelligkeit des Verfahrens, bestimmt. Deswegen wird es zukünftig zu einem „Wettbewerb“ der Insolvenzsysteme bezüglich des Angebotes von effizienten und effektiven Sanierungsoptionen kommen.



Weitere Informationen:
Rechtsanwalt
Dr. Volker Beissenhirtz
Schultze & Braun GmbH
Rechtsanwaltsgesellschaft
Krausenstraße 9-10
10117 Berlin

Telefon 030 30 830 38-0
Telefax 030 30 830 38-10
E-Mail vbeissenhirtz@schubra.de



Internationale Insolvenzverfahren in der Praxis

von Dr. Georg Bernsau

1. Einleitung

Die zunehmende Internationalisierung aller bestehenden Wirtschaftsstrukturen macht auch vor dem Insolvenzrecht weltweit nicht Halt. Der Druck der internationalen Märkte auf eine Vereinheitlichung der Handelsstrukturen ist seit vielen Jahren, wenn nicht auch Jahrzehnten, in Deutschland zu spüren. Der Abbau großer Industriekomplexe, bspw. der über Jahrzehnte anerkannten deutschen Textilwirtschaft, durch die Verlagerung von Produktionskapazitäten in Billiglohnländer zeigt, dass wir schon vor langer Zeit mit der Internationalisierung von Wirtschaftsstrukturen zu kämpfen hatten. Lassen sich jedoch Handelsstrukturen innerhalb kurzer Frist verändern, so hinkt ein Rechtssystem, insbesondere das kontinentaleuropäische Kodifikationssystem, der Praxis hinterher. Zwar hat der deutsche Gesetzgeber 1999 mit der Insolvenzordnung ein neues Recht geschaffen, dieses hat sich jedoch in vielen Bereichen als bedingt praxis-tauglich erwiesen.

Diese grundsätzlichen Strukturprobleme haben auch in anderen europäischen Rechtsordnungen ähnliche Probleme hervorgerufen. Durch die zunehmende Internationalisierung von Handels- und Produktionsstrukturen gibt es zunehmend Unternehmen, die neben ihrem nationalen Hauptsitz Tochtergesellschaften in anderen Ländern unterhalten. Durch den rein nationalen Blickwinkel des deutschen Rechts führte eine Insolvenz eines deutschen Unternehmens mit aus-

ländischen Töchtern regelmäßig zu deren Liquidation oder allenfalls zu einem Notverkauf. Die für den Sanierungserfolg möglicherweise dringend notwendige Erhaltung einer Konzernstruktur war damit faktisch nahezu ausgeschlossen.

Die Mitgliedstaaten der EU haben sich daher auch erst nach einem jahrelangen Kampf am 29.05.2000 auf die Verabschiedung der EulnsVO (europäische Insolvenzordnung) mit Wirkung zum 31.05.2002 geeinigt. Mit der EulnsVO, die allerdings lediglich reines Kollisionsrecht beinhaltet, sollen grenzüberschreitende Insolvenzen, sofern sie Unternehmen in Europa betreffen, zum Vorteil von Unternehmen und Gläubigern geregelt werden. Das System der EulnsVO beinhaltet, kurz zusammengefasst, die Möglichkeit, bezüglich aller Gesellschaften in Europa ein Insolvenzrecht eines Staates für alle Strukturen anzuwenden.

Außerhalb der EU gilt die EulnsVO nicht. Hier gelten weiter zwischenstaatliche Verträge oder die rein national funktionierenden Kollisionsrechte.

Nachfolgend sind Praxisfälle aufgeführt, von denen sich drei mit Insolvenzen innerhalb der EU beschäftigen, während der vierte ein aktuelles Beispiel einer Insolvenz in Deutschland und Rumänien beschreibt.

2. Grenzüberschreitende Insolvenzverfahren innerhalb der EU

Für ein grenzüberschreitendes Verfahren innerhalb des Gebietes der EU gilt die EulnsVO, wobei ein deutscher

Insolvenzverwalter in drei verschiedenen Funktionen tätig sein kann, nämlich als:

- Insolvenzverwalter über das Vermögen eines Schuldners als Hauptverfahren, soweit der Mittelpunkt seiner hauptsächlichen Interessen in Deutschland liegt (Artikel 3 Abs. 1 EulnsVO).
- Insolvenzverwalter in einem Sekundärinsolvenzverfahren im Sinne des Artikel 27 EulnsVO, sofern in einem anderen Mitgliedstaat ein Insolvenzverfahren eröffnet worden ist.
- Insolvenzverwalter über das Vermögen eines Schuldners, bei dem jedoch noch kein Hauptinsolvenzverfahren beantragt wurde und wo der Mittelpunkt der rechtlichen Interessen nicht im Inland liegt (Artikel 36 EulnsVO).

a. Hauptinsolvenzverfahren in Deutschland

Eine deutsche GmbH mit Sitz in einer süddeutschen Großstadt war einer der wenigen europaweit anerkannten Hersteller von hochwertigen Glasfasern. Sie produzierte im Inland und hatte alle wesentlichen Abteilungen, insbesondere die Forschungs- und Entwicklungsabteilung, an ihrem Stammsitz in Baden-Württemberg. Darüber hinaus war sie die 100-prozentige Gesellschafterin zweier Tochterunternehmen, die ihren Verwaltungssitz in London und Lyon hatten. Aufgrund des Insolvenzantrages der inländischen Mutter wollten beide Geschäftsführer bei ihren jeweiligen Heimatgerichten einen Insolvenzantrag stellen. Etwa 50 % der Umsätze

der deutschen Gesellschaft wurden in Frankreich und Großbritannien erwirtschaftet.

Die Gründe für einen Insolvenzantrag lagen darin, dass beide Gesellschaften über Patronatserklärungen des deutschen Schuldnerunternehmens verfügten. Ferner existierte eine Zusage der deutschen Muttergesellschaft, Liquiditätshilfen zur Bezahlung der Löhne und Gehälter der Mitarbeiter zu gewähren. Beide Zusagen waren durch den Insolvenzantrag der deutschen Mutter infrage gestellt. Für den deutschen Insolvenzverwalter stellte sich die Frage, ob die Einleitung eines Insolvenzverfahrens auch über die ausländische Tochtergesellschaft Vorteile erbracht hätte, die für den eingeleiteten Sanierungsprozess der gesamten Gruppe förderlich gewesen wäre. Beide Vertriebsstöchter verfügten im Wesentlichen über Mitarbeiter, die sowohl in der Montage als auch in der Akquisition tätig waren. Größere Geldbewegungen waren dort nicht zu erwarten, vielmehr rechneten die Tochtergesellschaften ihre Tätigkeiten für das Hauptwerk der Muttergesellschaft, die die Fassaden im Wesentlichen herstellte, ab. Die Einleitung eines deutschen Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Tochtergesellschaften nach Artikel 3 Abs. 1 EulnsVO (Hauptverfahren) wäre sicherlich möglich gewesen, da alle wesentlichen Steuerungen in dem Verfahren durch das deutsche Unternehmen bzw. durch die deutsche Geschäftsleitung erfolgten. Die jeweiligen Vertriebsstöchter im europäischen Ausland waren in ihrer Handlungsweise eindeutig den Vorgaben der deutschen Geschäftsleitung unterstellt und hatten im Innenverhältnis nur sehr geringe Kompetenzen, so dass letztlich alle Entscheidungen, selbst die Einstellung von Mitarbeitern, nahezu ausschließlich in Deutschland getroffen wurden.

Die Einleitung eines deutschen Insolvenzverfahrens hätte jedoch vorliegend keine Vorteile erbracht, sondern weit mehr Nachteile hervorgerufen. Die Verunsicherung der französischen und englischen Kunden über die Einleitung eines deutschen Insolvenzverfahrens über eine französische/englische Gesellschaft hätte beiden Vertriebsstöckern erhebliche Wettbewerbsnachteile gebracht. Das Insolvenzverfahren über das deutsche Unternehmen war bei den Kunden im Ausland noch nicht bekannt geworden und die Gefahr einer Verunsicherung dieser Kunden ließ sich, wenn Kunden es in Erfahrung gebracht hätten, dadurch abwenden, dass letztlich die jeweilige Tochtergesellschaft den Werkvertrag unterschrieb. Die wesentlichen Kosten in den Verfahren waren die Löhne und Gehälter der Mitarbeiter, die allerdings nach deutschem Insolvenzgeld nicht förderfähig gewesen wären, sondern vielmehr hätten Löhne und Gehälter weiterhin zur Verfügung gestellt werden müssen.

Es wurde daher mit der Geschäftsleitung der französischen und englischen Gesellschaft abgesprochen, dass auf einem Sonderkonto die Gelder für Löhne und Gehälter bereitgestellt wurden und dass die Patronatserklärungen, soweit sie zur Beseitigung der Überschuldung der Tochtergesellschaft notwendig waren, vom Insolvenzverwalter nochmals bestätigt wurden, so dass aus diesem Grund für die Geschäftsführer dieser Gesellschaften keine Verpflichtung bestand, einen Insolvenzantrag zu stellen bzw. für den englischen Managing Director keine Haftungsanspruchnahme zu erwarten war.

b. Insolvenzverwalter in einem Sekundärinsolvenzverfahren

Aufgrund der bis heute nicht höchstichterlich geklärten Frage, ob die Ein-

leitung eines Insolvenzverfahrens im Ausland den deutschen Geschäftsführer von seiner Verpflichtung befreit, innerhalb der Dreiwochenfrist selbst einen Insolvenzantrag zu stellen, neigen deutsche Berater dazu, zu empfehlen, einen Insolvenzantrag in Deutschland zu stellen, um in jedem Fall jede strafrechtliche und zivilrechtliche Verantwortlichkeit zu vermeiden.

Aus diesem Grund kann man in Deutschland regelmäßig davon ausgehen, dass bei Einleitung eines Hauptinsolvenzverfahrens im europäischen Ausland für ein deutsches Unternehmen der deutsche Geschäftsführer/Vorstand einen weiteren Insolvenzantrag bei einem inländischen Gericht stellen wird. Nach Artikel 27 EulnsVO wird dieses deutsche Verfahren dann zu einem so genannten Sekundärinsolvenzverfahren, das den Bestimmungen des Hauptinsolvenzverfahrens eindeutig nachgeordnet ist.

Ein englisches Handelsunternehmen verfügte unter anderem auch über ein deutsches Tochterunternehmen, das in der Rechtsform einer GmbH organisiert war. Es gab zwei einzelvertretungsberechtigte Geschäftsführer, ein Geschäftsführer war gleichzeitig Managing Director der englischen Muttergesellschaft, der andere Geschäftsführer war deutscher Geschäftsführer und im Wesentlichen verantwortlich für das Geschäft der deutschen GmbH. Beide Gesellschaften vertrieben Isoliermaterial für Industriedächer, ein Geschäft das insbesondere wegen der in Deutschland problematischen Baukonjunktur erheblich unter Druck geraten war.

Die englische Muttergesellschaft entschloss sich, einen Insolvenzantrag zu stellen. Das englische Gericht beauftragte eine internationale Wirtschaftsprüferagentur mit der Administratorship, die Administratoren waren

kurze Zeit später in Deutschland und versuchten, erheblich in die Geschäfte der deutschen GmbH einzugreifen. Der deutsche Geschäftsführer stellte aufgrund der Beratung seiner Rechtsanwälte selbst einen Insolvenzantrag, das deutsche Amtsgericht ordnete Verfügungsbeschränkungen an und bestellte einen vorläufigen Insolvenzverwalter.

Der vorläufige Insolvenzverwalter stellte kurze Zeit später fest, dass das deutsche Geschäft ohne die Aufrechterhaltung der von der englischen Gesellschaft geleisteten Vertriebsstruktur kaum möglich war. Die 20 in Deutschland beschäftigten Mitarbeiter erhielten zunächst im Insolvenzantragsverfahren Insolvenzgeld im Rahmen einer von dem vorläufigen Insolvenzverwalter initiierten Vorfinanzierung. Die Assets des deutschen Unternehmens waren gering. Sie bestanden im Wesentlichen aus der Betriebs- und Geschäftsausstattung, dem eingeführten Namen auf dem deutschen Markt und dem Know-how sowie der Kundenverbindung der Mitarbeiter. Es stellte sich schnell heraus, dass eine eigenständige Fortführung ohne die Struktur der englischen Gesellschaft nicht erfolgreich sein würde.

Der deutsche vorläufige Insolvenzverwalter nahm daher mit den englischen Administrators Kontakt auf und ersuchte diese, ihn zu unterrichten, wie eine Fortführung der gesamten Gruppe möglich wäre. Die Administrators waren bereits einige Zeit vor dem Insolvenzantrag tätig gewesen und verhandelten bereits mit den wesentlichen Gläubigern des Mutterunternehmens ein Weiterführungskonzept, das kurz vor seinem Abschluss stand. Die Administrators versahen den deutschen vorläufigen Insolvenzverwalter mit allen notwendigen Informationen und ließen ihn auch an den Entscheidungen teilnehmen. Der deutsche vorläufige Insolvenzver-

walter war daher über alle Verfahrensschritte informiert.

Die Eröffnung des Sekundärinsolvenzverfahrens wäre jedoch auch in dem vorliegenden Verfahren von Nachteil gewesen. Die EulnsVO ist zur Frage der Behandlung der Ziele im Sekundärinsolvenzverfahren nicht eindeutig. So ergibt sich aus Artikel 3 Abs. 3 EulnsVO, dass ein Sekundärinsolvenzverfahren nur ein „Liquidationsverfahren“ sein kann, was vorliegend bedeutet hätte, dass nur eine Schließung des deutschen Unternehmens den Verfahrenszielen entsprochen hätte. Auf der anderen Seite heißt es jedoch in Kapitel 3 der EulnsVO zum Sekundärinsolvenzverfahren, das verfahrensbeendende Maßnahmen nach Artikel 34 EulnsVO auch in einem Sanierungsplan oder Vergleich münden können, damit wäre ein deutsches Insolvenzplanverfahren erfasst.

Da die englischen Administrators jedoch daran interessiert waren, die Assets des englischen Unternehmens unter Einbeziehung der Finanzanlagen und damit auch den Geschäftsanteil der deutschen Tochtergesellschaft zu veräußern, wäre die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens in Deutschland mit Nachteilen für den Veräußerungsprozess verbunden. Der vorläufige deutsche Insolvenzverwalter wie auch die Administrators einigen sich daher darauf, zunächst das deutsche vorläufige Insolvenzverfahren nicht eröffnen zu lassen, um die Option des Verkaufs der Finanzanlage weiterhin ausüben zu können. Die Administrators haben auf Wunsch des deutschen vorläufigen Insolvenzverwalters darüber hinaus liquide Mittel versprochen, die benötigt wurden, um das Antragsverfahren weiterhin aufrechtzuerhalten.

Da sich, was zu Anfang des Verfahrens nicht zu erwarten war, die Ver-

handlungen der Administrators länger als erwartet hinzogen, stellten die Administrators dem deutschen Insolvenzverwalter immer Lohn und Gehalt für einen Monat, der außerhalb der Insolvenzgeldvorfinanzierung lag, zur Verfügung, die der deutsche vorläufige Insolvenzverwalter nutzte, um die Löhne und Gehälter der deutschen Mitarbeiter bezahlen zu können. Mit diesen geringen finanziellen Aufwendungen wurde es gemeinsam erreicht, eine Insolvenzeröffnung zu vermeiden.

Nach insgesamt fünf Monaten kam es zu dem erwarteten Vertragsabschluss. Die Administrators veräußerten die Assets an eine Investorengemeinschaft. Die Geschäftsanteile der Schuldnerin wurden ebenso verkauft und die deutsche Gesellschaft wurde Teil einer neu gebildeten europaweit tätigen Konzerngruppe. Der Insolvenzantrag in Deutschland wurde vom Geschäftsführer zurückgenommen, das vorfinanzierte Insolvenzgeld wurde von den Käufern der deutschen GmbH an die finanzierende Bank einschließlich Zinsen zurückerstattet.

c. Sekundärverfahren ohne Hauptverfahren

Diese „Verfahrensart“ dürfte in der Praxis äußerst selten sein. Ein Organ eines inländischen Unternehmens stellt danach einen Insolvenzantrag, weil bspw. das inländische Unternehmen überschuldet ist, die Muttergesellschaft ihrerseits sieht die Sache anders und stellt keinen Insolvenzantrag. Kurze Zeit später ändert das ausländische Mutterunternehmen seine Ansicht und stellt doch einen Insolvenzantrag. Nunmehr wird das inländische Insolvenzverfahren zu einem Sekundärverfahren. Eine solche Konstellation dürfte schon wegen der Haftung der Organe kaum vorstellbar sein.

3. Grenzüberschreitendes Verfahren zwischen Deutschland und Rumänien

Rumänien ist noch nicht Mitglied der EU. Die EulnsVO gilt dort nicht. Rumänien ist mittlerweile zu einer verlängerten Werkbank europäischer Industrieunternehmen geworden. Das heißt, es sind eine Reihe von Tochtergesellschaften europäischer Unternehmen gegründet worden, die dort wirtschaftlich tätig sind. Bei der Insolvenz einer europäischen Muttergesellschaft gilt für die rumänische Einheit deshalb rumänisches Insolvenzrecht.

Im vorliegenden Fall hatte ein deutsches Unternehmen mit etwa 70 Mitarbeitern eine Geschäftsidee, die in Rumänien umgesetzt werden sollte. Die Immobilienpreise in Rumänien sind in den vergangenen Jahren dramatisch gestiegen. Ein Großteil der zunehmend wirtschaftlich stärker werdenden Bevölkerung hat Interesse, selbst genutzte Immobilien zu errichten, wozu jedoch häufig Kapitalmittel fehlen oder nicht genügend Einkommen vorhanden ist, um die relativ hohen Zinsen bezahlen zu können. Das deutsche Unternehmen bot so genannte Leasingverträge an, nach denen rumänische Interessenten Grundstücke zur Verfügung stellten, das deutsche Unternehmen darauf Häuser errichtete, die durch so genannte „superficie“ zugunsten der deutschen Gesellschaft gesichert waren. Darüber hinaus wurde eine Leasinggebühr vereinbart, ferner konnte der Leasingnehmer durch einfache Erklärung nach zwanzig Jahren das Haus in sein Eigentum überführen. Nach anfänglich großen Erfolgen fehlten der deutschen Gesellschaft jedoch zunehmend die finanziellen Mittel, die sie weder selbst noch über Fremdmittel aufbringen konnte. Sie hatte daher in Deutschland einen Insolvenzantrag gestellt. In Rumänien

stellte die Geschäftsleitung für die eigenständige Repräsentanz, die nach rumänischem Insolvenzrecht insolvenzfähig ist, aber keinen Antrag.

Das Insolvenzverfahren über das Vermögen der deutschen Gesellschaft wurde daher, unter Einschluss der rumänischen Repräsentanz, ausschließlich nach der deutschen Insolvenzordnung geführt. Ein von einem Gläubiger in Rumänien gestellter Antrag wurde von einem rumänischen Gericht im Hinblick auf das deutsche Insolvenzverfahren als unzulässig erachtet, obwohl die rumänische Repräsentanz insolvenzfähig war.

Damit ergab sich als Bearbeitungsstand, auch ohne Geltung der EulnsVO, dass das deutsche Insolvenzverfahren herrschend für den Gesamtverfahrensablauf war, obwohl die Verträge zwischen der deutschen Schuldnerin und ihren Kunden in Rumänien auf rumänischer Grundlage abgeschlossen waren.

Die Abwicklung dieses Insolvenzverfahrens war daher extrem schwierig. Insbesondere die vorhandene Sprachbarriere, das deutsche Verfahren wurde in deutscher Gerichtssprache geführt, hatte zu erheblichen Verunsicherungen der rumänischen Gläubiger geführt. Danach hatte der Eröffnungsbeschluss des deutschen Insolvenzgerichts in Rumänien nur wenig Beweiskraft, da die rumänischen Gerichte und Behörden mit den Usancen des deutschen Insolvenzrechts nicht oder zumindest nicht genügend vertraut waren. Dies hatte zu erheblichen Abwicklungsschwierigkeiten geführt, so dass Verkäufe von Häusern an interessierte Investoren sich über Wochen und Monate hinzogen, ohne dass es zu einem erfolgreichen Abschluss kommen konnte.

Für die ausländischen und nicht durch sachkundige anwaltliche Un-

terstützung begleitenden Gläubiger war das deutsche Verfahren aus den oben genannten Gründen nahezu unverständlich. Obwohl der Insolvenzverwalter eine in rumänischer Sprache gehaltene Internetseite einrichtete und über den Verfahrensstand sowie über die formalen Besonderheiten des deutschen Verfahrens fortlaufend unterrichtete, haben ca. 60 % aller Gläubiger in Rumänien in der Zwischenzeit Klageverfahren in Gang gesetzt, die den weiteren Verfahrensablauf, insbesondere die Veräußerung der Assets in Rumänien, erheblich erschwerten. Nach deutschem Recht wären alle Klageverfahren der Gläubiger unzulässig gewesen.

Eine vertretbare Lösung war nur in der Form möglich, dass ein Investor, der mit den rumänischen Gepflogenheiten aufs Beste vertraut war, bereit war, die Gesamtinvestments zu übernehmen. So konnte sichergestellt werden, dass der Masse in absehbarer Zeit ein relativ hoher Massezufluss zu Teil wurde, der für eine ordnungsgemäße Abwicklung des Insolvenzverfahrens ausreichend war. Nachteil dieser Veräußerung war jedoch, dass der Kreis der Interessenten, insbesondere europaweiter Investoren, deutlich schrumpfte, so dass sich nur ein weit geringerer Preis als ursprünglich erwartet erwirtschaften ließ.



Weitere Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Georg Bernsau
Fachanwalt für Insolvenzrecht
Fachanwalt für Steuerrecht
Bernsau und Lautenbach
Insolvenzverwaltungen
Zeilweg 42
60439 Frankfurt am Main

Telefon 069 963 761 130
Telefax 069 963 761 145
E-Mail info@bl-law.de



Gesamt Buy Out

Passivseite

von Volker Riedel

Ausgangssituation

Das Unternehmen hatte eine Wachstumsphase von fast 10 Jahren hinter sich. Der Zuwachs im Neukundengeschäft, durch den kontinuierlichen Ausbau des Servicenetzwerkes, führte zu steigenden Marktanteilen. Die globale Wettbewerbssituation setzte das Unternehmen weiter unter Druck, die Volumenstrategie beizubehalten.

Kapazitätsengpässe im Unternehmen lösten die Akquisition von zwei Wettbewerbern aus. Die erworbenen Unternehmen erwiesen sich als Verlustträger, gleichzeitig drohte die Bürgschaft und die damit verbundene Saisonfinanzierung 2003 aufgrund einer nachträglich geforderten EU-Notifizierung zu scheitern.

Mit der erfolgreichen Rekonfiguration der Gruppe konnte nach einem Jahr die wesentliche Sanierungsphase abgeschlossen werden. Spätestens zu diesem Zeitpunkt hätte auch der Verkaufsprozess – wie im Sanierungsgutachten gefordert – starten sollen.

In der Folge war eine Ausweitung des Finanzierungsrahmens über neue Finanzierungspartner durch das laufende EU-Vorprüfverfahren nicht möglich. Aufgrund dieser unsicheren Rechts- und Risikolage zogen sich die Kreditversicherer im Frühjahr 2004 zurück. Damit war die Saisonfinanzierung 2005 erneut gefährdet.

Mit dieser Entwicklung war klar, dass das Unternehmen eine Veränderung in seiner Finanzierung auf der gesamten Passivseite benötigte. Gemeinsam mit der Hausbank und dem Unternehmer wurde der M&A-Prozess zum Ende des Jahres 2004 in Gang gesetzt – 18 Monate nach den ersten Forderungen aus dem Sanierungsgutachten.

Startphase des Transaktionsprozesses

Eine Nachfolge aus der Familie heraus war nicht tragfähig, es musste für den Transaktionsprozess ein Managementteam zusammengestellt werden. Für den Bereich Marketing und Vertrieb übernahm der Aufsichtsratsvorsitzende die Verantwortung, für den Bereich der Finanzen und

Personal stieg Dr. Wieselhuber & Partner als Generalbevollmächtigter ein.

Im Dezember 2004 wurde mit der Erstellung des Businessplanes begonnen. Erste Kontakte zu Finanzinvestoren wurden geknüpft. Hier hat sich bestätigt, dass dem Unternehmen aufgrund seiner besonderen Marktstellung, dem Charme des Produktes und den Branchenpotenzialen ein nicht unerhebliches Interesse entgegen schlug.

Es stellten sich jedoch folgende vier zentrale Herausforderungen der Transaktionsphase dar:

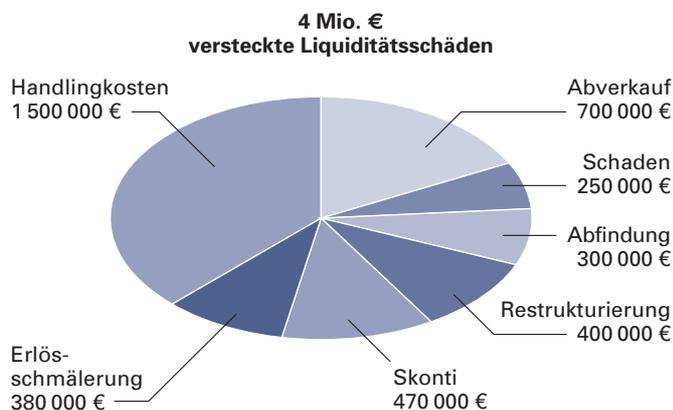
1. Transparenz über die liquiditätsbedingten Zusatzkosten

Um eine faire Bewertung des Unternehmens zu ermöglichen und den Investoren die Wirkhebel durch eine ausreichende Finanzierung deutlich zu machen, wurden besonders die „versteckten liquiditätsbedingten Zusatzkosten“ transparent gemacht.

Durch die knappen Finanzmittel und die weitestgehend auf Vorauskasse umgestiegenen Lieferanten, konnte die Ware nur noch kurzfristig für den jeweiligen Produktionstag ausgelöst werden. Dies bedeutete erhöhte Handlingkostenaufschläge aufgrund der notwendigen Teillieferungen.

Zur Schaffung von Liquidität wurde Lagerware aus den Vorjahren massiv in den Markt gebracht. Die hieraus resultierenden Margenverschlechterungen belasteten das Ergebnis.

Beispiel:
4 Mio. € liquiditätsbedingte Zusatzkosten verschleiern das „wahre Ergebnis“ erheblich



Dieser Gesamtblock der zusätzlichen Kosten betrug allein im Jahr 2005 fast vier Millionen Euro.

2. Nachhaltigkeit der Wettbewerbsposition

Das Unternehmen war Marktführer für OEM-Produkte, es ist der einzige Just-in-time-Lieferant in der Branche. Die Bandbreite der Fertigung reichte vom Billigsegment bis hin zu Manufakturarbeiten. Das Unternehmen besetzte als einziges Unternehmen der Branche drei Vertriebskanäle (Versandhandel, SB-Fläche, Fachhandel/-markt). Das Unternehmen war als OEM-Hersteller untypischerweise Serviceführer und Innovationsträger der Branche. Der Markt war von vielen schwächelnden Marken und Spezialanbietern geprägt. Nur ein zentraler Wettbewerber setzte auf eine aggressive Volumenstrategie.

Das Verhältnis von Auslands- zu Inlandsproduktionen blieb in den letzten Jahren durch Transportkostenvorteile gegenüber Asien stabil. Demzufolge beschränkte sich der Verdrängungswettbewerb hauptsächlich auf die regionalen Hersteller.

Die Weiterführung der Volumenstrategie mit Übernahmefantasien war die zentrale strategische Aussage.

3. Transaktionsmodell und „Altlast Bürgschaft“

Der mögliche Rückforderungsanspruch von ungerechtfertigten Subventionen kann auch auf den Erwerber eines Unternehmens übergehen, selbst dann, wenn das Unternehmen aus der Insolvenz erworben wird.

Die Zerschlagung des Unternehmens wäre die Folge gewesen. Die besondere Schwierigkeit in diesem vorliegenden Fall war daher der altlastenfreie Übergang auf den Erwerber.

■ **Risikoschild Asset Deal:** Der Verkauf von ausgewähltem Aktivvermögen ist durch die bisherige EU-Rechtssprechung im Gegensatz zum Share Deal ein Baustein, der die Durchgriffshaftung einschränkt.

■ **Risikoschild Marktkonformer Preis:** Ist ein marktkonformer Kaufpreis nicht nachweisbar, unterstellt die Europäische Kommission, dass die Vorteile der bisher gewährten Subventionen auch auf den Erwerber übergehen und damit eine Durchgriffshaftung gegen den Erwerber vorliegen kann. Vor diesem Hintergrund hat man sich entschieden, als zweites Risikoschild eine europaweite Ausschreibung durchzuführen, um die Preis-

bildung rechtskonform nachweisen zu können.

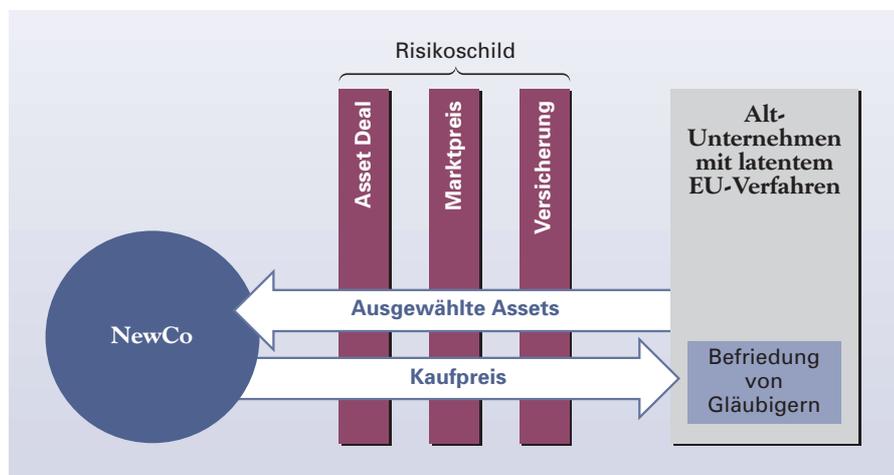
■ **Risikoschild Gutachten mit unterlegter Versicherung:** Darüber hinaus wurde für den Erwerber ein Gutachten erstellt, in dem ihm auf Basis der bekannten Umstände das Risiko für die Durchgriffshaftung ausgeschlossen wurde. Dieses Gutachten wurde mit einer zusätzlichen Versicherung unterlegt, die sich an dem latenten Risiko für das Unternehmen orientierte.

Mit diesen drei Bausteinen konnten die Risiken für den Erwerber faktisch ausgeschlossen werden.

Die Befriedigung der Gläubigergruppe „Banken und Beteiligungsgesellschaften“ musste sich strikt an den haushaltsrechtlichen Anforderungen der öffentlich-rechtlichen Finanzierungspartner orientieren. Aus der Gegenüberstellung der Zerschlagungsalternative und der Verkaufsalternative, die mit einem risikoäquivalenten Verteilungsschlüssel für den Kaufpreis gerechnet wurde, konnte die Vorteilhaftigkeit der Verkaufsalternative untermauert werden. Im Kern ergab sich damit letztlich ein Ergebnis, dass alle Gläubigergruppen durch den Verkauf besser und schneller fahren würden, als im Falle der Zerschlagung.

4. Auswahl des krisenerfahrenen Käufers

Insgesamt dauerte die Transaktionsphase rund zehn Monate bis zum Closing. Im Rahmen der Erstellung der Long list und Short list wurden spezialisierte Finanzinvestoren, aber auch Wettbewerber und Unternehmen aus der vor- bzw. nachgelagerten Wertschöpfungskette ausgewählt. Insgesamt wurden rund 24 Managementpräsentationen durchgeführt.



Transaktionsmodell mit 3-fachem Risikoschild für Durchgriffshaftung

Aus diesen Präsentationen heraus zeigte sich, dass die wenigsten Investoren wirklich für die Übernahme eines mittelständischen Krisenunternehmens geeignet waren. Die Entscheidung fiel zugunsten eines amerikanischen Investmentfonds aus. Neben der Finanzkraft waren die Motive des Finanzinvestors und nicht zu vergessen die Integrität der handelnden Personen entscheidend.

Fazit:

Die Transaktionsphase verzehrt die letzten Reserven

Krisenunternehmen werden vor besondere Herausforderungen gestellt, wenn sie in einen Transaktionsprozess gehen. Nach den ohnehin hohen Aktivitäten im Finanzmanagement zur Sicherung der Liquidität, werden durch den Transaktionsprozess die letzten freien Managementkapazitäten gebunden. Das Verlustrisiko steigt in dieser Phase zunehmend an.

Managementwechsel im Vorfeld der Transaktion ist ein denkbares Modell

Das Management steht als Mitverursacher unter Generalverdacht. Finanzinvestoren neigen daher auch in der Regel zu einem Komplettaustausch des Managements, auch wenn es im Vorfeld manchmal anders klingt. Damit ist die Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes ein häufig unterschätzter Einflussfaktor auf die handelnden Personen und damit auf die Erfolgswahrscheinlichkeit und Geschwindigkeit des Prozesses.

Dem steht gegenüber, dass ein Managementwechsel im Vorfeld für klare Verhältnisse sorgt. Damit kann auch gleichzeitig sichergestellt werden, dass im Transaktionsprozess absolute Offenheit herrscht und die schwierige Phase nach der Transaktion nicht noch zusätzlich durch Managementfragen belastet wird.

Nur eine Win-Win-Situation zwischen Eigenkapital und Fremdkapital lässt einen vorzeitigen Transaktionsprozess zu

Durch den späten Start der Transaktion wurden letztlich Werte im Unternehmen vernichtet, die letztendlich den Fremdkapitalgeber treffen. Das Eigenkapital kann nur von einer positiven Entwicklung profitieren, verlieren kann es nicht, da in der Regel vorher wie nachher kein wesentliches Kapital vorhanden ist. Demzufolge sind die Inhaber nur begrenzt motiviert, da mit dem Verkauf auch die laufenden Einnahmenquellen versiegen. Demzufolge ist es wichtig für einen frühen Start der Transaktion auch die Alternativenbetrachtung für den Gesellschafter zu beachten und ihm daher frühzeitig Perspektiven für die Phase nach einem Verkauf zu geben.



Krisenbewältigung bei einem Maschinenbau-Unternehmen

von Roland Friedrich

1. Ausgangssituation

Das Unternehmen entwickelt, produziert und vertreibt Komponenten, die in vielen Bereichen des Maschinenbaus eingesetzt werden. In der Wertschöpfungskette des Maschinenbaus

nimmt es die Stellung eines Zulieferers ein.

Es handelt sich um eine kleine, inhabergeführte Unternehmensgruppe mit zwei tätigen Familienstämmen. Neben einer Holding werden drei operative Gesellschaften unterschiedlicher Größe betrieben. Mit rund 350 Mitarbeitern erzielt die Gruppe einen

Umsatz von ca. 35 Mio. Euro. Der Exportanteil beträgt etwa 40 %. Neben den Erzeugnissen aus eigener Produktion wird zunehmend preisgünstige Handelsware aus Fernost mit einer eigenen Vertriebsgesellschaft in den Markt gebracht.

Das Tätigkeitsgebiet des Unternehmens deckt einen Nischenmarkt ab,

so dass es trotz der relativ kleinen Unternehmensgröße zu den führenden Wettbewerbern in Europa gehört. Der europäische Markt weist wesentliche Kennzeichen der Reife auf wie geringes Wachstum, Überkapazitäten und Konzentration auf der Anbieterseite. Grundsätzlich segmentiert sich der Markt in Standardprodukte (zunehmend preisgünstige Importware) und engineerete Produkte (beratungsintensive Sonderlösungen).

2. Herausforderungen und Problemstellungen

Bei den oben genannten Rahmenbedingungen stand das produzierende Kern-Unternehmen der Gruppe zu Beginn unserer Tätigkeit vor folgenden Herausforderungen.

1. Unzureichendes Wachstum:
Die Eigenproduktion wies seit Jahren nur rückläufige bis stagnierende Umsätze auf.
2. Mangelhafte Unternehmensergebnisse:
Trotz ständiger Reduktion der Mitarbeiterzahl wurden über längere Zeit kaum positive Ergebnisse erwirtschaftet.
3. Unzureichende Auslastung der vorhandenen Produktionskapazität:
Es wurden zwei Produktionsstandorte betrieben, die beide schon über einen längeren Zeitraum nicht ausgelastet wurden.
4. Überhöhte Vorräte:
Das Vorratsvermögen bei fertigen und unfertigen Erzeugnissen war im Branchenvergleich deutlich zu hoch.
5. Überzogene Vielfalt:
Die ABC-Analysen erbrachten eine starke Vielfalt an Produkten und Kunden mit nur geringen Umsatzanteilen.
6. Geringe Produktivität:
Im Vergleich zu europäischen Wettbewerbern war die Arbeitsproduktivität, gemessen an der Wertschöpfung pro Mitarbeiter,

stark unterdurchschnittlich bei marktüblichen Verkaufspreisen der Produkte.

7. Strategische Unsicherheit:
Hinsichtlich der zukünftigen Marktentwicklung für europäische Ware und asiatische Importprodukte sowie der eigenen Positionierung im Markt herrschte große Unsicherheit.
8. Finanzielle Engpässe:
Aufgrund der schlechten Unternehmensentwicklung, einer nur mäßigen Eigenkapitalquote sowie der strategischen Unsicherheit wurden dem Unternehmen Auflagen zur Rückführung des Kreditvolumens erteilt. Gleichzeitig erfolgte die Überstellung in das Credit Risk Management.

3. Zielsetzungen und Maßnahmen für die Restrukturierung

Die geschilderten Problemstellungen erforderten ein grundlegendes Restrukturierungsprogramm für die Unternehmensgruppe mit den hauptsächlichen Zielsetzungen:

- Kurzfristige und nachhaltige Verbesserung des Unternehmensergebnisses
- Deutliche Verringerung des Finanzbedarfs zur Reduzierung der Verschuldung bei den Banken
- Strategische Ausrichtung der Unternehmensgruppe

Ansatzpunkte im Maßnahmenbereich Kostensenkung und Ergebnissteigerung waren:

1. Steigerung der Produktivität
2. Senkung der Kosten
3. Verbesserung der Erlösqualität
4. Ausschöpfung von Umsatzpotenzialen

Den größten Effekt zur Steigerung der Produktivität erbrachte die Konzentration auf einen Produktionsstandort und damit die Schließung eines Werkes. Innerhalb weniger Ta-

ge vollzog sich anhand eines detaillierten Planes die Verlagerung der notwendigen Maschinen und Anlagen sowie die Neustrukturierung und Umsetzung der Belegschaft. Dabei wurden ein Abfall bei Produktivität und Qualität sowie Lieferengpässe vermieden. Weiterhin wurde im Nachhinein eine Neukonfiguration der Produktions- und Logistikprozesse sowie der Strukturorganisation vorgenommen. Ergänzt wurde das neue Standort- und Produktionskonzept durch gezielte Investitionen in die Automatisierung einzelner Produktionsstufen.

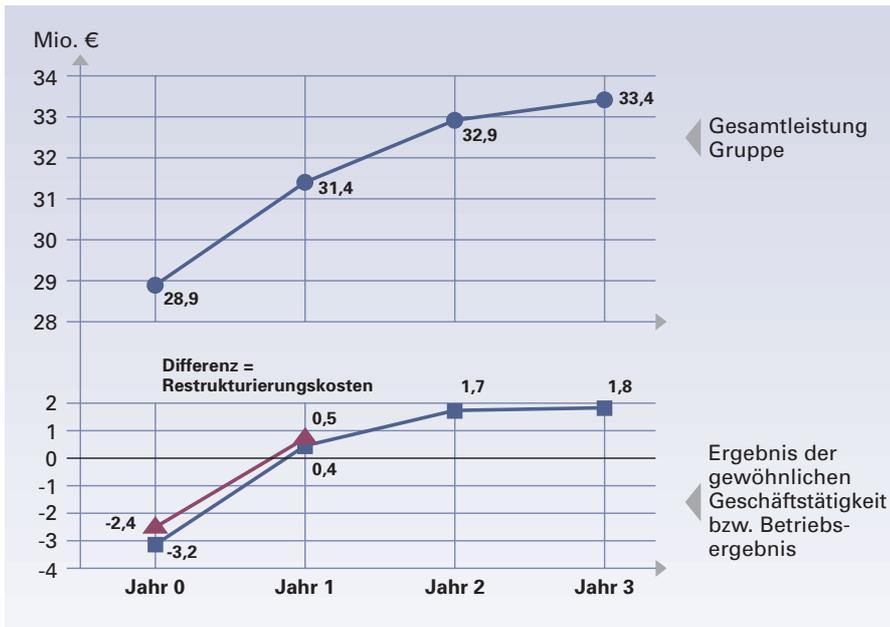
Insgesamt konnte danach die gleiche Leistung mit 20 % weniger Personal erbracht werden.

Ergänzend wurden weitere Maßnahmen zur Kostensenkung durchgeführt wie

- Reduzierung von Vielfaltskosten durch Bereinigung des Produktprogramms
- Vermeidung von Überstunden durch Flexibilisierung der Arbeitszeiten

Zur kurzfristigen Reduzierung der Personalkosten wurde auch ein einmaliger Verzicht auf Sonderzahlungen vereinbart.

Ein wesentlicher Ansatzpunkt zur Verbesserung der Erlösqualität lag in der segmentspezifischen Preispolitik. Der Markt ist durchaus differenzierbar nach preissensiblen Standardprodukten einerseits und beratungsintensiven Sonderprodukten mit bedarfsspezifischen Ausprägungen bei Material und Konstruktion, die Preisspielräume eröffnen, andererseits. Außerdem wurde konsequent eine Zwei-Markenpolitik für selbst produzierte Ware und Handelsware etabliert. Um die Bedarfe und Preisspielräume für engineerete Produkte besser zu erschließen, wurde der technische Vertrieb



verstärkt. Weiterhin wurde erkannt, dass die Kunden bereit sind, für die sofortige Lieferung von Produkten in dringenden Bedarfsfällen, z. B. Ersatzbedarf und Einhaltung von Lieferterminen, eine Preisprämie zu zahlen. Dieses Geschäft für Klein- und Schnellaufträge aus dem Lager wurde wegen seiner besonderen Eigenarten vom „Normalgeschäft“ räumlich und personell separiert und als eigenes Profit Center etabliert.

Die stärkere Ausschöpfung vorhandener Umsatzpotenziale wurde kurzfristig durch ein Programm der Vertriebsintensivierung mit den Elementen Analyse bestehender und potenzieller Kunden, Planung und Steuerung der Außendienstaktivitäten sowie Verbesserung der bis dato unterdurchschnittlichen Lieferperformance als Folge entsprechender Maßnahmen in der Produktion erreicht.

Mittelfristige Umsatzsteigerungen ergeben sich aus einer gezielten Erschließung von Prioritätsauslandsmärkten.

Die wesentlichen Ansatzpunkte zur kurzfristigen Verringerung des Finanzbedarfs waren:

1. Abbau überhöhter Vorräte
2. Freisetzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
3. Gruppenübergreifendes Cash-Management

Der drastische Abbau der überhöhten Vorräte sollte sich als wesentliche Maßnahme zur Verringerung des Finanzbedarfs und als Schlüssel zur Finanzierung der Restrukturierung mit erheblichen Abfindungszahlungen im Zuge der erforderlichen Personalreduzierung erweisen.

Neben der Verbesserung der Lagerorganisation und der logistischen Prozesse wirkten die Verkürzung der Durchlaufzeiten in der Produktion und die Verminderung der Produktvielfalt bestandssenkend. Das Vorratsvermögen konnte recht schnell um 40 % reduziert werden, wodurch rund 4 Mio. Euro Liquidität freigesetzt wurden.

Bei der Freisetzung nicht betriebsnotwendigen Vermögens wurden wenig genutzte oder als Folge der Werkszusammenlegung nicht mehr benötigte Maschinen und Anlagen verkauft.

Außerdem wurden überflüssige Bestände verschrottet. Die Veräußerung

von Grundstücken und Gebäuden verlief sehr unterschiedlich. Während einige Werkswohnungen leicht zu verkaufen waren, erwiesen sich frühere Werksgelände als schwer veräußerlich.

Aufgrund der unterschiedlichen Ertragskraft der einzelnen Geschäfte und Unternehmen der Gruppe generierten diese eine unterschiedliche Stärke hinsichtlich Cash-Flow und Eigenkapitalausstattung. Diese unterschiedlichen Finanzstärken wurden im Zuge der Restrukturierung gezielt durch ein gruppenübergreifendes Cash-Management genutzt. Außerdem wurden nicht mehr den tatsächlichen Gegebenheiten entsprechende Sätze zur Leistungs- und Kostenverrechnung zwischen den Gruppenunternehmen angepasst. Insgesamt wurde aus Sicht der Unternehmensgruppe der Bedarf an Fremdfinanzierung optimiert.

4. Wesentliche Ergebnisse der Restrukturierung

Aufgrund der Restrukturierung wurde nicht nur kurzfristig die Existenz der Unternehmensgruppe gesichert, sondern auch eine strategische Fortentwicklung und organisatorische Festigung erreicht.

Durch die schnelle Kostenreduzierung und Ergebnisverbesserung wurde im 1. Jahr nach der Restrukturierung bereits der Break Even erreicht. Im 2. Jahr wurde die Zielumsatzrendite von 5 % schon leicht überschritten.

Dies bedeutete eine Verbesserung des operativen Ergebnisses von rund 10 % vom Umsatz gegenüber dem Startjahr der Restrukturierung. Deshalb konnten die Bankkredite erheblich zurückgeführt werden.

Mit der neuen, gesamthaften Gruppenorganisation sowie klaren ge-

schäftsorientierten Strukturen und Funktionszuordnungen wurde die Organisation schneller und effizienter. Durch ein systematisches Gruppen-Controlling wurde die zielorientierte Unternehmenssteuerung entscheidend verbessert. Gleichzeitig mit der Restrukturierung wurden ein Generationenwechsel und eine qualifizierte Neu-Besetzung einiger Führungspositionen vollzogen.

Durch die Thesaurierung der nach der Restrukturierung angefallenen Gewinne und die Verkürzung der Bilanz ver-

besserte sich die Eigenkapitalquote deutlich. Die nachhaltig gestiegene Ertragskraft und die Verbesserung der Führungsqualität trugen ebenfalls zur Verbesserung der Bonität bei. Gut drei Jahre nach Bildung des Banken-Pools zu Beginn der Restrukturierung wurde dieser wieder aufgelöst. Mit den dabei beteiligten Banken wurde ein neues Finanzierungskonzept realisiert.

Mit einer klaren strategischen Ausrichtung konnte danach sogar die Erschließung neuer Wachstumsfelder

durch die Erweiterung des Produkt-/Leistungsspektrums angegangen werden.



Weitere Informationen:

Roland Friedrich
Mitglied der Geschäftsleitung
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
80539 München

Telefon 089 28 623 121
Telefax 089 28 623 153
E-Mail friedrich@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

Die Nutzung der Börsennotierung für die Unternehmenssanierung

Fallstudie am Beispiel der aeco N.V.

von Dr. Florian Pffingsten

I. Einführung

Die Mehrzahl der Sanierungen in Deutschland, wie auch im europäischen Ausland, erfolgen zumeist in Privatunternehmen und können mehr oder minder diskret und lediglich begleitet von der lokalen Presse durchgeführt werden. Die Sanierung börsennotierter Unternehmen hingegen findet zumeist unter der Beobachtung der nationalen und internationalen Finanzpresse statt und wird offen und kontrovers diskutiert. Ein Beispiel hierfür liefert die aktuelle Situation bei der KarstadtQuelle AG. Gleichzeitig sind mit der Gesellschaftsform einer börsennotierten AG Zwänge und Verpflichtungen verbunden (insbesondere im Zusammenhang mit Publizitätsanforderungen), die sich nachhaltig von privaten Unternehmen unterscheiden.

Auf der anderen Seite eröffnet die Börsennotierung, insbesondere auch bei mittelständisch strukturierten Unternehmen, Möglichkeiten, die bei der Sanierung nachhaltige Erfolgsfaktoren darstellen. Mit der Börsennotierung erschließt sich dem Sanierungsunternehmen neben den klassischen Finanzierungsquellen, wie Fremdkapital von Banken oder Mezzanine- und Eigenkapital von Investoren, die auf Spezialsituationen fokussieren, eine weitere Finanzierungsmöglichkeit: Der Free Float der Gesellschaft bildet eine Investorenbasis, die unabhängig von den angesprochenen Kapitalquellen einbezogen werden und nachhaltig zur Sanierung des Unternehmens beitragen kann.

II. Ausgangslage

Historie

Bei der aeco N.V. handelte es sich um ein Unternehmen, dass im Zuge des

Mergers der englischen Aerosonic Ltd. und der deutschen Conttec GmbH im Jahre 2000 entstanden ist. Gleichzeitig wurde die Zentralverwaltung im holländischen Eindhoven angesiedelt, da dort der größte Kunde und gleichzeitig Großaktionär der Gesellschaft, die Firma Toolex N.V. ansässig war. Toolex stellte gleichzeitig den Großteil des Konzernmanagements und drang im Jahre 2001 auf einen Börsengang am Neuen Markt, der von einer Schweizer Großbank begleitet wurde.

Geschäftsmodell

Die aeco N.V. entwickelte, produzierte und vertrieb zum damaligen Zeitpunkt elektrische und optische Testsysteme für die Medienindustrie und lieferte den Großteil der Produkte über den Partner Toolex N.V. an die Hersteller von CD- und DVD-Produktionsanlagen. Gleichzeitig war im Zuge des Mergers ein kleines Dienstleistungs-

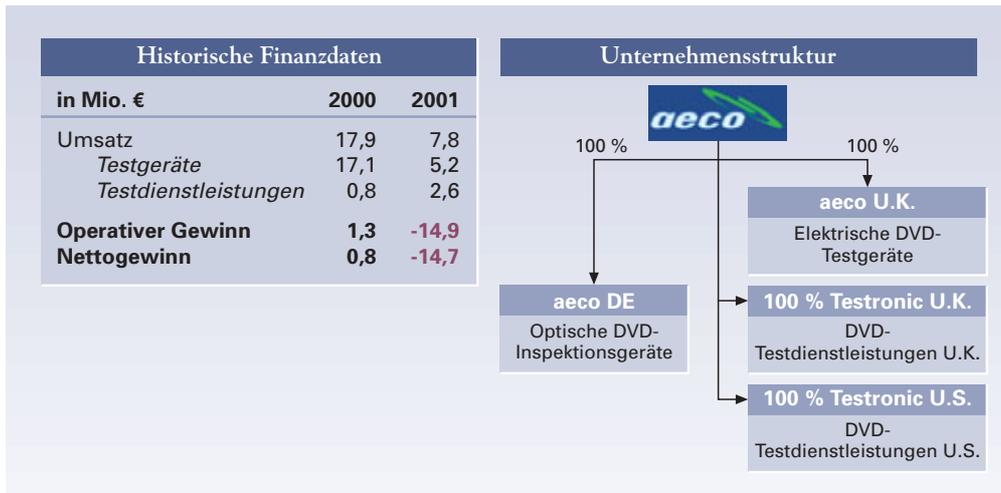


Abb. 1: Ausgangslage aeco N.V. 2001

unternehmen erworben worden, das Testdienstleistungen für die großen Filmstudios in Großbritannien und den USA erbrachte. Der Umsatz im Jahre 2000 betrug in der Gruppe knapp EUR 18 Mio., wovon EUR 17 Mio. im Testgerätegeschäft und etwa EUR 1 Mio. im Dienstleistungsgeschäft erbracht wurden. Die Marktkapitalisierung des Unternehmens zum Zeitpunkt des Börsengangs am 25.07. 2000 betrug ca. EUR 110 Mio.

Krise

Mit Insolvenz der Firma Toolex N.V., des mit ca. EUR 10 Mio. Jahresumsatz größten Kunden des Unternehmens, rutschte die aeco N.V. 2001 in eine tiefe Krise, die sich in einem Umsatzrückgang auf EUR 7,8 Mio. im Jahre 2001 und einem Nettoverlust von knapp EUR 15 Mio. manifestierte. Die Marktkapitalisierung war zu diesem Zeitpunkt auf unter EUR 2 Mio. gesunken und das holländische

Managementteam bereitete die Liquidierung der Gesellschaft vor.

Zu diesem Zeitpunkt war die Gesellschaft gekennzeichnet durch eine enorm hohe Komplexität der Unternehmensstruktur, Differenzen im Management und absoluter Konzeptionslosigkeit in Bezug auf zukünftig zu besetzende Geschäftsfelder.

Zu diesem Zeitpunkt wurde die Ascendo von den Gründern der deutschen Tochtergesellschaft – gleichzeitig Großaktionäre – der aeco N.V. mit der Bitte um Unterstützung angesprochen.

III. Sanierung

Kontrolle

Um die Abwicklung der Gesellschaft zu verhindern, unterstützte die Ascendo die Gründer der deutschen Seite der Gesellschaft zunächst bei

Erlangung der Kontrolle über den Aufsichtsrat. Dieser war zum damaligen Zeitpunkt mit Vertrauenspersonen der Firma Toolex N.V. besetzt. Im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung wurde der Aufsichtsrat im Februar 2002 neu besetzt. Der mit Vertretern der Gründeraktionäre und einem erfahrenen Industriemanager aus dem Umfeld der Ascendo neu besetzte Aufsichtsrat entließ daraufhin das alte Management und installierte ein neues Management, das aus zwei Ascendo Partnern und den Gründern des deutschen Geschäftsbereiches bestand.

Vorteil Börsennotierung: Obwohl Gründer und Sanierungsgruppe um die Ascendo lediglich eine absolute Minderheit in Höhe von ca. 25 % des Grundkapitals vertraten, konnte auf der relevanten Hauptversammlung eine relative Mehrheit für die Sanierung zustande gebracht werden.

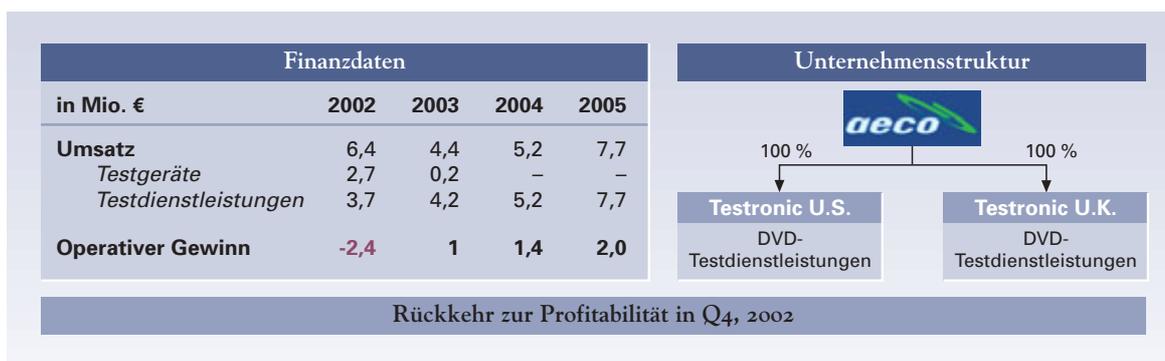


Abb. 2: Erfolgreiche Sanierung in 2002

Operative Sanierung

Mit Einstieg der Ascendo und der Unterstützung der ursprünglichen Unternehmensgründer über Aufsichtsrat und Vorstand wurde ein umfangreiches Restrukturierungskonzept erstellt, das die folgenden Punkte vorsah:

Schritt 1: Liquiditätserhaltung

Sofortige signifikante Mitarbeiterreduktion von 130 in 2001 auf 97 Mitarbeiter in 2002 bei gleichzeitiger Anpassung der Kostenstrukturen.

Schritt 2: Strategische Neuausrichtung

Im Rahmen der Erarbeitung eines Restrukturierungskonzepts wurde die Gesellschaft als Dienstleistungsunternehmen mit dem neuen Kernbereich „DVD-Testing“ (Testen von Film-DVDs auf Inhalte, Kompatibilität usw.) neu ausgerichtet.

Vor dem Hintergrund dieser Neuausrichtung wurde der Geschäftsbereich „Herstellung von optischen Inspektionsgeräten“ in Deutschland (die ehemalige Conttec GmbH) durch eine geplante Insolvenz geführt und anschließend im Rahmen eines MBO an einen der ursprünglichen Gründer verkauft. Dieser stieg im Zuge der Übernahme dieses Geschäftsbereiches aus der börsennotierten Mutter aeco N.V. aus, womit sich der Vorstand auf drei Personen reduzierte.

Gleichzeitig erfolgte der Verkauf des Geschäftsbereiches „Herstellung elektrischer Testgeräte“ (die ehemalige Aerosonic Ltd. in Großbritannien) an einen Wettbewerber.

Letzter Schritt der strategischen Neuausrichtung war die Fokussierung des Geschäftes auf das Testdienstleistungsgeschäft der Tochter Testro-

nic Laboratories Ltd. in Großbritannien mit dem Ziel, den Geschäftsbereich deutlich auszubauen.

Finanzielle Sanierung

Nach Stabilisierung der Gesellschaft, einem Verlust von EUR 15 Mio. im Vorjahr und einem Tiefstand der Liquidität von EUR 1,3 Mio. im Mai 2002 konnten im September 2002 (Volumen: TEUR 65) und im Juli 2003 (Volumen: TEUR 715) erfolgreich zwei Kapitalerhöhungen platziert werden, die vom heutigen Management (September 2002) und in Mehrheit vom bestehenden Free Float der Gesellschaft (Juli 2003) gezeichnet wurden. Mit einem Mittelzufluss von TEUR 780 und somit der nachhaltigen Stärkung des Eigenkapitals wurde eine erheblichen Verbesserung der Bilanzrelationen erreicht.



Abb. 3: Kursentwicklung und zentrale Ereignisse

Vorteil Börsennotierung: In schwieriger Lage, in der eine Bankenfinanzierung zur Schließung einzelner Geschäftsbereiche und zur Finanzierung des Ausbaus eines ehemaligen Randbereichs nicht verfügbar gewesen ist, konnte durch das positive Signal einer ersten Kapitalerhöhung und Zeichnung durch das neue Management im zweiten Schritt eine wesentlich größere Kapitalmaßnahme erfolgreich im Kapitalmarkt platziert werden.

IV. Neuausrichtung und Wachstumsstrategie

Organisches Wachstum

Nach Abschluss der Sanierung und Beseitigung aller Altlasten wurde die damalige aeco N.V. in Catalis N.V. umfirmiert und im Kapitalmarkt konsequent als Managementholding mit Fokus auf Testdienstleistungen für die Medienindustrie positioniert. Einzige Töchter der Holding waren anfangs die Testronic Laboratories Ltd. (UK) und die Aerosonic Inc. (US). Beide operativen Einheiten wurden konsolidiert und erreichten ein organisches Wachstum in 2003, dem ersten Jahr nach der Sanierung, in Höhe von 15 % auf Umsatzebene.

Im weiteren Verlauf fokussierte sich die Ascendo zunächst auf den Ausbau des vorhandenen USA-Geschäftes und realisierte im Jahr 2004 einen Umsatz in Höhe von EUR 5,2 Mio. bei einer EBIT Marge von über 25 %.

Roll-Up-Strategie

Der sukzessive Ausbau der Gesellschaft erfolgte organisch und extern mit insgesamt vier Akquisitionen (davon drei im Jahr 2005 sowie eine im Jahr 2006). Hierbei wurde das Geschäft sowohl regional mit dem Kauf von Wettbewerbern in Polen, USA und Belgien gestärkt als auch die Dienstleistungspalette um die Bereiche Games Testing und Interactive Software Testing erweitert.

Mittlerweile ist die Catalis N.V. zum Branchenführer im Bereich DVD-Testdienstleistung sowohl in den USA wie auch in Europa aufgerückt und erweitert kontinuierlich ihr Dienstleistungsspektrum. Der erwartete Umsatz für 2006 beträgt mehr als EUR 10 Mio. bei fast gleichbleibend hoher EBIT Marge von größer 20 %.

Vorteil Börsennotierung: Alle getätigten Akquisitionen beinhalteten eine Aktienkomponente d. h. die Aktie als Kaufwährung wurde nachhaltig genutzt. Eine derartige Roll-Up-Strategie aus einer Gesellschaft, die gerade selbst aus der Restrukturierung kommt, ist mit Fremdkapital zumeist nicht oder nur schwer umsetzbar.

Der Aktienkurs der Gesellschaft spiegelt die erfolgreiche Entwicklung wider, die Marktkapitalisierung ist seit dem Zeitpunkt des Beginns der Sanierung von EUR 2 Mio. auf EUR 27 Mio. gestiegen.

Die erfolgreiche Sanierung der Gesellschaft führte zu einem Teilexit der Investoren um das Management-Team im Jahr 2004 im Zuge einer Umplatzierung von Anteilen über die Börse und erbrachte für die Investoren ein Cash-on-Cash-Multiple von größer zehn auf das eingesetzte Kapital.

Vorteil Börsennotierung: Im Gegensatz zu privaten Unternehmen, die sich nach erfolgreicher Sanierung typischerweise nur „im Ganzen“ veräußern lassen, ermöglichte die Börsennotierung einen Teilausstieg. Gleichzeitig wurde jedoch für die Ascendo-nahen Investoren das weitere Wertsteigerungspotenzial durch den Behalt einer reduzierten Beteiligung am Unternehmen erhalten.

Fazit:

Die Sanierung einer börsennotierten Gesellschaft läuft grundsätzlich unter anderen Rahmenbedingungen ab, als bei einem privaten Unternehmen. Insbesondere die erhöhten Anforderungen an die Berichtspflicht können den Handlungsspielraum des Sanierungsteams nachhaltig beschränken. Auf der anderen Seite ermöglicht die richtige Handhabung und faire Behandlung der Investoren des Free Floats den Zugang zu Sanierungskapital, das anderweitig in derartigen Situationen nicht zur Verfügung stünde.



Weitere

Informationen:

Dr. Florian Pflingsten
Geschäftsführender Gesellschafter
Ascendo Management GmbH
Promenadeplatz 12
80333 München

Telefon 089 21 112 817
Telefax 089 21 112 828
E-Mail florian.pflingsten@ascendoassociates.com



Die Reform des Europäischen Beihilfenrechts – „Aktionsplan Staatliche Beihilfen“

von Georg Brüggen

Das EU-Beihilfenrecht wird zur Zeit grundlegend überarbeitet. Die Umsetzung des „Aktionsplans Staatliche Beihilfen“ hat inhaltliche und verfahrensrechtliche Auswirkungen auf alle Beihilfearten. Der Beitrag erläutert im ersten Teil die Hintergründe dieser wichtigen Reform, im zweiten Teil wird auf einige konkrete Änderungen eingegangen.

Hintergrund der Reform des Europäischen Beihilfenrechts

Im Juni 2005 hat die Europäische Kommission den „Aktionsplan Staatliche Beihilfen“ vorgestellt, in dem sie die Grundzüge zur Neuordnung ihrer Beihilfenpolitik darlegt¹. Kein Bereich ist dabei von der Reform, die bis 2009 abgeschlossen sein soll, ausgenommen. Allerdings handelt es sich bei den vorgeschlagenen Maßnahmen keineswegs um eine Abkehr von der bisherigen Beihilfenpolitik. Vielmehr stehen die Reformen im Zeichen der Lissabon-Strategie: Der Europäische Rat in Lissabon im März 2000 hatte Maßnahmen zur Wirtschaftsankurbelung gefordert, um Arbeitsplätze zu schaffen und die Europäische Gemeinschaft wettbewerbsfähiger in der globalisierten Welt zu machen. Wie die Kommission im Aktionsplan ausführt, kann dieses Ziel nur durch ein weiteres Absenken des staatlichen Beihilfenniveaus erreicht werden. Auch in Zukunft werden Beihilfen aber nicht grundsätzlich verboten sein. Allerdings sollen die Mitgliedstaaten Beihilfen gezielter vergeben und vor allem Aktivitäten unterstützen, die zu Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit oder der Schaffung von Dauerarbeitsplätzen beitragen. Beihilfen in Forschung, Entwicklung und Innovation, in den Umweltschutz sowie die Bereitstellung von Risikokapital für Unternehmensgründungen werden in diesem Sinne positiv von der Kommission bewertet. Die Reform zielt darauf ab, die Vergabe solcher Beihilfen zu vereinfachen.

Weiterhin bietet der Aktionsplan eine gute Gelegenheit für die Kommission, nun auch die Beihilfenkontrolle verstärkt einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu unterziehen². Wirtschaftliche Betrachtungsweise bedeutet für

die Beihilfenkontrolle u. a. die Konzentration auf die Beihilfen, die die stärksten Wettbewerbsverzerrungen hervorrufen. Die Einbeziehung von Ökonomen in die Beihilfenkontrolle ist weiterhin notwendig, um die Gründe für ein Marktversagen zu analysieren. Wenn diese Gründe bekannt sind, kann ermittelt werden, ob Beihilfen tatsächlich das beste Mittel zur Korrektur des Marktversagens sind.

Eine Konzentration auf besonders wettbewerbsverzerrende Beihilfen ist insbesondere auch im Hinblick auf die erweiterte EU von 25 bzw. 27 Mitgliedstaaten dringend notwendig. Der Aktionsplan sieht deshalb eine Vereinfachung und Rationalisierung der Verfahrensvorschriften vor.

Konkrete Maßnahmen im Rahmen des Aktionsplans

Die Umsetzung des Aktionsplans ist noch in vollem Gange. Fast wöchentlich stellt die Kommission neue Entwürfe für Leitlinien oder Verordnungen vor. Über den tagesaktuellen Stand der Dinge informiert man sich am besten auf der Internetseite der Generaldirektion Wettbewerb³. Vor kurzem hat die Kommission eine Freistellungsverordnung für regionale Investitionsbeihilfen der Mitgliedstaaten erlassen⁴. Weiterhin liegt der Entwurf für eine Neufassung der Leitlinien zu Forschung, Entwicklung und Innovation vor⁵. Mit dem Erlass einer neuen De-minimis-Verordnung ist noch in diesem Jahr zu rechnen. Weitere wichtige Neuerungen enthält die Mitteilung zur Festsetzung der Referenz- und Abzinsungssätze, zu der die Kommission gegenwärtig noch die Stellungnahmen Dritter prüft. Die neue allgemeine Gruppenfreistellungsverordnung wird dagegen voraussichtlich nicht vor 2008 in Kraft treten. In Bezug auf Beihilfen an Unternehmen in Schwierigkeiten sind bislang keine Änderungen angekündigt. Möglicherweise wird die Kommission aber bis 2009 die Probleme angehen, die sich aus den unterschiedlichen Insolvenzverfahren in den Mitgliedstaaten ergeben. Außerdem prüft die Kommission, ob möglicherweise Rettungsbeihilfen in Gruppenfreistellungsverordnungen aufgenommen werden können⁶.

De-minimis

Die Kommission ist ermächtigt, einen Schwellenwert festzulegen, bis zu dem staatliche Maßnahmen nicht als wettbewerbsverzerrend angesehen werden. Derzeit liegt dieser Wert bei 100.000,- €. Staatliche Maßnahmen, die über einen Zeitraum von drei Jahren den Schwellenwert nicht überschreiten, müssen nicht bei der Kommission angemeldet werden. Nach dem jüngsten Entwurf der Kommission soll der Schwellenwert zukünftig auf 200.000,- € angehoben werden⁷. Sicherheiten fallen nach diesem Entwurf unter die De-minimis-Regelung, sofern der Betrag des zugrundeliegenden Darlehens 1,7 Mio. Euro nicht übersteigt.

Neue Methode zur Festsetzung der Referenz- und Abzinsungssätze

Von großer Bedeutung ist ebenfalls die von der Kommission vorgeschlagene neue Methode zur Festsetzung der Referenz- und Abzinsungssätze. Diese spielen eine wichtige Rolle bei der Berechnung des so genannten Subventionsäquivalents, insbesondere wenn die Beihilfen in mehreren Tranchen gezahlt werden. In den Leitlinien für Beihilfen an Unternehmen in Schwierigkeiten wird bei Rettungsbeihilfen auf die Referenzzinssätze Bezug genommen, denn für das Darlehen bzw. die Darlehensbürgschaft muss ein entsprechender Zinssatz verlangt werden⁸. Zur Zeit berechnet die Kommission einen Basiszinssatz auf Grundlage der Interbanken-Swapsätze. Der Referenzzinssatz ergibt sich dann aus diesem Wert erhöht um 75 Basispunkte. Zukünftig soll die Berechnung auf Grundlage des IBOR⁹ erfolgen. In Abhängigkeit von der Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers und der Sicherheiten, über die er verfügt, erfolgt ein Zuschlag auf diesen Basiszinssatz. Im Regelfall, so der

Kommissionsvorschlag, liegt dieser Wert bei 220 Basispunkten. Für Unternehmen in Schwierigkeiten soll gemäß dem Kommissionsvorschlag ein Zuschlag von mindestens 1000 Basispunkten auf den Zinssatz angewendet werden.

Gruppenfreistellungsverordnungen

Der Anwendungsbereich der Gruppenfreistellungen soll erweitert werden. Zur Zeit gibt es vier Gruppenfreistellungsverordnungen: De-minimis-Beihilfen, kleine und mittlere Unternehmen, Beschäftigungs- und Ausbildungsbeihilfen. Erfüllt eine Beihilfe die in diesen Verordnungen festgelegten Voraussetzungen, muss sie nicht bei der Kommission angemeldet werden. Diese Gruppenfreistellungsverordnungen werden künftig (ausgenommen die De-minimis-Beihilfen) in einer zusammengefasst und laut Aktionsplan durch weitere horizontale Beihilfe ergänzt. So ist es möglich, dass künftig bestimmte Forschungs- und Entwicklungsbeihilfen und Umweltbeihilfen in eine Freistellungsverordnung aufgenommen werden.

¹ Weniger und besser ausgerichtete staatliche Beihilfen – Roadmap zur Reform des Beihilfenrechts 2005-2009, Konsultationspapier der Kommission vom 7. Juni 2005, KOM (2005) 107, im Internet unter http://ec.europa.eu/comm/competition/state_aid/others/action_plan/saap_de.pdf

² Seit der Berufung eines Chefökonom in die Generaldirektion Wettbewerb wurden in den vergangenen Jahren schon die Vorschriften für Kartelle und Fusionen auf ihre wirtschaftliche Tauglichkeit hin überprüft und überarbeitet.

³ Die Website der Generaldirektion Wettbewerb ist kürzlich komplett überarbeitet worden. Bis zur Übersetzung in alle EU-Amtssprachen muss auf die englische oder französische Fassung zurückgegriffen werden.

⁴ Noch nicht im Amtsblatt veröffentlicht

⁵ Entwurf vom 8. September 2006, auf der Website der Generaldirektion Wettbewerb veröffentlicht

⁶ Aktionsplan Staatliche Beihilfen, Punkt 37

⁷ Verordnungsentwurf vom 12.09.2006, auf der Website der GD Wettbewerb

⁸ Leitlinien ABl. vom 1.10.2004, C 244/2, Punkt 25 a

⁹ Inter Bank Offered Rate, Referenzzinssatz für den Geldmarkt

Weitere Informationen:

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

Telefon 0351 56 33 00
Telefax 0351 56 33 015
E-Mail info@brueggen-ra.de
<http://www.brueggen-ra.de>





Dr. Wieselhuber & Partner ist wieder in Düsseldorf

Wir freuen uns, dass wir seit dem 1. Oktober 2006 wieder mit einem Büro in Düsseldorf vertreten sind.

Die räumliche Nähe zu unseren Kunden in Nordrhein-Westfalen liegt uns am Herzen. Deshalb haben wir uns entschlossen, in Düsseldorf einen weiteren Standort von Dr. Wieselhuber & Partner zu eröffnen.



Als Projektleiter vor Ort konnten wir einen echten Dortmunder für Dr. Wieselhuber & Partner Nordrhein-Westfalen begeistern. Herr Marcus Schröer, der seit über sechs Jahren als Volljurist in der Unternehmensberatung tätig ist, steht Ihnen mit seinem Team ab sofort unter folgender Anschrift zur Verfügung:

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

Büro Düsseldorf

Schloß Elbroich

Am Falder 4

40589 Düsseldorf

Tel: 0211 757 07-20

Fax: 0211 757 07-22



VERANSTALTUNGEN

Treuhandenschaft als Sanierungsinstrument III:

02.03.2007 Frankfurt am Main
23.04.2007 Düsseldorf
07.05.2007 München
18.06.2007 Berlin
25.06.2007 Stuttgart
18.02.2008 Hamburg

Inhaltsübersicht:

- Gesellschafterseitige Unternehmensführung und ihre Instrumente
- Der Sanierungseigentümer – Alternative zur Übernahme durch Finanzinvestoren
- Case Study: Sanierungseigentümer in der Objektsanierung
- Neue bankenrelevante Rechtsprechung

Sanierung und Insolvenz V:

17.09.2007 Frankfurt am Main
09.10.2007 Hamburg
18.10.2007 Düsseldorf
05.11.2007 Berlin
14.01.2008 Stuttgart
28.01.2008 München

Inhaltsübersicht:

- Das Spektrum der Gesellschafterbeiträge
- Restrukturierungsoptionen bei Immobilienengagement
- Spezifika grenzüberschreitender Gesellschaftsformen
- Branchenspezifika: Sanierung von Handelsunternehmen
- Workshop: Juristische und faktische Stolpersteine der Krisenbewältigung

Gerne senden wir Ihnen unser ausführliches Seminarprogramm zu.

Weitere Informationen:

Britta Gigler
Assistentin Corporate Restructuring
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
80539 München

Telefon 089 28 623 116
Telefax 089 28 623 290
E-Mail gigler@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

I M P R E S S U M

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Königinstraße 33
D-80539 München

Telefon: 089 28 623 0
Telefax: 089 28 623 153
Internet: www.wieselhuber.de
E-Mail: info@wieselhuber.de

Redaktion

Britta Gigler
Telefon 089 28 623 116
Telefax 089 28 623 290
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 28 623 290) zurücksenden an:

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Frau Britta Gigler
Königinstraße 33

80539 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

Königinstraße 33 • 80539 München • Telefon: 089 28 623 0 • Telefax: 089 28 623 153

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