

Restructuring & Finance

YEAR BOOK 2017

RESTRUKTURIERUNG ZWISCHEN REGULATORIK
UND LIQUIDITÄTSSCHWEMME



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung



Liebe Leserinnen,
liebe Leser,

Liquidität bleibt wohl – zumindest in Europa – noch länger ein „freies Gut“. Banken suchen Wachstumsquellen, Anleger neue Assetklassen und die Multiples für Unternehmenskäufe haben wieder den zweistelligen Bereich erreicht.

Fast unbemerkt vollzieht sich dabei ein grundsätzlicher Strukturwandel mit nachhaltigen Folgen für alle Stakeholder der Passivseite – insbesondere den klassischen Unternehmer. Der Stellenwert des echten Fremdkapitals geht zu Gunsten der Eigenkapital- oder zumindest der eigenkapitalbasierten Finanzierung zurück.

Angesichts des aktuellen fundamentalen Wandels in vielen Branchen und damit Geschäftsmodellen stellt sich zusätzlich die Frage nach der individuellen Zukunftsfähigkeit, nach der Bandbreite des künftigen EBITDA und den damit verbundenen latenten Risiken für die unterschiedlichen Stakeholder der Passivseite. Entscheidend ist die richtige Einschätzung der Veränderungstreiber, deren adäquate unternehmensspezifische Abbildung in Konzept und Zukunftsplanung. Wir tragen dem Rechnung durch eine stärkere Spezialisierung unseres Leistungsspektrums und eine Anpassung unserer Organisation. Auf spezifische Fragestellungen ausgerichtete Competence Center bieten Ihnen künftig noch fundiertere Lösungen. In der vorliegenden Ausgabe gehen wir auf die unterschiedlichen Unternehmenssituationen ein, beleuchten die Potenziale zur EBIT-Steigerung aus unterschiedlichen Blickwinkeln und stellen unseren jeweils spezifischen Ansatz vor.

Ich wünsche Ihnen im Namen aller Autoren eine angenehme Lektüre.

Ihr 

Dr. Volkhard Emmrich

TITELSTORY

3 Alles finanzierbar – nur eine Frage der Quelle?

UNTERNEHMENSFÜHRUNG

- 5 Performance Improvement für Beteiligungen – ein integrierter Ansatz
- 8 Die wahren Erfolgsfaktoren der Wertsteigerung
- 10 Flexibilitätsmanagement – Erfolgsfaktor Nr. 1 in volatilen Märkten
- 13 Was machen CFOs im Private Equity-Umfeld anders?
- 16 Integrierte Transaktionslösungen für den Mittelstand

FINANZIERUNGSPRAXIS

- 18 Licht im Schatten der Banken – Kreditfonds
- 22 Betriebsmittelfinanzierung aus dem Internet
- 24 Das Münchhausen-Prinzip – liquides Eigenkapital oder wie man sich auch in der Krise entschulden kann
- 27 Quergedacht: Ansätze zur integrierten Finanzierung der Wertkette
- 29 Sale & Lease Back: objektbezogene Finanzierung in der Krise
- 32 Projektentwicklung Betriebsimmobilie zur Sicherung der Refinanzierung oder des Recovery
- 36 Geeignete Gesellschafts- und Gesellschafterstrukturen als Voraussetzung für eine nachhaltige Refinanzierung
- 38 Wie die Digitalisierung die Unternehmensfinanzierung verändern wird
- 41 Verliert die Hausbank ihre Vormachtstellung im Mittelstand?

INTERNATIONALE BENCHMARKS

- 43 Restrukturierung auf Chinesisch – ein Weg entsteht, wenn man ihn geht
- 47 Nachteile der deutschen Spielregeln im internationalen Vergleich
- 50 Zielsetzung und Entscheidungsmechanik chinesischer Investoren in Deutschland

KRISE UND KRISENBEWÄLTIGUNG

- 52 Neue Treiber bestimmen das Bild: Wie Regulatorik die Sanierungspraxis verändert
- 53 Nach der Krise ist vor der Krise?
- 56 Die Restrukturierung anleihefinanzierter Unternehmen in- und außerhalb des Insolvenzverfahrens
- 59 Neues Sanierungswerkzeug für außerinsolvenzliche Sanierungen

INSOLVENZRECHT

- 62 Gestaltungsoptionen der Eigenverwaltung
- 66 Einzelhandel in der Krise – Lösungsansätze gelingen nicht rein betriebswirtschaftlich
- 69 Proaktives Unternehmenskonzept in der Insolvenz als Basis für ein maximales Recovery der Gläubiger
- 71 Die Rolle des Sachwalters in der Eigenverwaltung – nur Wachhund des Gerichts oder Mitgestalter des Verfahrens?

CASE STUDY

- 75 Neuausrichtung der profine Gruppe

IN EIGENER SACHE

- 77 Restructuring & Finance fokussiert die Kompetenzen

NEWS

- 79 Veranstaltungen

Alles finanzierbar – nur eine Frage der Quelle?

Dr. Volkhard Emmrich

Wohin man blickt, Liquidität ist im Überfluss vorhanden. Egal ob Fremd- oder Eigenkapital, der Wettbewerb um Anlagemöglichkeiten und Kunden ist hart.

Spricht man mit Assetmanagern, so geht es meist um die Frage nach neuen Anlagemöglichkeiten, nach neuen bzw. zusätzlichen Assetklassen, die zumindest einen vernünftigen Werterhalt gewährleisten.

Fast scheint es so, als wäre „Geld“ endgültig zum freien Gut geworden, für jeden unbegrenzt verfügbar, wozu dann auch die Diskussion über ein freies Grundeinkommen passt.

Was sind die Ursachen dieser „Überliquidität“ und was heißt das für die Restrukturierung von Unternehmen? Aktuell sind es meist individuelle Krisen, oder aber das Geschäftsmodell erfüllt die Anforderungen der Digitalisierung nicht wirklich, denn die Konjunktur „brummt“.

Die Ursachen liegen primär in der Zins- und Geldpolitik der EZB und sind volkswirtschaftlich begründet. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen sind vielfältig und grundsätzlicherer Natur, als man dies vermuten würde.

Die Großzügigkeit der EZB ist nämlich bei näherem Hinsehen doch sehr begrenzt. Werden aufs „eigene Buch“ alle marktgängigen Papiere gekauft und Kredite quasi zinsfrei vergeben, so ist diese Mechanik eine Ebene weiter unten, also bei den Geschäftsbanken, doch massiven Restriktionen unterworfen.

Immer neue Bilanzierungsvorschriften, wie aktuell IFRS 9 sowie die Regulatorik der Banken führen zu einer ganz harten, risikoorientierten Kreditvergabe sowie zu einer entsprechenden Bewertung der gegebenen Kredite.

Die EZB möchte offensichtlich das Monopol der Liquiditätsgenerierung für sich selbst, was nur gelingt, wenn die Möglichkeiten der Geschäftsbanken Geld zu schöpfen nachhaltig eingeschränkt werden.

Dies führt zu einer grundsätzlichen Veränderung der Marktverhältnisse, denn neben den Banken drängt

jetzt Eigenkapital auf den Markt und zwar nicht nur in Form von Equity, also einer echten, haftenden Beteiligung am Unternehmen, sondern als klassischer Kredit mit entsprechenden Sicherheiten und begrenzter Laufzeit.

Wie zu Fuggers Zeiten wird „gespartes Geld“ direkt verliehen und nicht mehr wie bisher zur Bank gebracht, damit diese dann mit hohem Leverage die Märkte mit Fremdkapital versorgt.

Dadurch segmentieren sich die Märkte neu – in unterschiedliche Risikoklassen mit klarem, risikoadäquatem Pricing.

Gute und beste Bonitäten können sich an den Finanzmärkten und bei Banken zu besten Konditionen bedienen, der Verdrängungswettbewerb der Finanzierer ist ruinös.

Bei mittleren Bonitäten lässt sich für Finanzierer schon eher Geld verdienen. Das Segment ist der Zielsektor der neuen Direct Lending-Anbieter, deren Zinsvorstellungen auch dort anfangen, wo wir es historisch gewohnt sind – was durchaus auch in den zweistelligen Bereich gehen kann.

Warum kann aber eigenkapitalinduziertes Fremdkapital mehr Risiko tragen als der klassische Bankkredit? Es liegt am Leverage und am Zinsniveau. Fallen bei einem EK-hinterlegten Direct Lending Fund per anno 5 % der verausrichteten Kredite aus, so erhält der Anleger bei einem durchschnittlichen Zinsniveau von 10 % immer noch 5 % Zins ohne Substanzverlust. Bei einem mit 10 % Eigenkapital hinterlegten Kreditportfolio und einer Zinsmarge von 2 % sieht die Rechnung hingegen grundsätzlich anders aus. Es sind nicht nur die Zinsen weg, sondern auch fast 1/3 Eigenkapital.

Unabhängig davon, ob eigenkapitalinduziert oder geleveraged, geliehenes Geld will immer Werte schaffen, Wachstum generieren und dadurch das EBITDA nachhaltig steigern.



Auch alle bisherigen und künftigen Blasen sind durch Wertsteigerungsfantasien und die Extrapolation von Trends ins Unendliche entstanden.

Eng wird es deshalb, wenn zwar sichtbar und nachhaltig Finanzbedarf besteht, Wertsteigerung und EBITDA-Anstieg jedoch nicht wirklich nachweisbar sind, oder erst spät am langen Ende realisiert werden können. Dann ist sehr schnell Schluss mit Liquiditätsschwemme, mit billigem Geld aus vielen Töpfen, dann heißt es viel härter als bisher: Altlasten, Verluste und Restrukturierung sind Sache des echten Eigenkapitals und entsprechend gesellschafterseitig zu tragen.

Für Unternehmen in der Krise bzw. für Restrukturierungsfälle heißt das ganz klar: Es wird gebridget zur Erstellung eines Sanierungskonzepts oder gleich zur Realisierung eines M&A-Prozesses. In beiden Fällen mit der Zielsetzung, Exposure und Risiko der Finanzierer zu reduzieren.

Zeigt das Sanierungskonzept keine Upsides, dafür jedoch Finanzbedarf für die Anpassung der Strukturen und Prozesse, oder muss grundsätzlich investiert werden, so wird dies künftig kaum noch durch Sanierungskredite erfolgen.

Es geht dann um Gesellschafterbeiträge, um Gesellschafterwechsel durch den Einstieg Institutioneller und somit auch um die Sicherheitenpositionen der Finanzierer bzw. die Höhe eines möglichen Haircuts.

Dadurch verändert sich auch der Stellenwert des Sanierungskonzepts bzw. der darauf aufbauenden Folgekonzepte.

Das Sanierungskonzept wird im Grunde zu einer „Worst Case-“ Vendor Due Diligence, die Entschuldungspotenziale und schnelle EBITDA-Perspektiven aufzeigt und damit eine harte Basisbewertung der Fremdkapitalpositionen darstellt.

Wird durch entsprechende Anpassung der Prämissen aus dem Sanierungskonzept ein Investoren Case gemacht, werden also die Potenziale sichtbar, die sich durch Aufhebung der Finanzierungsrestriktionen ergeben, so wird daraus eine echte Vendor Due Diligence. Sie zeigt dem Investor, was – stand alone – aus dem Geschäftsmodell des Unternehmens gemacht werden kann, und damit wird für die Finanzierer das Risiko des Haircuts minimiert.

Nur einer spielt in der eben geführten Diskussion keine Rolle – das ist der Altgesellschafter. War es früher üblich, dass der Gesellschafter das erbringt, was er eben bringen kann, und die Banken den Rest „drauflegen“, um damit letztendlich das Unternehmen als Kunden und für den Gesellschafter zu erhalten, wird dies künftig nicht mehr möglich sein.

Ist der Gesellschafter „aus dem Geld“, so spielt er künftig nicht mehr mit. Für die Banken gilt: Verringerung des eigenen Risikos und zwar am kurzen und nicht nur am langen Ende, Minimierung möglicher Haircuts, Recovery der Liquidität, alles bei minimalen Prozesskosten.

Unternehmer tun also gut daran, die Mechanik der aufgezeigten mehrstufigen Wertsteigerung aus der Sanierung nicht nur zu verstehen, sondern ihr eigenes Finanzierungsverhalten darauf abzustellen.

Konkret heißt das: Nutzung der Leveragepotenziale und entsprechende Finanzierung des operativen Geschäfts in Zeiten guter Bonität und entsprechender Ratings, Sammeln von Eigenkapital außerhalb des operativen Unternehmens und dessen gezielte Verwendung dort, wo die größtmögliche Wertsteigerung erreicht werden kann.

Der Gesellschafter verhält sich dann wie ein professioneller Investor, der nicht den schnellen Euro sucht, sondern eine „Evergreen“-Anlage vor Augen hat, aber eben prüft, was er mit seinem Kapital bewegt, welche Werte er generiert und wie viel zusätzliches EBITDA damit erwirtschaftet werden kann.

Was heißt das schlussendlich? Es heißt grundsätzlicher Paradigmenwechsel und Abkehr von vielen traditionellen Verhaltensweisen, so insbesondere die Nichtinanspruchnahme von Krediten, das „Stehen lassen“ von Liquidität im Unternehmen bzw. die Re-Investition von Gesellschaftermitteln in Form von vergleichsweise hoch verzinslichen Gesellschafterdarlehen. Die genannten Verhaltensmuster sind ebenso wenig zukunftsfähig wie die bisher ebenfalls hoch geschätzte Steueroptimierung der Unternehmensstrukturen.

Nur Gesellschafter, die dies in guten Zeiten verinnerlichen, werden in schlechten Lebenszyklusphasen ihres Unternehmens die notwendigen Freiheitsgrade besitzen, um handlungsfähig zu sein.



Dr. Volkhard Emmrich
Managing Partner

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München

Telefon 089 286 23 105
Mobil 0160 745 18 51
Telefax 089 286 23 285
E-Mail emmrich@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Performance Improvement für Beteiligungen – ein integrierter Ansatz

Florian Frank

Einleitung

„Nach Werten drängt, an Werten hängt doch alles.“ So ungefähr könnte man – in Anlehnung an Goethes Faust-Passage – auch die Zielsetzung des Managements von Beteiligungen beschreiben: die nachhaltige Schaffung bzw. Steigerung langfristiger Werte. Aber wo kommen diese Werte her, was ist ihre Basis? Und wie kann man angestrebte Wertsteigerungen umsetzen und schließlich realisieren? W&P ist Ihr Partner während sämtlicher Investitionsphasen. Einen zentralen Stellenwert nimmt dabei die tiefgreifende Auseinandersetzung mit dem Geschäftsmodell eines Unternehmens und damit den Werttreibern ein.

W&P integriert die Bausteine eines ganzheitlichen Wertmanagements im Performance Improvement Model (vgl. Abb. 1).

Integrierte Due Diligence als Entscheidungsgrundlage und Ausgangspunkt zukünftigen Wertmanagements

Im Vorfeld einer Investitionsentscheidung bildet die eingehende Prüfung des Targets (Due Diligence) das zentrale Prüf- und Bewertungsinstrument. Sie überprüft die Hypothesen des Investors und legt die Basis für das

künftige Wertmanagement. W&P bietet im Rahmen einer „integrierten“ Due Diligence eine Verzahnung aller erforderlichen Due Diligence-Bausteine:

- **Commercial Due Diligence:** Analyse des Geschäftsmodells und der Unternehmensstrategie im Markt und Wettbewerbsumfeld.
- **Operational Due Diligence:** Bewertung von Wertschöpfungsstrukturen und -prozessen.
- **Innovation Due Diligence:** Analyse von F&E- und Innovationsmanagement.
- **Digital Due Diligence:** Ermittlung des „digitalen Reifegrads“ des Unternehmens.
- **Financial Due Diligence:** Analyse der normalisierten historischen Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage, Darstellung des Net Debt und schließlich die Berechnung des Unternehmenswertes.
- **Weitere Due Diligence Bausteine:** Nach Bedarf und Situation des Target können weitere Due Diligence-Bausteine erforderlich werden (IP, Tax, Legal).

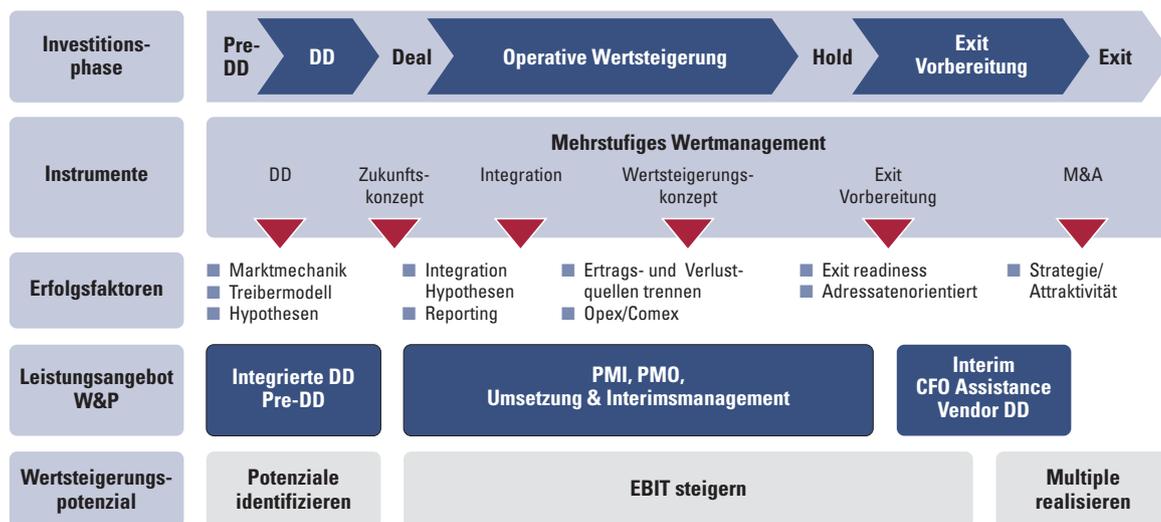


Abb. 1: W&P-Performance Improvement Model

Im Rahmen der integrierten Due Diligence kommen die Erfahrungen der täglichen W&P-Beratungspraxis zum Tragen: Die Analyse und Bewertung von Geschäftsmodellen im Kontext der jeweiligen Branchenentwicklung, die Bewertung der damit verbundenen Chancen und Risiken sowie die frühe Identifikation von Werttreibern.

Insbesondere erfahrene Investoren sparen im Rahmen einer Due Diligence nicht „am falschen Ende“. Denn nur wer *en detail* weiß, was er kauft, kann mit der Investition nach der Transaktion zielgerichtet im Sinne eines Performance Improvement arbeiten.

Wertsteigerung durch Realisierung der Investitionshypothesen

Mit dem Closing der Investition beginnen die eigentlichen Arbeiten mit einem Beteiligungsunternehmen und seinem Management. Der Fokus der neuen Gesellschafter liegt in der Regel auf einer Steigerung des Unternehmenswertes. W&P orientiert sich dabei immer an Elementen des Geschäftsmodells (vgl. Abb. 2). Das geht nicht an einem Tag und bedarf einer intensiven Vorbereitung und kontinuierlicher Begleitung der Beteiligung.

W&P unterstützt Investoren umfassend in allen Bereichen der Wertsteigerung:

- Im Rahmen der **Post Merger Integration (PMI)** gilt es vor allem Transparenz zu schaffen. Dies erfolgt durch Etablierung eines auf die Gesellschafter zugeschnittenen Reporting. Zudem müssen die Investitionshypothesen in konkrete Maßnahmen überführt werden, damit die Zielerreichung jederzeit überprüft werden kann. Oftmals ist dazu auch eine Neuausrichtung des Controlling- und Reportingsystems unter Berücksichtigung performancerelevanter Fragestellungen bis hin zur Etablierung eines neuen CFO erforderlich. W&P bedient

sich hierzu eines 100-Tage-Plans. In diesem wird mit dem Investor der Scope of Work und die Zielsetzung der PMI festgelegt.

- Die Verankerung des Wertsteigerungsgedankens in der Organisation erfolgt idealerweise über das **Project Management Office (PMO)**. W&P übernimmt die Funktion als Treiber der Transformation und koordiniert und steuert an zentraler Stelle das Umsetzungscontrolling und die Bewertung aller Maßnahmen zur Wertsteigerung.
- W&P übernimmt im Rahmen des **Wertsteigerungsmanagements** die Verantwortung für die Identifikation und Pflege der Werttreiber. Verlustquellen werden konsequent abgeschnitten. Der Fokus liegt auf der **Steigerung der operativen Performance (EBITDA)** als mächtigstem Werthebel. Das Wertsteigerungsmanagement für die Beteiligung umfasst alle operativen wie strukturellen Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes. **Commercial Excellence**-Teams optimieren alle vertriebsrelevanten Prozesse mit dem Ziel einer Verbesserung der Kundendeckungsbeiträge. **Operational Excellence**-Teams zielen auf die Effizienz der betrieblichen Abläufe (operative KPIs, Benchmarking). Besteht nach einem Kauf struktureller Anpassungsbedarf, bspw. aufgrund entstandener funktionaler Doppelungen, zielen Integrationsmaßnahmen auf eine Harmonisierung und Verschlankeung des neuen Ganzen hinsichtlich der Prozesse, IT-Systeme und Mitarbeiterstrukturen.
- Personelle Engpässe bzw. strukturelle Hindernisse können durch erfahrene **Interimsmanager** aufgelöst werden. W&P hat eine langjährige Erfahrung im Bereich des PE-backed CFO, aber auch bei der Übernahme operativer Interimsfunktionen.

Exit-Optionen von Anfang an mitdenken

Erst mit dem Exit können Investoren die Früchte ihrer Arbeit ernten – sei es Verhandlungsgeschick im Rahmen der ursprünglichen Transaktion oder die zielgerichtete Arbeit zur Wertsteigerung der Beteiligung. Unterschiedliche Exit-Strategien (Trade Sale/Secondary Sale, MBO/MBI, IPO) stellen dabei allerdings spezifische Anforderungen und sind insofern von Anfang an mitzudenken. Eine professionelle Vendor Due Diligence bietet deutlichen Mehrwert, da sie die individuellen Entwicklungspotenziale im Branchenkontext adäquat bewerten kann. Sie bildet somit einen wichtigen Baustein für einen erfolgreichen Exit und Abschluss des mehrstufigen Wertmanagements des Investors.

Case I: Integrierte Due Diligence

Situation:

Private Equity Investor möchte Target überprüfen (Mittelstand, Tochtergesellschaften in Deutschland & Osteuropa; Umsatz rd. 430 MEUR p. a.)

Leistungen W&P:

Integrierte Due Diligence

Ergebnis:

Identifizierung von strukturellen Risiken, Identifizierung und Bewertung von Wertpotenzialen haben zur Anpassung von Dealstruktur und -volumen geführt

Mehrwert für Investoren

Ein reines Financial Engineering reicht heutzutage selten aus, um den Wert einer Beteiligung deutlich zu steigern. Wir unterstützen Sie mit unserem Ansatz während der gesamten Investitionsphase und verstehen Geschäftsmodelle und Marktmechaniken:

- Die Pre-Due Diligence für Verkäufer hilft Werttreiber/Deal Breaker zu identifizieren und vor Verkauf zu realisieren/eliminieren und somit den Kaufpreis deutlich zu steigern.
- Die Integrierte Due Diligence stützt ganzheitlich die Investitionshypothesen und verhindert Reibungsverluste zwischen heterogenen DD-Providern.
- Durch PMI & PMO wird Transparenz bezüglich der Financials geschaffen und die Investitionshypothesen werden in das Target integriert – verbunden mit einem entsprechenden Controlling.
- W&P übernimmt im Rahmen des Wertsteigerungsmanagements Verantwortung für die Steigerung des Unternehmenswertes bis hin zur interimistischen Übernahme von Organfunktionen.

- W&P schafft Exit Readiness durch adressatenorientierte Informationsbereitstellung bis hin zu interimistischer CFO-Begleitung.

Case II: PE-backed CFO

Situation:

Investor sucht Unterstützung beim Management einer Mittelstandsbeteiligung, Private Equity-Investor (Getränkeindustrie) insbes. Realisierung der ursprünglichen Investitionshypothesen

Leistungen W&P:

Wertsteigerungskonzept, PMO & Maßnahmencontrolling, Investor-backed CFO

Ergebnis:

Aktives Management der Transformation, EBITDA-Steigerung um 10 %



Florian Frank
Mitglied der Geschäftsleitung
Competence Center
Performance Improvement

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Neuer Wall 55
20354 Hamburg

Telefon 040 808 048 58 0
Mobil 0160 745 18 70
Telefax 040 808 048 58 8
E-Mail frank@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

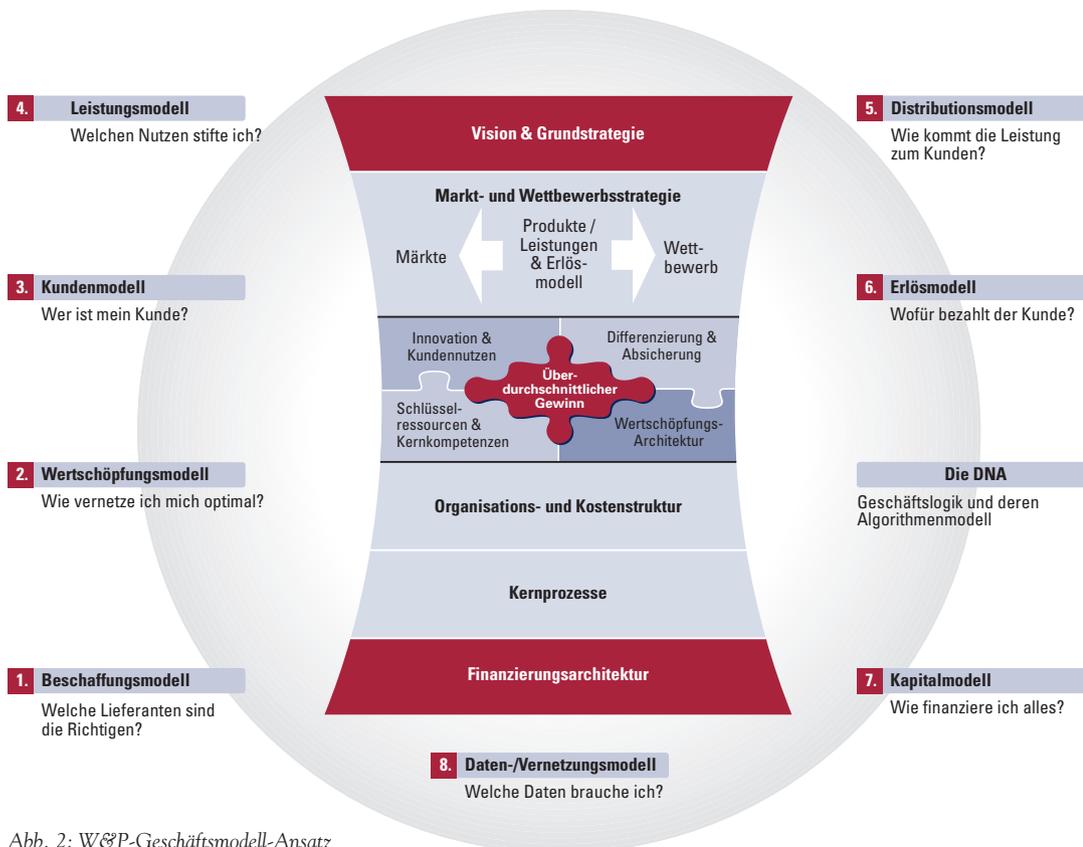


Abb. 2: W&P-Geschäftsmodell-Ansatz

Die wahren Erfolgsfaktoren der Wertsteigerung

Alfons Hörmann

Wenn in der Wirtschaft über das Thema Wertsteigerung diskutiert wird, stehen gemeinhin Elemente wie Prozessoptimierung, Effizienzsteigerung, Erhöhung der Marktanteile und einige weitere strategische Maßnahmen und Ziele im Vordergrund. Aus jahrzehntelanger Erfahrung in unterschiedlichsten Unternehmens-Konstellationen und der Führung des Deutschen Olympischen Sportbundes komme ich jedoch zum klaren Fazit, dass es letztlich schlichtweg der Faktor Mensch ist, der über Erfolg und Misserfolg entscheidet. Viel zu wenig wird – allen Personalentwicklungsprogrammen zum Trotz – darüber nachgedacht, wo der alles entscheidende Unterschied in der Qualität eines Unternehmens oder einer Organisation liegt.

Ich lade Sie zu einer selbstkritischen Analyse anhand zehn spannender Fragen ein:

1. Zahlen, Daten und Fakten werden endlos geprüft und diskutiert, aber wo und wie findet eine qualitativ vergleichbare Analyse der Führungs- und Teamaufstellung statt?
2. Welche KPI-Definitionen und Evaluierungen derselben erfolgen genauso professionell und kontinuierlich wie die Analyse der Daten unserer Maschinen?
3. Machen wir uns zum Zustand und Verschleiß unserer „Roboter“ nicht oftmals mehr Gedanken als über die Verfassung und Leistungsfähigkeit unserer Mitarbeiter?
4. Beachten wir in der täglichen Arbeit der Unternehmen wichtige Führungsprinzipien und Werte in der erforderlichen Professionalität?
5. Nehmen wir uns die Zeit, um die Stimmung im eigenen Team und im gesamten Unternehmen sensibel zu erfassen und in das eigene Handeln ganzheitlich einzubeziehen?
6. Entwickeln wir ein Bewusstsein dafür, dass all unsere teuren und hochtechnologischen Ausstattungen der Betriebe letztlich doch nur dann funktionieren, wenn der „Faktor Mensch“ entscheidend dazu beiträgt?
7. Gehen wir in der notwendigen Konsequenz an die „Knackpunkte des betrieblichen Zusammenlebens“ ran und beseitigen erkennbare Störfaktoren aller Art?
8. Arbeiten wir im Führungsteam gemeinsam daran, dass unser Unternehmen der „interessanteste Abenteuerspielplatz für Mitarbeiter“ ist und deren Begeisterung somit nur noch die logische Konsequenz darstellt?
9. Agieren wir mit dem notwendigen Weitblick und haben klare Antworten auf die Frage, welches Team morgen und übermorgen den Wert unseres Unternehmens erhöhen wird?
10. Berücksichtigen wir als Top-Führungskräfte die nüchterne Erkenntnis, dass im gesamten Unternehmen letztlich in der Regel genau das praktiziert wird, was das Management der ersten Ebene vorlebt?

Ich hoffe, dass auch Sie diese und vergleichbare Fragen als entscheidend für den Erfolg und die Wertsteigerung Ihres Unternehmens ansehen. Die logische Konsequenz: Wir müssen dieselben auch routiniert und professionell beantworten und mit klaren Strategien hinterlegen. Wir sind gefordert, im Management-Alltag tendenziell mehr über die Ursachen – also die Menschen – und weit weniger über die Wirkung – nämlich Zahlen und Daten – zu diskutieren. Wir müssen unsere Zeit weit mehr in das Thema Führung und Personalentwicklung investieren und weit weniger davon in oftmals überflüssigen „Sachaufgaben“ oder endlosen Management-Meetings vergeuden.

Gerade an der Spitze von SPORTDEUTSCHLAND konnte ich zu diesen Themen meine Sichtweisen nennenswert erweitern und verändern. Denn die deutschlandweit größte gesellschaftliche Gruppe mit 27 Mio Mitgliedschaften stellt einen guten Kontrast zu klassischen Unternehmen aller Größenordnungen dar. Und wo, wenn nicht im Sport, können all die wichtigen Prinzipien von Kommunikation, Führung, Identifikation sowie Emotion und Teamgeist mustergültig erlebt und analysiert werden? Mein Fazit aus der nun ein- einhalb Jahrzehnte langen, ehrenamtlichen Arbeit in



der Sportwelt: Die entscheidenden Erfolgsfaktoren des Sports lassen sich perfekt auf die anderen Bereiche des Lebens transferieren und sind gerade in der Wirtschaft von hohem Wert. Deshalb möchte ich abschließend noch einige wenige, branchenübergreifende Kernelemente guter Führung darstellen:

1. Vertrauen ist der Anfang von allem – ohne dieses geht schlichtweg nichts.
2. Machen wir die Betroffenen zu Beteiligten – das garantiert deren Motivation und eine hohe Identifikation.
3. Glaubwürdigkeit und emotionale Bindung sind Kernelemente gekonnter Führung.
4. Teamgeist ist der unabdingbar notwendige „Kitt“ im Unternehmen.
5. Führung beginnt genau dort, wo der Widerstand ist.

Unbenommen der jeweiligen Situation eines Unternehmens und der konkreten Aufgaben stellen diese vermeintlich so einfachen und durchaus „banalen Er-

kenntnisse“ im Alltag immer wieder eine besondere Herausforderung dar. Dabei gilt: Gerade in Krisenzeiten erhalten diese ihr besonderes Gewicht, aber auch in Phasen des „Schönwettersegelns“ wird damit wichtiger Mehrwert generiert. Dabei erfordert klare Führung stets auch das Prinzip von klarer Haltung, und die Konsequenz daraus lässt sich abschließend – mit einem humorvollen Augenzwinkern – wie folgt zusammenfassen: „Ein guter Chef muss sein Bier am Abend auch mal alleine trinken können“... .

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen viel Freude bei der Beantwortung der Fragen und eine allzeit gute Hand bei der professionellen Führung!



Alfons Hörmann

Präsident
Deutscher Olympischer Sportbund
Otto-Fleck-Schneise 12
60528 Frankfurt am Main

Telefon 069 6700 400
Fax 069 6701140
E-Mail hoermann@dosb.de

Flexibilitätsmanagement – Erfolgsfaktor Nr. 1 in volatilen Märkten

Rainer Kurtz

Achterbahnfahren „auf Sicht“?

Insbesondere in Zeiten weltwirtschaftlicher Unsicherheiten hört man die Industriekapitäne oft selbstsicher sagen: Wir steuern unser Unternehmen im Moment „auf Sicht“. Doch hat ein Unternehmen, je größer es ist, Beharrungskräfte, die gerade in unsicheren Zeiten eine ausreichend schnelle Reaktion auf aktuelle Erfordernisse extrem erschweren, ja sogar unmöglich machen.

Bei der Erstellung langfristiger Pläne schaut man sich gerne die eigenen Märkte an und definiert daraus das eigene Wachstum. Doch was ist, wenn dieses Wachstum von Volatilität überlagert wird oder sich urplötzlich gar umkehrt? Hat man dann schon die Pläne in der Schublade, die man sofort umsetzen muss, um nicht in eine krisenartige Situation zu geraten? Ein Steuern „auf Sicht“ ist in schwierigen Situationen häufig nichts anderes, als den Kopf in den Sand zu stecken.

Wenn der Bankmann zu oft klingelt

Manche Unternehmer geraten regelrecht in eine Schockstarre, wenn sie das Ausmaß einer Krise vollumfänglich erkennen. Oft geht es ja gut und der Sturm zieht vorüber, der Nebel lichtet sich und die Krise konnte „abgewendet“ werden. Doch was ist, wenn genau das nicht passiert, wenn es noch schlimmer kommt? Dann sind es oft die Kapitalgeber, die den CFO oder das gesamte Management wachrütteln müssen, damit das Unternehmen dann mit Hilfe eines teuren und oft nicht ganz ausgereiften Gewaltaktes vor dem nahenden Exitus bewahrt wird.

In solch unangenehmen Situationen waren schon ganz viele. Meistens geht es ja auch gut. Man hat für schlechte Zeiten vorgesorgt, die Kreditrahmen zeigen Reserven und man hat ja da auch noch die Forderungen, die Bestände – und die Lieferanten könnte man ja vielleicht auch ohne Skontierung bezahlen ... Alles dieses ist kein wirkliches Flexibilitätsmanagement, was im Ernstfall ausreicht und nachhaltig hilft. Wenn die Zeiten schlechter werden, ist es beruhigend, wenn man ein Konzept für den Ernstfall in der Schublade hat. Ge-

nau dafür haben wir bei Kurtz Ersä ein Projekt unter dem Titel „Flex-Management“ aufgesetzt. Dabei haben wir uns zunächst folgende Fragen gestellt.

1. Wohin geht die Reise in den nächsten Jahren?
2. Trauen wir uns zu wachsen und die Marktchancen wahrzunehmen?
3. Was passiert, wenn ein Konjunkturerinbruch kommt?
4. Wie erkennen wir einen Einbruch rechtzeitig?
5. Welche Flexibilität haben wir?
6. Reicht die Liquidität aus?
7. Welche Maßnahmen müssen ergriffen werden?
8. Welche strategischen Weichenstellungen können wir heute treffen?

Als Projektpartner haben wir dazu Dr. Wieselhuber und Partner ausgewählt. Mit dieser professionellen Unterstützung wurde das Projekt dann in einzelne Module strukturiert. Dabei wurden unter anderem Bilanz und GuV einem Stresstest unterzogen.

Analyse der Overhead-Strukturen – der Blick auf die Waage

Bei der Betrachtung der eigenen Leistungsfähigkeit hilft oft die Suche nach dem Benchmark oder der Branchenüblichkeit. Hier gibt der Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) recht gute Vergleichszahlen heraus. Hieraus können erste Potenziale identifiziert werden, die man sich genauer anschauen muss. Was man durch diese Analyse an Möglichkeiten entdeckt, muss man natürlich sofort angehen. Doch das ist eben nur der Einstieg ins Flex-Management.

Überprüfung Flex-Rate und Szenario-Simulation (bottom-up Stresstest)

Nun kann man beginnen die Zielstruktur zu stressen. Wie weit kann der Umsatz sinken, bis es anfängt weh zu tun?

Ziel unseres Projektes war es, Pläne für den Ernstfall zu erarbeiten, damit bei Eintreten desselben sofort reagiert werden kann. Diese können von der Ausnutzung der Arbeitszeitmodelle, dem Abbau von Leih- und Werk-

verträgen oder der konsequenten Nutzung von Kurzarbeit bis hin zu Stellenstreichungen alles enthalten.

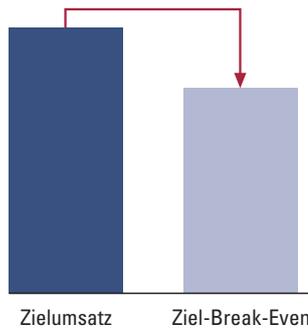
Dabei gibt es Maßnahmen, die verhältnismäßig leicht umzusetzen sind, und solche, die vielleicht erst erarbeitet werden müssen. In jedem Falle ist es empfehlenswert auch dem Betriebsrat zu vermitteln, dass die Geschäftsführung sich sehr ernsthaft mit potenziellen Risiken beschäftigt. Das vermittelt Vertrauen und Verständnis für diejenigen Maßnahmen, die auch für die Belegschaft mit Einbußen verbunden sind. Und auch die Finanzierungspartner sind von solch einem strategischen Steuerungsinstrument sehr angetan. Vorteil ist hier, dass man über einen hypothetischen und keinen konkreten Fall redet.

Und wenn´s nicht reicht?

Gerade wenn man in umkämpften Märkten unterwegs ist oder mit einer aggressiven Strategie Marktanteile hinzugewinnen möchte, ist die Marge oft eng und der Break-Even nicht weit vom Umsatz entfernt. Hier ist es besonders wichtig zusätzliche Flex-Potenziale in der Wertschöpfung zu identifizieren. Dazu wurden in Workshops mit den größten Abteilungen Strategien erarbeitet.

Zu beachten ist beim Flexitest nicht nur die Gewinn- und Verlustrechnung, sondern ebenso die Bilanz. Über eine Veränderung des Geschäftsvolumens ergeben sich naturgemäß auch Veränderungen im Umlaufvermögen. Wie entwickeln sich die Anzahlungen? Was ändert sich auf der Forderungsseite? Aber auch im Passivbereich können vorübergehende Defizite oder geänderte Zahlungsforderungen der Lieferanten ungewünschte Effekte bringen, die man am Besten in den Szenarien

Szenario:



Projektziel:

- Über welche Flexibilität verfügen wir auf Basis der bestehenden Kostenstrukturen heute tatsächlich?
- Reicht unsere Flexibilität zur Erreichung des Break-Even bei einem Umsatzeinbruch von 25% aus?
- Wie hoch ist gegebenenfalls die Lücke und welche Maßnahmen könnten ergriffen werden?
- Nicht Projektziel: dauerhaftes Absenken des Break-Even.

Abb. 1: Ziel-Break-Even ausloten

ebenfalls durchspielt. Der Glaube, dass bei einem rückläufigen Geschäft das sinkende Umlaufvermögen die Kasse füllt, ist ein Irrglaube. Aber auch hier können Maßnahmen proaktiv skizziert werden – insbesondere dann, wenn die Finanzierung über Covenants an Bilanzkennzahlen gekoppelt ist.

Sensoren ausfahren hilft!

Krisen kommen niemals aus heiterem Himmel. Es gibt immer Vorboten. Nehmen wir zum Beispiel die .com-Blase 2001. War da nicht die Börse völlig überhitzt und gab es nicht unzählige börsennotierte Firmen, die weder jemals eine positive Zahl unter dem Strich hatten, geschweige denn dazu prädestiniert waren, und war da nicht Genosse Trend schon allzu lange auf Höhenflügen unterwegs? Oder nehmen wir 2008. War es niemand bekannt, welches Spiel in der Immobilienbranche



Dipl.-Ing. Rainer Kurtz
CEO und Gesellschafter
des Kurtz Erska-Konzerns
Kurtz Holding GmbH & Co.
Beteiligungs KG
Frankenstr. 2
97892 Kreuzwertheim

Telefon 09342 807 332
Telefax 09342 807 330
E-Mail rainer.kurtz@kurtzersa.de
Internet www.kurtzersa.de

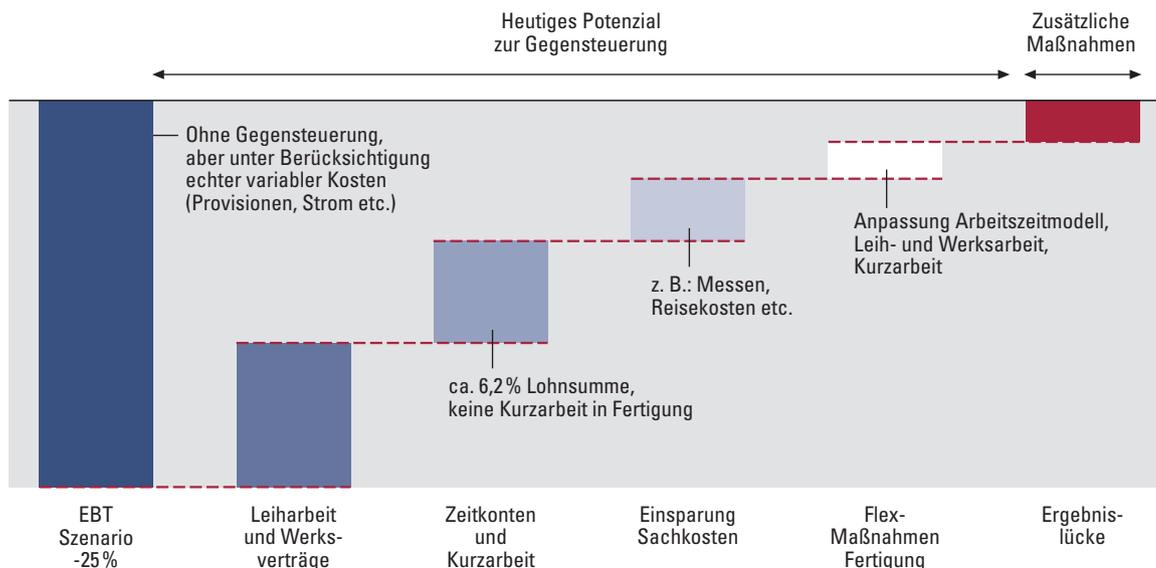


Abb. 2: Überleitung zur Kompensation durch Maßnahmen

Seg. 1	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ausarbeitung eines Konzepts, wie der „erwartete/erhoffte“ Umsatz kommen soll (Vorverträge etc.) ■ Externer Zukauf von EF-Teilen (keine weiteren Investitionen – alternativ Professionalisierung) ■ Überprüfung der Ausschreibung der Werksverträge (Laufzeit, Anbieter etc.) 	Sicherung der Auslastung
Seg. 3	<ul style="list-style-type: none"> ■ DB-Analyse der Produkte → Spezialisieren auf komplexe Produkte (Gesundschumpfen) ■ Kein weiterer Aufbau von Stammpersonal (Mitarbeiter-Qualifikation + flexibel auffüllen) ■ Treiben der Flexibilität 	Konzentration auf DB-starke Produkte
Seg. 5	<ul style="list-style-type: none"> ■ „Gleiche Maschinen sind nicht gleich“ (Reduktion der Maschinen-Varianten) ■ Fokussierung der Montage in Deutschland auf die „Hightech-Maschinen“ (Verlagerung in das Werk nach China, externer Zukauf) 	Reduktion Varianten, Erhöhung Anteil Zukauf
Seg. 4	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erweiterung des Stundenkontos, derzeit -50/+70 (Verhandeln, Ziel: +200/-200) ■ Reduktion der Produktvarianten (Anzahl) 	Reduktion Varianten, Erhöhung Flex bei Zeitkonten
Seg. 2	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ausarbeitung eines Auslastungs- und Produktivitätssteigerungskonzeptes ■ Professionalisierung der Endmontage (Reduktion Lager, Einführung von Montagesets) ■ Spezialisieren (→ Umsatz nach DBI) 	Steigerung Auslastung und Produktivität

Abb. 3: Zusätzliche Flex-Potenziale

- Top-5-Kundenbranche und Regionen
- Notwendiger Angebotsbestand im Sales-Trichter
- Notwendiger Auftragsbestand
- Kritische Größe von Auftragsstornierungen oder Verschiebungen (Daten heute im DAP noch nicht erfasst)

Cockpit	Seg. 1	Seg. 2	Seg. 3	Seg. 4	Seg. 5
Kon-junktur	●	●	●	●	●
Angebot Pipeline	●	●	●	●	●
AE/AB	●	●	●	●	●
Storno-quoten	●	●	●	●	●
Verschiebungen	●	●	●	●	●

Abb. 4: Berichtswesen mit Frühwarnindikatoren

lief? Wussten wir wirklich nicht, dass der Rückgang der Auftragseingänge sich bereits seit mehreren Perioden schleichend ankündigte? Waren es nur die Banker und Immobilienleute, die man der übergroßen Gier hätte bezichtigen können? War das nicht auch in der Industrie so, dass man einen Rückschlag einfach nicht einkalkulieren wollte? Es gab sicher viele Anzeichen, die man hätte berücksichtigen müssen, wenn man denn ein professionelles Screening betrieben hätte. Das Ohr auf der Schiene, das Unternehmenslenker gerne für sich reklamieren, muss ein selbstverständlicher Teil des Reportingsystems sein. Sobald es in einem Bereich kritisch wird, muss diesem erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt und wirksame Maßnahmen abverlangt werden. Auch in den internen Kommunikationsgremien ist es wichtig, dass der aktuelle Status auf dem Risikoradar sowie die Umsetzung der Maßnahmen von allen Beteiligten eingefordert werden. Ein kontinuierliches Monitoring der Absatzsituation, die transparente Aufbereitung über Status Urlaub, Überstunden und Stundenkonten sowie variable Vergütungsanteile einschließlich deren aktiver Steuerung gehören dann zum Tagesgeschäft. Auch im Sachkostenbereich müssen Maßnahmen wie der Abbau von externen Kapazitäten, die Umsetzung von Quick Wins (Economy-Flüge, Verschiebung Instandhaltungen, Schulungen etc.) oder sonstiger Kostenbremsen bereits im Rahmen des üblichen Berichtszyklus wirksam überwacht werden.

Ein Frühwarnindikatorensystem, das den GuV-Forecast, die Projektlage sowie die Marktentwicklung quantifiziert, zeigt dann über ein entsprechendes Ampelsystem frühzeitig, ob es weiter volle Fahrt voraus oder Vollbremsung für den Unternehmenslenker lautet.

FAZIT

Hat man sein System zum Flexibilitätsmanagement eingeführt und die daraus gebildeten Maßnahmen umgesetzt, so genügt es im jährlichen Planungszyklus die Rahmenbedingungen und Zusammenhänge zu überprüfen und ggfs. anzupassen.

Unser Projekt zur Flexibilitätssteuerung hat im Unternehmen zu einem deutlich bewussteren Umgang mit Fixkosten geführt. Sowohl bei kurzfristigen „Dellen“ in der Projektlage als auch bei mittelfristigen Entscheidungen ist die Vorgabe einer bestimmten Flexibilität sehr vorteilhaft. Einmal ausgearbeitete Maßnahmenpläne werden kontinuierlich nachgehalten und können bei Bedarf scharf geschaltet werden. Ein Allheilmittel zur absoluten Krisenfestigkeit eines Unternehmens ist das Flex-Management freilich nicht. Vielmehr kommt es auf die Frage nach weiteren Risiken an, die das Geschäft gefährden könnten. Es wird also für Unternehmer weiter spannend bleiben.

Was machen CFOs im Private Equity-Umfeld anders?

Eine wertorientierte Betrachtung

Florian Frank

Private Equity (PE)-Investoren drängen seit Jahren mit großer Liquidität auf den Markt. Dabei wird jedoch die Luft beim Einstieg in Unternehmen zunehmend „dünn“, d. h. die Multiples sind hoch und begründen einen umso höheren Anspruch an die künftige Wertentwicklung. Gleichzeitig wird die Wertsteigerung aufgrund des immer härteren Wettbewerbs in vielen Branchen schwieriger. Dies schlägt sich direkt in der Zusammenarbeit mit den Beteiligungsunternehmen nieder: PE-Investoren stellen mit ihrer klaren Wertorientierung spezifische Anforderungen an das Management ihrer Unternehmen, insbesondere an den CFO.

Die schnelle Schaffung von Transparenz sowie die Sicherstellung stabiler Finanzprozesse bilden dabei nur die Basis. PE-Investoren erwarten einen detailreichen und intensiven Austausch zum Geschäft, in das sie investiert haben. Der CFO muss als primärer Ansprechpartner gleichermaßen auf strategischer wie auf operativer Ebene argumentieren und die aktuelle Geschäftsentwicklung kommunizieren können.

Während der „Haltephase“ von drei bis fünf Jahren spielt der CFO eine Schlüsselrolle zur Steigerung des Unternehmenswertes. Er orchestriert die Umsetzung des „Value Creation Plan“ im Hinblick auf Bewertung, Planung und Umsetzung definierter Maßnahmen zur operativen oder strukturellen Optimierung. Damit steht er persönlich für den Link zwischen Strategie und zahlenbasierter, messbarer Wertentwicklung des Unternehmens. Schließlich sind es am Ende die Zahlen, die wesentlich über die Attraktivität der „Braut“ entscheiden.

Was muss ein CFO im PE-Umfeld können?

Mit neuen Investoren kommt es oftmals zu einem Wechsel im Management. Insbesondere an die Rolle des CFO knüpfen PE-Investoren hohe Erwartungen. Über allem steht dabei die Frage, welchen Beitrag ein „value adding CFO“ zur Wertsteigerung des Unternehmens leistet. Begehrt sind also Manager, die den Link zwischen strategischen Zielsetzungen und der harten

Welt der Zahlen herstellen und diese in strategische Initiativen umsetzen können. Ein breiter Erfahrungsschatz aus unterschiedlichen Branchen- und Finanzierungssituationen sowie nachgewiesene Referenzen sollen sicherstellen, dass ein CFO die Finanzorganisation eines Unternehmens binnen kurzer Frist und ohne „Schonzeit“ effektiv führen kann. Gefragt sind:

- Ausgeprägte Controlling-Fähigkeiten zur detaillierten Analyse der operativen Geschäftsentwicklung und Ableitung geeigneter Verbesserungsmaßnahmen.
- Gut entwickelte Financial Modelling-Skills zur Bewertung und Planung strategischer Initiativen, Optionen sowie Szenarien.
- Führungskompetenz im Umgang mit internen und externen Mitarbeitern bzw. Teams, bspw. der PE-Gesellschaft, Unternehmensberatern oder Wirtschaftsprüfern.

Hinzu kommt die Notwendigkeit einer „hands-on“-Mentalität: CFOs können sich heutzutage nicht mehr auf breite Stabsabteilungen stützen, vielmehr sind die



Führungsfunktionen von PE-Unternehmen traditionell schlank aufgestellt.

Transparenz und stabile Finanzprozesse bilden nur die Basis

Erste und wichtigste Aufgabe jedes CFO ist die Sicherstellung eines reibungslosen Funktionierens des Finanz- und Rechnungswesens. Regelmäßige, pünktliche und aussagekräftige Deliveries („in time & in quality“) bilden gleichsam die Basis jeder Finanzkommunikation. Sie sind die Voraussetzung zur Sicherstellung aller relevanten Formalkriterien und schaffen die erforderliche Transparenz für Management und Stakeholder.

Das Reporting an Finanzierer im PE-Umfeld ist oftmals anders ausgerichtet als bspw. in bankenfinanzierten oder kapitalmarktorientierten Unternehmen. Stärker als andere Finanzierer fokussieren PE-Investoren auf die operative Performance, entsprechend höher ist die Gewichtung operativer Kennzahlen und Reportinginhalte. Im Fokus stehen Steuerung und Optimierung von EBITDA und Cashflow – mithin die operative „Business Performance“. Konsequenter richten sich die Controllingssysteme – neben den obligatorischen GuV- und Bilanzkennzahlen – auf die für die operative Performance relevanten Faktoren. Vom CFO werden detaillierte Kenntnisse dessen erwartet, was „hinter“ den Geschäftszahlen von GuV und Bilanz steckt, die in regelmäßigen Abständen sehr detailliert mit den Investoren diskutiert werden.

Wichtig ist zudem die Einrichtung geeigneter Frühwarnsysteme. Schon eine geringe Delle in der operativen Geschäftsentwicklung kann bei Finanzinvestoren Alarmsignale auslösen. Insofern bilden Transparenz und proaktive Kommunikation – neben Kompetenz und persönlicher Verlässlichkeit – die Basis einer vertrauensvollen Zusammenarbeit.

Wie schaut ein gutes Zusammenspiel zwischen CFO und CEO sowie anderen Schlüsselpersonen aus? CEO und CFO müssen zur Realisierung der gemeinsamen Ziele eng zusammenarbeiten, oft und intensiv kommunizieren, um eine einheitliche Außenwahrnehmung in der Führung des Unternehmens nach innen und außen zu gewährleisten.

Die gegenseitige Unterstützung auf Geschäftsführungs- bzw. Vorstandsebene ist zudem die Basis für eine vertrauensvolle Beziehung zu den Investoren. Dabei ist es oftmals die Rolle des CFO, in strategischen Diskussionen die Position „ökonomischer Vernunft“ zu beziehen – und diese auf Basis seiner Urteilskraft und persönlichen Erfahrung auch zu halten.

CFO als Schlüsselpartner zur Steigerung des Unternehmenswertes

Der Erfolg von Private Equity-Investoren bemisst sich an der Wertentwicklung ihrer Unternehmen, den sie mit einem späteren Exit realisieren wollen. Folgerichtig richtet sich ihr Fokus während der Haltedauer auf strategische Geschäftsentwicklung, die diesem Wert zugrunde liegt. Dem CFO kommt dabei – in Zusammenarbeit mit dem CEO und der Führungsmannschaft – eine Schlüsselposition zu. Er steht für den Link zwischen Unternehmensstrategie und effektiver, messbarer Wertentwicklung.

Er muss den „Value Creation Plan“ in der Organisation verankern und bei der Umsetzung helfen. Mit seiner Finanzorganisation liefert er die Quantifizierung von Analysen und Entscheidungskriterien, identifiziert und priorisiert Maßnahmen. Kurzum: Der CFO hilft der Organisation, die Sprache der Zahlen zu sprechen.

Inhaltlich bestehen verschiedene Ansatzpunkte zur Steigerung des Unternehmenswertes, die durch den CFO wesentlich gesteuert und begleitet werden:

- **Leadership:** Vereinheitlichung und Klarstellung der Aufbau- und Ablauforganisation; ein besonderer Fokus liegt dabei auf der Sicherstellung einer konsistenten Führung sowie der Realisierung von Synergien.
- **Performance Improvement:** Analyse der bestehenden Struktur (Ertrags- und Verlustquellenanalyse EVQA) zur Schaffung der erforderlichen Transparenz sowie Herausarbeiten geeigneter Ansätze zur Steigerung der Performance (operative, strukturelle Maßnahmen).
- **Operational Excellence:** Identifizierung von Ansätzen zur Optimierung auf Basis von Benchmarking (operativen KPIs) und Performance-Analysen sowie deren Tracking.
- **Commercial Excellence:** Unterstützung des CSO hinsichtlich Vertriebscontrolling, Transparenz der Margen und Kunden-Deckungsbeiträge bis hin zur Unterstützung im Rahmen der Entwicklung und Umsetzung einer Pricing-Strategie.
- **Project Management Office (PMO):** Controlling und konsistente Steuerung aller Wertsteigerungsmaßnahmen aus einer Hand.

Im Rahmen der Steuerung und Begleitung „von der Zahlenseite“ bewertet der CFO mit seinem Team iden-



tifizierte Maßnahmenpakete und liefert Entscheidungsgrundlagen. Das Controlling verfolgt in transparenter Weise die Umsetzung der beschlossenen Maßnahmen sowie deren Wirkung auf den Unternehmenswert. Das kann je nach Kontext auf unterschiedlichen Ebenen geschehen:

- Operative Kennzahlen richten sich – oftmals schon auf wöchentlicher Basis – auf Schwerpunktthemen des laufenden Geschäftsbetriebs (bspw. Ausschuss- oder Retourenquote, AE je Vertriebsmitarbeiter usw.).
- Finanzkennzahlen zeigen die Ergebnisse der beschlossenen Maßnahmen im Rahmen des monatlichen Reportings in GuV- und Bilanzrelationen. Sind beschlossene Maßnahmenpakete ausreichend operationalisiert, kann die Wirkung jeder Maßnahme managementgerecht als Cockpit aufbereitet in Form einer RoI- bzw. RoCE-Rechnung detailliert aufgezeigt werden.

Bei Bedarf können Unternehmen auch direkt per Schnittstelle an die Systeme des PE-Investors angeschlossen werden. Sofern erforderlich erhält das Unternehmen zudem gezielt Unterstützung durch Teams des Investors. So können – auf Basis von Transparenz, entschlossenem Handeln und konsequenter Nachverfolgung – kurzfristig Potenziale gehoben werden.

(Finanz-)Kommunikation ist alles

Diese Erkenntnis erhält im PE-Umfeld neue Qualität. PE-Investoren haben aufgrund des Augenmerks auf die operative Geschäftsentwicklung oftmals detaillier-

tere und umfassendere Anforderungen als andere Finanzierer. Die Kommunikation ist keineswegs auf periodische Berichte oder gremiale Sitzungen bspw. in Beiräten oder Aufsichtsgremien reduziert. Vielmehr ist es unter PE-Investoren nicht unüblich, insbesondere zu Beginn eines Engagements täglich mit dem CFO zu kommunizieren – weitaus mehr als mit jedem anderen Ansprechpartner, eingeschlossen den CEO. Die Investoren möchten in alle wesentlichen Themen eingebunden sein, vom Planungsprozess über wöchentliche Diskussionen aktueller Fragestellungen bis hin zum monatlich stattfindenden detaillierten Review der Geschäftszahlen.

Rolle des CFO in der Wertrealisierung beim Exit

Erst mit einem Exit können die Ergebnisse der angestrebten Wertentwicklung realisiert werden. Auch in dieser Phase kommt dem CFO eine zentrale und orchestrierende Rolle auf Seite des Unternehmens zu. Er bildet oftmals den Systemkopf der Verkaufsgespräche. Info-Memoranden und Management-Präsentationen werden von ihm zentral koordiniert und gesteuert. Er bereitet die Beteiligung – oftmals im Zusammenspiel mit Teams des PE-Hauses oder von Unternehmensberatern – auf den Exit vor. Ist die „Braut“ dann ausreichend attraktiv, steht einem erfolgreichen Exit nichts mehr im Wege.



Florian Frank
Mitglied der Geschäftsleitung
Competence Center
Performance Improvement
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Neuer Wall 55
20354 Hamburg

Telefon 040 808 048 58 0
Mobil 0160 745 18 70
Telefax 040 808 048 58 8
E-Mail frank@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Integrierte Transaktionslösungen für den Mittelstand

Dr. Klaus Matzen

Unternehmenskäufe, Unternehmensverkäufe oder Nachfolgestaltungen bei mittelständischen Unternehmen erfahren nicht selten eine äußerst pragmatische Umsetzung. Der langjährige Notar der Inhabersfamilie wird mit der Vertragsabwicklung beauftragt, der Steuerberater liefert ggf. Zahlen. Eine Unterscheidung zwischen Signing und Closing ist eher die Ausnahme. Nach einem nachhaltigen Bezug der Transaktion zum Geschäftsmodell und zur Strategie wird nur selten gefragt, ebenso wenig nach einer geordneten Wertanalyse und Wertsteigerung zum Zwecke der Kaufpreisoptimierung vor der Veräußerung.

Transaktionen sind rechtlich und wirtschaftlich prozessgetrieben. Sie erfolgen meist auf der Basis entsprechender Financials und einer dahinter liegenden Story. Die Planung zeigt in der Regel den klassischen Hockey-Stick. Der potenzielle Käufer glättet diese überdurchschnittliche Zukunftsentwicklung, EBITDA und Multiple sind wieder normal. So läuft die Praxis.

In den meisten Unternehmenstransaktionen bleiben Zeitachse und Wertsteigerungspotenziale unbeachtet, sowohl auf Verkäufer- als auch auf Käuferseite.

Der richtige Zeitpunkt für die Transaktion

Grundsätzlich sind Unternehmenstransaktionen hinsichtlich ihres Abschlusszeitpunktes mit der Börse ver-

gleichbar, den optimalen Kauf- oder Verkaufszeitpunkt erreicht man selten. Es gibt jedoch einen grundlegenden Unterschied: Während ein Aktienkäufer oder Verkäufer an der Börse in der Regel keine detaillierte Einsicht in die jeweilige Aktiengesellschaft hat, um über den Kauf- oder Verkaufszeitpunkt bestmöglich zu entscheiden, verhält es sich bei Unternehmenstransaktionen im Mittelstand genau gegenteilig.

Der Inhaber eines Unternehmens hat die Möglichkeit, den Verkaufszeitpunkt konkret zu planen. Dem Erwerber bietet eine sorgfältige rechtliche, wirtschaftliche und finanzielle Due Diligence ebenfalls eine erhebliche Unterstützung zur Beurteilung des richtigen Kaufzeitpunktes. Dennoch wird das Zeitmoment einer Transaktion vielfach unterschätzt.

Die richtige Deal-Struktur

Neben der Frage nach dem richtigen Zeitpunkt einer Transaktion ist vor allen Dingen die Deal-Struktur dafür verantwortlich, ob Wertpotenziale dargestellt und auch realisiert werden können.

Dabei geht es darum, die weitere Lebenszyklusentwicklung des Geschäftsmodells pragmatisch zu antizipieren, die Auswirkungen der spezifischen Markttrends zu berücksichtigen, die Wertetreiber von den Wertevernichern zu trennen, um dadurch das Unternehmen gezielt transaktionsorientiert zu optimieren.

Es geht dabei nicht darum, durch simple Kostensenkung die „Braut zu schmücken“. Es geht um vertikale Vernetzung, um Flexibilisierung, um saubere Prozesse, die Realisierung von Skaleneffekten – kurz gesagt, es geht um integrierte Transaktionslösungen.

Wertsteigerung auch im Krisenfall

Die vorgenannte grundsätzliche Logik zeigt auch Wirkung beim Verkauf eines Unternehmens aus einer Krisensituation oder Insolvenz.

Das Sanierungskonzept stellt dabei quasi den „Nullpunkt“, also den konservativen Aufsattpunkt dar und sichert die künftige Entwicklung nach unten ab. Die Sanierungsplanung berücksichtigt jedoch weder Chancen noch Effekte, die sich aus der Aufhebung gegebener

Die Unternehmensberatung Dr. Wieselhuber & Partner und die Hamburger Wirtschaftsrechtskanzlei M&P Dr. Matzen & Partner verbindet nicht nur eine über zehnjährige Bürogemeinschaft am Standort Hamburg – sie sind auch ein eingespieltes Team, wenn es um die Abbildung des dargestellten wertsteigernden integrierten Transaktionsprozesses geht.

Wir bieten für Gesellschafter und Investoren maßgeschneiderte Transaktionskonzepte, die für den Verkäufer eine signifikante Erhöhung des Kaufpreises, im Insolvenzfall für Gläubiger eine über den Erwartungen liegende Quote und beim Investor eine Realisierung der Performance und Wertsteigerungserwartungen gewährleisten.

Gerade wenn Sie eher im Langfristbereich Fragezeichen hinsichtlich der Geschäfts- und Beteiligungsstruktur haben, sollten Sie frühzeitig die rechtlichen und wirtschaftlichen Ansatzpunkte und Potenziale mit uns diskutieren.

ner Restriktionen insbesondere auf der Finanzierungsseite ergeben.

Aus dem Sanierungskonzept wird ein Investorenkonzept entwickelt werden, in dem Altlasten aus der Vergangenheit geschnitten und finanzielle Restriktionen aufgehoben sind. Es macht dann dem Investor deutlich, was er ohne Transformation des Geschäftsmodells mit dem Unternehmen erreichen kann.

Altgesellschafter und Finanzierer haben eine klare Marschroute für die Verhandlungen und eine belastbare Indikation für den Unternehmenswert. Es geht also nicht a priori um die Höhe des „Haircuts“, sondern darum, ein in sich schlüssiges Investorenkonzept zu diskutieren und mit einem Kaufpreisangebot zu versehen.

Wertsteigerung durch Langfristkonzepte

Ganz anders ist die Ausgangslage für Inhaber oder Erwerber am „langen Ende“, wenn also kein Zeitdruck besteht, ein Geschäftsportfolio jedoch grundsätzlich bereinigt oder umgebaut werden soll oder die industrielle Beteiligung nicht in den künftigen Familienschnitt bzw. die Generationenabfolge passt. Dann steht die Frage im Vordergrund, wo das Unternehmen wieder ein adäquates Zuhause findet bzw. wie das Geschäftsmodell vorab so weiterentwickelt werden kann, dass es in neuer Umgebung Früchte trägt und nicht Gefahr läuft, in einer Krise abzugleiten oder gar zerschlagen zu werden.



Es geht also um Strategie, um Geschäftsmodellentwicklung, um die Fokussierung auf Werttreiber und die Nutzung von Chancen. Im Ergebnis geht es auch hier wieder um ein Wertsteigerungskonzept, das jetzt allerdings transformiert und optimiert und nicht nur Restriktionen aufhebt. Das Unternehmen wird also auf

Ausprägung

- Fire Sale mit intelligentem Deal Modeling
- Wertsteigerung, Konzeption/Umsetzung
- Halten als Langfristoption
- Generationswechsel
- Anorganisches Wachstum (Zukauf)

Branche, Geschäftsmodell, Finance und Methodik

- DDs & M&A-Support
- Wertsteigerungskonzepte
- Unternehmensbewertung

Strukturell juristische Sicht

- Transaktionsmodell
- Rechtsform
- Vertragswesen

Strategie- und geschäftsmodellgetriebene Lösungskonzepte zur nachhaltigen Wertsteigerung

M&A und Investmentbanking-Sicht

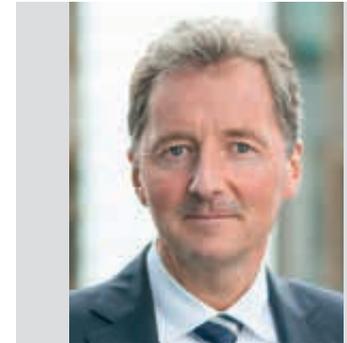
- Strategische Second Opinion
- M&A-Prozess
- Transaktion

ein anderes Niveau gehoben und die Potenziale nicht nur in der Planung aufgezeigt, sondern bereits belastbar im Ist ausgewiesen.

Es ist also primär die im Wertsteigerungskonzept abgebildete Veränderungsleistung, die den „Fire Sale“ von der langfristig, z. B. innerhalb von zwei bis drei Jahren vorbereiteten, Transaktion unterscheidet. Die Sichtweise ist jeweils die gleiche. Nicht Extrapolation vorhandener Planungsprämissen in einem Financial Modeling, sondern ernsthafte Auseinandersetzung mit Strategie und Geschäftsmodell sowie den damit einhergehenden Werttreibern und Wertevernichern.

Der dargestellte Ansatz ist nicht nur arbeitsintensiv, er erfordert in aller Regel auch ein auf die einzelnen Fragestellungen ausgerichtetes interdisziplinäres Team, das in einem integrierten Ansatz Transaktionsmodell, Vertragsgestaltung und den Transaktionsprozess sowie die Strategie und geschäftsmodellbasierte Entwicklung des Investoren- bzw. Wertsteigerungskonzepts mit Maßnahmen und Zielplanung umfasst.

Diese integrierten Transaktionslösungen bieten Mittelständlern eine rechtlich und wirtschaftlich abgesicherte Struktur und Planungsgrundlage. Die dadurch identifizierten Wertsteigerungspotenziale wirken deutlich unternehmenswerterhöhend auf Inhaber-/Veräußererseite, wenn sie im Vorfeld des Verkaufs realisiert werden, und auf Erwerberseite, wenn sie nach einem Unternehmenskauf strukturiert und konsequent umgesetzt werden.



Dr. Klaus Matzen
Rechtsanwälte M&P
Dr. Matzen & Partner mbP
Neuer Wall 55
20354 Hamburg

Telefon 040 808 048 0
Telefax 040 808 048 4
E-Mail info@matzen-partner.de
Internet www.matzen-partner.de

Licht im Schatten der Banken – Kreditfonds

Dr. Daniel C. Heine/Knud Dippel

Das Jahr 2008 ist nicht nur das „annus horribilis“ der Finanzbranche, sondern hat sich in das kollektive Gedächtnis als Beginn der schwersten globalen Wirtschaftskrise seit den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts eingebrannt. Für die Finanzindustrie und insbesondere die Banken war diese Krise die Kulmination einer langjährigen exzessiven Geschäftspolitik, die bedingt durch Markt- und Regulierungsversagen dazu führte, dass sich Real- und Finanzwirtschaft auseinanderentwickelten. Die Finanzindustrie wies durch die Generierung derivativer Finanzprodukte, die die Liquiditätsschwemme einer expansiven Geldpolitik absorbierten, höhere Wachstumsraten auf als die Realwirtschaft.

Dabei sind insb. Kreditinstitute lediglich Dienstleister, die als Intermediäre die Funktionsfähigkeit des volkswirtschaftlichen Kreislaufs sicherstellen sollen. Sie verwalten Geld, das von seinen Eigentümern nicht benötigt bzw. gespart wird und stellen es gegen Entgelt denjenigen als Kredit zur Verfügung, deren Mittel z. B. für Investitionen nicht ausreichen. Im Rahmen dieser Mittlerrolle erfüllen sie vor allem die drei volkswirtschaftlichen Funktionen Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation.

Insbesondere die Bedeutung der Risikotransformation, bei der das von den Kapitalgebern/Sparern akzeptierte Risiko einer Anlage mit dem Ausfallrisiko von Kreditnehmern in Übereinstimmung gebracht wird, trat in den vergangenen Jahren durch die Möglichkeit Kreditrisiken durch die Verbriefung (Securitization) und den Handel von strukturierten Wertpapieren (Asset-backed Securities, Collateralized Loan Obligations, etc.) weiterzureichen in den Hintergrund. Der Sekundärmarkt für Kredite sorgte zwar im Finanzsektor für hohe Profite und Wohlstand, förderte zugleich aber auch eine Lockerung von Kreditvergabestandards. Durch diese Entkopplung von Kreditgebern und Kreditnehmern wurden in der Konsequenz Risiken entweder ignoriert oder sogar verschleiert, da der Anreiz zur sorgfältigen Prüfung, der sich insbesondere daraus ergibt, dass Banken traditionell mit Teilen ihres Eigenkapitals für Kredite haften, bei derartigen Transaktionen nicht mehr gegeben war.

Da sich im Rahmen der Globalisierung die Interaktionen zwischen Banken weltweit intensivierten, führte der Crash 2007 am US-Immobilienmarkt durch die am Sekundärmarkt gehandelten Kreditderivate auch bei europäischen Banken schnell zu großen Verlusten. In der Folge kam es zu einer schwerwiegenden Vertrauenskrise zwischen den Banken und entsprechenden Einschränkungen im Interbankenmarkt. Das globale Finanzsystem geriet an den Rand des Zusammenbruchs und wäre ohne die massiven Interventionen von Notenbanken und Regierungen zusammengebrochen.

Doch die Banken waren in Europa nur vordergründig gerettet. Auch acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise liegen in den Bilanzen europäischer Banken faule Kredite mit einem Volumen von mehr als 1.000.000.000.000 Euro, wie das Handelsblatt am 14. Februar 2017 schrieb. Darüber hinaus führte die Finanzkrise in der Europäischen Währungsunion zu einer Staatsschuldenkrise, die mit resultierenden Negativzinsen die Banken weiter schwächte. Zusätzlich verstärkt der digitale Wandel den Druck auf das Geschäftsmodell der Banken. Tätigkeiten werden automatisiert, Jobs fallen weg. Sogenannte Fintechs vereinfachen zwar Prozesse, doch auch sie wollen ihren Anteil am Gewinn. Hinzu kommt eine für die Banken kostenintensive Überregulierung. Nach den zahlreichen staatlichen Rettungsaktionen musste die Politik für die „zahlenden“ Bürger Handlungshoheit demonstrieren, was sich in einer stärkeren Regulierung der Finanzindustrie u. a. in Form von Solvency II und Basel III widerspiegelt. Dies alles führt dazu, dass Banken einem Prozess der schöpferischen Zerstörung unterliegen und ihrer Rolle als intermediärer Dienstleister nicht mehr gerecht werden können. Doch dies hat fatale Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Aufgrund der gestiegenen Kapitalunterlegungsanforderung können zahlreiche Unternehmenskredite nicht mehr von Banken abgebildet werden. Es droht im schlimmsten Falle eine Kreditklemme für die Unternehmen oder im besten Fall eine Disintermediation.

Gemäß Deutsche Bundesbank versteht man unter Disintermediation den Prozess der zunehmenden Kreditvergabe über den Kapitalmarkt unter Umgehung der

Fortsetzung auf Seite 20

Bank			
Annahmen:	Investment:	1.000 €	
	Kupon:	3 %	
	Eigen-/Fremdkapital:	10 %/90 %	
	Ausfallquote:	10 %	
Anfangsbilanz bei Investition (T = 0)			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	100 10 %
		Fremdkapital	900 90 %

Kreditfond			
Annahmen:	Investment:	1.000 €	
	Kupon:	7 %	
	Eigen-/Fremdkapital:	100 %/0 %	
	Ausfallquote:	10 %	
Anfangsbilanz bei Investition (T = 0)			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	1.000 100 %

Eine klassische Bankbilanz weist einen hohen Fremdkapitalanteil aus. In der vereinfachten Darstellung wird mit einem Fremdkapitalanteil von 90 % gerechnet. Der Kreditfond hingegen besteht zu 100 % aus den Einlagen der Investoren und nutzt kein Fremdkapital.

Endbilanz (T = 1)			
Szenario 1: Kein Ausfall			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	130 13 %
Kasse	30	Fremdkapital	900 87 %
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	30		
Aufwendungen	–		
Gewinn	30	EK-Rendite	23 %

Endbilanz (T = 1)			
Szenario 1: Kein Ausfall			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	1.000	Eigenkapital	1.070 100 %
Kasse	70		
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	70		
Aufwendungen	–		
Gewinn	70	EK-Rendite	7 %

Aufgrund des hohen Fremdkapitalanteils erzielen Banken trotz deutlich geringerem Kupon im Vergleich zu Kreditfonds eine wesentlich höhere Eigenkapitalrendite. In der vereinfachten Darstellung erzielt die Bank trotz des geringeren Kupons von 3 % eine Verzinsung für Ihre Gesellschafter von 23 % (Eigenkapitalrendite). Bei dem Kreditfonds stellt der Kupon von 7 % auch gleichzeitig die Eigenkapitalrendite der Investoren dar, da kein zusätzliches Fremdkapital genutzt wird.

Szenario 2: 10% Ausfallquote			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	900	Eigenkapital	27 2,9 %
Kasse	27	Fremdkapital	900 97,1 %
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	27		
Aufwendungen	-100		
Verlust	-73		

Szenario 2: 10% Ausfallquote			
Bilanz			
Aktiva	in €	Passiva	in €
Credit Exposure	900	Eigenkapital	963 100 %
Kasse	63		
Gewinn- und Verlustrechnung			
Erträge	63		
Aufwendungen	-100		
Verlust	-37		

Der Ausfall von 10 % der bestehenden Kreditengagements einer Bank bewirkt, dass die EK-Quote von 10 % auf 2,9 % sinkt. Um die regulatorischen Mindestanforderungen wieder zu erfüllen, muss die Eigenkapitalquote wieder auf 10 % erhöht werden, was in der Regel durch eine Kapitalerhöhung (im Beispiel von 73 €) erfolgen müsste. In der Realität stellt diese Situation die Bank vor existentielle Probleme, denn sofern sich über den Markt keine Kapitalerhöhung durchführen lässt und kein Steuerzahler die nötige Eigenkapitallücke schließt, ist für die Bank kein anderer Weg als der Konkurs möglich. Bei einem Kreditfond hingegen wird der entstandene Verlust vollumfänglich vom Eigenkapital getragen. Die Anteilhaber des Kreditfonds müssen keine weiteren Finanzmittel nachschießen.

Abb. 1: Beispielrechnung Kreditvergabe Bank vs. Kreditfonds. Die vereinfachte Darstellung zeigt den Unterschied zwischen der Finanzierung aus ungehebelter (ohne Leverage) klassischen Bankenfinanzierung und der Kreditfonds.

Geschäftsbanken. Dabei entstehen neue Marktteilnehmer. Hierbei handelt es sich insbesondere um Kreditfonds (auch „Private Debt Fonds“ oder „Direct Lending Fonds“). Sie sind Teil eines robusten und nachhaltigen Systems von marktbasierter Finanzierung, die gemäß der Definition der Deutsche Bundesbank „bankähnliche Funktionen (insbesondere im Kreditvergabeprozess) wahrnehmen, aber keine Banken sind und somit nicht der Regulierung für Kreditinstitute unterliegen.“ Aufgrund der differierenden Regulierung im Vergleich zum klassischen Bankwesen verwendet nicht nur die Deutsche Bundesbank bei ihrer Definition bedauerlicherweise den negativ konnotierten Titel „Schattenbank“. Diese populäre Begrifflichkeit suggeriert fälschlicherweise eine Nähe zu illegalen Aktivitäten und erzeugt beim Leser intuitiv Unbehagen. Das Gegenteil ist jedoch der Fall, von daher soll im Folgenden die positive Rolle von Kreditfonds im Finanzsystem und für die Gesamtwirtschaft aufgezeigt werden.

Bei Kreditfonds handelt es sich in der Regel um sogenannte geschlossene Fonds, die von professionellen Vermögensverwaltungsgesellschaften initiiert werden. Diese Fonds sind nicht unreguliert, sondern unterstehen einer Vielzahl unterschiedlicher regulatorischer Regimes wie z. B. der Alternative Investment Fund Management Directive („AIFMD“). Darüber hinaus zeichnen sich Kreditfonds dadurch aus, dass sie im Gegensatz zu Banken keinen Zugang zur Liquidität einer Zentralbank oder zu Kreditgarantien des öffentlichen Sektors haben. Die initiiierenden Vermögensverwaltungsgesellschaften erhalten vielmehr während einer vorab bestimmten Periode von hauptsächlich institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen etc.) Kapitalzusagen. Diese Kapitalzusagen erfolgen in der Regel erst nach einer eingehenden Prüfung der jeweiligen Vermögensverwaltungsgesellschaft und deren Fonds durch die professionellen und erfahrenen Investoren. Sie treffen somit bei ihren Anlageentscheidungen dezidierte Rendite-Risiko-Abwägungen. Dann wird der Fonds „geschlossen“ – d. h. es können ab diesem Zeitpunkt keine neuen Anleger aufgenommen werden und bestehende Anleger dürfen nicht aussteigen. Das Kapital verbleibt solange beim Anleger, bis es für Investitionen/Kredite benötigt wird. Grundsätzlich verhalten sich die Investoren passiv und die konkreten Investitionsentscheidungen werden von der Vermögensverwaltungsgesellschaft im eigenen Ermessen getroffen. Der laufende Ertrag des Fonds aus Zinsen und Tilgungen wird kontinuierlich an die Investoren ausgeschüttet. Am Ende der zu Beginn definierten Laufzeit wird der Fonds strukturiert abgewickelt.

Neben dieser rein technischen Betrachtung stellt sich allerdings die Frage, ob von Kreditfonds auch eine vergleichbare gesamtwirtschaftliche Krise ausgelöst werden kann wie von Banken.

I. Kreditfonds nutzen im Gegensatz zu Banken deutlich weniger und oft sogar kein Fremdkapital (Leverage) und tragen somit wesentlich zur Finanzmarktstabilität bei. Insbesondere in Zeiten einer Wirtschaftskrise mit höheren Ausfallquoten wird das Finanzsystem durch Kreditfonds entscheidend stabilisiert.

Die Kreditvergabestruktur einer Bank stellt ein systemisches Risiko für das Finanzsystem dar. Eine Bank hinterlegt bei einer Kreditvergabe nur einen geringen Betrag durch ihr eigenes Kapital (z. B. 12 % Eigenkapital – siehe „Capital Requirements Regulation“ – Basel III). Anders formuliert nutzt eine Bank bei ihrer Kreditvergabe einen hohen Fremdkapitalanteil (z. B. 88 % des Risikoexposure), wobei es sich i. d. R. um Kundeneinlagen und Zentralbankgeld handelt. Der Sparer muss darauf hoffen, dass Banken ihr Geld sinnvoll weiterreichen. Durch ausgeklügelte Risikobewertungsmodelle mag das Risiko im Grundsatz sinnvoll beschränkt sein, doch auch diese Systeme sind lediglich anhand vergangener Krisen kalibriert, und wie die Finanzkrise der Jahre 2008/2009 gezeigt hat, nicht in der Lage gewisse Risiken wie z. B. Black Swan Events sowie deren Auswirkungen frühzeitig zu erkennen und zu bewerten. Durch die Vernetzung im Finanzsystem ist im Fall einer schweren Finanzkrise das Wirtschaftssystem gefährdet. Banken können in gewisser Hinsicht zu Recht als Blackbox bezeichnet werden, da Geldeinlage und Vergabe abgekoppelt sind. Wie in der Beispielrechnung auf Seite 19 aufgezeigt wird, kann eine Bank einerseits aufgrund des hohen Leverage und andererseits aufgrund ihrer relativ geringen Eigenkapitalausstattung schnell bei Kreditausfällen in eine Existenznot geraten und dazu gezwungen sein, auf staatliche Hilfe bzw. die des Steuerzahlers zurückgreifen zu müssen.

Kreditfonds tragen durch ihre Kapitalstruktur dazu bei, dass das Finanzsystem deutlich stabiler wird. Sie nutzen in der Regel kein zusätzliches Fremdkapital (Leverage), um die Rendite zu erhöhen, sondern bestehen lediglich aus dem von den Investoren einbezahlten Kapital (100 % Eigenkapital). Mit den verfügbaren Investorengeldern werden dann in Form von Fremdkapital, also Krediten, mittelständische Unternehmen finanziert. Falls ein Mittelständler nicht in der Lage ist das erhaltene Fremdkapital am Laufzeitende zurückzuführen, wird der entstandene Verlust zu 100 % von den Geldgebern des Fonds als Verlust im Eigenkapi-

tal verbucht. Da Kreditfonds i. d. R. kein bzw. sehr wenig Fremdkapital (Leverage) nutzen, ist durch den Verlust eines Kreditengagements nicht ein Zusammenbruch des gesamten Fonds bzw. eine negative volkswirtschaftliche Kettenreaktion die Folge. Außer den professionellen Investoren des Fonds ist in diesem Fall keine dritte Partei von dem Kreditausfall betroffen. Insbesondere der in diesem Kontext so oft genannte „Steuerzahler“ wird in solch einem Fall nicht betroffen sein. Hervorzuheben ist der Aspekt, dass die Anteilseigner des Fonds bei einer hundertprozentigen Eigenkapitalfinanzierung kein weiteres Geld nachschießen müssen, sondern lediglich auf die bestehenden Einlagen Abschreibungen vornehmen.

II. Kreditfonds schließen die Lücke, welche von Banken aufgrund der gestiegenen regulatorischen Anforderung an die Kapitalunterlegung entstehen, und stellen somit insbesondere für die Realwirtschaft einen deutlichen Mehrwert dar.

Aufgrund der gestiegenen Kernkapitalanforderungen durch Basel III können Banken viele Finanzierungen nicht mehr abbilden. Insbesondere Unternehmen in Sondersituationen oder mit volatiltem Geschäftsmodell erhalten nur erschwert eine Bankfinanzierung. Banken fokussieren sich zunehmend auf Unternehmen mit höchstem Investmentgrade-Rating und konstanten Cashflows. Da insbesondere die deutsche Wirtschaft durch den Mittelstand geprägt ist und mittelständische Unternehmen oft über kein Best-Rating verfügen, ist die Kreditvergabemöglichkeit durch Banken in diesem Segment oft eingeschränkt. Zudem weisen Automobilzulieferer, Maschinenbauunternehmen oder auch andere Produktionsbetriebe oftmals eine hohe Volatilität in der Umsatz- und Margenentwicklung aus, was die Kreditvergabe zusätzlich erschwert. Kreditfonds können aufgrund ihrer deutlich stabileren eigenen Finanzierungssituation solche höheren Risiken finanzieren und flexible Finanzierungsstrukturen zur Verfügung stellen.

Zusammenfassend lässt sich erkennen, dass Kreditfonds ein stabilisierender Baustein im Finanzsystem sind. Bei-

Abb. 2: Eurozone – Kreditvergabeaktivitäten**
Die europäische Zentralbank steigerte in den letzten Jahren zwar die im Umlauf befindliche Geldmenge, jedoch scheint von diesem Geld nur wenig bei den eigentlichen Zielunternehmen anzukommen. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, nahm die Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen innerhalb der letzten Jahre kontinuierlich ab.

** Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, 2016; „Future of the German Mittelstand“

Dr. Daniel C. Heine
Managing Director Private Debt

Patrimonium Asset Management AG
Route de la Chocolatière 21
1026 Echandens/Lausanne
Switzerland

Telefon +41 58 787 00 00
E-Mail daniel.heine@patrimonium.ch



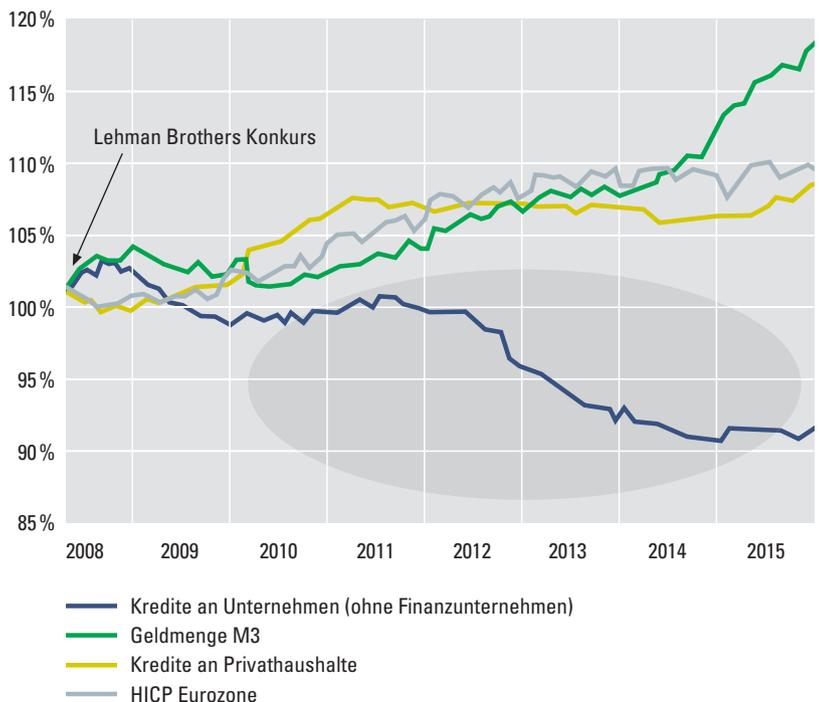
Knud Dippel
Investment Manager

Patrimonium Asset Management AG
Route de la Chocolatière 21
1026 Echandens/Lausanne
Switzerland

Telefon +41 58 787 00 00
E-Mail knud.dippel@patrimonium.ch



spiele aus anderen Ländern wie den USA zeigen, dass alternative Financier zu einem wesentlichen Marktspieler in der Fremdfinanzierung werden müssen, um die gesamte Volkswirtschaft am Leben zu erhalten. Auch wenn sich die Bankenlandschaft verändert und die großen Institute wanken, spenden Kreditfonds Licht im Schatten der Banken.



Betriebsmittelfinanzierung aus dem Internet

Dr. Daniel Bartsch

Trotz Niedrigzinsphase können kleine und mittlere Unternehmen („KMU“) bisher keinen leichteren Zugang zu Krediten verzeichnen. Im Gegenteil: Vier von zehn deutschen Unternehmen klagen darüber, dass Banken sie nicht mehr wie früher mit Krediten versorgen. Dies sind Ergebnisse des erhobenen „Finanzierungsmonitors 2017“. Für die Studie hat die Online-Kreditplattform creditshelp zusammen mit der TU Darmstadt mehr als 100 Finanzentscheider aus mittelständischen Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen befragt. Die strengeren Eigenkapitalanforderungen der Basel-III-Regeln werfen zudem ihre Schatten voraus. Danach müssen Banken die Kredite entsprechend ihrem Ausfallrisiko künftig mit mehr Eigenkapital unterlegen. Deshalb halten sie sich bei der Kreditvergabe viel stärker zurück als früher, worunter vor allem kleine und mittlere Betriebe leiden.

Banken sind bei kleineren Unternehmen zögerlich

Die Banken kümmern sich heute vorzugsweise um die Unternehmenskunden mit der besten Bonität. Dies sind häufig Konzerne und größere Mittelständler. Hier herrscht enormer Wettbewerb in der Kreditvergabe und die Finanzinstitute verleihen Geld oft zu Minizinsen. Die kleineren und mittleren Unternehmen tun sich dagegen oftmals deutlich schwerer an Kreditmitteln in gewünschter Höhe zu gelangen. Ab einer bestimmten Bonitätsgrenze geht ohne Sicherheiten nichts. Die Krux dabei: Meist haben die Mittelständ-

ler ihre Sicherheiten etwa via Generalzessionen bereits vollständig an die Hausbanken abgetreten. Diese wiederum finanzieren nicht den vollständigen Gegenwert der Betriebsmittel, sondern ziehen einen Sicherheitspuffer („Haircut“) ab, um bei einem Zahlungsausfall in einer möglichen Verwertung ihre Chancen auf eine vollständige Rückzahlung („Recovery“) zu erhöhen. Im Ergebnis führt dies dazu, dass etwa ein typisches Warenlager im Wert von einer Million Euro oft nur zu 500.000 Euro bis 600.000 Euro von den Banken finanziert wird. Die restliche Finanzierung muss also aus anderen Quellen kommen. Dies können Eigenmittel sein, die das Unternehmen über die Jahre aufgebaut hat, oder Lieferantenkredite, indem Zahlungsziele maximal ausgenutzt werden. Auch ein Forderungsverkauf mittels Factoring kann sich anbieten, um die Liquidität zu generieren, die für den Warenkauf benötigt wird. All diese Alternativen haben jedoch gemeinsam, dass sie in der Regel wirtschaftlich betrachtet nicht günstig sind. So kommt es, dass selbst etablierte Unternehmen mit über Generationen markterprobtem Geschäftsmodell gezwungen sind, in ihrem Finanzierungsmix auch auf sehr teure Bausteine zurückzugreifen (vgl. Abb. 1).

Fintechs besetzen Marktlücken und agieren (noch) in Nischen

Hier setzen sog. Fintech-Unternehmen an, die durch gezielten Einsatz von Technologie in den Bereichen Prozessunterstützung und Datenanalyse die Vergabe von Krediten an KMU erleichtern („Online Direct Lending“). Diese oftmals jungen und hocheffizienten Finanzdienstleister besetzen heute Marktnischen, welche Banken oder alternative Spieler wie Debt Fonds ihnen überlassen. Während die Erstgenannten sich wie oben ausgeführt in gewissen Größen- und Bonitätsklassen zunehmend zurückhalten, sind für Letztere Einzelkredite unterhalb von 10 Millionen Euro i. d. R. nicht wirtschaftlich: Die Kosten einer Due Diligence

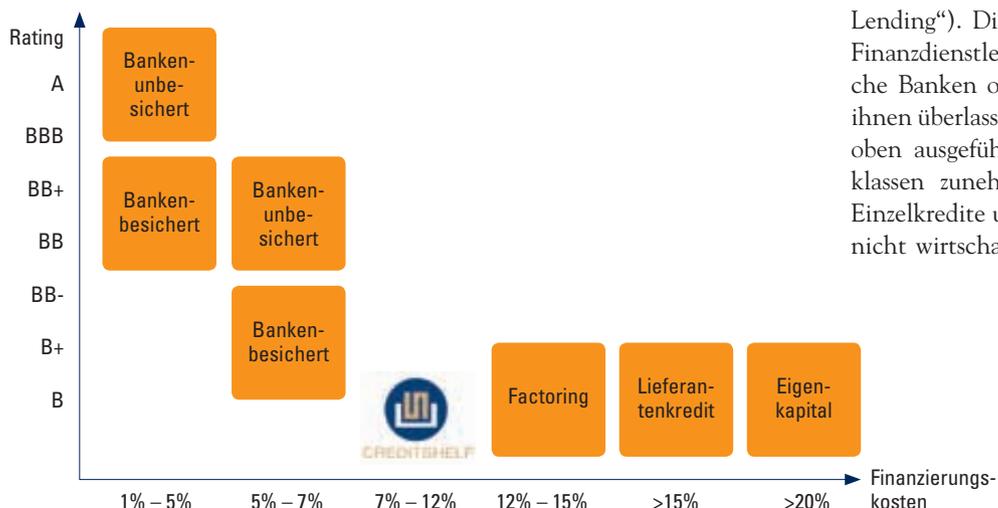


Abb. 1: Finanzierung aus Kundenperspektive – Fintechs überbrücken die Lücke zwischen günstigen Bankkrediten und teuren Alternativen.

Quelle: creditshelp 2016.



Abb. 2: Finanzierungslandschaft –
Fintechs besetzen Nischen im KMU-Kreditgeschäft

Quelle: creditshelf 2016.

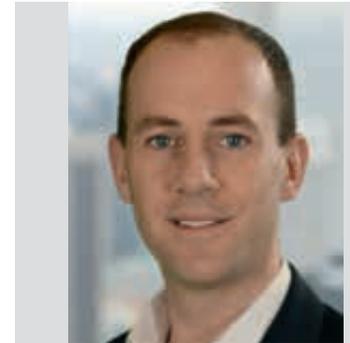
und das Verhandeln der oftmals komplexen Kreditverträge, welche zudem meist sehr individuelle Nebenabreden („Covenants“) enthalten, bedürfen einer kritischen Größe, um den damit verbundenen Aufwand zu decken. Internetbasierte Kreditplattformen, wie creditshelf, Lendico oder iwoca, setzen dagegen auf das Standardgeschäft und sind dabei auf möglichst hohe Automatisierung und Prozesseffizienz getrimmt. Dies erlaubt ihnen bei entsprechenden Fallzahlen die Abwicklung von wesentlich kleineren Kredittickets (vgl. Abb. 2).

Die etablierten Online-Kreditplattformen im deutschen Markt bedienen mittlerweile unterschiedliche Finanzierungsanlässe, Volumina und Laufzeiten. Ein wesentliches Element ihres Leistungsversprechens ist Prozessgeschwindigkeit. Die meisten der Online-Kreditanbieter haben Prozesse, die es ihnen erlauben Kreditentscheidungen innerhalb sehr kurzer Zeit zu treffen. Die kreditsuchenden Unternehmen erhalten dadurch sehr schnell Planungssicherheit in Bezug auf ihre Finanzierung und können sich um das operative Geschäft kümmern. Die Kreditprozesse der Fintechs sind derart effizient, dass sich etablierte Banken dieser bereits bedienen. Die Kreditanfrage geschieht i. d. R. online über eine Eingabemaske im geschützten Bereich der jeweiligen Plattform. Für die Kreditanalyse werden üblicherweise die letzten Jahresabschlüsse, eine aktuelle BWA sowie Kontoauszüge der vergangenen Monate angefordert, die das Unternehmen direkt hochladen kann. Die Branche legt dabei sehr hohen Wert auf Datensicherheit.

Als Investoren für die Online-Unternehmenskredite fungieren je nach Plattformanbieter Privatkunden („Crowdlending“) wie auch professionelle und institutionelle Investoren, die diese Anlageklasse im aktuell anspruchsvollen Zinsumfeld längst als interessanten Baustein für ihre Asset Allocation entdeckt haben. In Deutschland unterliegt das Kredit- und Einlagengeschäft allerdings strengen regulatorischen Regeln. Daher werden die Plattformkredite üblicherweise zu-

nächst durch eine voll aufsichtsrechtlich lizenzierte Partnerbank vergeben, welche die resultierende Kreditforderung dann direkt an die Investoren weiterverkauft.

Im Gegensatz zu den USA, China und auch Großbritannien ist das Marktvolumen für Online Direct Lending in Europa aktuell noch überschaubar, wächst aber bereits rasant. Das Analysehaus Liberum geht davon aus, dass bis zum Jahr 2025 knapp 10 Prozent des gesamten Kreditaufkommens an KMU über Online-Plattformen finanziert werden wird. Dies entspricht einer Verfünzigfachung des Volumens in den kommenden acht Jahren auf dann 90 Milliarden Euro jährliches Neugeschäft.



Dr. Daniel Bartsch
Geschäftsführer
creditshelf GmbH

Moselstraße 27
60329 Frankfurt

Telefon 069 348 772 40
E-Mail www.creditshelf.com

Über creditshelf

creditshelf wurde 2014 von Dr. Tim Thabe, Dr. Daniel Bartsch und Christoph Maichel gegründet. Das Unternehmen hat sich auf Betriebsmittelfinanzierungen für kleine und mittlere Unternehmen spezialisiert. Die Kredite reichen von 100.000 Euro bis 2,5 Millionen Euro bei einer Laufzeit von maximal zwölf Monaten. Das Team besteht heute aus 25 Personen und setzt sich zusammen aus ehemaligen Führungskräften internationaler Banken, die über langjährige Erfahrung im Kreditgeschäft, Risikomanagement und der Betreuung von Großinvestoren verfügen.

creditshelf setzt in der Risikoanalyse auf ein eigens entwickeltes Unternehmens-Scoringmodell, das sowohl auf traditionellen als auch nicht-traditionellen Verfahren („Big Data“) beruht. Gegenstand der Analyse ist dabei im Wesentlichen das Unternehmen und dessen Fähigkeit zum Kapitaldienst. Daneben stellt die Prüfung aber auch auf die wesentlichen handelnden Personen im Unternehmen ab, um auf diese Weise weitere relevante Risiken zu minimieren. Die Kredite werden nicht durch creditshelf selbst finanziert, sondern einem Netzwerk von professionellen und erfahrenen Investoren über einen Auktionsmechanismus zur Zeichnung angeboten.



Das Münchhausen-Prinzip – liquides Eigenkapital oder wie man sich auch in der Krise entschulden kann

Volker Riedel

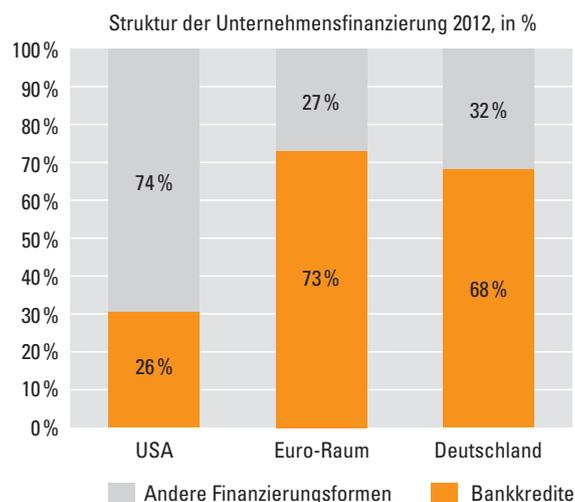
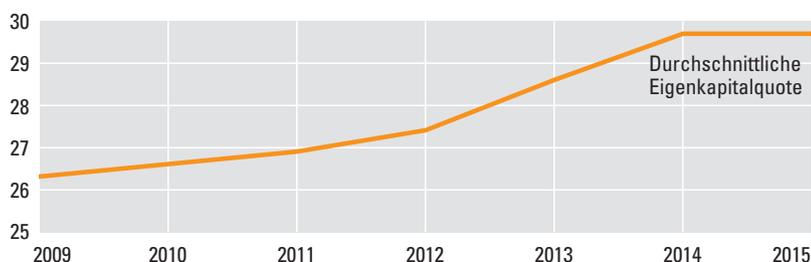
Jeder kennt die Geschichte von Münchhausen, wie er sich und sein Pferd an seinen eigenen Haaren aus dem Sumpf gezogen hat. Auch wenn diese Meisterkunst des Barons für die meisten von uns kaum wiederholbar ist, so gibt es doch ein paar Handlungsoptionen für Unternehmen, die diesem Prinzip nahe kommen können.

Vor der Krise

Wer insbesondere die deutschen Unternehmen mit angelsächsischen Unternehmen vergleicht, wird feststellen, dass vor Jahren die durchschnittliche Eigenkapitalquote in Deutschland besonders gering war. Das verwundert eigentlich, da es doch ein ehernes Prinzip im deutschen Mittelstand gibt: Ein Unternehmer belässt sein gesamtes Kapital im Unternehmen. Dann müsste doch aus dieser Logik heraus in Deutschland auch eine hohe Eigenkapitalquote vorliegen – doch erst in den letzten Jahren ist die Eigenkapitalquote in deutschen Unternehmen gestiegen.

Warum das so ist? Eine Begründung könnte sein, dass Unternehmen ihr Wachstum und ihre Investitionen primär über Fremdkapital finanzieren – alternative Finanzierungen waren suspekt, die Banken haben den Markt dominiert. Ausländische Finanzierungsstrukturen haben häufig einen deutlich höheren bankenunabhängigen Finanzierungsanteil (bis zu zwei Drittel in den USA), als dies bei deutschen Unternehmen der Fall ist.

Nach wie vor wird in Deutschland verstärkt der Blick auf die Zinskosten gelegt und dabei vergessen, dass es



Quelle: Creditreform AG IKB Studie Finanzierungsmuster im Mittelstand

auch weitere Kriterien zur Beurteilung der Qualität einer Finanzierung gibt.

Die Finanzierung muss zum Unternehmen bzw. zum Geschäftsmodell passen. Sie muss mit der Entwicklung eines Unternehmens „atmen“ können.

Zum anderen muss auch die Kapitalkraft eines Gesellschafters zur Kapitalkraft seines Unternehmens passen. Viele Unternehmer vergessen aber, diese Kapitalkraft wirklich aufzubauen. Man gibt sich damit zufrieden „dass das Geld im Unternehmen ja arbeitet“. Doch häufig ist dies nicht wirklich der Fall. Denn ein Unternehmen neigt dazu Ressourcen zu verschwenden, insbesondere wenn es mit viel Liquidität gefüttert wird. Der unternehmerische Faktor Kapital wird in Entscheidungsprozessen auf „Null“ gesetzt.

Eigenkapital ist gut, liquides Eigenkapital ist deutlich besser – insbesondere in Zeiten von Unsicherheiten, die aus politischen Verhältnissen herrühren, die durch eine anstehende Nachfolgeregelung und damit mit

VORHER: Klassische Bilanz – alles auf eine Karte

Operative Gesellschaft			
Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	30	EK	35
Finanzanlagen (Beteiligungen/Firmen ...)	20	Rückstellungen	5
		FK kurzfristig	30
UV	40	FK langfristig	30
Sonstiges	10		
Σ	100	Σ	100

Zahlungen an die Familie einhergehen, oder aber auch durch die Bewältigung einer Wachstumsstrategie.

Wir alle kennen den Sparstrumpf, der bei der aktuellen Zinslage eigentlich eine Renaissance erlebt. Für Gesellschafter kann sich dieser Sparstrumpf in der Konstruktion einer Finanzholding abbilden. In dieser Finanzholding werden durch eine entsprechende Ausschüttungspolitik liquide Mittel gebunkert, die als strategische Cash-Position aufgebaut wird. Das liquide Eigenkapital sollte mindestens i. H. v. 50 % eines normalisierten Jahres-EBITDA vorliegen.

Die Aufgabe der Finanzholding ist es, letztendlich den Anspruch gegenüber dem operativen Unternehmen deutlich zu machen, dass es jedes Jahr Cash produzieren muss. Geht diese ganz wesentliche Funktion verloren, ist es eher zufallsgetrieben, dass das Unternehmen nicht in eine Krise kommt.

In der Krise

Häufig sind es die letzten Tröpfchen, die ein Fass zum Überlaufen bringen – ob nun Finanzkrise, schlechte Wetterlage, Verwerfungen in den Währungen, überraschender Rückgang im Auftragseingang – es gibt viele Begründungen, warum ein Unternehmen in die Krise kommt. Es ist nur allzu leicht, das Management dafür verantwortlich zu machen. So blöd es klingt – häufig fehlt es auch an dem Anspruch des Gesellschafters auf angemessene Entnahmen bzw. Gewinnausschüttungen. Dies bedeutet ja noch lange nicht, dass das ausgeschüttete Geld konsumiert wird. Dies wäre wiederum fatal. Wichtiger ist es aber, erwirtschaftete Cash-Positionen wie beim Mensch-ärgere-dich-nicht zu sichern – und das kann zum Beispiel mittels einer Finanzholding-Struktur (wie oben beschrieben) geschehen.

NACHHER: Strategische Cash-Position für Gesellschafter

Finanzierungsholding			
Aktiva		Passiva	
Finanzanlagen, Kasse	30	EK	25
		FK	5
Σ	30	Σ	30

Operative Gesellschaft			
Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	20	EK	20
Finanzanlagen	10	Mezzanine	15
UV	30	Rückstellungen	5
Sonstiges	10	FK langfristig	20
		FK kurzfristig	20
Σ	70	Σ	70

Doch ist man nun in der Krise, gibt es nach wie vor noch vier zentrale Handlungsoptionen:

1. Die erste Stellschraube ist die Fokussierung auf das zentrale Geschäftsmodell, also auf die DNA des Unternehmens. Ist diese Geschäftstätigkeit zum Wachstum befähigt, ist sie skalierbar oder ist man in seiner Branche am Ende bei sinkenden Wachstumsraten angekommen? Eingefahrene Denkmuster und die Beharrlichkeit lassen uns daran glauben, dass alles gut wird. Ein Unternehmen braucht Wachstumsperspektiven, um Begeisterung auch bei seinen Mitarbeitern auslösen zu können. Dort, wo Wachstum entsteht, können auch deutlich kürzere Amortisationszeiten für Investitionen erzielt werden. Das reduziert nachhaltig die Kapitalbindung und wird zu einer Entschuldung führen.
2. Insbesondere bei Langfristinvestitionen und Sachanlagevermögen müssen zukünftig die Erwartungen an die Amortisationszeiten verschärft betrachtet werden. Das bedeutet, dass insbesondere bei der Maschinennutzung bzw. der Kapazitätsausnutzung erst alle Spielräume des vorhandenen Maschinenparks ausgenutzt werden müssen, bevor man in Erweiterungsinvestitionen geht. Wer über einen Maschinenpark einmal die Kennzahl der OEM legt (Kapazität x Leistung x Qualität), wird verwundert sein, welche Kapazitätsreserven in einem Unternehmen heute noch vorliegen.

„Liquidität und damit liquides Eigenkapital ist ein strategisches Gut und eine der wichtigsten Voraussetzungen, um handlungsfähig zu sein und das Unternehmen voran zu bringen.“

- Die Kennzahl Days Working Capital mit ihren Bestandteilen der Vorrats-, Forderungs- und der Lieferantenverbindlichkeiten-Reichweite findet sich selten in Krisenunternehmen als Steuerungsinstrument wieder.



Volker Riedel
Mitglied der Geschäftsführung
Competence Center Finance

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

Telefon 089 286 23 144
Mobil 0160 745 18 55
Telefax 089 286 23 285
E-Mail riedel@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

DSO und DPO sind Ausdruck der Einstellung eines Unternehmens zum Geld und bilden auch die Verhandlungsmacht ab. Zahlungsbedingungen zum Kunden oder zum Lieferanten werden selten aufgrund der funktionalen Trennung von Verkauf und Einkauf miteinander abgestimmt. Die Organisation hat diese Zahl in der Regel gar nicht auf dem Schirm. Dass dies so ist, ist Management-Aufgabe.

Ein Warenlager benötigt ein Unternehmen, um die versprochene Lieferfähigkeit zum Kunden sicherzustellen. Viele Unternehmer sind sich aber gar nicht bewusst, was es bedeutet, eine Lieferfähigkeit von 95 % auf 98 % zu erhöhen, sie geht mit vielfachem Bestandsmehrbedarf einher. Umgekehrt kann man signifikante Effekte erzielen, wenn die wirklich erforderliche Lieferqualität auf die Kundenbedürfnisse zugeschnitten, die Prozesse abgestimmt und

somit möglicherweise auch die Lieferfähigkeit reduziert werden können.

Sind z. B. bei den Forderungen aufgrund von Marktgegebenheiten und Kundenmacht die Zahlungsziele kurzfristig nicht zu reduzieren, dann können hier Finanzierungsinstrumente wie das Factoring eingesetzt werden – sie helfen, diese Kennzahl zu reduzieren. Auch auf der Beschaffungsseite gibt es Finanzierungsinstrumente. Die Kosten der Betriebsmittelfinanzierung sollten nicht nur gegen die Zinskosten einer Bankfinanzierung, sondern gegen die Wachs-

tumsrendite gestellt werden – denn ein Unternehmen mit einem Days Working Capital von „Null“ hat keinen Finanzierungsbedarf für sein Wachstum. Das Bewusstsein in der Organisation, der Aufbau von Wissen und Fähigkeiten führen zu einer Cash-orientierten Organisation und damit zu einer wesentlichen Finanzierungskompetenz – über das ganze Unternehmen hinweg. Insbesondere Handelsketten nutzen ihre Marktmacht mit negativer Days Working Capital; sie haben die Waren schon lange umgeschlagen und verkauft, bevor sie ihre Lieferanten bezahlen. Mit jedem Euro Umsatz produzieren sie Cash. Sie finanzieren damit ihr Wachstum.

In der Krise können schnell durch den Einsatz insbesondere des Factorings erste Justierungen an der Days Working Capital vorgenommen werden. Mittelfristig ist das Aussteuern der Days Working Capital ein zentraler Hebel für die finanzielle Stabilität und Solidität.

In der Nettofinanzverschuldung unter dem dreifachen EBITDA baut sich die Refinanzierungsfähigkeit des Unternehmens wieder auf. Banken gehen in den Vertriebsmodus, die finanzielle Stabilität des Unternehmens ist gewährleistet. Ein Sanierungskonzept, das diese Erfordernisse mittelfristig nicht erfüllt, ist nicht tragfähig.

„Wir leben in einer Welt, in der sich Finanzierung verändert. Als Unternehmer ist es heute eine deutlich komplexere Aufgabe sich mit Finanzierung zu beschäftigen – nicht zuletzt wegen der zunehmend steigenden Vielfalt an Finanzierungsalternativen. Hier drohen Risiken, aber auch große Chancen.“

- Täglich selektieren wir für uns gute und schlechte Dinge. Denken Sie nur an die Obstabteilung im Supermarkt – warum tun wir das so wenig mit den Geschäften in Unternehmen? Wir halten zu lange fest und werfen das gute Geld dem schlechten hinterher. Deal Modeling ist eine zentrale Stellgröße in der Krise. Welches Segment muss saniert werden? Wo gibt es Wachstumspotenzial? Was muss zur Refinanzierung verkauft werden? Diese Leitlinie verfolgen erfolgreiche Unternehmen, sie hinterfragen sich, stellen sich neu auf – sie erfinden sich laufend neu. In unserem Kontext der Finanzierung setzen wir Kapital frei, untermauern die liquide Kapitalkraft und investieren in neue erfolversprechende strategische Positionen.

FAZIT

Zählen Sie als Unternehmer das liquide Eigenkapital: Ist der Wert unter der Hälfte des jährlichen EBITDA und auch nicht in Ihrem Zugriff? Handeln Sie jetzt!

Quergedacht: Ansätze zur integrierten Finanzierung der Wertkette

Prof. Dr. Michael Henke

Der relativ neue Begriff, der die Ansätze zur integrierten Finanzierung von Wertketten beschreibt, heißt: Inclusive Supply Chain Finance oder kurz und prägnant: iSCF.

Den Wesenskern von Inclusive Supply Chain Finance (iwSCF) erkennen wir am besten, wenn wir uns ein Bild davon machen (s. Schaubild): Nimmt man die beiden großen Wissens-, Forschungs- und Managementgebiete Supply Chain Finance und Smart Finance zusammen, entsteht inclusive Supply Chain Finance mit allen integrierten neuen Technologien und Ansätzen: Smarte Technologien wie Blockchain und Smart Contracts und sämtliche Partner entlang einer Wertkette, von Herstellern und ihren Lieferanten über Banken und Dienstleistern bis hin zum Kunden – alles und alle sind „drin“, integriert, vernetzt. Und das aus gutem Grund.

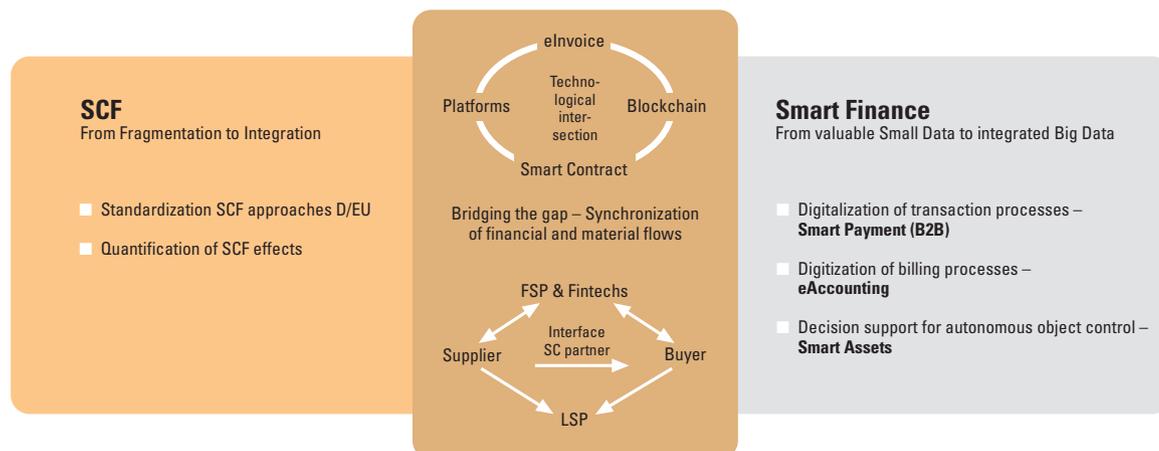
Denn wenn alle integriert sind, profitieren auch alle davon, alle Interessen können bedient werden. Die Banken bekommen neue Kunden (nämlich mehr Lieferanten), die Unternehmen brauchen ihre Lieferan-

ten erst später zu bezahlen und die Lieferanten kommen trotzdem schneller an ihr Geld. Dieses Prinzip wird als Reverse Factoring bezeichnet – was in einem solch einfachem Setting von Finanzdienstleistern, Buyern und Suppliern sowie Logistics Service Providern (LSP) auch nachvollziehbar ist. Doch der Grundgedanke von inclusive Supply Chain Finance geht erheblich weiter, nämlich entlang der kompletten Supply Chain. iSCF entfaltet erst dann die volle Wirkung, wenn der Ansatz mit sämtlichen Beteiligten in einem Wertschöpfungsnetzwerk durchgezogen wird. Dann sind die Vorteile und der Nutzen für alle enorm und gehen weit über die des Reverse Factoring hinaus. Gleiches gilt allerdings auch für die Voraussetzungen.

Bislang scheitern iSCF-Überlegungen oft an mangelnder Transparenz, weil heutzutage kaum ein Unternehmen vollumfänglich weiß, mit wem es in einer Multi-Tier Supply Chain zusammenarbeitet. Man kennt seine direkten Lieferanten. Doch die Lieferanten der Lieferanten der Lieferanten kennt man seltener.

Erschwerend kommt hinzu, dass selbst die bekannten

Fraunhofer Framework for Financial Supply Chain Management



iSCF: inclusive SCF: Integration of smart technologies and all partners along the supply chain

Lieferanten heute kein unbeschriebenes Blatt sind. Viele arbeiten schon mit Supply Chain Finance-Instrumenten, die jedoch ihrerseits dem Hersteller, den sie beliefern, nicht bekannt sind: Man bräuchte also eine Standardisierung von Supply Chain Finance-Lösungen. Das scheitert bislang an den Anbietern, die verständlicherweise ihr Geschäftsmodell dadurch bedroht sehen. Und es scheitert an den verschiedenen internationalen rechtlichen Rahmenbedingungen. Der potenzielle Retter in der Not: die Blockchain.

Die Blockchain lässt Finanz- und Informationsströme via Internet so fließen, dass sie gleichzeitig sicher und transparent in bislang ungekanntem Ausmaß werden. Das namensgebende Prinzip dahinter ist so einleuchtend wie revolutionär. Mit jedem neuen Schritt in der Wertkette wird ein neuer Informationsblock an die Informationskette aus den Blöcken vorausgegangener Schritte hinzugefügt. Die Daten in dieser Kette liegen nicht auf einem zentralen Server, sondern flottieren quasi frei im Internet; für alle Beteiligten zugänglich, ex post nicht mehr veränderbar, jederzeit auf ihre Authentizität überprüfbar und damit sicher und transparent. Mit dieser Technologie wird die Idee von Supply Chain Finance auf eine völlig neue Ebene gehoben.

Im Zusammenspiel mit anderen Instrumenten wie eInvoice oder Smart Contract wird Blockchain die Grundlage für die Zukunft der integrierten Finanzierung von Wertketten bilden: Güter bezahlen sich im B2B-Bereich auf ihrem Weg vom Lieferanten zum Unternehmen quasi selbst. Das Lager, das ein Getriebe geliefert bekommt, bezahlt das Getriebe autonom und vernetzt. Maschinen, Geräte und Lieferartikel fakturieren und finanzieren sich selbst. Das ist die Zukunft der Wertkettenfinanzierung, in der die Finanzierung automatisiert, zum Teil autonomisiert und zudem mit den physischen Strömen eng verzahnt ist. Das ist zwar vielversprechend, aber eben noch Zukunftsmusik.

Wer Teil dieser Zukunft werden möchte, gestaltet am besten schon die Gegenwart entsprechend. Das gelingt

Das Fraunhofer IML gilt als die Adresse für alle Fragestellungen zu ganzheitlicher Logistik und arbeitet auf allen Feldern der inner- und außerbetrieblichen Logistik. Am Fraunhofer IML, gegründet 1981, arbeiten zurzeit 260 Wissenschaftler sowie 250 Doktoranden sowie Studierende, unterstützt durch Kollegen in Werkstätten, Labors und Servicebereichen. Nach Projekt- und Kundenbedarf zusammengestellte Teams schaffen branchenübergreifende und kundenspezifische Lösungen u. a. im Bereich der Materialflusstechnik, des Warehouse Managements, der Geschäftsprozessmodellierung, der simulationsgestützten Unternehmens- und Systemplanung sowie in den Bereichen Verkehrssysteme, Ressourcenlogistik und E-Business. Das „Internet der Dinge“ wird Fraunhoferweit vom Fraunhofer IML gemanagt. Im Bedarfsfall kann das IML auf 24 000 Mitarbeiter in 67 Einrichtungen der Fraunhofer-Gesellschaft zurückgreifen.

Die europaweit zurzeit größte Logistikforschungsinitiative ist der EffizienzCluster LogistikRuhr mit 120 Partnerunternehmen und 11 Forschungseinrichtungen, an der das Fraunhofer IML federführend beteiligt ist.

Neben Dortmund sind Frankfurt/Main, Hamburg, Prien am Chiemsee, Lissabon und Peking weitere Standorte.

umso eher, je schneller und engagierter sich Verantwortliche in Unternehmen und Organisationen mit den neuen Technologien auseinandersetzen, je eher sie funktionsübergreifende und silosprenkende Pilot- und Projektgruppen einsetzen und je eher diese Arbeitsgruppen die Chancen und Möglichkeiten der neuen Technologien erkunden und auf die Gegebenheiten des eigenen Unternehmens anpassen. Viele große, mittlere und kleine Unternehmen versuchen das derzeit mit Bordinstrumenten. Das geht. Schneller geht es mit Unterstützung von neutralen, externen Fachleuten, die sich damit auskennen. Die Mühe lohnt sich.

Sie lohnt sich nicht nur deshalb, weil auf diesem Wege quasi ein neues Internet entsteht; man spricht schon vom Internet of Values. Sie lohnt sich vor allem auch deshalb, weil sich eine finanziell komplett integrierte Wertkette für alle Partner immens bezahlt macht.



Univ.-Prof. Dr. Michael Henke
Institutleiter
Institutsbereich Unternehmenslogistik
Fraunhofer-Institut für Materialfluss
und Logistik, IML
Joseph-von-Fraunhofer-Str. 2-4
44227 Dortmund

Telefon 0231 97 43 100
Telefax 0231 97 43 77 100
E-Mail michael.henke@iml.fraunhofer.de
Internet www.iml.fraunhofer.de

Sale & Lease Back: objektbezogene Finanzierung in der Krise

Carl-Jan von der Goltz

2016 erreichte die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen mit 21.700 den niedrigsten Stand seit 1999. Gestiegen sind jedoch die finanziellen Schäden für die Insolvenzgläubiger, hier wurde mit 27,5 Milliarden Euro der höchste Wert seit vier Jahren erzielt. Hintergrund ist der Anstieg von Schieflagen wirtschaftlich bedeutender Unternehmen und damit verbundene Anleiheausfälle. Für dieses Jahr rechnet der Kreditversicherer Euler Hermes mit einem Ende des positiven Trends, die Experten erwarten rund 22.200 Insolvenzen in Deutschland. Ähnliche Tendenzen sieht die Creditreform – auch hier gehen die Experten von einem „problematischen Umfeld“ und verschiedenen Bedrohungen für die Unternehmensstabilität aus. Mögliche Belastungen können die politischen Entwicklungen in den USA sein, der weitere Negativtrend in China oder Unsicherheiten, die mit einer Vielzahl anstehender Wahlen einhergehen. Generell gilt für mittelständische Unternehmen: Zeichnet sich eine wirtschaftliche Schieflage im Unternehmen ab, gilt es frühzeitig zu reagieren, da sich die Handlungsoptionen mit fortschreitendem Krisenprozess deutlich verringern.

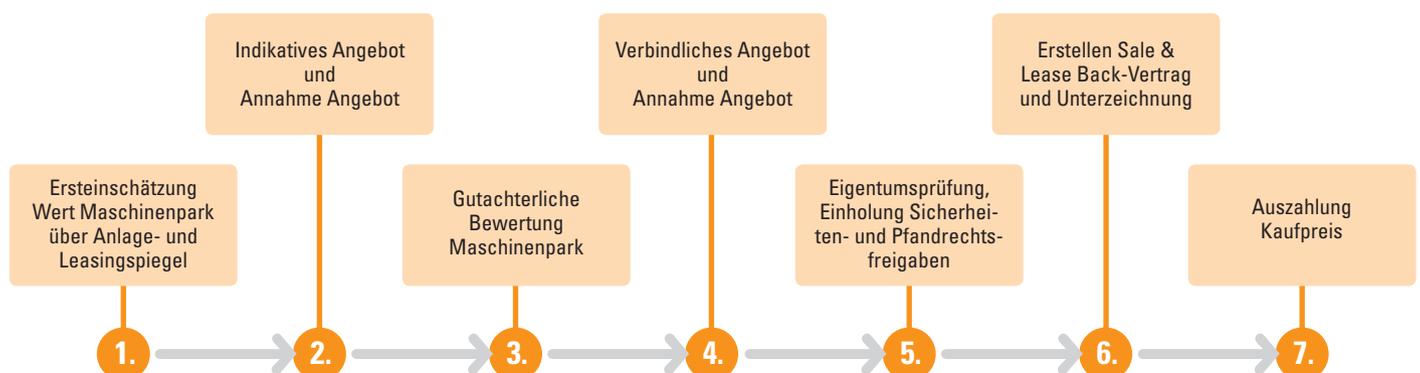
Verschärfung der Kreditanforderungen bei Schieflagen

Eine besondere Herausforderung jedes Sanierungsprozesses ist die fortlaufende Bereitstellung ausreichender finanzieller Mittel. Mit Hilfe eines strategischen Konzeptes und offener Kommunikation lässt sich auch für Restrukturierungen frisches Kapital einwerben – einfach ist das aber in der Praxis nicht. Die meisten mit-

telständischen Unternehmen setzen bei der Finanzierung immer noch auf einen Kredit bei der Hausbank. Für Firmen in Krisensituationen hat sich jedoch seit Einführung der Basel Richtlinien II und III der Zugang zu Bankkrediten deutlich erschwert. Eine anstehende Sanierung führt in der Regel zu einer Verschärfung der Kreditanforderungen seitens der Fremdkapitalgeber. Kreditlinien werden eher gekürzt, neue finanzielle Mittel kaum bereitgestellt. Alternative Finanzierungen von bankenunabhängigen Finanzinstituten können hier interessant sein, um ausreichende Liquidität für den operativen Geschäftsbetrieb sowie die Realisierung struktureller Anpassungen zu gewährleisten.

Sale & Lease Back: flexible und schnelle Zufuhr finanzieller Mittel

Für Unternehmen des produzierenden Gewerbes mit einem werthaltigen Maschinenpark kann eine assetbasierte Finanzierung eine passende Lösung sein. Oft binden Maschinen und Anlagen erhebliches Kapital im Betrieb – mit Hilfe einer Sale & Lease Back Finanzierung lassen sich diese stillen Reserven heben. Das Unternehmen verkauft die gebrauchten Maschinen und Anlagen an eine Leasinggesellschaft und erhält den Kaufpreis sofort ausgezahlt. Im Anschluss least es die Maschinen zurück. Die Produktion wird nicht unterbrochen und es kommt zu keinem Zeitpunkt zu einem Stillstand der Maschinen, laufende Aufträge können wie gewohnt bearbeitet werden. Die Werthaltigkeit des Maschinenparks ist bei diesem Finanzierungsmodell von besonderer Bedeutung, die Bonität des Un-



ternehmens steht nicht im Vordergrund. Eine der wesentlichen Voraussetzungen für eine Sale & Lease Back-Finanzierung ist es, dass es sich nicht um Einzelmaschinen handelt, sondern immer ein Maschinenpark vorhanden sein sollte. Außerdem müssen diese funktibel und zweitmarktfähig sein – es gibt somit eine Nachfrage am Markt nach diesen Maschinen. Damit ist Sale & Lease Back vor allem für produktionslastige Unternehmen aus dem Maschinen-, Anlagen- und Werkzeugbau, der Lebensmittelproduktion, der Metall- und Kunststoffbe- und -verarbeitung, der Land- und Forstwirtschaft sowie der Textilproduktion geeignet. Außerdem kommt Sale & Lease Back im Hoch- und Tiefbau oder der Transportlogistik zur Anwendung, finanziert werden dann zum Beispiel Baumaschinen, Sattelzugmaschinen, Kühltransporter o. ä.. Möglicherweise können auch Maschinen aus kurzfristig auslaufenden Mietkauf- oder Leasingverträgen abgelöst und in eine Finanzierung einbezogen werden, wenn der Zeitwert über dem Ablöswert liegt. Ultimative Voraussetzung für diese Finanzierungsart ist, dass die As-

sets mobil sind, sprich, Immobilien bzw. verkettete Anlagen, die nur am Standort zu betreiben sind, scheiden als taugliche Assets für eine SLB-Finanzierung aus.

Stärkung der Eigenkapitalquote

Neben dem sofortigen Liquiditätsgewinn hat Sale & Lease Back weitere Vorteile: Die Eigenkapitalquote wird gestärkt und nicht zu unterschätzen ist der „Hebeleffekt“. Geht ein alternativer Finanzierer bei einem Sanierungsengagement mit ins Boot, lassen sich meist leichter weitere Geldgeber finden. Die Leasingraten stellen zudem abzugsfähige Betriebsausgaben dar und können im Rahmen der Gestaltungsmöglichkeiten als Teil- oder Vollamortisationsverträge so kalkuliert werden, dass sie fortlaufend aus dem Cashflow des Unternehmens geleistet werden.

Erfolgreiche Sanierung mit Hilfe des Insolvenzplans

Unter bestimmten Bedingungen kann Sale & Lease Back auch in der Insolvenz angewendet werden. Neben den bereits etablierten Mitteln innerhalb der



außergerichtlichen Sanierung bietet gerade das neue Insolvenzrecht im Rahmen des ESUG verschiedene Möglichkeiten, ein Unternehmen erfolgreich zu sanieren und neu auszurichten. Eine wichtige Voraussetzung für ein Verfahren in Eigenverwaltung oder in der speziellen Form des Schutzschirmverfahrens ist, dass das Verfahren nicht von vornherein aussichtslos ist. Viele Firmen, die in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten, verfügen über einen gesunden operativen Kern und wirtschaftliches Potenzial, das nicht erkannt oder nicht nutzbar gemacht wurde. In der Regel stellt der Insolvenzplan die Basis für eine Unternehmenssanierung im Rahmen des Insolvenzrechts dar. Grundlage bildet eine möglichst vollständige und objektive Darstellung der Ist-Situation des Unternehmens. Im Fokus stehen umfassende Aussagen zur Sanierungswürdigkeit. Hierzu muss bewertet werden, inwieweit durch eine Anpassung der Strukturen, Kosten und innerbetrieblichen Abläufe eine dauerhafte Rentabilität geschaffen werden kann. Der Insolvenzplan kann zu einer umfassenden Unternehmensstabilisierung beitragen, wenn gewisse Voraussetzungen erfüllt werden. Befürworten die Gläubiger die Sanierung, stehen die Chancen für einen Neuanfang gut. Dazu wird jedoch genügend Liquidität für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes sowie die Realisierung der wirtschaftlichen Gesundung des Unternehmens benötigt. Unterstützt wird die gerichtliche Sanierung durch gedeckelte Sozialpläne für die Mitarbeiter, Sonderkündigungsrechte für unwirtschaftliche Verträge und vor allem das Insolvenzgeld der Agentur für Arbeit. Hausbanken tun sich bei der Finanzierung von Insolvenzplänen oftmals schwer, denn sie sind meist einer der Hauptgläubiger im Verfahren und können kaum zusätzliche Mittel bereitstellen. Hier kann zum Beispiel die durch Sale & Lease Back gewonnene Liquidität zur Finanzierung des Insolvenzplans genutzt werden. Das wirkt sich unmittelbar positiv auf die Fortführungsprognose im Rahmen des Insolvenzplans aus und kann dazu beitragen, sowohl das Gericht als auch die Gläubiger zu überzeugen. Im Insolvenzverfahren wird in Eigenverwaltung der Sachwalter oder der eigenverwaltende Schuldner Vertragspartner der Finanzierung. Die neu gewonnene Liquidität fließt entweder der Masse zu oder kann beim „Rückwerb“ des Unternehmens nach Erfüllung der Auflagen des Insolvenzplans als eine Art Akquisitionsfinanzierung für den eigenverwaltenden Schuldner oder einen dritten Erwerber eingesetzt werden.

So funktioniert Sale & Lease Back in der Praxis

Eine erste Einschätzung zur Höhe der stillen Reserven im Unternehmen kann mithilfe eines detaillierten Anlage- und Leasingpiegels gegeben werden. Gibt es ausreichend werthaltige Assets für eine Sale & Lease

Back-Finanzierung, erfolgt eine vorläufige Bewertung des Anlagevermögens und die Abgabe eines indikativen Angebotes durch die Leasinggesellschaft. Nach Bestätigung des Angebots durch das Unternehmen erfolgt eine gutachterliche Bewertung des Maschinenparks zu Zeitwerten vor Ort, welches die Basis des Sale & Lease Back-Vertrages bildet. Anschließend müssen, seitens des Unternehmens, verschiedene Unterlagen eingereicht werden, die je nach Situation unterschiedlich sind. Bei einem Insolvenzverfahren sind zusätzliche Absprachen mit dem Insolvenzverwalter nötig sowie entsprechende Sicherheitenfreigaben durch absonderungsberechtigte Gläubiger aus Raum- oder Einzelsicherungsübereignungsverträgen, Zubehörhaftung, Vermieterpfandrecht o. ä. Nach Eingang aller Unterlagen sowie der Zustimmung zum Abschluss des Kaufvertrages seitens des Unternehmers (oder in der Insolvenz des Sachwalters, Insolvenzverwalters, eigenverwaltenden Schuldners und des Gläubigerausschusses) steht einer schnellen Abwicklung nichts mehr im Wege. Durchschnittlich dauert der Vorgang von der Erstansprache bis zur Auszahlung des Kaufpreises etwa sechs bis acht Wochen.

Sale & Lease Back verschafft mittelständischen Unternehmen im Rahmen einer reinen Innenfinanzierung zusätzliche Liquidität, die ohne Vorgaben und Beschränkungen frei verfügbar eingesetzt werden kann – auch für einen Neustart aus der Krise. So wird gebundenes Kapital freigesetzt und die notwendige Liquidität für Restrukturierungsmaßnahmen verfügbar gemacht.

Weitere Informationen gibt es unter www.maturus.com.



Carl-Jan von der Goltz
Geschäftsführender Gesellschafter

Maturus Finance GmbH
Brodschragen 3-5
20457 Hamburg

Telefon 040 300 39 36 250
Fax: 040 300 39 36 249
E-Mail info@maturus.com
Internet www.maturus.com

Kurzprofil Maturus Finance GmbH

Die Maturus Finance GmbH ist eine bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaft und bietet innovative Wege in der Unternehmensfinanzierung an. Der Finanzdienstleister ist Ansprechpartner für mittelständische Produktionsbetriebe, die im Rahmen ihrer aktuellen Finanzierungsstruktur Alternativen zu bestehenden Bankverbindungen suchen und ihren unternehmerischen Spielraum erweitern wollen. Finanzierungslösungen werden ab einem Volumen von T€ 500 (Zeitwert der Maschinen) bis € 15 Mio. angeboten, in Einzelfällen auch darüber hinaus. Dies korrespondiert in der Regel mit Umsatzgrößen der Unternehmen von ca. € 5 Mio. bis € 250 Mio.. Die Maturus Finance GmbH hat ihren Hauptsitz in Hamburg, Deutschland, und ist seit 2015 auch in Österreich vertreten.

Projektentwicklung Betriebsimmobilie zur Sicherung der Refinanzierung oder des Recovery

Bernhard Bader/Dierk Moreth

Eine strategische Neuausrichtung im operativen Bereich sollte sowohl auf Eigentümer- als auch auf Gläubigerseite mit einer bis dahin nicht vorhandenen kritischen Auseinandersetzung mit dem Asset „Immobilie“ einhergehen.

Der operative Veränderungsdruck ist auf endogene und exogene Faktoren zurückzuführen. Die Erkenntnis, dass Immobilien ein essentieller Vermögensbestandteil eines Nicht-Immobilienunternehmens sind, erfolgt aber meist gerade dann, wenn das Unternehmen freiwillig oder unter Zwang wirtschaftlicher Gegebenheiten eine Neuausrichtung anstrebt.

Mangelnde Immobilienexpertisen und Fokussierung auf den originären Unternehmensbereich schöpfen oft Ertragspotenziale der Immobilie nicht aus, während operative Bereiche erfolgreich einer Ertrags- und Kostenoptimierung unterworfen wurden.

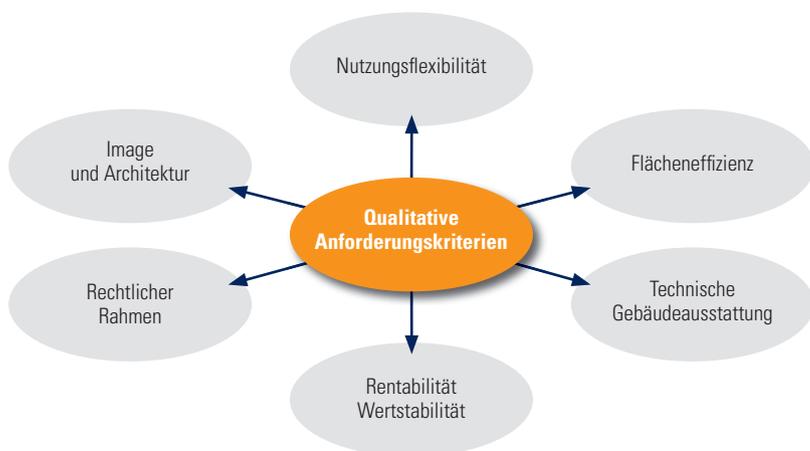
Gerade das Aufzeigen und Heben von Wertpotenzialen einer gewerblich genutzten Immobilie erfordert neben einem analytischen Vorgehen juristisches und wirtschaftliches Know-how, aber auch viel Erfahrung und ein dichtes Netzwerk an Partnern.

Die folgende Betrachtung soll die notwendige differenzierte Herangehensweise verdeutlichen, um dem Eigentümer oder Gläubiger sämtliche Handlungsoptionen vor Augen zu führen. Vermeintlich einfache Lösungen über den schnellen Verkauf führen nicht immer zum besten Ergebnis.

Ursachen

Die Ursachen für die Notwendigkeit der Neuausrichtung einer Betriebsimmobilie sind unterschiedlich. So kann sich bereits bei Anpassung oder Änderung des Geschäftsmodells die Notwendigkeit zur alternativen Nutzung ergeben, da die bisher eigengenutzte Immobilie im Ganzen oder in Teilen nicht mehr betriebsnotwendig ist. Mangelnde Nutzungsflexibilität führt dann zu erheblicher Einschränkung der Drittverwendungsfähigkeit der Immobilien ungeachtet ihrer eigentlichen Lebensdauer. Darüber hinaus sorgen steigende Anforderungen an die Flächeneffizienz, aber auch sich fortentwickelnde Architektur für ein vorzeitiges Altern einer Gewerbeimmobilie. Immobilien tragen aufgrund ihres äußeren Erscheinungsbildes in Architektur, Bauform und Fassadenart heute auch zum Außenauftritt des Nutzers bei, so dass sie in immer rasanterem Tempo der Notwendigkeit eines „Relaunch“ unterliegen.

Auch sind die Anforderungen an eine Betriebsimmobilie in einem fast ebenso rasanten Tempo wie die ständige Notwendigkeit der Überprüfung, Anpassung und Veränderungen von Geschäftsmodellen dem stetigen Wandel in einem globalen Wirtschaftsleben ausgesetzt. Dies trifft insbesondere auf die technische Gebäudeausstattung infolge technischen Fortschritts und daraus resultierenden Veränderungen der Anforderungen an Raumlufttechnik, Brandschutz sowie energetische Ausstattung zu. Gerade die durch die Bundesrepublik Deutschland als Vorreiter eingeleitete Energiewende wirkt hier wie ein Brandbeschleuniger für sich ständig verändernde technische DIN-Vorschriften, unter gesetzlichen Normen wie Arbeitsstättenrichtlinien sowie Gesetzesänderungen im öffentlichen Baurecht.



Abhängig von der Qualität der verwendeten Baumaterialien unterliegen Betriebsimmobilien auch im Rahmen ihres bestimmungsgemäßen Gebrauchs immer mehr einer Abnutzung in der Substanz, welche infolge verkürzter Lebensdauer wesentlicher Bauteile regelmäßige Wartung und Reinvestitionen erfordert. Andernfalls führt dies unvermeidlich zu einem kostspieligen Sanierungsstau.

Ferner stellen infolge historisch bedingter Nutzungen entstandene Altlasten sowohl im Objekt als auch in Grund und Boden oft die Ursache für die Notwendigkeit einer Neuausrichtung zum Werterhalt oder zur Wertsteigerung der Betriebsimmobilie dar.

Von vorgenannten Ursachen sind insbesondere Spezial- oder Betreiberimmobilien, wie Hotels, Pflegeeinrichtung oder Schwerindustrie aufgrund ihrer eingeschränkten Nutzung bei meist erhöhten bautechnischen Anforderungen und einseitiger Abnutzung überproportional betroffen, so dass sich die rechtzeitige kritische Auseinandersetzung mit der Zukunft einer solchen Betriebsimmobilie fast zwingend aufdrängt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sowohl Veränderungen im Geschäftsmodell als auch Faktoren, die ursächlich der Immobilie zuzurechnen sind, zu einer Wertanpassung führen. Dies kann auch eine Chance zur Hebung von Wertreserven beinhalten.

Handlungsmöglichkeiten

1. Abschöpfung, Verkauf, Abriss

Als passive Verwertungsstrategien werden Abschöpfung sowie Veräußerung bezeichnet, da inhalts- oder strukturverändernde bautechnische Maßnahmen an obsoleten Betreiberimmobilien nicht mehr durchgeführt werden.

Abschöpfung, meist in Form der Zwischennutzung, dient als Instrument zur Überbrückung oder zum Hinausschieben einer finalen Entscheidung für den Unternehmer bei nicht zu vernachlässigendem Umbauaufwand zu weiterer, wenn auch geringerer, cf-Generierung. Für den Gläubiger hingegen führt dies zu einer Gefährdung des nachhaltigen Kapitaldienstes, einer Abnahme des Sicherheitenwertes und einem Anwachsen des Sanierungsstaus.

Ein schneller Verkauf erfolgt hingegen bei eingeschränkter Marktfähigkeit der Immobilie infolge reduzierter qualitativer Eigenschaften, defizitärer Lage oder auch überdimensionaler Grundstücksgrößen. Eine heute übliche technische Due Diligence führt zur groß-

zügigen Berücksichtigung des Sanierungsaufwandes bei der Kaufpreisfindung durch den Erwerber. Durch einen eingeschränkten Käuferkreis werden der Verkaufsprozess erschwert, Kaufpreiserwartungen unter- und der zeitliche Horizont überschritten. Altlastenthematiken führen überdies zu weiteren erheblichen Abschlägen bzw. der Verpflichtung von Haftungsübernahmen.

Soweit Betriebsimmobilien mit Leerstand behaftet sind, steht am Ende allzu oft ein Kaufpreis, der sich aus Bodenwert abzüglich Abrisskosten errechnet.

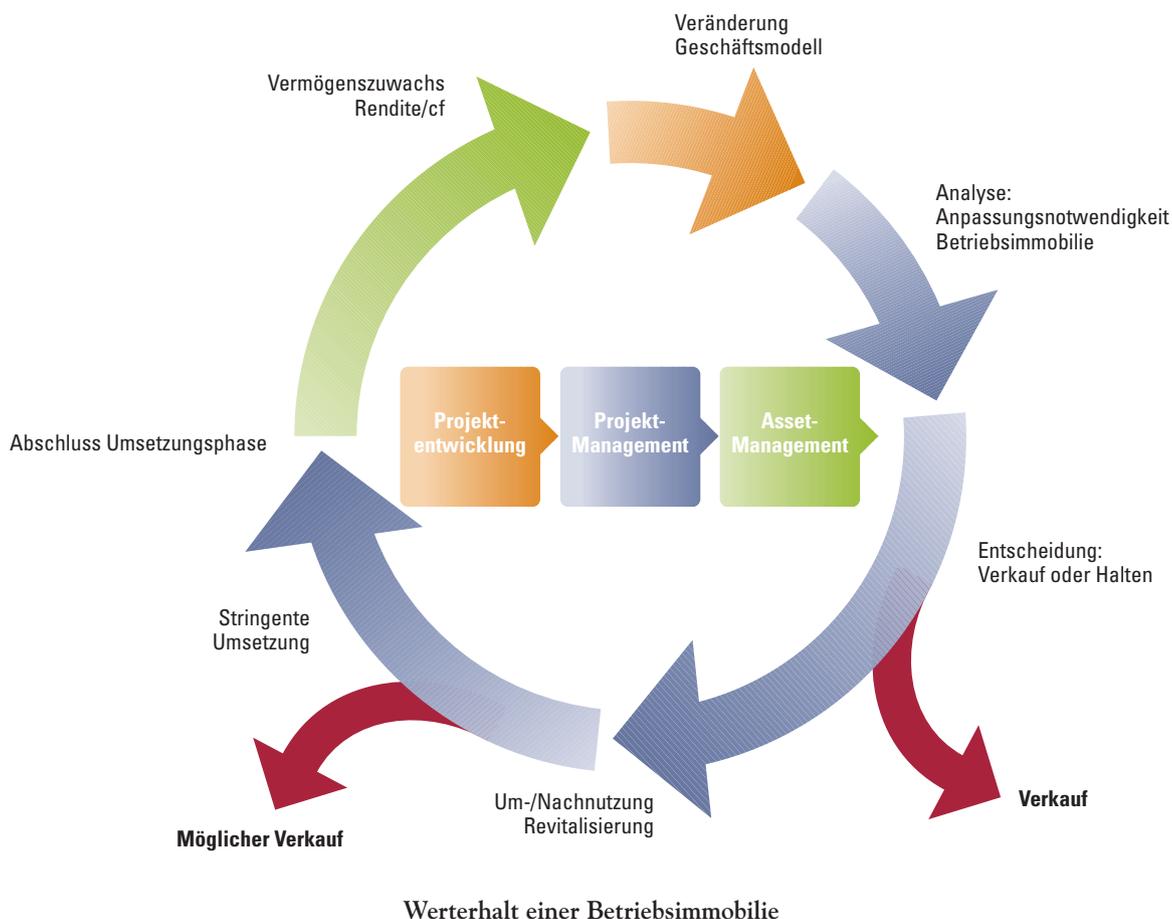
Darüber hinaus können bei einem schnellen Verkauf übliche Marktzyklen nicht berücksichtigt werden. Die Erfahrung zeigt auch, dass anfallende Transaktionskosten in Form von Wertgutachten und Maklerkosten selten hinreichend berücksichtigt werden. Nicht zuletzt führt ein Verkauf meist zur Aufdeckung stiller Reserven und somit zu steuerlichen Belastungen, welche jedenfalls bei Fortführung der Unternehmung auch den Gläubiger tangieren könnte.

Insbesondere bei Objekten niedriger baulicher Qualitäten oder Spezialimmobilien wird alternativ der Abriss und Neubau erwogen. Ungeachtet einer Vernichtung von Sachwerten werden hierbei oft die Kosten des Abrisses, insbesondere für die Entsorgung der Baustoffe unter Berücksichtigung sich stetig verschärfender gesetzlicher Vorgaben oft nicht hinreichend eingepreist. Selbiges gilt für den Zeitfaktor sowie den zwangsläufig vollständig versiegenden Cashflow. Gänzlich unbeachtet bleibt hier der jedenfalls eintretende Verlust eines Bestandschutzes, welcher erhebliche Einschränkungen in der Bebaubarkeit und Nutzung des Grundstückes, aber auch erhöhte technische Anforderungen, z. B. an den Brandschutz, im Objekt mit sich zieht.

Als Resümee zeigt sich, dass bei einem erforderlichen Verkauf viele wertbeeinflussende Faktoren zu berücksichtigen sind. Vom Verkäufer sollten jedenfalls Festpreisangebote für Reparaturen oder Abriss von Fachfirmen eingeholt werden, um Kaufpreisreduzierungsansprüchen entgegenzuwirken. Erste Projektideen zur Nachnutzung unter Berücksichtigung von Baurecht und Wirtschaftlichkeit steigern die Verkaufsattraktivität und erleichtern eine zielgerichtete, zeitsparende Investorensuche. Steuerrechtliche Auswirkungen eines Verkaufs sind vorab zu prüfen. Diese inhaltlichen und koordinierenden Aufgaben sind von Experten besser zu erledigen als vom Unternehmen, dessen Kernkompetenz den strategischen und operativen Bereich umfasst.

2. Revitalisierung

Vorab ist auch hier auszuführen, dass der Unterneh-



mer bei der Entscheidung zur Revitalisierung einer Betriebsimmobilie sich auf eine für ihn bisher unbekannt unternehmerische Ebene begibt. Nutzungsalternativen und Entwicklungspotenziale, aber auch Finanzierungs-, Kosten-, Termin- sowie Leerstandsrisiko sind hinreichend zu analysieren und zu beurteilen, so dass sich bereits in der Entscheidungsfindung hierzu die Einschaltung von Fachleuten ebenso wie die gegebenenfalls erforderliche Einbindung der Gläubiger empfiehlt.

a) Analyse

Vor jeder Entscheidung zum weiteren Umgang mit einer (ehemaligen) Betriebsimmobilie bedarf es einer detaillierten Analyse. Hierbei ist die Mikro- und Makrolage des Standortes, der Bedarf vor Ort, aber auch der Wettbewerb sowie aktuelle Bautätigkeiten nebst Umfang von Leerstandsflächen zu untersuchen.

Dies sollte jedoch in einem ständigen Wechselspiel mit den Nutzungsmöglichkeiten der Immobilie selbst erfolgen. Insoweit spielt die Feststellung der tatsächlichen rechtlichen Gegebenheiten, die Eruiierung der öffentlich-rechtlichen Möglichkeiten unter bestmöglichem Erhalt und Ausnutzung des Bestandsschutzes gepaart

mit umfassendem rechtlichem Urteilsvermögen für eine Durchsetzbarkeit die entscheidende Rolle.

Ebenso sind neben Grundbuch und Bauleitplanung sämtliche privat- und öffentlich-rechtlichen Vereinbarungen sowie Vorgaben wie Standort- oder Zentrenkonzepte zu berücksichtigen und kreative Lösungen hinsichtlich alternativer Nutzungen unter Berücksichtigung der Vorgaben zu entwickeln. Auch zivilrechtliche Gegebenheiten in Form komplexer Eigentumsverhältnisse (Teil- oder Wohneigentum, Gesamthandvermögen oder Erbbaurechte) stellen auf den ersten Blick vermeintliche Beschränkungen, jedoch bei intensiver Betrachtung ggf. erhebliche Chancen für eine wertsteigernde Neuordnung dar.

Die sich hieraus ergebenden Möglichkeiten sind parallel zu einer detaillierten Gebäudeanalyse zu untersuchen. Auch hier ist die vorhandene technische Ausstattung, dabei insbesondere die Versorgung mit entsprechenden Medien (Strom, Wärme, Wasser usw.), und Luft- und Klimatechnik auch unter dem Aspekt der Verteilung im Objekt sowie Brand-, Schall- und Wärmeschutz sowie Kommunikationsmedien/IT-In-

frastruktur zu dokumentieren und mit den, sich aus vorgenannter Konzeption ergebenden Möglichkeiten abzugleichen.

Unter Berücksichtigung des Nutzungskonzeptes ist eine entsprechende Wirtschaftlichkeitsanalyse vorzunehmen. Hierbei ist aus hinreichender Erfahrung darauf hinzuweisen, dass diese auch im Rahmen der Umsetzung eine ständige neuerliche Validierung erfordert. Insbesondere unter Nutzen-/Kostenaspekten ist hierbei das Ziel eine höchstmögliche Nutzungsflexibilität zu gewährleisten. Nur hierdurch kann eine Nachhaltigkeit der Revitalisierung einerseits und eine höchstmögliche Flexibilität andererseits im Rahmen der Umsetzung des Konzeptes erhalten bleiben.

b) Umsetzung

Im Rahmen der Umsetzung der Revitalisierung ist wiederum eine Entscheidung zu treffen, was das Unternehmen unter Berücksichtigung von zeitlichen und fachlichen Aspekten selbst leisten will und kann. Jedenfalls empfiehlt sich eine Teilvergabe der Bearbeitung von sich ergebenden Problemkreisen an bewanderte Spezialisten. So ist ein Architekt oder Statiker unstrittig für die Beurteilung der Bausubstanz und die räumliche Neuaufteilung unerlässlich. Die Nutzungsänderung im Bestand eröffnet jedoch Möglichkeiten, verbunden aber auch mit Risiken, bei Anpassung von Brandschutz, Raumklima und Lüftungstechnik usw., welche immer von auf Bestandsimmobilien spezialisierten Fachplanern begleitet werden sollten. Die Koordination dieser Aspekte durch Projektverantwortliche mit Weitblick ist für den Erfolg im Ganzen aber unerlässlich.

Der Erfolg der Revitalisierung hängt grundsätzlich von der Einhaltung festgelegter Planungsvorgaben und Kostenbudgets ab. Unvorhersehbares im Bestand der Immobilie erfordert jedoch ständige Überprüfung und Anpassung, so dass bereits die Auswahl der externen Partner für den späteren Erfolg maßgeblich ist. Insofern ist die Beauftragung von Fachleuten mit entsprechendem Netzwerk und Erfahrung für eine umfassende Bearbeitung hilfreich und fördert bei Unternehmer wie Gläubiger für die Begleitung notwendiges Vertrauen.

Weiter ist auch im Rahmen der Revitalisierung jedwede Möglichkeit zum Erhalt eines Cashflows gegebenenfalls durch (teilweise) Zwischennutzungen zu ergreifen.

Sollten sich während der Umsetzungsphase bereits nachweisbar Wertsteigerungspotenziale wie z. B. die erlangte Erweiterung von Baurecht oder Beseitigung von Veräußerungshindernissen abzeichnen, erfordert

dies Flexibilität und das Erkennen von Möglichkeiten zu einem vorzeitigen Verkauf bei Abwägung zwischen Wertsteigerung und ersparten Aufwendungen.

Als bewährtes Instrument für ein gutes Gelingen einer Umsetzungsphase hat sich gerade bei größeren Projekten auch ein gemeinsamer „Workshop“ zwischen Vertretern des Unternehmens und Externen erwiesen. So kann vorhandenes Wissen des Unternehmens bestens eingebunden werden. Auch steigert dies die erforderliche Unterstützung und Akzeptanz für den anstehenden Prozess.

Resümee

Die Erfolgsfaktoren zur Sicherung der Refinanzierung oder des Recovery einer Betriebsimmobilie sind aus unserer Erfahrung

- das rechtzeitige Erkennen notwendiger Anpassungsmaßnahmen.
- die Beachtung juristischer, wirtschaftlicher und technischer Problemstellungen.
- die sorgfältige Analyse der Ausgangssituation.
- die Erstellung eines Handlungskonzeptes mit sämtlichen Parametern.
- die frühzeitige Einbindung von Experten, insbesondere zur Projektsteuerung.
- die offene Kommunikation mit Beteiligten im Unternehmen und auf Gläubigerseite.

Auf diese Weise können notwendige Veränderungsprozesse mit kalkulierbaren Risiken angegangen und somit Chancen genutzt werden, um Wertpotenziale in Betriebsimmobilien zu heben.

Weiterführende Literatur:

- *Schriften zur Immobilienökonomie, Band 39*
Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte,
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel
- *Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. und erw. Aufl., Köln 2004*
Schäfers, Wolfgang (2004): *Strategische Ausrichtung im Immobilien-Management*
- „*Immobilienmanagement*“
Herausgeber Stephan Kippes und Erwin Sailer
Richard Boorberg Verlag GmbH & Co. KG, 2005
- „*Schnelleinstieg Immobilienbewirtschaftung, Vom Mietvertrag bis zum Reparaturmanagement*“
Prof. Dr. Michaela Hellerfort, Haufe-Lexware GmbH & Co. KG,
1. Auflage, 2014



Bernhard Bader
Geschäftsführer

COMINDO Creditmanagement GmbH
Oskar-von-Miller-Ring 34–36
80333 München

Telefon 089 232 391 8 0
Fax: 089 232 391 8 60
E-Mail info@comindo.de
Internet www.comindo.de



Dierk Moreth
Geschäftsführer

COMINDO Creditmanagement GmbH
Oskar-von-Miller-Ring 34–36
80333 München

Telefon 089 232 391 8 0
Fax: 089 232 391 8 60
E-Mail info@comindo.de
Internet www.comindo.de

Geeignete Gesellschafts- und Gesellschafterstrukturen als Voraussetzung für eine nachhaltige Refinanzierung

Robert Hörtnagl

Gesellschafts- und Gesellschafterstruktur als Entscheidungsparameter

Wer Geld verleiht, muss die Zahlungsfähigkeit des Schuldners einschätzen. Für die Unternehmensfinanzierung bedeutet dies, dass die Geldgeber beurteilen wollen und aufgrund der rechtlichen und zunehmend internen Regularien meist auch beurteilen müssen, ob das Unternehmen voraussichtlich nachhaltig den Kapitaldienst erfüllen kann bzw. eine attraktive Wertentwicklung erwartet werden kann. Hierzu wird auch die Gesellschafts- und Gesellschafterstruktur geprüft. Klug handelt, wer dies bereits vor einem konkreten Finanzierungsprojekt beachtet, um dann Zeit zu sparen und von Anfang an Vertrauen zu gewinnen.

Unternehmensnachfolge als Element der Risikoversorge

Gesellschafter können die Gesellschaft fördern, aber genauso gut lahmlegen. Geldgeber achten daher zunehmend auf die Zusammensetzung der Gesellschafter, und zwar sowohl auf die aktuelle als auch auf die absehbar künftige Struktur. Essenziell ist, ob aus der Gesellschafterstruktur Risiken für das Unternehmen selbst resultieren. Typische Fragestellungen in diesem Zusammenhang sind: Ist die Unternehmensnachfolge geregelt? Sind die (potentiellen) Nachfolger künftig Nur-Gesellschafter oder auch geschäftsführend tätig? Wenn nicht: Besteht ein leistungsfähiges Fremdmanagement? Sind Geschwister abzufinden, oder drohen gar Pflichtteilsansprüche, die aus der Unternehmenssubstanz zu erfüllen sind? Das Thema Unternehmensnachfolge sollte nicht nur für den Unternehmer selbst große Bedeutung haben, es interessiert auch Investoren und Kreditgeber. Bei der Nachfolgeregelung sind indes nicht nur mannigfaltige rechtliche und steuerliche Aspekte, sondern auch viele betriebswirtschaftliche und organisatorische Fragen zu klären. Der Unternehmer ist gut beraten, dies frühzeitig zu regeln, da anderenfalls notwendige Refinanzierungen verzögert werden oder im schlimmsten Fall scheitern. Dies gilt übrigens nicht

nur für Unternehmer im fortgeschrittenen Alter. Ein Notfallszenario, welche Auswirkungen der plötzliche Tod oder die lang anhaltende gesundheitliche Einschränkung wesentlicher Gesellschafter/Geschäftsführer hätte, sollte von Zeit zu Zeit durchdacht werden. Schlüsselfragen in diesem Zusammenhang betreffen die testamentarischen Vorkehrungen und das Vorliegen ausreichender Vollmachten.

Gesellschaftsvertrag als Schnittstelle zwischen Gesellschafter und Gesellschaft

Bei Familienunternehmen mit tätigen und nichttätigen Gesellschaftern, die zudem vielfach mehreren Generationen angehören, ist der Gesellschaftsvertrag überragend bedeutsam. Er muss Vorkehrungen enthalten, um die Entscheidungsfähigkeit auf Gesellschafts- und Gesellschafterebene möglichst zu jedem Zeitpunkt zu gewährleisten. Hier ist an Sonderrechte auf Geschäftsführung, Stimmbündelung innerhalb von Familienstämmen, Schaffung von (übertragbaren?) Anteilen mit erhöhter Stimmkraft oder speziellen Rechten bei Patt-Situationen zu denken. Gerade mittels Sonderrechten kann vielfach ein Ausgleich zwischen dem Interesse an einer fairen Vermögensverteilung unter mehreren Abkömmlingen und der Notwendigkeit, einem Kind eine unternehmerisch stärkere Rolle einzuräumen, erreicht werden. Eine wesentliche Strukturfrage ist auch, ob neben der Geschäftsführung und der Gesellschafterversammlung ein weiteres Gremium (Aufsichtsrat, Beirat, Gesellschafterausschuss etc.) eingerichtet werden soll, das gegebenenfalls auch wesentliche Gesellschafteraufgaben übernimmt. Schließlich sollte jeder gute Gesellschaftsvertrag Regelungen zur Mindestausschüttung und zur Abfindung von ausscheidenden Gesellschaftern enthalten, die im rechtlich zulässigen Umfang die Interessen des Unternehmens (und damit auch der Finanzierungspartner) schützen. Ein häufiger Fehler ist, dass die tätigen Gesellschafter die berechtigten Renditeansprüche der anderen Gesellschafter nicht ausreichend würdigen. Damit ist

Streit vorprogrammiert. Auch hier gilt: Zeitdruck ist kein guter Ratgeber. Gesellschaftsverträge müssen diskutiert werden, damit sie verstanden und in der Folge akzeptiert werden.

Rechtsformfragen und Steuersätze

Eine grundlegende Strukturfrage betrifft die geeignete Rechtsform für das unternehmerische Engagement. Zivilrechtliche Anforderungen wie etwa Haftungsbeschränkung, Leitung durch Fremdmanager, Verhinderung unkontrollierter Verkäufe, Beschränkung der erbrechtlichen Nachfolge oder Reduzierung der Abfindungshöhe lassen sich aufgrund der weitgehend geltenden Vertragsfreiheit bei allen Rechtsformen erfüllen. Impulse für Rechtsformüberlegungen resultieren daher neben arbeits- und mitbestimmungsrechtlichen Gesichtspunkten hauptsächlich aus dem Steuerrecht. Hierzulande ist die GmbH & Co. KG immer noch sehr verbreitet, obwohl ihr größter Vorteil der deutlich günstigeren Bewertung für die Erbschaftsteuer bereits seit 2009 weggefallen ist. Unternehmen, die größere Teile der laufenden Gewinne nicht ausschütten, sondern reinvestieren, sind als Kapitalgesellschaft (insbesondere AG und GmbH) deutlich besser gestellt. Denn Gewinne einer Kapitalgesellschaft werden – abhängig vom Gewerbesteuerhebesatz – mit ca. 26-32 % besteuert, während bei Personengesellschaften der Spitzensteuersatz der Gesellschafter (vielfach 48 % zuzüglich Kirchensteuer) maßgeblich ist und möglicherweise noch ein Gewerbesteuerüberhang besteht. Aus Finanzierungssicht gilt indes die einfache Erkenntnis, dass gesparte Steuern unmittelbar für den Kapitaldienst eingesetzt werden können. Nicht unerwähnt dürfen die Vorteile bei Veräußerungsgewinnen und Dividendenausschüttungen bleiben. So sind Gewinne von Kapitalgesellschaften aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften praktisch steuerfrei. Entsprechendes gilt für Dividendenzahlungen an Kapitalgesellschaften, wenn gewisse Schwellenwerte überschritten sind.

Klare Gesellschaftsstrukturen

Der Warren Buffet zugeschriebene Ausspruch „Investiere nur in eine Aktie, deren Geschäft du auch verstehst“ gilt sinngemäß auch für die Gesellschaftsstrukturen. Unübersichtliche, vielfach historisch gewachsene Strukturen können den Entscheidungsprozess von Geldgebern sehr belasten. Es sollte von Zeit zu Zeit überprüft werden, ob der äußere Rahmen noch den betriebswirtschaftlichen Anforderungen genügt. So sollten inländische Geschäftsbereiche nur bei Vorliegen besonderer Gründe (etwa Haftungsbeschränkung, Erreichen gewisser Schwellenwerte etc.) auf verschiedene Gesellschaften aufgeteilt werden. Eine Teilung nach verschiedenen Sparten macht hingegen vielfach Sinn,

etwa um eindeutige Führungs- und Finanzierungsverantwortungen zu definieren. Eine Optimierung von Strukturen kann durch Umwandlungen (Verschmelzungen, Spaltungen oder Einbringungen) erreicht werden, die nicht nur zivilrechtlich komfortabel, sondern größtenteils auch steuerneutral durchführbar sind. Seit einigen Jahren sind in der EU auch grenzüberschreitende Umwandlungen auf einer gesicherten rechtlichen Grundlage möglich. All diese Maßnahmen müssen indes nicht nur sorgfältig vorbereitet werden, vielfach müssen auch frühere Umwandlungen, die steuerliche Behaltensfristen ausgelöst haben, beachtet werden. Auch hier gilt: Je früher, desto besser.

Maßnahmen zur Verbesserung der Kapitaldienstfähigkeit

Fremdmittel müssen verzinst und irgendwann zurückgezahlt werden. Die Gesellschaftsstruktur sollte daher idealerweise den Transfer von liquiden Mittel innerhalb der Unternehmensgruppe begünstigen. Ein wichtiges Ziel in diesem Zusammenhang ist etwa, im Ausland erwirtschaftete Gewinne ohne zusätzliche inländische Steuerbelastung auf die hiesigen Rechtsträger zu transferieren. Dies setzt auf den jeweiligen Staat zugeschnittene Gestaltungen voraus. Vielfach können Unterschiede der jeweiligen Qualifizierung der ausländischen Rechtsformen genutzt werden. Denn eine Entnahme ist keine Ausschüttung und daher nicht als Dividende zu versteuern. Wichtig ist auch die optimale Inanspruchnahme der jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) zwischen den Staaten. So ist ggf. das DBA des Staates A mit dem Staat B günstiger als dasjenige zwischen Deutschland und dem Staat B. Dann kann es vorteilhaft sein, die Beteiligung an der Gesellschaft im Staat B über eine Gesellschaft im Staat A zu halten. Ein wesentlicher Parameter ist ferner die Konzernsteuerquote. Diese bringt zum Ausdruck, welcher Steuer- und damit Liquiditätsbelastung der Gesamtgewinn des Konzerns ausgesetzt ist. Verbesserungspotenzial bietet hier die Nutzung von Steuergefällen mittels Verrechnungspreisen. Ziel muss es sein, Erlöse in niedrigbesteuerten und Aufwendungen in hochbesteuerten Ländern anfallen zu lassen. Wichtig ist auch die Vermeidung von „Verlustinseln“, die nicht mit positiven und damit steuerpflichtigen Einkünften verrechnet werden können. Im Inland bietet sich hierfür die Begründung von steuerlichen Organschaften an. Ausschüttungssperren aufgrund handels- oder gesellschaftsrechtlicher Restriktionen sind unbedingt zu vermeiden.



Robert Hörtnagl
Geschäftsführer

Dr. Kleeberg & Partner GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Augustenstraße 10
80333 München

Telefon 089 559 83 234
Telefax 089 559 83 280
E-Mail robert.hoertnagl@kleeberg.de
Internet www.kleeberg.de

Wie die Digitalisierung die Unternehmensfinanzierung verändern wird

Christian Groschupp

Die aktuelle Diskussion im Zusammenhang mit den Auswirkungen der Digitalisierung auf die Finanzwelt fokussiert sich fast ausschließlich auf die sogenannten Fintechs und deren Bedrohung für die Geschäftsmodelle des klassischen Bankensektors. Die Frage nach den konkreten Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung und deren Spielregeln bleibt noch weitestgehend im Dunkeln. Die Spezialisten im W&P Competence Center Finance bringen hier Licht in das Dunkel der Finanzierung.

Fintechs – Revolutionierung des Kreditmarktes?

Es scheint so, dass die Fintechs angetreten sind die gesamte Finanzbranche zu revolutionieren. Crowdfunding, Peer to Peer, Kreditplattformen und Online Direct Lending sind nur einige der Schlagwörter, die dem Bankensektor scheinbar schlaflose Nächte bereiten.

Die Geschäftsmodelle der Fintechs zielen bislang vorwiegend auf das Privatkundensegment ab, speziell in den Bereichen Finanzanlage und Zahlungsmittelverkehr. Hier soll sich der Marktanteil der neuen Geschäftsmodelle schon im zweistelligen Bereich bewegen.

Es gibt kritische Stimmen aus dem Bankensektor, die den Geschäftsbereich des Zahlungsmittelverkehrs bereits als verloren ansehen. Dem Segment des digitalen Direct Lending, also sämtliches bankenunabhängiges Kreditgeschäft welches über Online-Plattformen abgewickelt wird, wird ein enormes Wachstum vorausgesagt, wobei rund ein Drittel auf den KMU-Sektor entfällt.

Liegt also hierin die digitale Revolution in der Unternehmensfinanzierung: Neue Player auf dem Markt für kleinvolumiges Kreditgeschäft, die vorwiegend eine Vermittlerrolle einnehmen und für die Kunden die Preistransparenz erhöhen und die Transaktionskosten senken?

Digitalisierung verändert nachhaltig Investitionsstruktur und Investitionsverhalten

Die Struktur digitaler Investitionen unterscheidet sich deutlich von klassischen Investitionen in Anlagen und

Ausrüstungen. Der Investitionsschwerpunkt verschiebt sich in Richtung investiver Kosten und immaterieller Wirtschaftsgüter, v. a. in den Aufbau und die Qualifizierung von Fachkräften, in Software und Vernetzung. Diese Entwicklung ist heute schon längst Realität geworden. Während die Investitionsquote in Deutschland seit nunmehr zehn Jahren tendenziell rückläufig ist, wachsen die Investitionen in geistiges Eigentum seit 2010 kontinuierlich an. Dabei wird sich nicht nur die Investitionsstruktur weiter verändern, die Digitalisierung führt auch zu tendenziell kleineren Investitionssummen, dafür erhöhen sich die Investitionszyklen.

Die wenigsten Unternehmen können auf langjährige Erfahrungen in der Umsetzung von Digitalisierungsvorhaben zurückblicken. Die Erfolgsaussichten, Amortisationszeiten und der ROI sind ungewiss oder zumindest risikobehafteter als bei herkömmlichen Investitionen. Die Digitalisierung muss daher langfristig finanziert werden, digitale Investitionen eignen sich aber gerade nicht für eine Besicherung von langfristigen Krediten. Laut einer KfW-Studie werden in Deutschland Ausgaben für die Digitalisierung zu 77 % über den Cashflow finanziert.

Vor welchen Herausforderungen sehen sich klassische Fremdkapitalgeber in diesem Zusammenhang? Der Anteil nicht bilanzieller „Investitionen“ steigt stark an, die Asset- und Sicherheitenbasis reduziert sich hingegen. Diese Art von Investitionen lässt sich aus dem Blickwinkel von Banken und Sparkassen nur schwer bewerten und fast überhaupt nicht zur Besicherung heranziehen.

Gleichzeitig steigt der Finanzbedarf für Investitionen bei längeren Amortisationszeiten der Vorhaben, was zu einer Abschwächung der Ertragskraft, einer sinkenden Eigenkapitalquote und einer Reduzierung des Verschuldungspotenzials führt. Die herkömmlichen Ratingmethoden geraten zunehmend unter Druck. Die Digitalisierung verlangt erheblich höhere Anforderungen an die Beurteilung von Investitionsvorhaben und Geschäftsmodellen – auch was traditionelle Branchen anbelangt.

Konsequente Digitalisierung im Wertschöpfungsprozess reduziert den Finanzbedarf

Wenn Unternehmen im Wertschöpfungsprozess große Datenmengen erfassen und intelligent in Echtzeit verarbeiten, Aufträge und Maschinen miteinander vernetzen sowie die interne und externe Lieferkette automatisiert steuern, so hat dies letztlich auch Auswirkungen auf die Mittelbindung im Unternehmen. Einige Praxisbeispiele zum Einsatz digitaler Instrumente verdeutlichen dies:

- **Predictive Analytics:** Bessere Prognosefähigkeit für einen Skihersteller durch intelligente Analysen von Wetter-, Schnee- und Kundendaten – die Bedarfsvorhersage wurde um ca. 50% genauer, außerdem 30% weniger Leerlaufzeit in der Produktion.
- **End2End-Vernetzung:** Smarte Vernetzung von Produkten und Maschinen eines Herstellers von Antriebstechnik aufgrund der Kundenwünsche nach kürzeren Vorlaufzeiten und kleineren Bestellgrößen – Reduzierung der Lagerbestände um 20% bei gleichzeitiger Erhöhung der Lieferfähigkeit.
- **Predictive Maintenance:** Höhere Verfügbarkeit und Gesamtanlageneffizienz der Produktionsanlagen eines Papierproduzenten – Reduzierung von ungeplanten Produktionsstillständen, Abbau von Sicherheitsbeständen um 10-15%.
- **Collaborative Planning:** Gemeinsame Nutzung von Big Data und Predictive Analytics über mehrere Wertschöpfungsstufen hinweg in der Bauzulieferindustrie – Pilotprojekt zur Bedarfsermittlung und -abstimmung in einem zyklischen Geschäftssegment mit der Zielsetzung der Bestandsreduzierung von 10%

Die konsequente Umsetzung der Digitalisierung über die gesamte Supply Chain führt zwangsläufig zu einem rückläufigen Betriebsmittelbedarf. Aufgrund der unternehmensübergreifenden Verzahnung der Wertschöpfungsketten fragen sich die Betriebsmittelfinanzierer: Wo genau befinden sich eigentlich gerade meine sicherungsübereigneten Waren, ist im Sicherheitsfall überhaupt noch der Zugriff auf die Waren gewährleistet? In vernetzten Lieferketten verlieren die klassischen Sicherungsgüter an Bedeutung.

Neue Erlösmodelle verändern den Cashflow innerhalb der Wertkette

Zu wirklich disruptiven Veränderungen von Geschäftsmodellen und deren Finanzierung führt aber erst die konsequente Anwendung des Everything-as-a-Service-

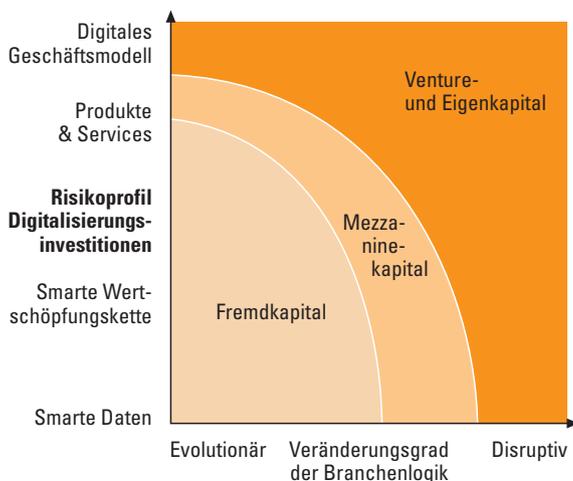


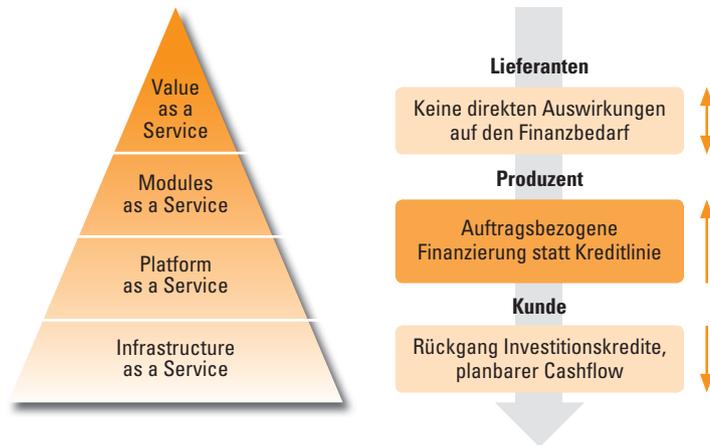
Ansatzes. Produkte, Dienste, Infrastruktur bis hin zu menschlicher Intelligenz werden als Service angeboten.

- **Power-by-the-Hour-Modelle:** Bezahlung Betriebsstunden inkl. Service statt Kauf oder Leasing von z. B. Flugzeugturbinen in der Luftfahrtindustrie.
- **Streaming-Angebote:** Bezahlung eines Nutzungsentgeltes statt Erwerb von z. B. Printprodukten, redaktionellen Inhalten und Musik über Online-Plattformen.

Solche neuen Erlösmodelle verändern den Cashflow und somit auch den Finanzbedarf innerhalb der Wertketten. Die Bezahlung von tatsächlichen Betriebsstunden statt dem Erwerb von Anlagegütern reduziert bei den Kunden den Investitionsbedarf und erhöht gleichzeitig die Planbarkeit des Cashflows. Bei den Anbietern hingegen steigt der Bedarf nach auftrags- bzw. projektbezogenen Finanzierungsinstrumenten.

Dabei sind nicht alle Digitalisierungsansätze für eine Fremdkapitalfinanzierung geeignet. Je disruptiver die Branchenmechanik durch die Digitalisierung verän-





Verschärfung der Regulatorik durch die Einführung von Basel IV werden die Banken unvermeidlich ihre herausragende Rolle in der Unternehmensfinanzierung verlieren. In Deutschland dominieren heute klassische Bankkredite, international wählen Unternehmen überwiegend bankenunabhängige Finanzierungsformen. Deutschland wird in diesem Zusammenhang eine „Amerikanisierung“ der Verhältnisse prophezeit. Die Digitalisierung forciert diese Angleichung an internationale Verhältnisse.

dert wird, beispielsweise durch den Einsatz neuer Technologien, und je ausgeprägter das Risikoprofil der Digitalisierungsstrategie selbst ist, desto eigenkapitalnäher muss die Finanzierung ausgestaltet werden.

Digitalisierung – Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung und deren Spielregeln?

Welche direkten und indirekten Auswirkungen wird nun die voranschreitende digitale Transformation auf die Rahmenbedingungen der Unternehmensfinanzierung haben?

1. Smarte Investitionen und neue Erlösmodelle fördern und erfordern angepasste bzw. neue Kredit- und Finanzierungsprodukte – die klassische Universalkreditlinie verliert zugunsten von speziellen Projekt- und Absatzfinanzierungen.

2. Sicherheiten und Asset-basierende Finanzierungsformen verlieren tendenziell an Bedeutung – entscheidend ist der (zukünftige) Cashflow und die Wettbewerbsfähigkeit des Geschäftsmodells.

3. Die Spreizung der Bonitäten und somit der Zugang zu (günstigem) Fremdkapital wird sich weiter deutlich verschärfen.

4. Ohne Anpassung der Ratingkriterien verlieren die klassischen Fremdkapitalgeber weiter Marktanteile an bankenunabhängige Finanzierer.

5. Das Finanzierungsvolumen wird perspektivisch sinken – die Niedrigzinsphase hält also weiter an

Vor dem Hintergrund der sich durch die Digitalisierung ändernden Anforderungen der Kunden und der sich abzeichnenden

Empfehlungen zur Finanzierung der Digitalisierungsstrategie

Was sollen Unternehmen bei der Finanzierung der digitalen Transformation beachten?

1. Verstehen Sie die Digitalisierung als langfristiges Investitionsvorhaben mit breitem Ressourcen-Input.

2. Ermitteln Sie den strukturellen Einfluss der Digitalisierung auf die GuV, Bilanz und die Cashflow-Ströme, stellen Sie einen digitalen Business Plan auf.

3. Machen Sie die strategische Wirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit Ihres Unternehmens „sichtbar“, insbesondere im Hinblick auf die Marktmechanik und den Lebenszyklus der Branche.

4. Wählen Sie ein risikoadäquates Finanzierungskonzept passend zur Digitalisierungsstrategie – je nachdem ob es sich um eine graduelle Weiterentwicklung oder radiale Erneuerung Ihres Geschäftsmodells handelt.

5. Implementieren Sie quantitative und qualitative Kriterien zur Erfolgsmessung der Digitalisierung nach dem Motto „Was man nicht messen kann, kann man nicht lenken“.

Die Digitalisierung erhöht die Anforderungen an das Verständnis einer geschäftsmodelladäquaten Finanzierung und des Financial Modeling. In Zeiten eines tiefgreifenden Strukturwandels gewinnen auch finanzstrategische Fragen aus der Perspektive der Gesellschafter an Bedeutung. Wo soll das liquide Eigenkapital sinnvollerweise allokiert werden, innerhalb oder außerhalb des operativen Geschäftes? Mit der Bündelung entsprechender Spezialisten im Competence Center Finance trägt W&P der Beantwortung dieser Herausforderungen Rechnung.



Christian Groschupp
Senior Manager
Competence Center Finance

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München

Telefon 089 286 23 117
Mobil 0160 745 18 58
Telefax 089 286 23 285
E-Mail groschupp@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Verliert die Hausbank ihre Vormachtstellung im Mittelstand?

Interview mit Dr. Stefan Schmittmann

Welchen Einfluss hätte die Einführung der verschärften Bankenregulierung wie Basel IV oder IFRS 9 auf die Bankenprofitabilität?

Dr. Schmittmann:

Die Regeln von Basel IV sind derzeit noch nicht verabschiedet. Das Baseler Komitee konnte sich nicht darauf einigen, ob der sogenannte Floor, also die Mindest-Eigenkapitalunterlegung von Krediten bei 75 % oder darunter festgesetzt werden soll. Die Entscheidung ist zunächst vertagt. In jedem Fall aber steigt durch Basel IV die erforderliche EK-Hinterlegung von Krediten weiter an.

IFRS 9 birgt für die Banken die Gefahr, dass sich in Zeiten einer sich abschwächenden Konjunktur die EK-Anforderungen sprunghaft erhöhen – v. a. für längerfristige Kredite. Das macht sie unattraktiv für Banken, v. a. wenn sie unbesichert sind.

Halten Sie die Verschärfung der Bankenregulierung denn überhaupt für gerechtfertigt?

Dr. Schmittmann:

Nur in wenigen Bereichen. Beispielsweise werden Ratings für Staatsanleihen oder Banken derzeit auf Basis historischer Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt, was zurecht mit Skepsis betrachtet werden muss. Einen Kapitalfloor für Kreditgeschäft halte ich für kontraproduktiv, er benachteiligt gute Bonitäten und treibt Banken in höhere Risiken. Zudem ist er überflüssig, seine Funktion wird durch die Leverage Ratio, also das Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme, wahrgenommen.

Sollte die Verschärfung kommen: Ist damit profitables Kreditgeschäft für die Banken zukünftig überhaupt noch möglich?

Dr. Schmittmann:

Das hängt letztlich davon ab, ob die erhöhte Eigenkapitalunterlegung durch Weitergabe höherer Zinsmargen an die Kreditnehmer ausgeglichen werden kann. An-

sonsten sinkt zwangsläufig die Eigenkapitalrentabilität der Banken noch weiter. Größere Unternehmen werden aber tendenziell versuchen auf den Kapitalmarkt auszuweichen. Dort ist genügend Liquidität vorhanden.

Welchen Einfluss hätte diese Entwicklung konkret auf die Unternehmensfinanzierung?

Dr. Schmittmann:

Durch IFRS 9 werden langfristige Kredite voraussichtlich teurer. Basel IV wird bei Derivaten wie Zinnsicherungsgeschäften und der Währungsabsicherung zu höheren Margen führen. Letzteres könnte insbesondere Unternehmen mit Exporten in Nicht-Euro-Länder treffen.

Sind „Schatten-Banken“, weil bislang weniger reguliert, automatisch die Gewinner?

Dr. Schmittmann:

Provokant gesagt: Ja, aber nur solange, bis die Nichtbanken auch entsprechend reguliert werden. Dies dürfte dann der Fall sein, wenn die ersten Kreditfonds in Schwierigkeiten geraten sind und die Politik reagieren muss. Denn eines darf nicht verkannt werden: Die Schatten-Banken setzen zwar vordergründig bilanziell Eigenkapital ein, aber dieses ist letztlich auch das Geld anderer Leute, wie z. B. von Lebensversicherungen oder Pensionskassen.

Wird der klassische Bankkredit seine dominierende Rolle in der Unternehmensfinanzierung in Deutschland verlieren, folgt eine „Amerikanisierung“ der Verhältnisse?“

Dr. Schmittmann:

Ein Stückchen weit wird sich die Finanzierung in Deutschland an die internationalen Verhältnisse möglicherweise angleichen. Aber Deutschland weist mit den starken mittelständischen Familienunternehmen eine grundsätzlich andere Wirtschaftsstruktur auf. In den USA gehen die Unternehmen tendenziell schon sehr früh an die Börse, dort schrecken die Unternehmen auch



vor den Informations- und Transparenzpflichten einer Kapitalmarktfinanzierung nicht zurück.

Deutsche Familienunternehmen sind hier deutlich zurückhaltender. Ich glaube, dass heute und morgen Hausbanken bei der Unternehmensfinanzierung eine wichtige Rolle spielen. Hierfür spricht auch, dass sich

mittelständische Unternehmen in Restrukturierungssituationen nicht unbedingt gerne mit anonymen Retail-Gläubigern, Hedgefonds oder anderen Kapitalmarktakteuren auseinandersetzen möchten. Der klassische Bankensektor ist in der Krise berechenbarer.

Wird also die Kreditvergabe für Unternehmen restriktiver?

Dr. Schmittmann:

Die Banken haben grundsätzlich weiterhin großen Appetit auf Kreditgeschäft. Für schwächere Bonitäten kann die Finanzierung teurer werden, aber sie wird weiterhin möglich sein.

Können Sie unseren mittelständischen Kunden in diesem Zusammenhang einen Ratschlag bezüglich der zukünftigen Ausrichtung ihrer Finanzierungsstruktur geben?

Dr. Schmittmann:

Die Hausbank sollte auch weiterhin eine wichtige Funktion in der Unternehmensfinanzierung einnehmen. Es gelten aber die gleichen Spielregeln wie bei jedem anderen Lieferanten: Wenn er nachhaltig kein Geld verdienen kann, dann führt das früher oder später zu einem Problem. Das gilt natürlich auch für Banken. Deshalb sollten Unternehmen nicht nur auf die Optimierung der Basispunkte setzen, sondern den Banken die Möglichkeit geben, faire Erträge zu erwirtschaften. Konkret würde ich Unternehmen jetzt empfehlen, ihren Liquiditätsbedarf möglichst langfristig zu finanzieren. Viel günstigere Konditionen als aktuell werden wir zukünftig nicht mehr sehen.

Ganz herzlichen Dank für das Gespräch!



Dr. Stefan Schmittmann, Jahrgang 1956, ist als Aufsichts- und Beirat in verschiedenen Unternehmen sowie als freier Berater, u. a. als Of Counsel bei der Insolvenzrechtskanzlei Schultze & Braun tätig. Er kennt das Bankgeschäft von der Pike auf und zwar sowohl aus Vertriebs- als auch aus Kreditsicht. Nach dem Abitur in München studierte er an der Hochschule St. Gallen Wirtschaftswissenschaften, war dort am Lehr-

stuhl für Bankwirtschaft als wissenschaftlicher Mitarbeiter und auf Projektbasis für verschiedene schweizerische Banken tätig. 1986 wurde er mit einer Arbeit zum Management multinationaler Banken zum Dr. oec. promoviert. Er startete im gleichen Jahr seine Bankkarriere bei der Bayerischen Vereinsbank. Hier übernahm er unterschiedliche Leitungsfunktionen, vornehmlich im Firmenkunden- und Kreditgeschäft sowie im Controlling. 2004 wurde er Sprecher des Vorstands der Vereins- und Westbank, Hamburg, und in 2006 wurde er mit Zuständigkeit für das Firmen- und Immobiliengeschäft in den Vorstand der HypoVereinsbank bestellt. Von 2008 bis 2015 war er Vorstand der Commerzbank, überwiegend als Chief Risk Officer. Erfahrungen mit der Abwicklung von Banken sammelte er als langjähriger Aufsichtsratsvorsitzender der Eurohypo, im Rahmen der Abwicklung des Schiffsfinanzierungsportfolios der Commerzbank sowie als Aufsichtsrat und Leiter des Prüfungsausschusses der HETA Asset Resolution, Klagenfurt.

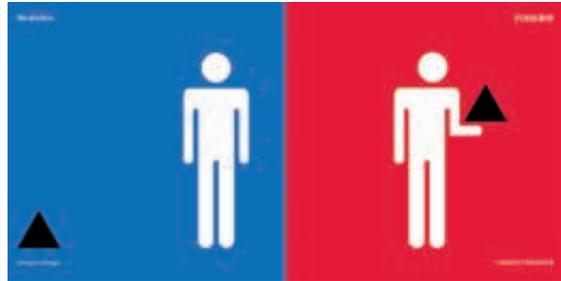
Restrukturierung auf Chinesisch – ein Weg entsteht, wenn man ihn geht

Nils Möller/Shuwen Bian

Die deutsche Unternehmenslandschaft kommt durch das große Interesse von chinesischen Unternehmen an Beteiligungen und Übernahmen in Bewegung. Bei deutschen Unternehmen, die bereits von Chinesen übernommen worden sind, stehen viele Fragen im Vordergrund. Welche Ziele verfolgen die neuen Gesellschafter? Wie schaut die langfristige Strategie aus? Werden wir unsere Unabhängigkeit verlieren? Wird man unsere Produktion nach China verlagern und uns unsere Technologien wegnehmen? Wir waren nicht profitabel in den letzten Jahren und sind in eine Schiefelage geraten, wie wird man uns wieder fit machen?

Von deutscher Seite her ist man gewöhnt, dass erst die Strategie festgelegt wird und Maßnahmen definiert werden und dann eine entsprechende Umsetzung erfolgt. An dieser Vorgehensweise hält man konsequent fest, bis sich die Rahmenbedingungen so grundlegend geändert haben, dass eine Änderung der Strategie und der Maßnahmen notwendig wird. Chinesische Unternehmen und insbesondere Privatunternehmen hingegen genießen in China nicht die gleiche Planungssicherheit wie in Deutschland. Deswegen versuchen chinesische Privatunternehmer bei Unternehmensentwicklungen in China relativ kurze Amortisationszeiten zu erzielen und können daher nicht an einem vorher festgelegten Plan mit den daraus abgeleiteten Maßnahmen so konsequent festhalten wie vergleichbare deutsche Unternehmen. Diese Investitionsstrategie führte in der Vergangenheit oft zu dem Ergebnis, dass Umsatz zu Lasten von Qualität im chinesischen Markt erzielt worden war. Die Unternehmen wuchsen stark, aber es konnten keine nachhaltigen Strukturen für die Produktion von Qualitätsprodukten aufgebaut werden.

Aus diesem Grund sind chinesische Unternehmer oft motiviert deutsche Unternehmen mit bekannten Markenprodukten und etablierten Qualitätsmanagementprozessen zu kaufen. Mit dem Kauf eines deutschen Unternehmens erhofft sich der Investor, den Zugang zum Qualitätssegment zu bekommen sowie einen Eintritt in den europäischen Markt. Daher gewährt er der deutschen Tochter große operative Freiheit.



(„Neuheiten“ ©Yang Liu/Verlag Hermann Schmidt)

Was bedeutet das für die Restrukturierung von deutschen Unternehmen, die von chinesischen Investoren übernommen worden sind?

1. Eine klar formulierte Strategie, wenn überhaupt vorhanden, ist eher als Marschrichtung denn als die Marschroute zu verstehen. Frei nach dem chinesischen Sprichwort „Ein Weg entsteht, wenn man ihn geht.“
2. Das übernommene Unternehmen ist ein Lernobjekt.
3. Um die Vorgaben der Muttergesellschaft zu erreichen, hat das Unternehmen große operative Freiheitsgrade.

Dieses Vorgehen wird nun anhand eines fiktiven Beispiels erläutert.

Das traditionsreiche familiengeführte deutsche Maschinenbauunternehmen X befindet sich in einer Schiefelage. Es sucht nach einem Partner, mit dem es kurzfristig die Liquiditätssituation verbessern und mittelfristig neue Absatzmärkte erschließen kann. Der chinesische Konzern Y, ein ehemaliges sanierungsfälliges Staatsunternehmen aus der Küstenprovinz Zhejiang, wurde von seinem ehemaligen Geschäftsführer Herrn Li im Zuge der Privatisierung von Staatsunternehmen in den 1990er Jahren übernommen. Er hat das Unternehmen in den letzten Jahrzehnten durch harte Arbeit und guten Geschäftssinn erfolgreich aufgebaut.

Der heftige Wettbewerb in China und die sich abwärts drehende Preisspirale aufgrund von Überkapazitäten hat ihn dazu veranlasst seine Strategie zu überdenken. Er sucht nach einem Partner in Europa, mit bestehendem Vertriebsnetz, Produktionsstätten und einer etablierten Qualitätsmarke. Der Maschinenbauer X bedient ein qualitativ hochwertiges Marktsegment, zu dem Herr Li in der Vergangenheit keinen Zugang bekommen hatte. Nach intensiven Verhandlungen übernimmt der chinesische Konzern Y den Maschinenbauer X aus Deutschland.

Herr Li und seine Manager agieren aufgrund der Sprachbarriere im Hintergrund und kommunizieren ihre Ideen und Pläne ausschließlich über den deutschen Geschäftsführer Herrn Weber, der bereits vor der Übernahme das Unternehmen geleitet hat. Die chinesische Zentrale kündigt ein Wachstumsziel gemessen am Umsatz für die nächsten drei Jahre an. Herr Weber regt an, den Einkauf, die Produktion, den Bereich Marketing & Vertrieb, die Forschung & Entwicklung, die Personalabteilung und den Bereich Finanzen neu aufzustellen. Eine Ausgliederung oder Schließung von einzelnen Geschäftsbereichen findet erst einmal nicht statt. Der Fokus liegt vor allem auf der Modernisierung des Maschinenparks, der Geschäftsprozessoptimierung und der Marktausrichtung. Das wird von Herrn Li und seinem Team begrüßt. Denn die verbesserten Produktionsprozesse können später auch in China implementiert werden und die neue Marktausrichtung betrifft den asiatischen Markt. Die Auslagerung der Produktion nach China soll nur für Standardprodukte stattfinden, mit denen aufgrund des chinesischen Wettbewerbs in den letzten Jahren keine guten Margen mehr erzielt worden sind. Die deutsche Produktion soll modernisiert werden, um sich auf dem Spezialgebiet der Firma weiterzuentwickeln. Dadurch sichert sich Y auch das Siegel „Made in Germany“. Entscheidend für die neuen Gesellschafter ist es, das Fertigungsfachwissen zu erhalten, von dem die chinesischen Kollegen nach und nach lernen wollen, ihre eigenen Prozesse und Produkte zu optimieren. Das Thema Personalabbau wird vorerst zurückgestellt, weil eine Beschäftigungs- und Standortversicherungsvereinbarung während der Übernahme zugesichert wurde. Das chinesische Management besitzt wenige Vorkenntnisse im Umgang mit unabhängigen Gewerkschaften. Eine vom Staat unabhängige eindeutige Vertretung der Arbeitnehmerinteressen gibt es in China nicht. Privatunternehmen haben oft gar keine Gewerkschaftsorgane. Tarifverhandlungen finden aufgrund fehlender Arbeitgeberverbände nicht statt. Mitbestimmungsrechte und Arbeitskampfrechte wie in Deutschland sind im chinesischen Arbeitsrecht nicht vorgesehen. Innerbetrieblich nehmen die chinesischen

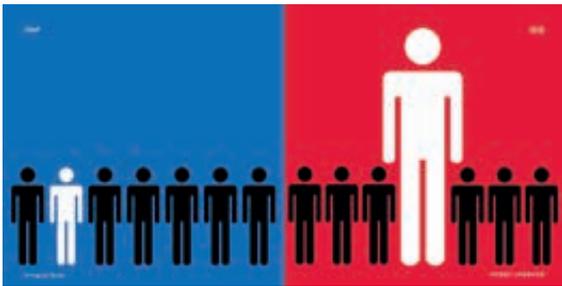
Gewerkschaften eine Vermittlerrolle zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer ein.

Im Jahr 3 nach der Übernahme stellt sich die Lage wie folgt dar. Herr Weber hat das Unternehmen ein Jahr nach der Übernahme verlassen. Auf ihn folgte der neue Geschäftsführer Herr Becker. Er freut sich einerseits über seine große operative Handlungsfreiheit, andererseits macht er sich Sorge, weil seit zwei Jahren die Umsätze nur minimal erhöht werden konnten. Dazu kommt, dass die Kommunikation mit der Zentrale nach dem Ausscheiden von Herrn Weber ausschließlich über den neuen chinesischen Geschäftsführer Herrn Wu läuft. Die Arbeitnehmervertretungen nehmen Tarifverhandlungen mit der Geschäftsführung auf, da die Beschäftigungssicherungsvereinbarung bald ausläuft. Die gestiegenen Materialkosten konnten nicht durch entsprechende Preiserhöhungen kompensiert werden. Ein Kredit, der vor fünf Jahren aufgenommen wurde, muss innerhalb der nächsten Monate refinanziert werden. Aufgrund der mittlerweile prekären Liquiditätssituation kann die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft keinen Jahresabschluss testieren. Die zuständige Bank macht für weitere Finanzierungsgespräche zur Auflage, dass ein externer Restrukturierungsberater hinzugezogen wird.

Da die Umsätze des Maschinenbauers X hinter den Erwartungen der chinesischen Zentrale zurückgeblieben waren, liegt hoher Druck auf den Schultern von Herrn Wu. Er ist nur mit englischen Sprachkenntnissen vor zwei Jahren nach Deutschland gekommen und spricht mittlerweile ein wenig Deutsch. Sein Branchenwissen ist ausgezeichnet, doch in Bezug auf das Verständnis für die lokale Unternehmenssituation und die Analyse der Ursachen ist er komplett auf seinen deutschen Geschäftsführer Herrn Becker angewiesen. Herr Wu berichtet in direkter Linie an den Eigentümer Herrn Li und verantwortet die Finanzberichterstattung an die chinesische Zentrale. Herr Becker kümmert sich um das operative Geschäft. Angesichts der aktuellen Lage hatte der deutsche Geschäftsführer Herr Becker einen Maßnahmenkatalog vorgeschlagen. Darin enthalten ist ein Schulungsprogramm durch externe Pricing-Spezialisten, um Preiserhöhungen bei den Kunden durchzuführen und dadurch den Umsatz zu steigern. Herr Wu möchte die aus seiner Sicht sehr hohen Beratungskosten erst von der chinesischen Zentrale genehmigen lassen. Diese forderte zur Entscheidungsfindung weitere Unterlagen an, so dass sich die Entscheidung verzögert. Um die Kosten bei der Modernisierung des Maschinenparks niedrig zu halten, wurden auf Wunsch der chinesischen Zentrale die Werkzeuge von einem eigenen Tochterunternehmen in China angefertigt. Diese

fielen kurz nach Inbetriebnahme aus und sorgten für lange Ausfallzeiten in der Produktion. Das führte wiederum zu Strafzahlungen gegenüber den Kunden und schlug sich in der Kalkulation nieder. Da der chinesische Werkzeughersteller noch keine Niederlassung in Deutschland unterhält, musste der technische Service aus China eingeflogen werden. Herr Becker drängt darauf, bei der Beschaffung von Werkzeugen auch diese Kosten mit in die Kalkulation einzubeziehen.

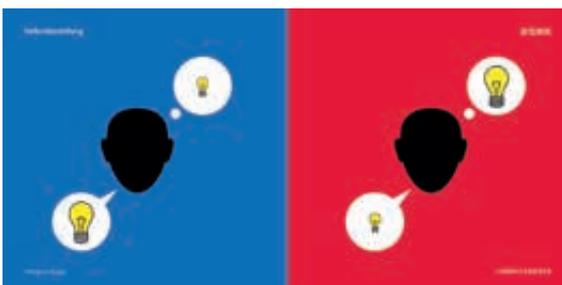
Ein weiterer Punkt für Herrn Becker ist die schleppende Auslagerung von bestimmten Produktserien nach China und die langsame Bearbeitung des chinesischen Marktes. Die Schulung des Vertriebs und des technischen Services vor Ort in Asien verzögerte sich aufgrund von Unklarheiten, welche Geschäftseinheit in Asien für den Vertrieb der Produkte verantwortlich sein sollte.



(„Chef“ ©Yang Liu/Verlag Hermann Schmidt)

Der deutsche Geschäftsführer vermisst in der chinesischen Zentrale eine Delegation von Verantwortung, da die meisten Entscheidungen Herr Li persönlich fällen muss. Rückmeldungen aus der Zentrale dauern auch aufgrund der regen M&A-Aktivitäten von Herrn Li, die einen großen Teil seiner Zeit in Anspruch nehmen, viel länger, als von deutscher Seite erwartet.

Herr Becker vereinbart mit Herrn Wu ein Krisengespräch, um die angespannte Lage mit ihm zu diskutieren. Auf der Tagesordnung stehen: der Jahresabschluss, die bevorstehenden Tarifverhandlungen, die Refinanzierung durch die Hausbank und deren For-

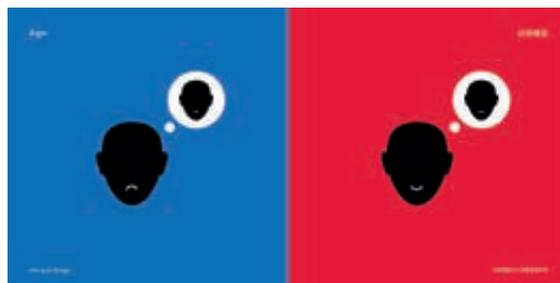


(„Selbstdarstellung“ ©Yang Liu/Verlag Hermann Schmidt)

derung nach einem externen Restrukturierer, die drängenden Preiserhöhungen, die Ausfallzeiten in der Produktion durch die neuen Werkzeuge, die Auslagerung der Produktion nach China und der Vertrieb von Produkten durch die Vertriebsmannschaft in Asien. Herr Becker möchte in dem Gespräch auch Dampf ablassen darüber, dass er grundsätzlich den Eindruck hat, dass die Entscheidungsfindung mit China zu langsam und oft für ihn nicht nachvollziehbar ist.

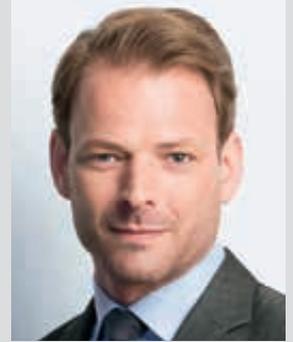
Herr Becker, der seine Karriere bei einer großen Strategieberatung begann und bereits mehrere Jahre als Geschäftsführer für einen Maschinenbauer in Deutschland und den USA gearbeitet hatte, macht Herrn Wu in dem Gespräch sehr schnell klar, dass er mit der derzeitigen Umsetzungsgeschwindigkeit im Unternehmen sehr unzufrieden ist.

Er möchte gerne gemeinsam mit Herrn Wu über eine Lösung nachdenken und fordert ihn auf, die Situation kritisch zu reflektieren. Herr Wu ist von der Wucht des Gespräches unter Kollegen überrascht und zieht sich innerlich erst einmal auf sicheres Terrain zurück. Obwohl Herr Wu großen Wert darauf legt, die Situation in China für den deutschen Kollegen nachvollziehbar zu machen, kann er sich auf Englisch nicht so eloquent ausdrücken, wie er es gerne hätte. Um die Spannung abzubauen, weist er auf die gute Zusammenarbeit und die massive Unterstützung des Mutterkonzerns in den letzten drei Jahren hin.



(„Ärger“ ©Yang Liu/Verlag Hermann Schmidt)

Herr Wu nimmt sich beim Beantworten der Fragen viel Zeit. Es liegt ihm am Herzen, Herrn Becker nicht direkt mit dessen eigenen Managementfehlern und seinem mangelnden Verständnis für die Zustände in der



Nils Möller
Selbstständiger Berater im Netzwerk
von Dr. Wieselhuber & Partner
Schwerpunkte: China, Transaction
Services, Restrukturierung und
Post-Merger-Integration

Telefon 0163 669 59 12
E-Mail nm@cti-global.services



Shuwen Bian
Selbstständige Beraterin im Netzwerk
von Dr. Wieselhuber & Partner
Schwerpunkte: China, Transaction
Services, Restrukturierung und
Post-Merger-Integration

Telefon 0163 669 59 12
E-Mail nm@cti-global.services

Literatur:

Bian, Shuwen (2015), „Was chinesische Investoren und deutsche Mitarbeiter übereinander wissen sollten“ in Hans-Böckler-Stiftung und NRW.INVEST GmbH (Hrsg.), „Chinesische Übernahmen in Europa und Deutschland – Erfahrungen mit und von chinesischen Investoren“ https://www.nrwinvest.com/fileadmin/user_upload/downloads/DE-Broschueren/NI_MA-Brosch_DE_20150825_RZ_web.pdf

Li, Sheng (2015), „Ein Vergleich der deutschen und chinesischen Arbeitsrechte“, Hamburg, Diplomatica Verlag GmbH

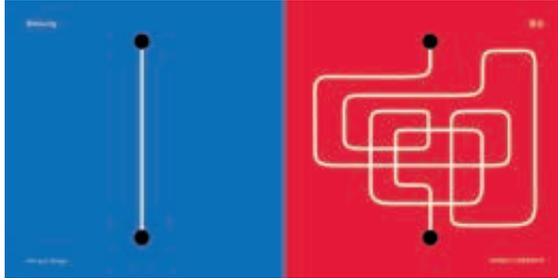
Ming-Zhong Co-Autor (2017), „IHK-Pocket-Guide China – Interkulturelle Kompetenz für die Westentasche“ http://bk.ihk-krefeld.de/katalog/international/ihk-pocket-guide_china_jan2017/

Otto, Jens-Peter (2013), PriceWaterhouseCooper (Hrsg.) „Erfahrungen deutscher Unternehmen mit chinesischen Investoren – Die Prozesse der Übernahme“

Pohl, Karl-Heinz, Prof. i.R., „Chinesische und asiatische Werte – Die chinesische Welt als zentraler Kultur- und Wirtschaftsraum Ostasiens“ https://www.uni-trier.de/fileadmin/fb2/SIN/Pohl_Publikation/Chinesische_und_asiat_ische_Werte.pdf

Bildquellen:

Auszüge aus dem Buch „Ost trifft West“ ©Yang Liu, 2007 ©Hermann Schmidt Verlag Mainz (Deutsche Ausgabe) ©TASCHEN (internationale Ausgaben)



(„Meinung“ ©Yang Liu/Verlag Hermann Schmidt)

Zentrale zu konfrontieren. Herr Becker unterbricht ihn daher mehrere Male und verlangt von ihm, endlich auf den Punkt zu kommen.

Herr Wu bittet Herrn Becker die Tarifverhandlungen zu übernehmen, weil er sich mit dem deutschen Tarifsystem nicht auskennt und das bestimmte Vorgehen der Gewerkschaft nicht einschätzen kann. Zu allen anderen Punkten wird er umgehend Rücksprache mit Herrn Li halten.

Herr Becker geht einigermaßen frustriert aus dem Gespräch, da er es nicht geschafft hat, aus seiner Sicht „klare“ Antworten auf seine Fragen von Herrn Wu zu erhalten. Herr Wu verbringt den restlichen Teil des Tages am Telefon und versucht Herrn Li persönlich zu erreichen. Herr Li, der gerade auf einem Empfang in Peking mit Regierungsvertretern aus dem chinesischen Handelsministerium über die Situation chinesischer Investitionen in Deutschland gesprochen hatte,

vereinbart mit Herrn Wu, dass er persönlich nach Deutschland kommt, um sich um die Refinanzierung zu kümmern. Bei diesem Besuch sollen auch die offenen Fragen zu den anderen brennenden Themen besprochen werden.

Am Ende des 4. Jahres hat es der deutsche Maschinenbauer X geschafft, die Umsätze zu steigern. Zum einen wurde der Vertrieb erfolgreich reorganisiert. Zum anderen konnten signifikante Preiserhöhungen durchgesetzt werden. Bei der Auswahl der Restrukturierungsberatung wurde bewusst auf deren Umsetzungsstärke geachtet. Dies führte nicht nur zu einer Optimierung der Geschäftsprozesse bei X, sondern auch zu einem Folgeauftrag zur Qualitätsverbesserung beim konzern-eigenen Werkzeughersteller in China. Die Refinanzierung des Kredites wurde über eine deutsche Tochter der chinesischen Hausbank von Y vollzogen. Dadurch war die Fortführung der Unternehmung gesichert, so dass der Jahresabschluss testiert wurde. Eine Reihe ausgewählter Standardprodukte wird nun in China produziert. Andere hochwertige Qualitätsprodukte werden in Asien vertrieben. Herr Becker hat das Unternehmen verlassen, da die Zusammenarbeit mit Herrn Wu nach dem „offenen“ Gespräch sich nicht nach seinen Erwartungen entwickelte. Ein neuer Geschäftsführer, der selbst in China für ein deutsches Unternehmen als Geschäftsführer tätig war, leitet nun die Geschicke des Unternehmens.

FAZIT

Für die Zusammenarbeit mit chinesischen Investoren braucht es einen langen Atem. Der erste Restrukturierungsschritt sollte dazu dienen, ein Verständnis für die verschiedenen Arbeitsweisen und Unternehmenskulturen aufzubauen. Oft gibt es nur rudimentäre Vorkenntnisse über die jeweiligen Gegebenheiten in China und in Deutschland. Zusätzlich erschweren die Sprachbarriere und die unterschiedlichen Kommunikationsstile eine reibungslose Verständigung zwischen dem deutschen Tochterunternehmen und der chinesischen Konzernzentrale. Dabei kommt es regelmäßig zu Missverständnissen und voreiligen Interpretationen über die gegenseitigen Intentionen. Diese müssen mit viel Geduld geklärt werden, um Vertrauen aufzubauen. Ist diese Basis gefestigt, dann läuft die weitere Restrukturierung des Unternehmens im Rahmen der gemeinsamen Interessen ab. Die deutsche Tochter bekommt Zugang zum attraktiven chinesischen Markt und zu den Kapitalquellen der Konzernmutter. Dem chinesischen Unternehmen öffnet sich der Zugang zum europäischen Markt, zu neuen Technologien und zu qualitätsorientierten Produktions- und Geschäftsprozessen.

Bisherige Studien über die chinesischen Beteiligungen deuten darauf hin, dass die chinesischen Investitionen in Deutschland von langfristiger Natur sind. Daher werden die Restrukturierungen der Beteiligungen im Vergleich zum Vorgehen von vielen westlichen Finanzinvestoren nachhaltiger und über längere Zeiträume durchgeführt. Dadurch ergibt sich unmittelbar nach der Übernahme eine „Schonzeit“. Die kann das deutsche Management nutzen, um die Entscheidungsprozesse der Muttergesellschaft kennenzulernen. Gleichzeitig hat das chinesische Management Zeit, sich eingehend vor Ort über die deutschen Arbeitsabläufe zu informieren.

Nachteile der deutschen Spielregeln im internationalen Vergleich

Dr. Paolo Castagna

In heutigen Zeiten, wo die Diskussion über die EU-Richtlinie der vorinsolvenzlichen Sanierung wieder entflammt ist, wird eine kurze Analyse über die Regelungen und über die daraus resultierende Praxis in der deutschen Sanierungsszene diskutierenswert.

Sanierung ist und bleibt, insbesondere in Europa, ein lokales Geschäft und dementsprechend sind die Gesetze und Richtlinien nie vor- oder nachteilig, sondern sie müssen als Teil der Geschäftskultur und der Werte der in jenem lokalen Umfeld agierenden Gesellschaft betrachtet werden.

Die am höchsten relevanten Werte sind in Deutschland: Pacta sunt servanda, Gläubigerschutz, Datenschutz und Mitbestimmungsrecht. Dazu würde ich eine gesellschaftspolitische Entscheidung mitzählen, und zwar die starke Trennung zwischen der Bankenwirtschaft und der Industrie.

Dementsprechend haben sich die Grundprinzipien der Sanierungspraxis entwickelt:

- a) Die Vertragsverpflichtungen sind einzuhalten: Schulden nicht zu bezahlen ist immer noch ein Stigma, und auch wenn genügend Instituten des Insolvenzgesetzes eine Sanierung in der Insolvenz erlauben, trauen sich immer noch viel zu wenige Führungskräfte von Unternehmen solche Tools rechtzeitig anzuwenden.
- b) Der Schutz der Gläubiger, und zwar jedes einzelnen Gläubigers, verlangt eine gemeinschaftliche Einigung. Es ist keine Cramming Down außergerichtlich vorgesehen. Wenn diese Einigung nicht erreicht werden kann, kommt es zu einem gerichtlichen Verfahren.
- c) Bankgeheimnis und Datenschutz erlauben keinen offenen Datenaustausch ohne vorheriger Zustimmung der betroffenen Parteien.

- d) Die Arbeitnehmer und deren Vertretungen sind rechtzeitig zu informieren und partizipieren an der Restrukturierung des Unternehmens, sowohl in außergerichtlichen als auch in gerichtlichen Phasen. Auch beim Spin-off von Assets (Übertragende Sanierung) sind sie berücksichtigt und geschützt.
- e) Banken sollen soweit wie möglich keine relevante Rolle als Beteiligungsunternehmen spielen, um so eine Sanierungskrise nicht als günstige Akquisitionsmöglichkeit ausnutzen zu können.

Diese Grundprinzipien und Werte sind nicht nur in der deutschen Gesetzgebung verankert, sie werden immer noch besonders stark in der deutschen Kultur gefühlt und gelebt.

Dies wird manchmal als Nachteil in der globalisierten Finanzwelt gesehen, da sie als zeitintensive und ineffiziente Spielregeln betrachtet werden. Die heutigen internationalen Akteure suchen standardisierte Verfahren mit transparentem Datenaustausch in einem Big Data-Environment, wo Werte durch „Waterfall Ranking“, „Take and Pass“, „March On“, in Spreadsheet-Renditen besser und schneller darstellbar sind.

In anderen Ländern, und entsprechend in den dort gültigen Jurisdiktionen und der Praxis, gelten Geschwindigkeit und Standardisierung, eventuell ersucht durch die Fokussierung auf der Restrukturierung der Passivseite des Schuldners, nicht als das Hauptinteresse in einer Sanierung: Solche Gesellschaften legen mehr Wert auf die Rettung des nationalen Status Quo, da die Interessen der Unternehmen und der Vertretung der Gläubiger durch Kreuzbeteiligungen oder durch faktische Strukturen der Machtverteilung sehr stark verknüpft sind.

Hier wird die „deutsche Konsequenz“ in der Umsetzung von geschriebenen Regeln als ineffizient und wenig verständlich betrachtet.



Deshalb sind die meisten Spielregeln und Tools im internationalen Umfeld grundsätzlich wohl vergleichbar oder sogar ähnlich, jedoch ist es die Art und Weise des Einsatzes, welche die meisten Unterschiede verursacht:

- 1) **Das Sanierungsgutachten:** In den meisten Ländern ist ein solches Tool der Eckstein jedes Sanierungsprozesses, aber nur in wenigen Ländern ist die Ausgestaltung so eindeutig formuliert wie in Deutschland (durch den IDW S6). Und nur in wenigen Ländern legt die Bankaufsichtsbehörde auf die Form und Art von solchen Gutachten so viel Wert in den Bewertungen der Kredite bei den Banken. Wenige Urteile über den Mindestinhalt des Gutachtens sind so gründlich formuliert erteilt worden. Dadurch gelten in anderen Ländern Independent Business Review oder Pläne, die von verschiedenen Teilnehmern mit unterschiedlichen Standards erstellt wurden, als ausreichende Basis für eine außergerichtliche Phase der Sanierung. Erst in einer späteren gerichtlichen Phase oder wenn eine gerichtliche Zulassung notwendig ist, wird der Inhalt und die Form gründlicher geprüft.

In den Fällen, in denen eine Einigung ohne Gericht zu Stande kommt (eventuell durch Befürchtung von Verfahrenskosten, Cramming Down etc), haben die Pläne häufig nicht den Detaillierungsgrad von deutschen Sanierungsgutachten. Die „Inter-

nationalisierung“ der deutschen Sanierungspraxis wird, leider, in den letzten Jahren durch „Gefälligkeits“-Gutachten, „Reorganisations“-Gutachten etc. gekennzeichnet.

- 2) **Überschuldung:** Als sich sowohl Deutschland als auch andere Länder in der schwierigen Phase der Finanzkrise befanden (weil eine langfristige Planung oft aufgrund von Absatzeinbrüchen von teilweise 40% und mehr tatsächlich unmöglich war), wurde in Deutschland die Wichtigkeit des Überschuldungstatbestandes als insolvenzverursachender Faktor abgeschwächt. Er spielt zwar weiterhin eine sehr wichtige Rolle in der Erstellung des Sanierungsgutachtens und wird immer noch als „Hard Fact“ bei der Kreditentscheidung durch Analysten von Kreditinstituten gesehen. Auch haben die meisten Länder Verständnis für einen solchen Faktor. Dieser wird aber heruntergespielt, solange sich die Liquiditätsschwemme der Finanzmärkte in den niedrigen Refinanzierungssätzen widerspiegelt.
- 3) **Faktische Geschäftsführung:** Als Gegengewicht des starken deutschen Schutzes der Interessen der Gläubiger wird dieses Prinzip in Ländern, in denen die Finanzierung meistens durch Funds stattfindet, nicht mit derselben Konsequenz berücksichtigt. In Ländern, in denen sich Banken üblicherweise die Macht der Wirtschaftspolitik (regional oder national) mit der Vertretern der Industriewelt teilen, ist dieser Aspekt per se uninteressant.
- 4) **Debt/Equity Swaps:** Als Ergebnis der letzten zwei genannten Prinzipien ist die Betrachtung von D/E Swaps als übliches Tool im deutschen Sanierungsumfeld, in dem Banken immer noch die treibende Kraft darstellen, sehr begrenzt. Während eine typisch deutsche Lösung (Doppelnützige Treuhand) ihre Effizienz bewiesen hat, haben andere Länder die Erfahrung mit der Übernahme von Kapitalanteilen durch die Lender oder unterschiedliche Klassen von Equity Instrumenten (Shares von A-,

B-, C-Klassen) weiterentwickelt und die Sorge von steuerlichen Aspekten oder Nachrangigkeit eines Stapled Financing und/oder die Möglichkeit des Wegfalles der Sicherheiten stark beschränkt.

- 5) **Datenschutz:** In vielen Ländern existieren zentrale Datenbanken (häufig durch die Zentralbanken gewollt), woraus die Zusammensetzung und der Stand der finanziellen Verschuldung des Kreditnehmers einfach zu entnehmen ist: Manchmal kann man sogar auch durch den Status dieser Verschuldung die Information über den Status der Wertberichtigungen durch die einzelne Banken entnehmen. In Deutschland ist der Austausch von Daten ohne Zustimmung des Kreditnehmers nicht erlaubt. Dies beschränkt die rechtzeitige und gleichzeitige Übertragung von Fällen in den Sanierungsabteilungen der involvierten Banken. Nur durch Überzeugungsarbeit (häufig hinter den Kulissen) ist ein kompletter Bankenspiegel durch den Kreditnehmer zu erhalten.

Durch neue Konzepte der europäischen Aufsichtsbehörden wird dies möglicherweise in Zukunft überholt.

Neben den o. g. Prinzipien gibt es auch manche Hürden, die die Sanierung in Deutschland sehr stark benachteiligen und zwar unabhängig von der Insolvenzkultur:

- Das Cramming Down von Minderheitsgläubigern ist nur partiell im Schuldverschreibungsgesetz vorgesehen: Hier wäre eine Vertiefung/Detaillierung usw. im Rahmen des Insolvenzgesetzes sehr hilfreich, um zu vermeiden, dass Akkordstörer eine gewünschte Sanierung weiter gefährden können.
- Die Zeit und das verfügbare Ausbildungsbudget für die Gerichte in Deutschland erlauben keine Spezialisierung und damit wird nicht selten der Bedarf nach einer Abwägung von Alternativen als zu komplexe Aufgabe von manchen Richtern betrachtet: Die Neutralität von Sachverständigen als Beihilfe vor Gericht ist nicht immer gewährleistet.
- Die Lage für die steuerliche Behandlung von Schuldenerlass in Sanierungssituationen ist nicht vergleichbar mit der Mehrheit anderer Länder und erlaubt keine Sicherheit bei der Planung durch Investoren.



- Als Alternativ-Berechnung für die Bewertung von Forderungen in ESUG-Verfahren wird immer nur das Liquidationsszenario verwendet, während andere Ländern auch alternative Pläne durch eine Minderheit der Gläubiger (häufig 25%) vor Gericht erlauben.

Insgesamt erlauben die deutsche Kultur, deren Gesellschaftswerte und die aktuellen Spielregeln eine effiziente, industrielle, lösungsorientierte Sanierung, in der Banken in einer außergerichtlichen Phase bis heute als treibende Kraft eine Einigung mit starkem Gläubigerschutz sehr häufig erreichen können. Dazu kommt eine gerichtliche Phase, wo viele Situationen auch gemeistert werden konnten.

Sicherlich sind weitere Verbesserungen wünschenswert und weitere Veränderungen sind zu unternehmen. Wenn die Banken in Deutschland die Rolle als treibende Kraft nicht mehr wahrnehmen wollen bzw. können, sollte man sich aber die entsprechenden Veränderungen in der Sanierungskultur und gesellschaftlichen Werte genau überlegen.

Dr. Paolo Castagna
Restrukturierungsberater

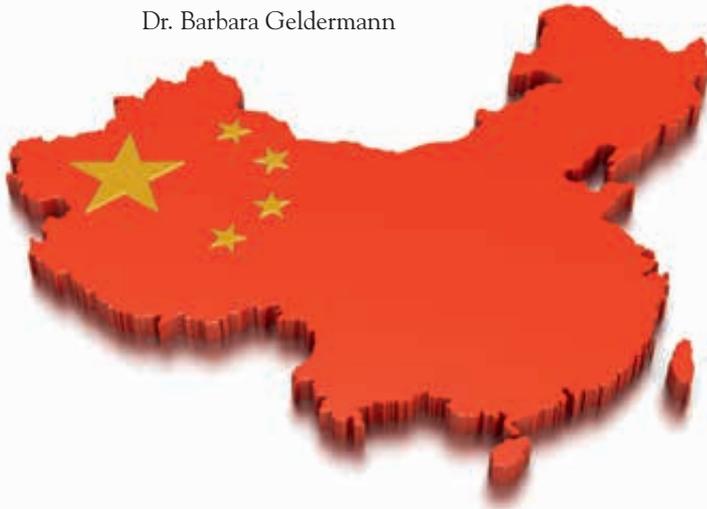
Castagna Consulting Sagl
V.S.Balestra 33
6900 Lugano, Schweiz

E-Mail Castagnapaolo@web.de



Zielsetzung und Entscheidungsmechanik chinesischer Investoren in Deutschland

Dr. Barbara Geldermann



Der Finanzmarkt erlebt zurzeit einen enormen Wandel. Weltweit gleichen sich Strukturen und Spielregeln an. Doch welche Spielregeln und Strukturen dienen als Vorbild? Verändert „Chinas stille Armee“¹ Spielregeln und Strukturen in Deutschland? China ist Deutschlands wichtigster Handelspartner, vor Frankreich und den USA². Die enge wirtschaftliche Verflechtung beider Länder schafft eine starke Abhängigkeit und so betrifft uns auch die Zukunft der chinesischen kommunistischen Einparteiherrschaft, genauso wie die Stabilität oder Instabilität der chinesischen Wirtschaft.

Li Keqiang, der chinesische Ministerpräsident, hat bei seiner Eröffnungsrede auf dem Nationalen Volkskongress Anfang März 2017 ein Wachstumsziel von 6,5 Prozent verkündet. Offiziell ist der Nationale Volkskongress der Gesetzgeber in China, es ist jedoch ein Scheinparlament ohne echte Macht. Die eigentliche Macht liegt in den Händen der Partei. Chinas größtes Politikevent bietet alljährlich eine gute Gelegenheit kleine Einblicke hinter die Kulissen in die eigentliche Machtzentrale zu gewinnen. Die dort vorgetragenen strategischen Interessen und Planungen haben einen essentiellen Einfluss auf die Auslandsinvestitionen chinesischer Unternehmer.

„Owned by China“

Chinesische Investoren, die ihren Hauptsitz in der Volksrepublik China haben, unterliegen dem Wirtschaftsrecht der Volksrepublik China. Die chinesische „sozialistische“ Marktwirtschaft unterscheidet sich von liberalen Marktwirtschaften westlicher demokrati-

scher Staaten. Die „sozialistische“ Marktwirtschaft der Volksrepublik China wird von der Kommunistischen Partei Chinas bzw. vom Staat gesteuert. Die Partei bzw. der Staat formt die Wirtschaft mit gezielter Förderung „nationaler“ Industrien. In der Volksrepublik gibt es keine Gewaltenteilung zwischen Gesetzgebung, Regierung und Rechtsprechung. Die Kommunistische Partei bestimmt die Geschicke des Landes, dies tut sie langfristig und erfolgreich. Planungsziele werden gerne für die nächsten 100 Jahre definiert.

Für viele Menschen im Westen ist es schwer nachvollziehbar, dass wirtschaftliche Modernisierung bei gleichzeitiger Beibehaltung des marxistisch-leninistischen Einparteiensystems stattfindet. China ist eine pragmatische und unternehmerische Volkswirtschaft, obwohl es eine Planwirtschaft ist.

Der Sinomarxismus knüpft ohne Probleme an das traditionelle Yin- und Yang-Denken an, Feuer und Wasser, Männlich und Weiblich, Kapitalistisches und Sozialistisches ergänzen einander und werden je nach Situation angewendet.

Das Eine ohne das Andere ist nicht denkbar, dieses Denken ist tief in der chinesischen Kultur verankert. Nicht nur für chinesische Parteikader sind Widersprüche das Allernormalste in der Welt, die dialektische Synthese kommt in zahlreichen Maximen zum Ausdruck, wie die von Mao Zedong „Flexibilität mit Grundsatztreue verknüpfen“.

Das Yin- und Yang-Denken ist Grundlinie der Partei und bildet den Schlüssel zum wirtschaftlichen Erfolg der Volksrepublik China. Somit ist es auch der Schlüssel bei der Entscheidungsmechanik chinesischer Unternehmen, die in Deutschland investieren.

Die KPCh ist kein Staatsorgan, allerdings findet zwischen der Partei und den Staatsorganen und auch Unternehmen ein reger Personalaustausch statt. Für deutsche Unternehmer ist es sehr schwer dieses Geflecht von Partei, Staat und Privatwirtschaft zu durchschauen

¹ Cardenal, Juan Pablo/Araújo, Heriberto: Der große Beutezug. Chinas stille Armee erobert den Westen. München 2014.

² Chinas wachsender Einfluss zeigt sich in der gestiegenen Anzahl an Firmenübernahmen in Deutschland. Deren Volumen hat sich nach einer Studie von Ernest und Young im Jahr 2016 gegenüber dem Jahr 2015 mehr als verzweifach. <http://www.ey.com/de/de/newsroom/news-releases/ey-20160714-chinesische-investoren-taetigen-rekordkaeufer-in-deutschland-und-europa>. (Zugriff 01.03.2017)

und damit auch Erkenntnisse über die für uns widersprüchliche Entscheidungsmechanik zu gewinnen.

Staatsunternehmen oder Privatunternehmen

Das Yin- und Yang-Denken findet sich auch bei den Eigentumsverhältnissen der chinesischen Unternehmen wieder. Zunehmend finden sich bei Staatsunternehmen gemischte Eigentümerstrukturen, wobei bei großen Entscheidungen wie Auslandsinvestitionen der ursprünglich staatliche Eigentümer ein gewichtiges Wort hat.

Um die Zielsetzung einschätzen zu können, ist es erforderlich herauszubekommen, ob vielleicht hinter dem chinesischen Unternehmen eine starke Provinz oder Stadt steckt? Ist es gut politisch vernetzt? Immer noch werden Staatsunternehmen bevorzugt. In den wirtschaftlich starken Provinzen Zhejiang, Fujian und Guangdong finden sich traditionell viele erfolgreiche Privatunternehmen. Doch auch diese „Privatunternehmen“ sind nicht völlig unabhängig vom Staat.

Durch (Teil-) Privatisierung ehemaliger Staats-, Provinz- oder Kollektivunternehmen haben viele Privatunternehmen noch staatliche Eigentümer. Den Einfluss des Staates sollte man jedoch nicht als Einmischung ins operative Tagesgeschäft verstehen, vieles passiert indirekt. Ein gutes Beispiel ist die mündliche Vorgabe der Devisenaufsicht in Shanghai im November 2016, dass Unternehmen, die künftig mehr als 5 Millionen Dollar ins Ausland überweisen möchten, sich die Zahlung von den Behörden genehmigen lassen müssen.

Indirekte Machtausübung, die eine Jahrtausende alte Tradition im Reich der Mitte hat, fordert, dass als national wichtig erachtete Zielsetzungen aus Loyalität erfüllt werden müssen, auch in der Privatwirtschaft. Es schadet nicht Parteimitglied zu sein und politische Ämter inne zu haben. Grundsätzlich erhalten Staatsunternehmen eine größere Unterstützung bei Auslandsinvestitionen, sie bekommen eine Finanzierungsberatung und über staatliche Banken und Ämter günstigere Konditionen bei Finanzierung und Versicherung, Devisenbereitstellung und Besteuerung³. Für deutsche Unternehmer könnte, bevor sie Geschäfte mit einem chinesischen Unternehmen machen, eine Recherche über die nächsten Verwandten der Firmenvorstände des potenziellen chinesischen Geschäftspartners durchaus nützlich sein.

In den Genuss staatlicher Unterstützung kommen auch ausgewählte private Unternehmer, hierbei ist wiederum die politische Vernetzung von großer Bedeutung. Kleinere Privatunternehmen sind jedoch ausgeschlos-

sen. Ein Erfolgsfaktor für chinesische Unternehmen und damit auch ein wichtiges Entscheidungsmerkmal sind Beziehungen zu politischen Entscheidungsträgern.

Wer entscheidet bei Auslandsinvestitionen?

Vom Außenhandelsministerium werden „länderspezifische Branchenleitlinien für Auslandsinvestitionen“ herausgegeben⁴. Danach werden die Unternehmen zum Beispiel in Deutschland besonders zu Investitionen in den Sparten Elektrotechnik, Automobil, Industrieanlagen, Forschung und Entwicklung, neue Materialien, Nanotechnologie, Umweltschutz, Informationstechnologie, Medien sowie Handel und Vertrieb, Transport und die Finanzbranche angeregt. Folgen Unternehmen diesen Richtlinien, dann gibt es staatliche Vergünstigungen beim Zugang zu Kapital und Devisen sowie Steuervorteile und zollrechtliche Erleichterungen. Abgesehen von den offiziellen „Leitlinien für Auslandsinvestitionen“ engagieren sich chinesische Unternehmen in Deutschland überdies in den Segmenten Medizintechnik und Agrarwirtschaft.

Wer entscheidet in den Unternehmen?

Das ist unterschiedlich und hängt von der Unternehmensform ab. Grundsätzlich entscheidet die Unternehmensleitung, die wie schon dargestellt politisch beeinflusst ist. Bei kleineren Unternehmen (Ltd.) herrscht oft noch ein patriarchalischer Führungsstil d. h. der Chef entscheidet selbst die kleinsten Details. China ist ein gigantisches und facettenreiches Land, die bereits zitierte Maxime Maos „Flexibilität mit Grundsatztreue verknüpfen“ heißt angewandt: Es gibt viele „flexible“ Ziele und auch viele Entscheidungsmechaniken, doch im Kern dienen Internationalisierungsstrategien wie „Go Global oder Schwärmt aus“ der Stabilisierung und dem Fortbestand der Volksrepublik China, und damit auch der Kommunistischen Partei Chinas.

„One World, One Dream“

Die eingangs gestellte Frage, was oder wer Regeln und Strukturen zukünftig beeinflusst, kann nur insoweit beantwortet werden, dass China an seinem pragmatischen, reformierten Staatskapitalismus festhalten wird. In China gibt es einen langfristigen Plan, eine strategische Vision, seine Wirtschaftsmacht und seine globale Einflussnahme weiter auszubauen. Gemäß dem Motto der Beijinger Olympischen Spiele 2008 „One World, One Dream“ wird beabsichtigt, das chinesische Modell auf die Welt zu übertragen.



Dr. Barbara Geldermann

China Transfer
Wilhelmshöher Str. 16
12161 Berlin

E-Mail barbara.geldermann
@china-transfer.com
Internet www.china-transfer.com

³ Es gibt auch spezielle Informationsdienste, Veranstaltungen, Schulungen, siehe: Online-Plattform Außenhandelsministerium <http://www.fdi.gov.cn>, <http://zcg.mofcom.gov.cn>; in Deutschland <http://chk-de.org/de.html>

⁴ Schmitt, Stefanie/Hempel, Markus/Bozoyan, Thomas: „Schwärmt aus! – Chinas Regierung fordert Unternehmen zu mehr Auslandsinvestitionen auf“. In: Germany Trade and Invest (GTAI) Beijing: Internationale Märkte, Beijing 10.11.2014: https://www.gtai.de/GTAI/Content/DE/Invest/_SharedDocs/Downloads/GTAI/FDI/vr-china.pdf?v=2 (Zugriff am 01.03.2017)

Neue Treiber bestimmen das Bild: Wie Regulatorik die Sanierungspraxis verändert

Lars Richter

Während sich der Bankensektor in den Vereinigten Staaten von Amerika nach der Finanzmarktkrise erholt hat und beispielsweise der J.P. Morgan Chase, aber auch Mitbewerber wie die Citigroup, erhebliche Gewinne vermelden, herrscht in Europa eher Tristesse und selbst alte Größen wie die Deutsche Bank sind in massiven Turbulenzen.

Zur eigenen Restrukturierung streichen die Banken tausende Stellen, die niederländische ING Groep ebenso wie die deutsche Commerzbank oder die spanische Banco Popular Español. Ursächlich hierfür ist auch die anhaltende Niedrigzinspolitik der EZB. Diese wollte zwar mit der aktuell seit Jahren bestehenden Geldpolitik das Wirtschaftswachstum fördern, ein grundsätzlich sinnvolles Vorhaben, hat jedoch damit das Geschäftsmodell der Banken in Teilen gänzlich in Frage gestellt. Die gesamte Bankenlandschaft kann im angestammten Kreditgeschäft angesichts der Niedrigzinsätze kein Geld mehr verdienen, da hilft auch gestiegene Nachfrage nicht.

Gleichzeitig kommen neue Player auf den Markt. Seit Mai 2015 ist durch den Erlass der BaFin auch die direkte Kreditvergabe von Direct Lending Fonds an Unternehmen möglich. Angesichts der Zinssätze, welche hier zum Teil realisiert werden können, erzeugt das Neid und Ohnmacht in der traditionellen Finanzierungswelt. Neid, weil man selbst nicht in die Position kommt, solche Zinssätze zu realisieren. Ohnmacht, da man die zugrundeliegenden Kreditgeschäfte gar nicht abschließen kann, da sich das entsprechende regulatorische Umfeld so sehr geändert hat. Viele Kreditgeschäfte, welche aktuell im Fokus der Direct Lending Fonds sind, können die Banken zurzeit gar nicht in Betracht ziehen, da z. B. die Anforderungen hinsichtlich der Eigenkapitalhinterlegung für sie nicht erfüllbar sind oder die Anforderungen das Kreditgeschäft wieder wirtschaftlich un-

interessant machen, da die ursprünglich gewohnten Handlungsspielräume eingeschränkt wurden. Grundsätzlich war/ist es sinnvoll eine bessere Eigenkapitalausstattung von Banken zu fordern, insbesondere weil die auch schon vor 2008 in Europa deutlich geringer war wie beispielsweise in den Vereinigten Staaten. In diesem Kontext hat der „Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht“ diverse Vorschriften gestaltet, welche den Handlungsrahmen der Banken neu determiniert haben. Die bekanntesten Vorschriften dürften dabei Basel I – IV sein.

Die Auswirkungen dieses neuen, regulatorischen Umfeldes sind explizit im Bereich der Unternehmenssanierung zu verzeichnen. Mehr denn je gilt es, die Verschuldung in einem möglichst kurzen Zeitraum zu senken. Investitionen in die Zukunftsfähigkeit, auch wenn sie essentiell für den nachhaltigen Erfolg des sanierten Unternehmens am Markt sind, müssen hinten anstehen, denn es zählt im ersten Schritt alleine, dass EBITDA und Verschuldung kurzfristig wieder in ein adäquates Verhältnis zueinander gebracht werden und der Sanierungszeitraum dabei so kurz wie möglich gehalten wird.

Als Antwort auf dieses veränderte Marktumfeld wurde im Competence Center Corporate Restructuring, welches die Kompetenzen von W&P hinsichtlich Sanierungskonzepten gemäß der Rechtsprechung des BGH, gutachterlicher Stellungnahmen im Sinne des IDW S6 oder S11, aber auch das künftige vorinsolvenzliche Verfahren in sich bündelt, der Außenauftritt von W&P noch einmal geschärft.

Gleichzeitig werden wir Ihnen in den nächsten Wochen online zwei entsprechende Case Studies übersenden. Die Case Studies zeigen, dass eine erfolgreiche Sanierung – sofern sie konsequent auf Basis eines belastbaren Planes betrieben wird – auch unter den veränderten Rahmenbedingungen möglich ist.



Lars Richter
Partner & Mitglied der Geschäftsleitung
Competence Center
Corporate Restructuring

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München

Telefon 089 286 23 149
Mobil 0160 745 18 89
Telefax 089 286 23 285
E-Mail richter@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Nach der Krise ist vor der Krise?

Nachhaltigkeit in der Sanierung aus dem Blickwinkel des W&P-Geschäftsmodell-Ansatzes

Lars Richter

Geraten Unternehmen in eine existenzbedrohende Krise, dominieren oftmals kurzfristige Zielsetzungen – es geht ums Überleben. Eine erfolgreiche Lebensrettung in der „Akutphase“ einer Restrukturierung ist indessen noch kein Garant für deren nachhaltiges Gelingen. Oftmals scheitern Unternehmen daran, einen Turnaround nachhaltig zu meistern. Konkret: Seit Ende der Finanzkrise 2008 hat sich die Zahl der Unternehmen verdoppelt, die es trotz einer Sanierung nicht schaffen, im weiteren Verlauf wettbewerbs- und renditefähig zu sein. Zu diesem Schluss kommt die aktuelle Untersuchung „Nach der Krise ist vor der Krise“ von Dr. Wieselhuber & Partner (W&P).

1.1 Untersuchungsfeld und Methodik

In qualitativen Gesprächen mit Angehörigen relevanter Stakeholder-Gruppen aus Unternehmen sowie der Sanierungspraxis (u. a. Geschäftsführung, Aufsichtsräte, Interimsmanager, Fremdkapitalfinanzierer, Gesellschafter) ging es im Rahmen der Untersuchung um die Kernfrage: Was bringt einzelne Unternehmen dazu, nach einer Krise nachhaltig wettbewerbs- und renditefähig zu sein, was hindert andere daran?

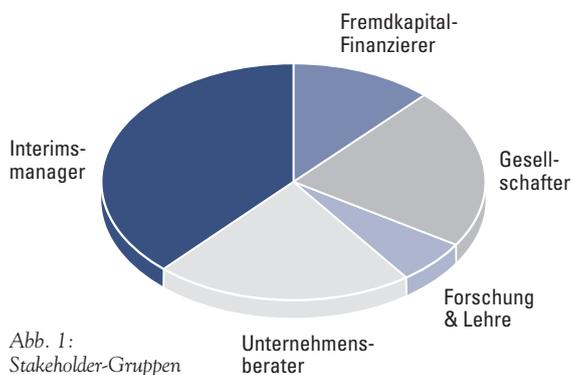


Abb. 1: Stakeholder-Gruppen

Die Fragen an die Gesprächspartner lauteten stets:

- Was bringt einzelne Unternehmen dazu, nach einer Krise nachhaltig wettbewerbs- und renditefähig zu sein, was hindert andere daran? Warum scheitern Unternehmen an der Umsetzung nachhaltiger struktureller Veränderungen?

- Was zeichnet ein durchgreifendes Sanierungskonzept aus? Reicht der Fokus auf Kosten?
- Woran scheitern einzelne Manager bzw. Management-Teams in der Führung der Restrukturierung?
- Welche Rolle spielen Netzwerke und persönliches Vertrauen zwischen den Stakeholdern in der Sanierungspraxis?
- Welche Faktoren führen zur Abkehr von beschlossenen Sanierungsmaßnahmen? Welche Umsetzungs Hindernisse waren in der Praxis zu beobachten?

Die Erkenntnisse aus den Interviews wurden anonymisiert und zu allgemeinen Aussagen zu Erfolgsfaktoren verdichtet. Ausgehend vom konzeptionellen Grundverständnis des W&P-Geschäftsmodell-Ansatzes (Dr. Wieselhuber & Partner 2013: Management von Geschäftsmodellen – Robustheit und Zukunftsfähigkeit aktiv gestalten) wurden auf Basis der geführten Gespräche jene Verhaltensmuster identifiziert, die entscheidenden Einfluss auf die Nachhaltigkeit des Erfolgs von Sanierungsbemühungen haben.

1.2 Zentrale Ergebnisse

Generell sind alle Anstrengungen zu Beginn einer Sanierung kurzfristig darauf ausgerichtet, Liquidität zu sichern, verschiedene Stakeholder-Gruppen an Bord zu halten und dringend notwendige Veränderungen auf den Weg zu bringen. Ist diese Phase der „Lebenserhaltung“ erfolgreich abgeschlossen, ändert sich der Fokus: Nun müssen mittel- und langfristige Maßnahmen konsequent umgesetzt werden. Da allerdings der externe Handlungsdruck in dieser Phase nachlässt und gleichzeitig wieder operative Themenfelder in den Vordergrund treten, besteht die akute Gefahr, in „alte Muster“ zurückzufallen. Die befragten Experten waren sich einig: Der Anteil der Unternehmen, die an diesem Punkt einen nachhaltigen Turnaround schaffen, hat sich in den letzten acht Jahren keinesfalls verbessert. Ein Grund dafür sind die eskalierten formalen Rah-



menbedingungen – je drängender die Krise, desto stärker treten heute für einzelne Teilnehmer formale juristische Aspekte oder stark deskriptive Quasi-Standards wie der IDW S6 in den Vordergrund. Ein entscheidender Treiber hierfür ist auch die Regulatorik, welche im Nachgang zur Finanzmarktkrise 2008/2009 erheblich verschärft wurde und dafür sorgt, dass Banken im Rahmen einer Sanierung auf eine schnelle Rückführung drängen (müssen).

Garantien für eine erfolgreiche Restrukturierung wird es nie geben. Aber als Ergebnis der im Rahmen der Studie geführten Gespräche lassen sich signifikante Positiv- wie Negativ-Muster unterscheiden:

- Unter den befragten Experten herrscht überwiegende Einigkeit, dass die Tücken im Rahmen einer Rückkehr zur Rentabilität oftmals erst in der Umsetzung schlagend werden, d. h. nach der Phase einer unmittelbaren Insolvenzgefahr.

- Im Laufe der letzten Jahre hat laut Ansicht der Experten eine Eskalation der formalen Rahmenbedingungen stattgefunden. Je drängender eine Krise, desto mehr treten für einzelne Teilnehmer formale juristische Aspekte in den Vordergrund.

- Obgleich der IDW S6 durchaus ein normatives Zielbild des sanierten Unternehmens vorsieht, steht dies und die damit einhergehende grundlegende (markt-)strategische Positionierung in der Praxis oftmals nicht im Vordergrund. Zuweilen dominiert der Primat der Absicherung, nicht der konzeptionellen Kreativität, so die Befragten.

- Erfahrene Aufsichtsräte kritisieren, dass derartige Sanierungsbemühungen lediglich dazu führen können, gleich einem Teufelskreis die Robustheit des Unternehmens weiter herabzusetzen.

- Jenseits der juristischen und formalen Anforderungen drehen sich Sanierungskonzepte im Wesentlichen um die Fragestellung, welche Geschäfte aktuell sowie zukünftig erfolgreich sind – und welche nicht. Obgleich derartige Fragestellungen grundsätzlich regelmäßig von Controlling-Systemen beantwortet werden sollten, ist das in der Realität regelmäßig nicht der Fall.

- Viele der befragten Praktiker konstatieren: Unternehmen scheitern selten an mangelnden Konzepten, sondern daran, dass das Management nicht geeignet getaktet ist.

- In diesem Kontext setzen die befragten Praktiker des Krisenmanagements auf eine enge persönliche Abstimmung der Beteiligten, sie messen dem persönlichen Netzwerk bei der Krisenbewältigung eine immense Bedeutung bei.

1.3 W&P-Geschäftsmodell-Ansatz

Auf Basis dieser Muster wurde ein Konzept- und Umsetzungsansatz entwickelt, der dem W&P-Geschäftsmodell-Ansatz (Wieselhuber & Partner 2013; vgl. auch Abbildung 2) folgt und das bekannte Instrumentarium des Restrukturierungsmanagements um eine strukturelle und nachhaltige Perspektive erweitert. Eine wichtige Voraussetzung für ein nachhaltiges Sanierungskonzept ist jedoch eine grundlegende Auseinandersetzung mit dem Geschäftsmodell: Wer bei der Rekonfiguration des Geschäftsmodells den Kundennutzen neu definiert und die Wertschöpfungsarchitektur strukturell daran ausrichtet, hat eine gute Ausgangsposition. Ist das unmittelbare Überleben gesichert, wird auf die grundlegenden Werttreiber des Geschäftsmodells fokussiert. Dabei

Wo möchte ich hin? Mit welchen Produkt-/Markt-Kombinationen will ich das erreichen?
 ■ Attraktivität der einzelnen Märkte?
 ■ Ist-Positionierung?
 ■ Wettbewerb?

Wie organisiere ich mich möglichst schlagkräftig & effizient?
 Wie setze ich das intern um?
 Was kann ich mir alles (zu welchem Zeitpunkt) leisten?



Abb. 2: Ebenen des Geschäftsmodells

sind die „klassischen“ strategischen Fragen des „Was“ (die richtigen Dinge tun) und des „Wie“ (die Dinge richtig tun) zu stellen und zu beantworten. Wenn es gelingt, den angebotenen Kundennutzen neu zu definieren sowie die Wertschöpfungsarchitektur strukturell daran auszurichten, kann die Zielsetzung eines rentablen, robusten und zukunftsfähigen Geschäftsmodells nachhaltig erreicht werden.

1.4 Management im Fokus

Das Management ist in der Regel nicht der einzige, aber immer auch als ein Faktor zu berücksichtigen, der dazu beiträgt, dass Organisationen in eine Krise geraten. Zudem verändern sich die Anforderungen mit dem Eintritt in Krisensituationen deutlich: Weniger operative oder Branchen-Expertise ist gefragt, dafür mehr Kompetenz zur Führung in der Krisensituation. Dennoch fällt eine personelle Veränderung oftmals schwer.

Dies gilt umso mehr, je größer die Ausrichtung eines Unternehmens auf Einzelpersonen als Organe oder Gesellschafter ist. Hier ist oftmals externe Unterstützung gefragt – erfahrene Manager, die ergebnisorientiert und ohne falsche Rücksicht auf die Vergangenheit steuern, dabei aber die Menschen in der Organisation nicht aus den Augen verlieren.

Das beste Konzept kann nicht zum Erfolg führen, wenn es nicht oder nur teilweise umgesetzt wird. Hier leistet ein professionelles Umsetzungscontrolling insofern einen Beitrag zur nachhaltigen Restrukturierung, als es einen transparenten Soll-Ist-Vergleich liefert – dies sowohl dem Management zur Steuerung nach innen als auch zur Kommunikation an die Stakeholder nach außen.

1.5 Erfolgsfaktoren für eine nachhaltige Sanierung

Abgeleitet aus den Gesprächen sowie dem W&P-Geschäftsmodell-Ansatz ergeben sich Erfolgsfaktoren, die Unternehmen weniger krisenanfällig machen:

- Instrumentarien zur Krisen(früh)erkennung: Geeignete Controlling-Systeme zur Messung relevanter interner KPIs und externer Indikatoren dienen als Instrumentarien für eine möglichst frühe Erkennung von Krisen. Mit der Performance eines Unternehmens ist es wie mit der Fitness der Menschen: Nur kontinuierliches Training führt zum Erfolg. Performance ist dabei kein Selbstzweck, sondern die Basis für unternehmerische Freiheitsgrade, Unabhängigkeit und die Möglichkeit, Chancen der Zukunftsgestaltung erfolgreich wahrzunehmen. Deshalb müssen Performance-

Fresser erkannt und eliminiert werden, denn sie unterminieren die Schlagkraft des Unternehmens.

- Lernfähige Organisation: Schaffung einer intelligenten und lernwilligen Organisation. Nur wenn Management-Verantwortliche in der Lage sind, Strukturen immer wieder ohne Tabus auf ihren Erfolgsbeitrag zu überprüfen, kann es gelingen, eine Organisation immer wieder an sich verändernde Anforderungen anzupassen und neu zu erfinden. Dies erfordert letztlich ein aktives Vorbild aller Führungsverantwortlichen gegen eine Kultur der „Tabus“ und die Schaffung einer veränderungsbereiten Unternehmenskultur.
- Aktives Managen von Veränderungsprozessen: Funktioniert die genannte Früherkennung von entsprechenden Signalen, sollten Manager nicht abwarten, bis sie zu Reaktionen „gezwungen“ sind. Es gilt, externe Impulse zur Hinterfragung der eigenen wirtschaftlichen Performance zu nutzen, solange die gesamtwirtschaftliche Lage noch Spielräume lässt. Eine aktive Restrukturierung aus eigenem Impuls heraus ist eine große Chance, das Unternehmen auf kommende Veränderungen vorzubereiten – und die Herausforderungen einer Krise erfolgreich zu meistern.

Gelingt es auf diese Weise, externe Impulse zur Hinterfragung der eigenen wirtschaftlichen Performance zu nutzen, solange die Lage noch Spielräume lässt, so besteht eine große Chance, Unternehmen auf kommende Veränderungen vorzubereiten – und wechselnde Herausforderungen nachhaltig zu meistern. In diesem Sinne ist der grundlegendste Erfolgsfaktor nachhaltiger Restrukturierung letztlich eine Rückbesinnung auf unternehmerische Grundtugenden: Der Mut, immer wieder Strukturen kritisch zu hinterfragen und die erforderlichen durchgreifenden Veränderungen im Sinne von Schumpeters „schöpferischer Zerstörung“ proaktiv und gemeinsam mit den Mitarbeitern zu realisieren.



Lars Richter
Partner & Mitglied der Geschäftsleitung
Competence Center
Corporate Restructuring

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München

Telefon 089 286 23 149
Mobil 0160 745 18 89
Telefax 089 286 23 285
E-Mail richter@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Die Restrukturierung anleihefinanzierter Unternehmen in- und außerhalb des Insolvenzverfahrens

Dr. Christian Brünkmans

Seit Inkrafttreten des neuen Schuldverschreibungsgesetzes im Jahre 2009 fand sich eine beachtliche Zahl anleihefinanzierter Unternehmen im Insolvenzverfahren wieder. Betroffen waren insbesondere Unternehmen, die sich über eine Mittelstandsanleihe finanziert hatten. Nur beispielhaft seien die Verfahren KTG-Agrar, Zamek, Schneekoppe, die Modeunternehmen Wöhrl, Steilmann, René Lezard, Strenesse, Sinn Lefers oder Laurèl, die Windpioniere Windreich und Prokon genannt. Da in den Jahren 2017 bis 2019 ca. 94 Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von ca. 5,4 Milliarden Euro fällig werden, ist mit weiteren Insolvenzverfahren zu rechnen.

Eine Anleihe ist ein zinstragendes Wertpapier, das dem Gläubiger das Recht auf Rückzahlung (üblicherweise nach fünf bis sieben Jahren) sowie auf Zahlung vereinbarter Zinsen einräumt. Anleihen stellen klassischerweise Fremdkapital dar, welches in der Insolvenz üblicherweise (ausgenommen sog. Hybridanleihen) den Rang einer einfachen, nur quotaal befriedigenden Insolvenzforderung (§38 InsO) darstellt.

Als Bestandteil des Fremdkapitals erfolgt die finanzwirtschaftliche Restrukturierung von Anleihen wie sonstiger Verbindlichkeiten insbesondere durch Stundung, Prolongation (Vermeidung oder Beseitigung der Zahlungsunfähigkeit) sowie Rangrücktritt und (teilweisen) Forderungsverzicht (Vermeidung oder Beseitigung der Überschuldung).

Wie bei gewöhnlichen Verbindlichkeiten bedürften diese Sanierungsmaßnahmen außerhalb des Insolvenzverfahrens grundsätzlich der Zustimmung des jeweils betroffenen Anleihegläubigers. Aufgrund des „Free Rider“-Problems und der Anonymität der über den Kapitalmarkt gestreuten Anleihegläubiger wird eine Restrukturierung jedoch nur gelingen, wenn den Anleihegläubigern besondere finanzielle Anreize gewährt werden oder die Restrukturierung über einen Zwangsrahmen erfolgt. Letzteres gewährt sowohl das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) über bindende Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubigerversammlung als auch die Insolvenzordnung über das Insolvenzplanverfahren.

Restrukturierung durch Änderung der Anleihebedingungen nach SchVG

Eine finanzwirtschaftliche Restrukturierung eines anleihefinanzierten Unternehmens kann seit Inkrafttreten des SchVG im Jahre 2009 zunächst außerhalb des Insolvenzverfahrens über eine Änderung der Anleihebedingungen durch bindenden Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubigerversammlung herbeigeführt werden. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die Anleihebedingungen im Hinblick auf die zukünftige Änderung der Anleihebedingungen eine solche Unterwerfung unter das Mehrheitsprinzip (sog. „Collective Action Clause“) vorsieht (§5 Abs. 1 S. 2 SchVG). Das SchVG ist in seinem Anwendungsbereich auf Anleihen beschränkt, die nach deutschem Recht begeben worden sind. Auf den Sitz des Emittenten kommt es hingegen nicht an.



Das Gesetz erkennt in § 5 Abs. 3 S. 2 SchuldVG ausdrücklich die Stundung oder Verringerung (=Verzicht) von Zinsen und Hauptforderung sowie den Rangrücktritt und Sicherheitentausch an.

Auch der Debt-Equity/Debt-Asset/Debt-Debt Swap kann bei Vorliegen entsprechender qualifizierter Mehrheitsbeschlüsse der Anleihegläubigerversammlung auch gegen den Willen einzelner Anleihegläubiger durchgesetzt werden (vgl. §5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG).

Wenn die Anleihebedingungen nicht eine abweichende Regelung vorsehen, kann die Abstimmung über die Änderung der Anleihebedingungen in einer physischen Versammlung (§§ 5 bis 17 SchuldVG) oder ohne Versammlung (§ 18 SchuldVG) nach Wahl des Einberufenden erfolgen.

Außerhalb des Insolvenzverfahrens können nur der Emittent oder der gemeinsame Vertreter eine Versammlung der Anleihegläubiger einberufen (§ 9 SchuldVG). Sie sind hierzu verpflichtet, sofern Anleihegläubiger, die 5 % des Nennbetrages halten, dies verlangen und ein besonderes Interesse daran haben (§ 9 Abs. 1 SchVG).

Für die Beschlussfähigkeit der Anleihegläubigerversammlung bedarf es eines Quorums von mindestens 50 % des stimmberechtigten Nennwerts der Anleihe. Wird dieses nicht erreicht, kann eine neue Versammlung einberufen werden, die grundsätzlich ohne summenmäßiges Quorum beschlussfähig ist. Für Beschlüsse über die oben genannten Sanierungsbeiträge der Anleihegläubiger müssen jedoch mindestens 25 % des stimmberechtigten Nennwerts der Anleihe vertreten sein. Sie bedürfen der notariellen Beurkundung, sind in geeigneter Form zu veröffentlichen und werden durch Übermittlung der Abschrift des ändernden Beschlusses an das Clearing System vollzogen.

Anleihen im eröffneten Insolvenzverfahren

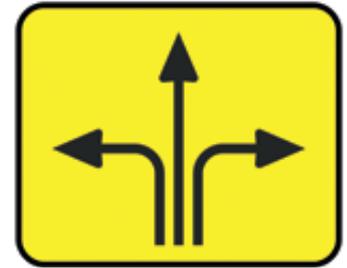
Mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten werden die oben aufgezeigten Regeln zum Teil durch das Insolvenzverfahren verdrängt. Die Anleihegläubiger können ihre Forderungen grundsätzlich nur nach den Vorschriften über das Insolvenzverfahren verfolgen, soweit das SchVG nicht etwas anderes bestimmt (siehe § 19 Abs. 1 SchuldVG). Die Anleihegläubiger haben ihre Forderungen grundsätzlich im Insolvenzverfahren anzumelden, es sei denn diese haben einen gemeinsamen Vertreter.

Um den Anleihegläubigern speziell für das Insolvenzverfahren die Möglichkeit der Bestellung eines gemein-

samen Vertreters zu eröffnen, hat das Insolvenzgericht unverzüglich nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens eine Versammlung der Anleihegläubiger einzuberufen (§ 19 Abs. 2 SchuldVG). Nach wohl herrschender Auffassung hat das Insolvenzgericht eine Anleihegläubigerversammlung auch dann einzuberufen, wenn die Anleihebedingungen einen gemeinsamen Vertreter nicht vorsehen. Für die Einberufung weiterer Anleihegläubigerversammlungen im eröffneten Insolvenzverfahren ist nach einer jüngsten Entscheidung des OLG Stuttgart (Az. 10 U 97/16) der Insolvenzverwalter und nicht der Geschäftsführer der Schuldnerin zuständig.

Die Versammlungsleitung der vom Insolvenzgericht einberufenen Anleihegläubigerversammlung obliegt dem Insolvenzgericht. Der Beschluss über die Bestellung des gemeinsamen Vertreters bedarf der einfachen Summenmehrheit. Da im Insolvenzverfahren die entscheidenden Weichen bereits im Eröffnungsverfahren gestellt werden, sind die meisten Insolvenzgerichte bemüht, einen Vertreter der Anleihegläubiger bereits im Eröffnungsverfahren als Mitglied des vorläufigen Gläubigerausschusses zu gewinnen.

Wird im Rahmen der nach § 19 Abs. 2 SchuldVG einberufenen Anleihegläubigerversammlung kein besonderer Vertreter bestellt, sind diese in der insolvenzrechtlichen Gläubigerversammlung unmittelbar selbst stimmberechtigt. Kommt es hingegen zur Bündelung der Anleihegläubigerinteressen in der Person des besonderen Vertreters, hat er die Rechte der Anleihegläubiger im Insolvenzverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen auszuüben. Darüber hinaus können die Anleihegläu-





Dr. Christian Brünkmans, LL.M.
Rechtsanwalt

Flick Gocke Schaumburg
Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer
Steuerberater
Partnerschaft mbP

Telefon 0228 959 43 35
E-Mail christian.brueenkman@fgs.de
Internet www.fgs.de

FAZIT

biger in der Versammlung dem besonderen Vertreter Weisungen im Hinblick auf die Ausübung seiner Rechte erteilen. Der gemeinsame Vertreter meldet die Gesamtforderung aus der Anleihe zur Insolvenztabelle an.

Anleihen im Insolvenzplanverfahren

Im Insolvenzplanverfahren erfolgt die Gestaltung der Anleiheforderung rechtstechnisch nicht über eine Änderung der Anleihebedingung kraft Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubigerversammlung, sondern über eine Regelung im gestaltenden Teil des Insolvenzplanes, weil die Anleihegläubiger – wie alle anderen einfachen Insolvenzgläubiger – zwangsweise planunterworfen Beteiligte des Insolvenzplanverfahrens sind.

Ist ein gemeinsamer Vertreter bestellt worden, ist dieser auch ausschließlich im Insolvenzplanverfahren für die Anleihegläubiger stimmberechtigt. Er kann dabei sein Stimmrecht nur einheitlich ausüben. Die Anleihegläubiger können daher nicht direkt über den Insolvenzplan abstimmen. Für die Zustimmung des gemeinsamen Vertreters zum Forderungsverzicht im Insolvenzplanverfahren bedarf es im Außenverhältnis grundsätzlich keiner Ermächtigung durch die Anleihegläubigerversammlung. Zur Vermeidung einer persönlichen Haftung des besonderen Vertreters bietet sich jedoch regelmäßig eine Einholung der Ermächtigung an. Die Anleihegläubiger bilden im Insolvenzplanverfahren in der Regel eine eigene Gruppe i. S. d. § 222 Abs. 2 InsO. Ihnen sind im Insolvenzplan gleiche Rechte anzubieten (§ 19 Abs. 4 SchuldVG). Für die Abstimmung über den Insolvenzplan gelten die allgemeinen insolvenzrechtlichen Regeln, d. h. in den Gläubigergruppen ist die Kopf- und Summenmehrheit zu erreichen (§ 244 InsO). Die h. M. geht davon aus, dass es hinsichtlich der Kopfmehrheit auf die Zahl der vertretenen Anleihegläubiger ankommt.

Haben sich die Anleihegläubiger in den Anleihebedingungen dem Mehrheitsprinzip unterworfen, ist eine effektive Restrukturierung der Anleihe auch außerhalb des Insolvenzverfahrens nach den Mechanismen des SchuldVG möglich. Im Insolvenzverfahren erfolgt die Gestaltung der Anleiheforderungen nach den allgemeinen Regeln des Insolvenzplanverfahrens. Die Anleihegläubiger sind im Insolvenzplanverfahren nur eine – wenn auch häufig entscheidende – Gläubigergruppe. Der Umtausch von Anleihen in Aktien lässt sich sowohl im als auch außerhalb des Insolvenzverfahrens effektiv umsetzen.

Debt-Equity-Swap

Der Tausch von Anleihen in Aktien ist in der Praxis eine beliebte Restrukturierungsmaßnahme. Außerhalb des Insolvenzverfahrens erfolgt dieser über einen Beschluss der Anleihegläubigerversammlung verbunden mit einem Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung der Schuldnerin.

Bei einem Debt-Equity-Swap im Insolvenzverfahren stehen jedoch zwei unterschiedliche Modelle zur Verfügung, namentlich (1) das gemischte Modell nach SchVG mit Planbedingung und (2) das reine Insolvenzplanmodell.

1. Gemischtes Modell

Das im SchVG verankerte Mehrheitsprinzip lässt den Swap auch gegen den Willen der bei der Beschlussfassung unterliegenden Gläubiger zu (§ 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 SchuldVG). Stimmt die Anleihegläubigerversammlung dem Debt-Equity-Swap mit den erforderlichen qualifizierten Mehrheiten zu, können die Anleiheforderungen – anders als bei gewöhnlichen Gläubigern – somit auch gegen den Willen einzelner Gläubiger in Aktien getauscht werden. Diese Aktien werden aufgrund einer im Insolvenzplan geregelten Kapitalerhöhung geschaffen. Der Beschluss der Anleihegläubigerversammlung zum Debt-Equity-Swap ist in diesem Fall eine Bedingung für die gerichtliche Bestätigung des Insolvenzplanes (§ 249 InsO).

2. Reines Insolvenzplanmodell – Optionsmodell

Eines Beschlusses der Anleihegläubigerversammlung bedarf es jedoch nicht zwingend, wenn der Umtausch der Anleihegläubiger freiwillig erfolgen soll. Dann kann der Debt-Equity-Swap ausschließlich im Insolvenzplan geregelt werden. Dies erfolgt in der Praxis häufig, indem den Anleihegläubigern ein Optionsrecht zwischen Aktien am Schuldner oder einer Barabfindung gewährt wird. Zur Umsetzung dieses Optionsmodells werden die Ansprüche aus der Anleihe auf eine Abwicklungsstelle durch eine entsprechende Abtretungsregelung im Insolvenzplan übertragen. Der Insolvenzplan sieht im Gegenzug vor, dass die Anleihegläubiger innerhalb einer bestimmten Frist ihr Optionsrecht (Aktien oder Barausgleich) ausüben können. Mit Ablauf der Optionsfrist verwertet die Abwicklungsstelle die verbleibenden Aktien, indem sie diese am Kapitalmarkt andient. Der Verwertungserlös wird schließlich an die entsprechenden Anleihegläubiger, welche Barausgleich statt Aktien gewählt haben, ausgeschüttet.

Neues Sanierungswerkzeug für außerinsolvenzliche Sanierungen

Prof. Dr. Georg Streit

Gesetzgebungsvorhaben der EU:

präventives Restrukturierungsverfahren

Die Europäische Kommission möchte ein gesetzlich geregeltes Verfahren für außerinsolvenzliche Sanierungen einführen. Dieses soll EU-weit in den Grundzügen einheitlich sein. Einen konkreten Entwurf für eine entsprechende EU-Richtlinie hat sie bereits ausgearbeitet und vorgelegt (COM(2016) 723 vom 22.11.2016).

Restrukturierungsplan

Der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission ermöglicht es, in einem Restrukturierungsplan mit Mehrheitsbeschlüssen Bankverbindlichkeiten, Mezzanine-Verbindlichkeiten, Anleihen (auch solche ohne sog. Opt-in), Gesellschafterdarlehen sowie sonstige Verbindlichkeiten zu restrukturieren. Er schränkt daher die Möglichkeiten von sog. Akkordstörern ein. Der Restrukturierungsplan kann regeln:

- Umschuldung, Erlass, Umwandlung in andere Arten von Verbindlichkeiten, neue Finanzierung.
- Einordnung der Gläubiger in „Klassen“ (im englischen Originaltext: „group“; offizielle Übersetzung: „Klassen“).
- Einbeziehung derjenigen Gläubiger, deren Beitrag für das Gelingen der Sanierung erforderlich ist. Dies müssen nicht alle Gläubiger oder Klassen sein. Bei Erreichen der erforderlichen Zustimmungquote von bis zu 75 % Forderungsmehrheit in jeder Klasse soll der Restrukturierungsplan die widersprechenden Gläubiger binden.
- Klassenübergreifender Cram-down: Der Restrukturierungsplan kann bestätigt werden, obwohl er von einer oder mehreren betroffenen Klassen abgelehnt wird. Details zu Schlechterstellungsverbot, Übermittlung des Restrukturierungsplans, Regel des absoluten Vorrangs etc. regelt der Richtlinienvorschlag.

Gerichtsferne, Eigenverwaltung

Der Richtlinienvorschlag beschränkt die gerichtliche Beteiligung auf das Notwendigste:

- Die Einleitung des präventiven Restrukturierungsverfahrens setzt keinen Gerichtsbeschluss voraus, sondern kann formlos erfolgen, solange keine Rechte Dritter berührt sind.
- Das präventive Restrukturierungsverfahren erfolgt in Eigenverwaltung durch den Schuldner.
- Gericht oder Behörde sollen einen Restrukturierungsbeauftragten einsetzen können (im englischen Originaltext: „restructuring practitioner“; offizielle Übersetzung: „Restrukturierungsverwalter“). Die Bestellung soll nicht in jedem Falle zwingend sein. Bei dem Restrukturierungsbeauftragten kann es sich um einen Mediator zur Unterstützung der Verhandlungen über den Restrukturierungsplan oder um einen Insolvenzpraktiker (im englischen Originaltext: „insolvency practitioner“) zur Überwachung der Maßnahmen des Schuldners handeln.
- Ein Restrukturierungsplan, der die Interessen ablehnender Gläubiger oder Gesellschafter beeinträchtigt, bedarf der Bestätigung durch ein Gericht oder eine Behörde. Ein Rechtsbehelf gegen den Beschluss über die Bestätigung des Restrukturierungsplans ist möglich. Dieses Rechtsmittel hat keine aufschiebende Wirkung. Rechtsfolge im Erfolgsfall soll die Aufhebung des Restrukturierungsplans oder ein finanzieller Ausgleich sein.

Eingangsvoraussetzungen:

keine Insolvenz, aber „likelihood of insolvency“

Der Restrukturierungsplan soll die Insolvenz laut Richtlinienvorschlag abwenden und die Rentabilität des Unternehmens sichern können:

- Das präventive Restrukturierungsverfahren soll eingreifen, bevor ein Schuldner nach nationalem Recht insolvent wird und ein Insolvenzverfahren beantragen muss.

■ KRISE UND KRISENBEWÄLTIGUNG

- Um einen Missbrauch des präventiven Restrukturierungsverfahrens zu verhindern, ist die „drohende Insolvenz“ (im englischen Originaltext: „likelihood of insolvency“) Voraussetzung für das Verfahren.

Moratorium, Ruhen der Insolvenzantragspflicht

Zwangsvollstreckungsmaßnahmen und Insolvenzantragspflichten sollen laut Richtlinienvorschlag auf Antrag des Schuldners vorübergehend (zunächst vier, max. zwölf Monate) ruhen, wenn andernfalls die Verhandlungen beeinträchtigt und die Aussichten auf eine präventive Restrukturierung gemindert werden könnten:

- Im Einzelfall kann die Aussetzung aufgehoben werden, z. B. auf Antrag des Schuldners, des Restrukturierungsbeauftragten oder eines Gläubigers, wenn dieser durch die Aussetzung in unangemessener Weise beeinträchtigt wird.
- Die Mitgliedstaaten können von der Aussetzung eine Ausnahme vorsehen, wenn der Schuldner illiquide wird (im englischen Originaltext: „debtor becomes illiquid“). Das präventive Restrukturierungsverfahren soll aber nicht automatisch beendet werden, vielmehr soll dies von den Aussichten über eine Einigung über den Restrukturierungsplan abhängen.

Vertragsbeziehungen

Zu Vertragsbeziehungen des Schuldners sieht der Richtlinienvorschlag vor:

- Laufende Liefer- und Leistungsbeziehungen: Gläubigern soll es nicht erlaubt sein, während der Aussetzung Leistungen aus laufenden Verträgen zu verweigern oder diese Verträge zu kündigen, sofern der Schuldner seine laufenden Verpflichtungen hieraus im normalen Geschäftsgang weiter erfüllt.
- Non performing loans: Durch einen erfolgreichen Restrukturierungsplan werden notleidende Kredite in Kredite umgewandelt, die ein Unternehmen tatsächlich zurückzahlen kann. Dies verringert die Anhäufung notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken.
- Schutz für neue Finanzierungen, Beraterkosten, etc.: Neue Finanzierungen können in späteren Insolvenzverfahren vorrangig behandelt werden. Neue Finanzierungen, angemessene Beraterkosten, angemessene Zahlungen im normalen Geschäftsgang, Lohnzahlungen etc. sollen in späteren Insolvenzverfahren grundsätzlich nicht angefochten werden können.



Diskussionsstand

Insgesamt stößt der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission auf Zustimmung.

Naturgemäß gibt es Kritik und Verbesserungsvorschläge im Detail. Die Wesentlichen sind:

- Der Richtlinienvorschlag sollte klar und eindeutig europaweit einheitlich regeln, dass die Steuer auf den mit Rechtskraft des Bestätigungsbeschlusses entstehenden Buchgewinn (nach Verrechnung mit Verlustvorträgen) automatisch erlassen wird und dass dieser Erlass nicht gegen europäisches Beihilferecht verstößt. Der Buchgewinn führt zu keinem Liquiditätszufluss. Das sanierungsbedürftige Unternehmen dagegen mit einer liquiditätswirksamen Steuerzahlungspflicht zu belasten, konterkariert das präventive Restrukturierungsverfahren.
- Beim Eingangserfordernis „likelihood of insolvency“ sollte klargestellt werden, dass der Schuldner das Restrukturierungsverfahren auch einleiten kann, wenn nach nationalem Recht eine Insolvenzantragspflicht aufgrund von Prognoseelementen bereits eingetreten ist. Das Restrukturierungsverfahren kann die Fortführungsprognose wiederherstellen. Die Klarstellung ist erforderlich, weil die Insolvenzantragspflicht nach deutschem Recht bereits zu einem frühen Zeitpunkt eingreift, um die Chance der Sanierung im Insolvenzverfahren zu erhalten. So liegt bei drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) häufig schon keine positive Fortführungsprognose mehr vor. Bei gleichzeitig vorliegender rechnerischer Überschuldung ist dabei zwingend Insolvenzantrag wegen Überschuldung zu stellen (§ 19 InsO).
- Der Anwendungsbereich des präventiven Restrukturierungsverfahrens sei auf Finanzgläubiger zu beschränken (z. B. Bundesrat, BR Drucks. 1/17). Andernfalls würden lediglich die Symptome der Krise zeitweise gelindert. Unternehmen könnten weiterwirtschaften, obwohl sie aus sich heraus nicht lebensfähig seien. Zentrale Marktgesetze würden außer Kraft gesetzt, die für eine volkswirtschaftlich sinnvolle Allokation von Ressourcen sorgen. Das Insolvenzrecht hat auch die volkswirtschaftlich sinnvolle Funktion einer Marktberaumung.
- Die Gläubiger sollten bereits frühzeitig förmlich beteiligt werden, z. B. in einem Gläubigerausschuss.

- Die Richtlinie sollte die Möglichkeit des Eingriffs in Sicherungsrechte und Anteilsrechte (Anteilsübertragung, Debt Equity Swap) klar und ausdrücklich regeln.
- Einschränkung des Cram-down unter Berücksichtigung der Forderungshöhen von Gläubigern in Klassen, die den Restrukturierungsplan nicht unterstützen.
- Quasi zwangsweise Weiterlieferungsverpflichtungen für Lieferanten seien abzulehnen. Sie steigerten die Gefahr von Folgeinsolvenzen, wenn das präventive Restrukturierungsverfahren scheiterte. Dies insbesondere, wenn die Lieferanten gezwungen werden, die Zahlungsziele unverändert zu lassen und dann auch mit den zwangsweise aufgebauten weiteren Forderungen ausfallen.
- Klarstellung bei der Nichtanfechtbarkeit neuer Finanzierungen, ob diese auch die Tilgungen/Zinszahlungen nach Bestätigung des Restrukturierungsplans erfasst.
- Klarstellung, dass Verzichte im Restrukturierungsplan keine Auswirkung auf Drittsicherheiten (z. B. Bürgschaften) haben.
- Der Richtlinienvorschlag reduziere non performing loans nicht etwa, sondern führe sie erst herbei aufgrund des Moratoriums von bis zu zwölf Monaten.
- Ein Rechtsbehelf sollte ausdrücklich auch gegen den Beschluss über die Verfassung der Bestätigung des Restrukturierungsplans möglich sein.



Prof. Dr. Georg Streit
Rechtsanwalt, Partner und Leiter
der Praxisgruppe Restrukturierung

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK
Prinzregentenstraße 48
80538 München

Telefon 089 540 31 227
E-Mail g.streit@heuking.de
Internet www.heuking.de

Ausblick

Die Ambitionen der EU-Kommission, über eine EU-Richtlinie ein präventives Restrukturierungsverfahren einzuführen, sind in jeder Hinsicht zu begrüßen. Es ermöglicht praxisorientierte Sanierungen und Restrukturierungen im Interesse aller Stakeholder, ohne dass Akkordstörer dies gegen den Willen der Mehrheit verhindern können. Das europäische Gesetzgebungsverfahren darf man mit Spannung weiter verfolgen. Insbesondere der erstgenannte Verbesserungsvorschlag zur Regelung der Nichtbesteuerung von Sanierungsgewinnen sollte in den Richtlinienentwurf aufgenommen werden.

Gestaltungsoptionen der Eigenverwaltung

Andreas Rodich

Vorbemerkung

Ziel des ESUG war u. a. die Vereinfachung des Zugangs zur Eigenverwaltung. Dies vor dem Hintergrund, dass die Unternehmer frühzeitiger zur Insolvenzantragsstellung bewegt werden sollten. Eine Studie der Boston Consulting Group aus dem März 2017 hat die Verfahren in dem Zeitraum von knapp fünf Jahren seit Einführung des ESUG untersucht: von insgesamt 48.300 Insolvenzverfahren (Personen- und Kapitalgesellschaften) wurden lediglich 1.236 Insolvenzverfahren in Eigenverwaltung nach § 270a bzw. nach §270b InsO beantragt. Damit macht der Anteil der Insolvenzverfahren in Eigenverwaltung an der Gesamtverfahrenszahl gerade einmal 2,6% aus!¹



Dies erstaunt, ist die Eigenverwaltung (sofern beantragt) doch der gesetzliche Regelfall, da sie nach §270 InsO auf Antrag anzuordnen ist, es sei denn es sind Umstände bekannt, die erwarten lassen, dass die Eigenverwaltung zu Nachteilen für die Gläubiger führt.

Ist die Eigenverwaltung also eine Verfahrensform ohne Biss oder bieten sich dennoch interessante Gestaltungsmöglichkeiten?

Rahmenbedingungen und zu lösende

Problemstellungen

Führen Sie sich bitte folgendes Bild vor Augen: Ein Auto (= Unternehmen) ist ins Schleudern geraten. Der Fahrer (= Vertretungsorgan) hat zwar die Hände am Steuer, doch ihm ist anzusehen, dass er nicht so recht weiß, was er nun tun soll: die Handbremse ziehen, das Lenkrad herumreißen, das Lenkrad gerade halten? Die Mitfahrer (= Arbeitnehmer, Kunden, Lieferanten, Gläubiger) sitzen mit schreckgeweiteten Augen im Fond: Was passiert jetzt, wie geht es weiter?

Die derzeitigen Rahmenbedingungen lassen erwarten, dass einerseits Unternehmen, die selbst eine große Variantenvielfalt entwickeln und anbieten und damit die Konfiguration und Entwicklung selbst stemmen, ein großes Risiko tragen. Andererseits ist eine schlechte

Produktkonfiguration selbst ein Risiko. Kleinserien und damit ungenügende Mengengerüste können zu einer Verlustproduktion führen.

Doch was tun, wenn Lieferverträge und Vertragsstrafen das Unternehmen genau dazu zwingen? Was tun, wenn der Verschuldensgrad zu hoch ist? Wie kann das ins Schlingern geratene Auto wieder in die Spur gebracht werden und wie lässt sich bewerkstelligen, dass das Navigationsgerät irgendwann sagt: „Sie haben Ihr Ziel erreicht!“?

Bieten sich hier Möglichkeiten in der Eigenverwaltung, genau das zu erreichen?

Wie das Auto ins Schleudern geraten ist, mag bekannt sein oder auch nicht; jedenfalls gilt es nun, zunächst die Fahrt zu stabilisieren und dann den künftigen Weg festzulegen und zu verfolgen, der alle Beteiligten an das Ziel bringt.

Erste Maßnahmen: die Fahrt stabilisieren

Vor Beantwortung aller weiteren Fragen muss die Frage geklärt sein, ob das Geschäftsmodell stimmt. Nur dann ist eine Sanierung im Rahmen einer Eigenverwaltung realistisch.

Ist dies geklärt, muss die erste Maßnahme sein, die Fahrt zu stabilisieren. Sind die Voraussetzungen hierfür gegeben (diesbezüglich wird auf weiterführende Literatur verwiesen), gewährt der Schritt Insolvenzantragsstellung mit gleichzeitiger Beantragung der Eigenverwaltung zunächst ein Ende der vorausgegangenen Schlingerpartie.

Die eingangs genannten Zahlen belegen, dass die Ziele des Gesetzgebers zum ESUG noch nicht voll realisiert wurden. Insbesondere hat es den Unternehmen bzw. deren Organen noch nicht vollumfänglich das Gefühl geben können, der Gang zum Gericht sei auch mit dem Antrag auf Eigenverwaltung nicht stigmatisiert und nicht mit dem Wort „gescheitert“ verbunden. Dies mag dazu geführt haben, dass sich das Auto langsam aufgeschaukelt hat und überhaupt erst ins Schlingern geraten ist.

¹ Quelle: Studie „Fünf Jahre ESUG“ der Boston Consulting Group, März 2017

Was kann ein Unternehmen bzw. dessen Organe also dazu bewegen, doch den Weg der Eigenverwaltung zu beschreiten?

Aus Sicht des Autors wird dies nur erfolgen, wenn der Entscheidungsträger die Chancen kennt und für das Unternehmen bewertet hat.

Zweiter Schritt: Gestaltungsmöglichkeiten erkennen und sicherstellen, dass die notwendigen Ressourcen/Ressourcengeber für den weiteren Weg an Bord sind

Die Eigenverwaltung muss als strategisches Verfahren begriffen werden.

So macht das Verfahren insbesondere dann Sinn, wenn es so früh eingeleitet wird, dass an sich auch noch eine außergerichtliche Sanierung eingeleitet werden könnte. Vergleicht man die außergerichtliche Sanierung und das Eigenverwaltungsverfahren, so bietet letzteres einige Optionen, die eine außergerichtliche Sanierung nicht bietet und die ein besseres Endergebnis für alle Beteiligten gewährleisten. Aber auch im Vergleich zu einem Regelinsolvenzverfahren bietet das Eigenverwaltungsverfahren Vorteile.

Zunächst einmal ist ein Eigenverwaltungsverfahren zwingend dort notwendig, wo persönliche Beziehungen zum Management überhaupt erst Voraussetzung für das Funktionieren des Geschäftsmodells sind. Wenn bspw. Lieferanten und vor allem Kunden/Abnehmer nur auf Basis der persönlichen Beziehungen zum Management Geschäfte mit dem Unternehmen tätigen, werden diese aller Voraussicht nach bei Einsetzung eines vorläufigen Insolvenzverwalters in einem Regelverfahren die geschäftlichen Beziehungen abbrechen.

Damit wäre das Unternehmen tot und es bliebe nur noch die Zerschlagung. Somit bietet allein die Eigenverwaltung die Option, persönliche Beziehungen der Lieferanten, Kunden etc. zum Management weiter gewinnbringend einzusetzen.

In unserem Beispiel bringt ein Wechsel des Fahrers nichts, wenn die Mitfahrer (Lieferanten und Kunden) ausschließlich mit dem bisherigen Fahrer die Fahrt fortsetzen wollen, andernfalls aussteigen und mit dem Zug die Reise fortsetzen.

Hinlänglich bekannt, gleichwohl nicht immer beachtet, ist, dass ein Eigenverwaltungsverfahren perfekt vorbereitet werden muss. Diese Voraussetzung für die Anordnung der Eigenverwaltung und deren Gelingen ist zeit- und arbeitsintensiv, und das alles unter einem

erheblichen Zeitdruck. Allerdings eröffnen diese Arbeiten zugleich mehrere Gestaltungsoptionen, die der Eigenverwaltung wiederum einige Vorteile gegenüber einem Regelinsolvenzverfahren einbringen:

- **Zeitvorteil:** Der Fahrer muss sich rechtzeitig mit vielen Themen beschäftigen, die er gemeinsam mit dem Sanierungsberater im Vorfeld abarbeitet. Hat er dies jedoch getan, so kommt die an dieser Stelle zur rechten Zeit investierte Arbeitszeit dem sich anschließenden Verfahren vollumfänglich zu Gute: Die Themen müssen dann nicht mehr von einem vorläufigen Insolvenzverwalter eines Regelverfahrens bearbeitet werden.
- **Geordnete Außenkommunikation:** Alles wurde besprochen und geregelt; es bleibt Zeit, eine geordnete Kommunikation nach außen zu führen.



Hierzu ist auch folgender Aspekt zu berücksichtigen:

Warenkreditversicherer müssen Informationen zur Krise eines Unternehmens an die versicherten Lieferanten weitergeben. Bei frühzeitiger Einbindung des Warenkreditversicherers, der mit solchen Situationen in der Regel professionell umzugehen weiß, werden von diesem Informationen abgefragt (Bestellstopp, Abgrenzungsfragen etc.). Ist alles zur Zufriedenheit beantwortet, werden die Warenkreditversicherer die beabsichtigte Eigenverwaltung höchstwahrscheinlich unterstützen, indem sie in ihrer Information an die Lieferanten ihre positive Haltung zu einer Eigenverwaltung herausstellen. Somit wird eine Weiterbelieferung sehr viel wahrscheinlicher, als sie es im Falle eines plötzlichen Regelinsolvenzverfahrens wäre.

- **Fliegender Start in das Verfahren:** Die Vorbereitungsmaßnahmen gewährleisten, dass sich alle Beteiligten direkt nach Antragsstellung mit operativen und strategischen Themen beschäftigen können. Es werden keine Zeit und keine Ressourcen für die Informationsbeschaffung und Darstellung für einen vorläufigen Insolvenzverwalter benötigt, diese können direkt nach Antragsstellung in Sanierungsmaßnahmen investiert werden.

Die weitere Fahrt mag man in vielerlei Hinsicht mit einer Rallye vergleichen: Alles muss schnell gehen,

perfekt getimt sein, Effizienz steht mit an oberster Stelle und das Team (Fahrer, Navigator, Mechanikermannschaft etc.) muss passen. Und so ist auch bei einer Eigenverwaltung das Team von entscheidender Bedeutung, dessen Zusammensetzung neue Sichtweisen und damit neue Gestaltungsoptionen ermöglicht:

Eine professionelle Eigenverwaltung setzt voraus, dass ein Eigenverwalter (CIO = Chief Insolvency Officer) eingesetzt wird, der den Schuldner vertritt und der etwas vom Sanierungsgeschäft versteht. Die bisherigen Organe mögen noch so gut gewesen sein, mit den Anforderungen und der notwendigen Expertise für die Sanierungssituation sind sie in der Regel nicht ausgestattet. Somit erhält das Unternehmen eine weitere Person, die Prozesse, Wertschöpfungsketten, Kostenstrukturen, Vertragsbeziehungen usw. durchleuchtet.



Doch damit nicht genug, in jedem Eigenverwaltungsverfahren wird ein (vorläufiger) Sachwalter vom Gericht eingesetzt. Er fungiert zwar quasi „nur“ als Kontrollgremium. Gleichwohl bringt auch diese Person externe und spezielle Insolvenzexpertise mit in das Unternehmen ein.

Die Eigenverwaltung bietet die Möglichkeit, bei Bedarf eine Person, die neben dem Eigenverwalter die operative/technische Restrukturierung verantwortet (CRO = Chief Restructuring Officer) und/oder eine Unternehmensberatung, die bspw. wichtige unternehmerische Abläufe optimiert, hinzuziehen.

Dies ist dem Insolvenzverwalter nur schwerlich möglich, ist doch sein Ziel nicht eine endgültige Betriebsfortführung, sondern beinhaltet bestenfalls eine vorübergehende Betriebsfortführung, um anschließend besser liquidieren oder übertragen zu können. D. h. die Zielsetzung ist bei einem Eigenverwaltungsverfahren und bei einem Regelinsolvenzverfahren bereits vollkommen unterschiedlich.

Aus Sicht des Autors bietet gerade diese Phase erhebliches Gestaltungspotenzial. Sind alle Beteiligten abgeholt worden und wurde die unbedingte erforderliche

Transparenz geschaffen, werden die Beteiligten im weiteren Verlauf viel ergebnisoffener diskutieren und Wege mitgehen, die sie ohne diese Phase (welche bei einer Regelinsolvenz in Bezug auf die Mitfahrer oftmals komplett wegfällt) vielleicht niemals bereit gewesen wären einzuschlagen.

Zurück zu unserem Beispiel: Bevor die Fahrt weitergeht, sieht unser Fahrer zusammen mit den neu zugestiegenen Beifahrern (CIO, Sachwalter und ggf. CRO) auf die Landkarte (alle möglichen Wege werden erkannt) und bespricht den weiteren Weg mit den Mitfahrern (Abholen der beteiligten Stakeholder etc.) ausführlich und unter Offenlegung der angestellten Überlegungen (=notwendige Transparenz). Aufgrund dieses Vorgehens entscheiden sich die Mitfahrer, an Bord zu bleiben und nicht in den Zug umzusteigen. Insbesondere bleibt der Mitfahrer an Bord, der in seinem Geldbeutel die Tankkarte mit sich führt.

Dritter Schritt: den als richtig erkannten Weg einschlagen und konsequent verfolgen

Worin liegen nun also die weiteren Chancen bzw. Gestaltungsoptionen der Eigenverwaltung für die verschiedenen Beteiligten?

Wie heißt es doch so schön? Viele Wege führen nach Rom. Der eingeschlagene Weg muss jedoch für das Fahrzeug und seine Insassen geeignet sein.

Die Eigenverwaltung kann sowohl dazu genutzt werden, ein Unternehmen nachhaltig zu sanieren als auch dieses endgültig abzuwickeln. Allerdings dürfte in den meisten Fällen außer Frage stehen, dass die besten Ergebnisse zumeist bei einer Fortführung des Unternehmens bei Umsetzung der identifizierten Sanierungsmaßnahmen erzielt werden können, und zwar für alle Beteiligten.

Um dieses Ziel zu erreichen, seien die wichtigsten Bordwerkzeuge einer Eigenverwaltung aufgeführt:

Gestaltungsmöglichkeiten für das Unternehmen

- Bestimmung eines vorläufigen Sachwalters unter Mitwirkung der wesentlichen Gläubiger über einen vorläufigen Gläubigerausschuss.
- Nutzung des Insolvenzgeldeffektes für notwendige Optimierungs-/Sanierungsmaßnahmen.
- Verkürzung von Kündigungsfristen gem. §§ 279, 113 InsO auf drei Monate zum Monatsende statt Einhaltung der Kündigungsfristen.

- Verkürzung der Dauer der Verhandlungen über einen Interessensausgleich.
- Kappung der Kosten für einen Sozialplan auf 2,5 Monatsgehälter gem. §§ 279, 123 I InsO.
- Verbesserung der Eigenkapitalquote im Rahmen eines Insolvenzplanes durch vereinbarte Gläubigerverzichte, Befreiung von Pensionslasten durch Quotenzahlungen auf Pensionsrückstellungen.
- Trennung von verlustträchtigen/unliebsamen Vertragsbeziehungen, bspw. über §§ 279, 109 I InsO und §§ 279, 103 InsO.
- Dual-track aus einer Position der Stärke heraus und nicht aus der Hand eines fremden Insolvenzverwalters.
- Gestaltungsmöglichkeiten beim Thema Honorierung des Eigenverwalters: Vereinbarung eines erfolgsabhängigen Honorars, Orientierung am Honorar eines (vorläufigen) Insolvenzverwalters oder bspw. auf Grundlage geleisteter Stunden; keinesfalls dürfen die Kosten einer Eigenverwaltung die eines Regelinsolvenzverfahrens übersteigen.
- (Mit-)Auswahl des vorläufigen Sachwalters im Rahmen der Mitgliedschaft in einem vorläufigen Gläubigerausschuss.
- Umwandlung von Forderungen in Gesellschaftsanteile und Mitbestimmungsrechte durch einen Debt-to-Equity-Swap im Rahmen eines Insolvenzplans gem. § 225a InsO, verbunden mit einer Stärkung der Eigenkapitalquote; dies kann auch für ungesicherte Gläubiger eine Chance sein, zumindest am künftigen Erfolg des Unternehmens zu partizipieren.

Abschließend ist zu sagen, dass das Eigenverwaltungsverfahren weder ein Allheilmittel ist noch für jedes Unternehmen die passende Verfahrensform darstellt. Allerdings bietet die Eigenverwaltung viele zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten, die ihr eigentlich einen zunehmenden Anteil an der Verfahrensgesamtzahl beschern sollte. So gelangt bereits jetzt die eingangs aufgeführte Studie zu dem Ergebnis, dass die Eigenverwaltung bei zunehmender Unternehmensgröße stark an Bedeutung gewinnt. So wurden 2016 mehr als die Hälfte der 50 größten Unternehmensinsolvenzen in Eigenverwaltung durchgeführt.

Am Ende soll es in unserem Beispiel aus dem Lautsprecher des Navigationsgerätes tönen: „Sie haben Ihr Ziel erreicht!“. Fatal hingegen wäre die Aussage „Bitte wenden!“, während sich das Fahrzeug auf der Autobahn befindet.

Gestaltungsmöglichkeiten für Gesellschafter

Der Erhalt des Unternehmens und die Durchführung eines Eigenverwaltungsverfahrens bieten auch den Gesellschaftern Vorteile gegenüber einem Regelinsolvenzverfahren:

- Die Studie der Boston Consulting Group hat ergeben, dass in weniger als 50 % der Fälle in Gesellschafterrechte eingegriffen wird.
- Besteht jedoch in dem konkreten Fall das Problem gerade (auch) auf Gesellschafterebene, so bietet der Insolvenzplan die Möglichkeit, zerfallene Gesellschafterstrukturen aufzubrechen und neu zu gestalten.
- Ist ein Eingriff in Gesellschafterrechte erfolgt, so verblieben den Altgesellschaftern der Studie zufolge durchschnittlich 10 % der Anteile.

Gestaltungsmöglichkeiten für die Gläubiger

Unabhängig von den bereits zuvor erwähnten Gestaltungsmöglichkeiten, die neben dem Unternehmen auch den Gläubigern zu Gute kommen, seien an dieser Stelle explizit erwähnt:

Andreas Rodich
Rechtsanwalt, Mediator (CVM)

Schultze & Braun GmbH
Rechtsanwaltsgesellschaft
Paulinenstraße 41
70178 Stuttgart

Telefon 07541 954 19 0
Fax: 07541 954 19 100
E-Mail ARodich@schubra.de
Internet www.schubra.de



Einzelhandel in der Krise – Lösungsansätze gelingen nicht rein betriebswirtschaftlich

Dr. Christian Gerloff

Der stationäre Einzelhandel befindet sich in einer tiefen Strukturkrise. In der Zange zwischen effizienten vertikalisierten Händlern und dem wachsenden Online-Handel taumeln einige der Unternehmen scheinbar orientierungslos durch den Markt. Die Folge hiervon waren verstärkt Insolvenzen von Einzelhandelsunternehmen in den letzten Jahren. Erinnert sei an Unternehmen wie Weltbild, SinnLeffers, Strauß Innovation, Karstadt, Promod, Steilmann und Wöhrl. Auch wenn dies nur die Spitze des Eisberges ist, so handelt es sich um bekannte und alteingesessene Marken im deutschen Einzelhandel.

Auffallend ist, dass in fast allen Fällen die dahinterliegenden Probleme ähnlich sind. So kommt die in den letzten Jahren gestiegene Kaufkraft in Deutschland kaum beim stationären Einzelhandel an. Zudem nimmt die Kundenfrequenz in fast allen deutschen Städten in den letzten Jahren kontinuierlich ab. Teilweise sind jährliche Rückgänge von bis zu über 20% zu verzeichnen.

Die daraus erwachsende Problematik für die weitere Gestaltung und Entwicklung der Innenstädte ist bisher bei der Politik kaum angekommen. Hilfe für gegensätzliche Trends ist daher von dieser Seite kurzfristig nicht zu erwarten.

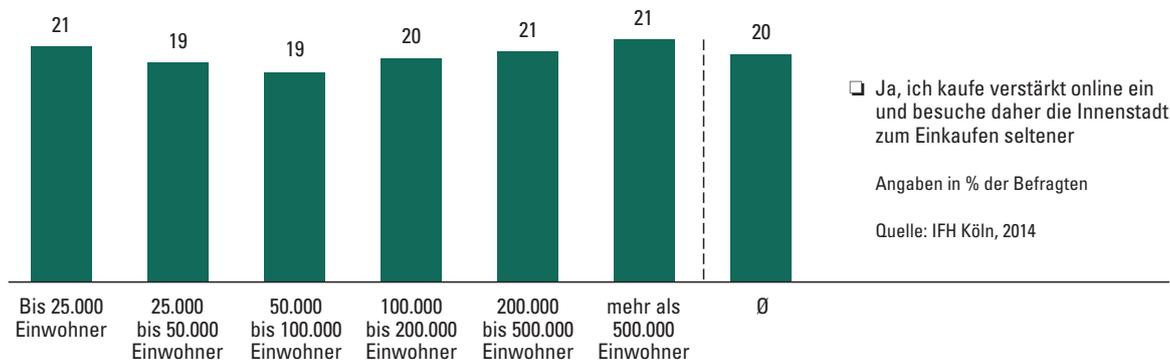
Online-Handel als Konkurrenz

Im Gegensatz zu dem stationären Einzelhandel kann der Online-Handel jährliche Wachstumsraten von ca. 12% verzeichnen. Im Jahr 2016 betrug der Gesamtumsatz der Online-Geschäfte mehr als 50 Milliarden Euro. Das Internet entwickelt sich zunehmend zu einem gleichberechtigten Einkaufskanal. Dabei ist aber auch zu berücksichtigen, dass es bei aller Dynamik und Vielfalt bisher kaum profitable Unternehmen im Online-Handel gibt.

Der stationäre Einzelhandel versucht teilweise auf diesen Trend aufzuspringen und eigene Online-Vertriebskanäle aufzubauen. Damit verbunden sind jedoch regelmäßig hohe Investitionskosten im sieben- bzw. achtstelligen Bereich. Zudem wird die Ware des stationären Händlers über den Online-Store preislich sofort vergleichbar. Alleinstellungsmerkmale wie regionale Angebotsstruktur und Beratung verlieren ihre Gültigkeit. Die Kaufentscheidung des Kunden wird viel stärker über den Preis gebildet. Die Vergleichbarkeit kann nur umgangen werden, wenn der Einzelhändler sogenannte Eigenmarken, also selbstentwickelte Labels, führt.

Unter Umständen ist der eigene Online-Store als eigenständiger Vertriebskanal und als Marketinginstrument aber notwendig. Nur löst er nicht grundsätzlich

Hat sich Ihr Einkaufsverhalten in der Innenstadt durch das Angebot, online einkaufen zu können, verändert?



Online-Handel: Städte unterschiedlicher Größe gleichermaßen von Frequenzverlusten betroffen

die Probleme des stationären Händlers. In jedem Fall notwendig ist aber ein umfassender Internetauftritt, so dass der Kunde sich vorab informieren kann, welche Warenevielfalt und Warenerlebnisse ihn auch stationär erwarten. Erfolgte vor Jahren die Beratung und Informationsbeschaffung vor der Kaufentscheidung stationär und der Kauf selber online, so ist dies heute zumeist umgekehrt.

Der Online-Handel zeigt aber auch noch eine weitere Schwäche des stationären Einzelhandels: die zu geringe Digitalisierung. Online werden vielfältige Daten über den Kunden, aber auch über den Verkaufsprozess an sich erhoben und erfasst. Stationär wird in den allermeisten Fällen noch nicht einmal der Name des Kunden gekannt.

Vertikalisierte Unternehmen machen es vor

Bei allen Problemen in der deutschen Fashion- und Retail-Branche haben vertikalisierte Unternehmen ihr Geschäftsmodell ausweiten und durch sehr effiziente Prozesse eine hohe Produktivität ausweisen können. Vertikalisierte Retail-Unternehmen haben die komplette Kontrolle über alle Bestandteile der Wertschöpfungskette, angefangen von der Rohstoffbeschaffung über die Produktfertigung bis hin zum Warenverkauf. Beispiele hierfür sind die Firmen ZARA und H&M. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie in ihren eigenen Stores entscheiden, welche Kleidung verkauft, wann sie durch neue Kollektionen abgelöst und wie sie präsentiert wird. Im Gegensatz zu Multibrandstores haben vertikalisierte Unternehmen eine höhere Kollektionsfrequenz. Sie können durch die Herrschaft über die Wertschöpfungskette deutlich flexibler auf Veränderungen am Markt und auch Wetterbedingungen reagieren. Gleiches gilt für das Nachsteuern von Kollektionsware. Dies funktioniert jedoch nur, wenn ein starkes, IT-gestütztes Controlling dahinter geführt wird. Gegenüber dieser Flexibilität sind die Multibrandstores zumeist schwerfällig und unflexibel.

Die Multibrandstores verspielen ihre Vorteile gegenüber den vertikalisierten Unternehmen. Gerade durch die Verfügbarkeit unterschiedlicher Marken können sie eine viel stärkere Designflexibilität und -vielfältigkeit anbieten. Dies setzt aber in der Umsetzung eine hohe Beratungskompetenz auf der Fläche voraus. Durch krisenbedingte Personaleinsparung wird dieser Vorteil leichtfertig aus der Hand gegeben.

Lösungsansätze

Entscheidend für das Sich-Behaupten im Wettbewerb der Vertriebskanäle wird es sein, ob es dem stationären Einzelhandel gelingt, den Einkauf von Mode wieder



stärker als Erlebnis für den Kunden zu gestalten. Gegen die Bequemlichkeit des Internethandels wird er nie ankommen können. Erste Unternehmen, wie beispielsweise Globetrotter oder Marc O'Polo, beschreiten hierbei bereits neue Wege. Das Einkaufserlebnis kann auch mit kulinarischen Genüssen verbunden werden. In jedem Fall sollte es inspirierend für den Kunden sein. Dies beinhaltet auch einen intelligenten Markenmix und Schichtung der Ware. Der Verkauf von Mode lässt sich gerade nicht nur von Betriebswirten planen. Dies führte in der Vergangenheit viel zu sehr zu Einsparungsmaßnahmen an den falschen Stellen. Durch Einsparung von Verkaufspersonal hat man Beratungskompetenz auf der Fläche verloren und durch Einsparungen im Marketing die Wahrnehmbarkeit des Unternehmens nach außen. Der Verkauf von Mode bedingt aber eine Emotionalität und basiert nur selten auf Bedürfnissen und rationalen Entscheidungen. Die Schaffung eines neuen Einkaufserlebnisses muss daher viel stärker auf die Emotionalität beim Kunden abzielen.

Dies sollte gepaart werden mit einer stärkeren Digitalisierung im Unternehmen. In den meisten Fällen sind sowohl die Warenwirtschaftssysteme als auch die Kundenbindungsprogramme in der Erfassung von Daten und Auswertung dieser noch erheblich ausbaufähig. Hierdurch wird auch ein stärkeres Controlling in der Warensteuerung und Reaktionsfähigkeit auf Marktveränderungen ermöglicht.

Neue Konkurrenz durch Online-Händler im stationären Einzelhandel

Ob der stationäre Einzelhändler zudem auch einen Online-Store als Vertriebskanal entwickelt, muss er jeweils selbst entscheiden. Die Frage ist heute eher nicht mehr mit einem OB, sondern mit einem WIE zu beantworten. In jedem Fall sollte der Online-Auftritt oder auch der Online-Store als Marketinginstrument eingesetzt werden. Die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit des stationären Einzelhändlers wird aber nicht zu sehr davon abhängen, wie er seinen Online-Auftritt gestaltet.

Entscheidend ist vielmehr, dass er sich auf den Eintritt der Online-Händler in den stationären Einzelhandelsmarkt vorbereitet. Firmen wie Amazon oder auch Zalando sind in der Entwicklung stationärer Geschäftsmodelle teilweise schon sehr weit fortgeschritten.

Dies wird ihm aber nur gelingen, wenn die stationären Einzelhändler ihre Geschäftsmodelle grundlegend überdenken und in Teilen neu erfinden. Allein die Art und die Dauer des Bezahlvorganges im Handel ist heute in vielen Fällen nicht mehr zeitgemäß und wird vom Kunden kaum noch akzeptiert. Hier wird man auf innovative technische Neuerungen setzen müssen, insbesondere die Verwendung elektronischer Preisschilder. Zukünftig wird nicht mehr der Kunde zur Kasse, sondern die Kasse zum Kunden kommen. Die Verwendung weiterer technischer Neuerungen könnte ebenfalls den Einkauf stärker als Erlebnis gestalten. So gibt es heute bereits Lösungen für transparente Displays zur Kundeninformation oder auch interaktive Spiegel, die dem Kunden sehr real Kombinationsvorschläge unterbreiten können. Ebenfalls interessant ist die Verwendung sogenannter berührungsloser Schaufenster, mit denen nach Ladenschluss Wareninformationen vom Kunden weiter abgerufen oder auch Bestellvorgänge ausgelöst werden können. Dringend überarbeitungsbedürftig erscheint aber auch die Ladennavigation. Auch hier gibt es erste Ansätze für intelligente Lösungen, wodurch der Kunde nicht nur schneller sein gesuchtes Ziel findet, sondern zugleich auch mit Ideen und Inspirationen auf diesem Weg versorgt wird.

Wenn dann auch noch marketingtechnisch das neue Einkaufserlebnis und die Inspirationsfähigkeit des stationären Einkaufs herausgestellt werden, bestehen gute Chancen für die Überlebensfähigkeit des guten alten Kaufhauses. Für den stationären Einzelhandel wird es immer einen Bedarf geben.



Dr. Christian Gerloff
Partner

Gerloff Liebler Rechtsanwälte
Nymphenburger Straße 4
80335 München

Telefon 089 120 260
Telefax 089 120 261 28
E-Mail christian.gerloff@gl-law.de
Internet www.gl-law.de



Proaktives Unternehmenskonzept in der Insolvenz als Basis für ein maximales Recovery der Gläubiger

Volker Riedel

Ein gerichtliches Verfahren wie die Insolvenz ist nicht das Ende, auch wenn sie so vielfach behandelt wird – nur schnell und damit preisgünstig aussteigen. Die Spezialisten im Competence Center Insolvenzberatung treten hier regelmäßig den Beweis an – ein systematisch vorbereitetes Unternehmenskonzept kann signifikant den Kapitalerhalt für Gläubiger und Gesellschafter sichern.

Das Gesetz zur Erleichterung der Unternehmenssanierung (ESUG) ist seit über fünf Jahren in Kraft und zeigt vor allem in den vergangenen zwei Jahren positive Auswirkungen. Insbesondere Insolvenzverfahren unter Eigenverwaltung sind dafür verantwortlich, dass mehr saniert und weniger zerschlagen wird. Im nächsten Schritt muss es das Ziel aller Beteiligten sein, den Erfolg der Sanierung im Insolvenzverfahren weiter zu steigern.

Werden Insolvenzverwalter und Sachwalter nach den entscheidenden Erfolgsfaktoren im Insolvenzverfahren gefragt, ist die Lehrbuchantwort: die Maximierung der Gläubigerbefriedigung. Dabei maßgeblich sind die Zahlungen für Sicherungsgläubiger, die Anzahl an erhaltenen Arbeitsplätzen und die Quote für die Insolvenzgläubiger. Letztendlich entscheiden somit neben der Stabilisierung des operativen Geschäfts der M&A-Prozess und die daraus entstehenden Verteilungsmöglichkeiten darüber, ob ein Insolvenzverfahren als erfolgreich gewertet wird.

Sowohl die Betriebsfortführung als auch der M&A-Prozess stehen unter erheblichem Zeitdruck. In den meisten Fällen sind operative Verluste der Grund für den Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens. Deren Auswirkungen auf die Liquidität können im Eröffnungsverfahren meist durch das Insolvenzgeld kompensiert werden. Falls nicht, droht ohnehin eine Liquidation. Mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens und voller Belastung durch Lohn und Gehalt gerät die Liquidität des Unternehmens zwangsläufig schnell unter Druck. Ziel der Verwalter ist es deshalb die Sanierungs-

lösung, entweder eine übertragende Sanierung oder einen Insolvenzplan, frühestmöglich abzuschließen und damit schon im Eröffnungsverfahren endverhandelt zu haben.

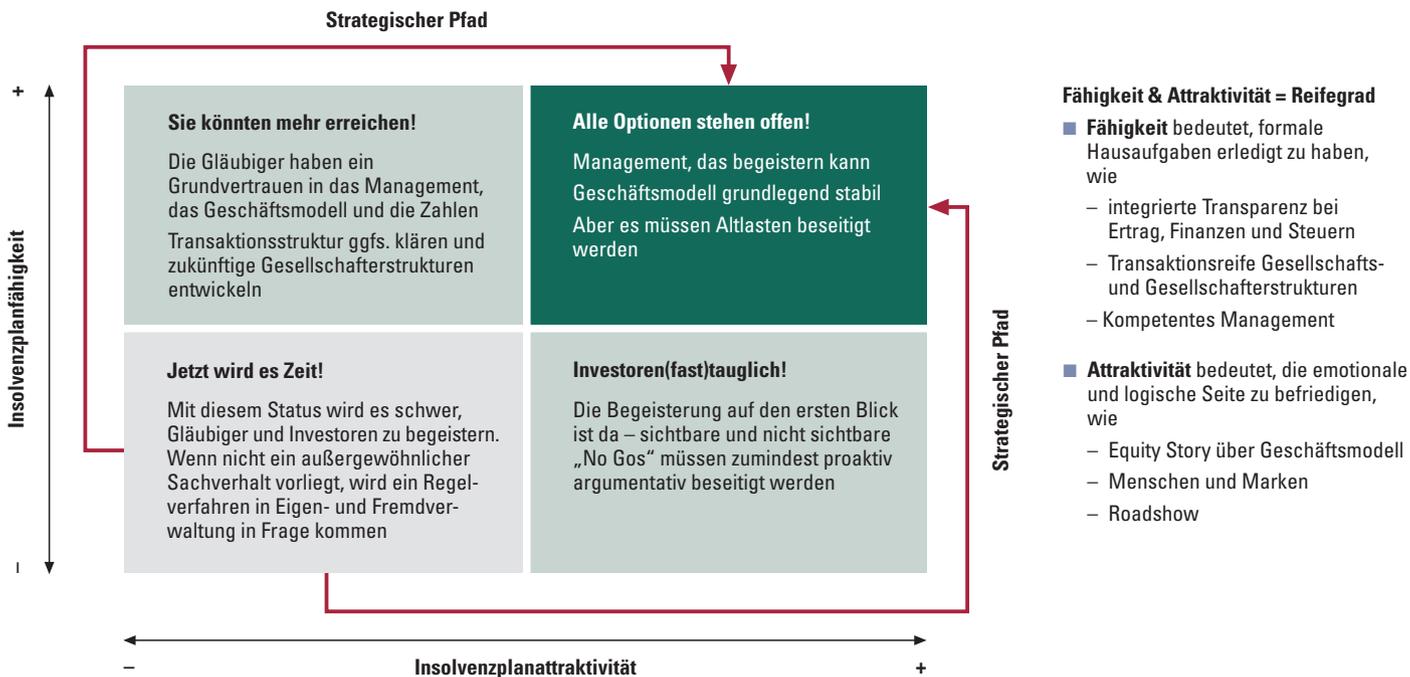
Neben der angespannten Liquiditätssituation steigt das Risiko, dass sich die „Olympiamannschaft“ eine neue Anstellung sucht, exponentiell mit der Dauer des Verfahrens. Nicht selten nutzt der Wettbewerb die Unsicherheit eines Insolvenzverfahrens, um kritisches Know-how abzuwerben. Da letztendlich der Verbleib von Leistungsträgern maßgeblich für die Zukunft und damit den Wert des Unternehmens ist, wird hierdurch auch der Erfolg der Sanierungslösung beeinträchtigt.

Eine proaktive Investorenplanung kann sowohl die Zeit im Insolvenzverfahren auf ein Minimum reduzieren als auch die Gläubigerbefriedigung maßgeblich erhöhen. Nicht ohne Grund haben die Anfragen von M&A-Beratern nach einem Unternehmenskonzept, auf dem der Verkaufsprozess aufgebaut werden kann, signifikant zugenommen.

Hintergrund ist, dass mittlerweile erkannt wurde, dass ein frühzeitig vorliegendes und glaubwürdiges Unternehmenskonzept den Verkaufsprozess erheblich beschleunigt. Während in der Vergangenheit gewartet wurde, bis ein Investor ein mit einer Planung begründetes Angebot vorgelegt hat, wird den Investoren, in den von uns begleiteten Verfahren, noch vor Abgabe der indikativen Angebote eine Planung vorgelegt.

Dies hat drei positive Folgen:

1. Die Verkäuferseite ist weiterhin Herr über das Verfahren und wird nicht zum Getriebenen der Investoren.
2. Durch die Vorlage eines Unternehmenskonzeptes, das ein tragfähiges Geschäftsmodell darlegt, wird der Eindruck eines Notverkaufs vermieden und ein Bieterwettbewerb initiiert.



Volker Riedel
Partner
Competence Center Finance

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München

Telefon 089 286 23 144
Mobil 0160 745 18 55
Telefax 089 286 23 285
E-Mail riedel@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

3. Es entsteht eine Vergleichbarkeit der Angebote. Die Einzelargumentation bezüglich der Planungsannahmen unterschiedlicher Investoren entfällt, woraus ebenfalls eine erhebliche Zeitersparnis entsteht, u. a. durch weniger Management-Meetings mit einer Vielzahl an Investoren.

Diese Zeitersparnis ist maßgeblich für den Werterhalt des Unternehmens. Ein proaktives Unternehmenskonzept kann aber noch etwas: Wertsteigerung. Die Erfahrungen aus den begleiteten Verfahren haben gezeigt, dass durch eine solide externe Planung das Vertrauen der Investoren gesteigert wird und weniger die Assets, sondern mehr das Unternehmen in den Vordergrund rückt. In der Konsequenz bedeutet das eine Steigerung der Gläubigerbefriedigung, denn Investoren bieten nicht mehr auf den Wert der Assets, im

schlimmsten Fall zu Liquidationswerten, sondern auf den Ertragswert des Unternehmens! Bezeichnend hierfür ist die Aussage eines potenziellen Investors, der leicht empört die Unternehmensplanung als ursächlich für hohe Kaufpreise bewertet hat, was von ihm naturgemäß als negativ eingestuft wurde. Banken und besicherte Lieferanten konnten in diesem Fall aber mit 100 bzw. 80% ihrer Forderungen befriedigt, 70% der Arbeitsplätze erhalten und eine zweistellige Quote ausbezahlt werden.

Zusammenfassend steht ein proaktives Unternehmenskonzept in einem Insolvenzverfahren aus folgenden Gründen für ein maximales Recovery der Gläubiger:

1. Verkürzung der Zeit im Verfahren, was den Wissensabfluss durch Kündigungen von Know-how-Trägern verhindert und die Anspannung in der Liquiditätsplanung reduziert.
2. Die Verkäuferseite bleibt Herr über das Verfahren und ist nicht getrieben durch Investoren, gegen deren Unternehmensplanung argumentiert werden muss.
3. Angebote auf Basis der Unternehmensplanung sind vergleichbar, was die Selektion von Bietern erleichtert.
4. Maximale Gläubigerbefriedigung durch Ertragswert des Unternehmens, nicht Liquidationswert der Assets.

Hinzu kommt die Erfahrung der W&P-Experten aus vielen Eigenverwaltungsverfahren, die Kunden- und Lieferantenbasis bleibt erhalten, insbesondere dann, wenn es klare und schnelle Aussagen und Zahlen zum Fortbestehen des Unternehmens gibt. Auch dies ist ein wesentlicher Baustein zum Kapitalerhalt und damit letztlich auch zur Wiederherstellung des Rechtsfriedens für alle Stakeholder.

Die Rolle des Sachwalters in der Eigenverwaltung – nur Wachhund des Gerichts oder Mitgestalter des Verfahrens?

Dr. Robert Hänel

Seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 gibt es die Möglichkeit, dass der insolvente Rechts-träger bzw. dessen Geschäftsführung ein Insolvenzverfahren in Eigenverwaltung abwickelt. Dieser vom US-amerikanischen Recht (Chapter 11 des US Bankruptcy Code) inspirierten Neuerung ging eine kontroverse Diskussion voraus, ob es sinnvoll sein könne, den „Bock zum Gärtner“ zu machen. Denn eine Insolvenz ruft speziell in unserem Kulturkreis spontan die Assoziation eines auf Unvermögen oder Unredlichkeit basierenden Scheiterns hervor, was sich im Deutschen sogar sprachlich dadurch niederschlägt, dass mit „Schuld“ für eine rechtliche Verpflichtung derselbe Begriff verwendet wird wie für die Folge ethisch-moralischer Verfehlungen.

Hinzu kommt die Neigung, zur Bewältigung einer Krise auf Führungswechsel und Machtkonzentration zu setzen: In der antiken römischen Republik wurde zeitlich befristet ein Diktator als Trouble-Shooter eingesetzt, im Insolvenzverfahren heutiger Prägung nimmt diese Rolle der Insolvenzverwalter ein. Demgemäß ließen die gesetzlichen Regelungen zur Eigenverwaltung bei Inkrafttreten der InsO eine gewisse Grundskepsis erkennen und vermittelten weniger eine Einladung zur Nutzung des neuen Instruments, als vielmehr Hürden zur Vorbeugung gegen dessen Missbrauch.

Das ursprüngliche Eigenverwaltungsverfahren

Die enge Leine, an welcher der eigenverwaltende Schuldner nach dem Ursprungskonzept des Gesetzes geführt werden sollte, gab der Gesetzgeber dem Sachwalter in die Hand und wies ihm die Rolle der maßgeblichen Aufsichtsperson zu, die – zur Meidung eigener Haftung – nachteilige Entwicklungen der Eigenverwaltung den Gläubigern und dem Gericht unverzüglich anzuzeigen hat. Die Schwelle für eine gerichtliche Aufhebung der Eigenverwaltung auf Gläubigerantrag war niedrig.

Die Überwachungsfunktion des Sachwalters äußert sich insbesondere darin, dass der Schuldner die Begründung von Verbindlichkeiten mit dem Sachwalter abstimmen soll und dieser die Kassenführung an sich ziehen kann (§ 275 InsO). Der Rolle des Aufsichters entspricht auch, dass der Sachwalter das Verfahren zur Anmeldung und Prüfung der Insolvenzforderungen betreut (§ 270 Abs. 3 InsO a.F. = § 270c InsO n.F.) und ihm die Geltendmachung von Ansprüchen zugewiesen ist (§ 280 InsO), welche die Haftung von Schuldnerorganen oder -gesellschaftern sowie die Anfechtung vorinsolvenzlicher Rechtshandlungen des Schuldners betreffen.

In der Praxis bestellten die Insolvenzgerichte nach Einführung der Eigenverwaltung diejenigen Personen zu Sachwaltern, die sie auch regelmäßig zu Insolvenzverwaltern bestellten, was im Prinzip naheliegend und sinnvoll ist, wenn man die teilweise Überschneidung des Aufgabenbereichs und die Anforderungen an Qualifikation, Personal und Büroausstattung betrachtet. Ein ganz schlichter Grund war zunächst aber auch das Fehlen einer Regelung zur Eigenverwaltung im Antragsverfahren, weshalb nach Insolvenzantragstellung zwangsläufig nur ein regulärer vorläufiger Insolvenzverwalter bestellt werden konnte, der dann, wenn das Gericht mit Insolvenzeröffnung Eigenverwaltung anordnete, regelmäßig auch Sachwalter wurde. Die Bereitschaft, bei der Bestellung Wünsche oder Empfehlungen hinsichtlich der Person des vorläufigen Insolvenzverwalters und späteren (potenziellen) Sachwalters zu berücksichtigen, war gerichts- bzw. richterabhängig durchaus unterschiedlich und im Zweifel jedenfalls nicht größer als im Regelverfahren.

Für die Verwalterschaft fühlte sich die Sachwalter-Rolle hiernach bestenfalls wie eine Fortsetzung der vorläufigen Insolvenzverwaltung, schlechtestenfalls wie Insolvenzverwaltung mit Handschellen an und viele Ver-



walter standen Eigenverwaltungsverfahren zurückhaltend gegenüber – zum einen aus Vorbehalten gegen die ungewohnt passive Rolle sowie der Skepsis, ob der Schuldner „es kann“, zum anderen aber auch aufgrund der geringeren Vergütungserwartung eines Sachwalters gegenüber einem Insolvenzverwalter.

Wenn aber der vorläufige Insolvenzverwalter eine Eigenverwaltung torpedierte, gingen deren Erfolgsaussichten gegen Null, insbesondere wenn sich auch die gerichtliche Begeisterung für Eigenverwaltungen in Grenzen hielt. So scheiterten wohl einige Eigenverwaltungsbestrebungen, die an sich aussichtsreich hätten sein können, auch an Verwalter- und Richterpersönlichkeiten.

Entsprechend führte das Eigenverwaltungsverfahren lange Zeit ein Schattendasein, zumindest was öffentliche Wahrnehmung und absolute Verfahrenszahlen anbelangt.

Änderungen durch das ESUG

Auch wenn man bezweifeln darf, dass dem ein langfristiger Plan des Gesetzgebers zugrunde lag, war der in den Anfangsjahren gefühlte Dornröschenschlaf der Eigenverwaltung nach ihrer Einführung vermutlich hilfreich als „Gewöhnungsphase“. Jedenfalls stieß ihre Stärkung durch das im Wesentlichen 2012 in Kraft getretene ESUG auf breitere Akzeptanz als entsprechende Regelungen bereits 1999 gefunden hätten. Dazu mag auch die wachsende internationale Popularität – und durchaus ein diesbezüglicher Wettbewerb – von Sanierungsverfahren in Eigenverwaltung beigetragen haben.

Sieht man von der Einführung der vorläufigen Eigenverwaltung – ggf. in Gestalt des Schutzschirmverfahrens – nach den §§ 270a, b InsO und mit dieser des vorläufigen Sachwalters (anstelle eines vorläufigen Insolvenzverwalters) ab, so erfuhren die Regelungen über die Aufgaben und Befugnisse des Sachwalters durch das ESUG gar keine wesentlichen Änderungen. Unverändert blieb insbesondere, dass der Sachwalter berechtigt und verpflichtet ist, den eigenverwaltenden Schuldner zu beaufsichtigen und für die Gläubigerinteressen nachteilige Entwicklungen der Eigenverwaltung unverzüglich Gläubigern und Gericht anzuzeigen. Indirekt wirkten sich verschiedene Änderungen an anderer Stelle aber erheblich auf die Rolle des Sachwalters aus.

Dies betrifft neben der faktischen Umkehrung des Regel-Ausnahme-Verhältnisses bei der Bewilligung einer beantragten Eigenverwaltung vor allem die Stärkung des Einflusses von Gläubigern und Schuldner auf die Durchsetzung einer Eigenverwaltung und auf die Bestellung des (vorläufigen) Sachwalters, was durchaus als zarte gesetzgeberische Disziplinierung der Gerichte bzw. Insolvenzrichter zu verstehen war. Der neu eingeführte vorläufige Gläubigerausschuss (§ 22a InsO), der sowohl zum Antrag auf Eigenverwaltung (§ 270 Abs. 3 InsO) als auch zur Verwalterbestellung (§ 56a InsO) anzuhören ist, kann durch einstimmigen Beschluss eine beantragte Eigenverwaltung und einen Verwaltungsvorschlag absegnen und hierdurch das Gericht zumindest zur schriftlichen Begründung einer abweichenden Entscheidung zwingen.

Ein gut vorbereiteter Schuldner, dessen Unternehmen die Schwellenwerte des § 22a Abs. 1 InsO für einen obligatorischen Gläubigerausschuss überschreitet, wird schon ein Vorgespräch mit dem Gericht suchen, spätestens aber mit dem Insolvenzantrag einen ordnungsgemäß besetzten vorläufigen Gläubigerausschuss vorschlagen und dessen Zustimmung zu einem Eigenverwaltungsantrag und einem Sachwaltervorschlag vorlegen – wovon er die in Aussicht genommenen Gläubigerausschussmitglieder natürlich zunächst überzeugen muss.

Im Fall eines Schutzschirmantrags mit Bescheinigung gemäß § 270b Abs. 1 Satz 3 InsO hat bereits der Vorschlag des Schuldners hinsichtlich der Person des Sachwalters die eingeschränkte Bindungswirkung, dass das Gericht eine abweichende Entscheidung schriftlich begründen muss (§ 270b Abs. 2 InsO).

Wie soeben schon angeklungen, motiviert der durch das ESUG gestärkte Einfluss von Gläubigern und Schuldner und der erleichterte Zugang zur Eigenverwaltung eine gute Vorbereitung des Antrags. Dies hat neue Geschäftsfelder auf Beraterseite eröffnet, den Wettbewerb in diesem Bereich erhöht und zu einer zunehmenden Professionalisierung geführt, die jüngst etwa Ausdruck findet in der Gründung des Forum 270 – Verantwortung in der Eigenverwaltung e.V.

Neues Umfeld für Sachwalter

Diese Umstände veränderten die Rahmenbedingungen für Insolvenzverwalter/Sachwalter erheblich, und das in einem Wettbewerbsumfeld, das durch eine kontinuierlich sinkende Zahl von Insolvenzen geprägt ist. „Interessante“ Insolvenzverfahren, d. h. sanierungsfähige Unternehmen einer bestimmten Größenordnung, kommen zunehmend mit Anträgen auf Eigenverwal-



tion, vorbereitet durch fachkundige Berater. Eine professionelle Vorbereitung involviert einerseits eine Sachwalterauswahl und steigert andererseits – unter ESUG-Bedingungen – die Erfolgsaussicht des Eigenverwaltungsantrags. Damit genügt es für Sachwalter-Aspiranten nicht mehr, ihre Akquisetätigkeit auf regelmäßigen Kontakt mit den Insolvenzgerichten zu beschränken, denn diese sind faktisch nicht mehr die alleinigen Entscheidungsträger bei der Sachwalterbestellung; vielmehr ist die diesbezügliche Auswahl in der Regel bereits getroffen oder zumindest auf wenige Kandidaten eingeschränkt, wenn der Insolvenz- und Eigenverwaltungsantrag bei Gericht eingeht. Der künftige Sachwalter muss daher ein breiteres Netzwerk aufbauen und pflegen und im konkreten Fall auch regelmäßig an einem „Beauty Contest“ in Gestalt eines Vorgesprächs mit den Beratern und Organen des Schuldnerunternehmens teilnehmen.

Das bringt ihn in eine heikle Situation, denn Vorgespräche mit (künftigen) Verfahrensbeteiligten können seine Neutralität beeinträchtigen; insbesondere disqualifizieren ihn Verpflichtungen oder Zusagen hinsichtlich seiner späteren Amtsausübung für die Übernahme des Amtes. Und Vorgespräche muss er dem Gericht offenlegen. Falsche oder unzureichende Angaben gegenüber dem Gericht über bestellungsrelevante Umstände können zur Verwirkung des Vergütungsanspruchs führen (vgl. BGH 06.05.2004 – IX ZB 349/02; 14.07.2016 – IX ZB 52/15). Die Grundsätze ordnungsgemäßer Insolvenzverwaltung (GOI), denen sich die Mitglieder des VID (Verband Insolvenzverwalter Deutschlands e.V.) unterwerfen, sehen denn auch in Ziff. 22 eigens Vorgaben zur Wahrung der Neutralität bei der Ausübung des Sachwalteramtes und bei dessen Anbahnung vor.

Auch im vorläufigen und eröffneten Eigenverwaltungsverfahren setzt sich der Balanceakt fort, den der Sachwalter leisten muss. Wie oben erwähnt, hat sich am

gesetzlichen Bild der Rolle des Sachwalters nichts geändert: Danach ist er weiterhin der Aufseher, dem die laufende Überwachung des Schuldners und das Läuten der Alarmglocke obliegt, wenn eine Fortsetzung der Eigenverwaltung Nachteile für die Gläubiger befürchten lässt. Diese – berechnete – Erwartungshaltung an den Sachwalter haben das Gericht und die Gläubiger. Je nach Qualität der in die Eigenverwaltung eingebundenen Berater und der Komplexität des Verfahrens werden sich im Zweifel fast immer Defizite bzw. zumindest Optimierungsmöglichkeiten identifizieren lassen (was allerdings auch für Regel-Insolvenzverfahren gilt).

Trotzdem kann eine Eigenverwaltung in der Gesamtschau noch vorteilhaft bzw. ihre Beendigung nachteiliger für die Gläubiger und das Schuldnerunternehmen sein als ihre Fortsetzung, sei es nur aufgrund des psychologischen Effekts, dass eine Eigenverwaltung die Sanierungsbotschaft besser trägt. Fokussiert sich der Sachwalter daher allein auf die Aufpasserrolle und die Suche nach Gründen zum Kippen einer Eigenverwaltung, schadet er unter Umständen dem Verfahrenszweck.

Überdies riskiert er den Ruf eines Eigenverwaltungs-killers, und anders als in den Anfängen des Eigenver-



Dr. Robert Hänel
Rechtsanwalt

anchor Rechtsanwälte
Partnerschaftsgesellschaft mbB
Kirchplatz 9
82362 Weilheim

Telefon 0881 901 090-0
E-Mail weilheim@anchor.eu
Internet www.anchor.eu

waltungsverfahrens ist das „Abschießen“ einer vertretbaren Eigenverwaltung ohne guten Grund im Zweifel nur noch ein kurzfristiger wirtschaftlicher Erfolg für den Sachwalter, weil er die höhere Insolvenzverwalter-Vergütung erhält, langfristig aber netzwerk- und geschäftsschädlich.

Dies führt dazu, dass Sachwalter – mehr als früher – die Fähigkeit zur Diplomatie und Selbstrücknahme benötigen und ihr Rollenbild sich in Richtung eines Teamplayers verschoben hat, der Diskussionen und alternative Verfahrensbearbeitungen zulässt und den Schuldner(berater) auf Augenhöhe akzeptiert und nicht ins Messer laufen lässt, sondern unterstützt. Hierbei gibt es kein einheitliches Rezept über die Intensität der Involvierung. Diese hängt vielmehr von der Qualität der in der Eigenverwaltung tätigen Personen, den Anforderungen des Einzelfalls und den Bedürfnissen der Verfahrensbeteiligten ab. Gefragt ist also eine

hohe, verfahrensangepasste Flexibilität. Als Faustregel kann allenfalls gelten, dass Kommunikation und Transparenz im Zweifel immer gute und maßgebliche Erfolgsfaktoren sind.

Konkretisierung der Sachwalter-Rolle durch die Rechtsprechung

Das Rollenbild des aktiven Sachwalters, der an der Verfahrensgestaltung unterstützend mitwirkt, wurde zuletzt auch durch die Rechtsprechung bestätigt. Deren Befassung ergab sich fast ausschließlich über Entscheidungen zur (gesetzlich unzulänglich geregelten) Vergütung und führte zunächst zu einem breiten Meinungsspektrum zu der Frage, welche Tätigkeiten dem (vorläufigen) Sachwalter – ob verfahrensdienlich oder nicht – überhaupt gestattet und damit angemessen, ggf. über Zuschläge zu vergüten sind. Im Jahr 2016 nahm dann der BGH zwei Vergütungsentscheidungen zum Anlass, die Rolle des (vorläufigen) Sachwalters umfassend zu konkretisieren (BGH 21.07.2016 – IX ZB 70/14 und 22.09.2016 – IX ZB 71/14).

Im Grundsatz hielt der BGH fest, dass die Aufgaben des Sachwalters nicht nur die Überwachung und Kontrolle des Schuldners, sondern auch dessen begleitende Beratung umfassen. Deren zulässigen Umfang beschreibt der BGH vor allem durch negative Abgrenzung: Eine (vergütungspflichtige) Erweiterung der gesetzlichen Aufgaben ist nach Ansicht des BGH weder eigenmächtig durch den Sachwalter selbst, noch durch das Einverständnis des Schuldners oder gar einen (unzulässigen) Beratervertrag mit diesem, noch durch einen Auftrag des (vorläufigen) Gläubigerausschusses möglich. Der vorläufige Gläubigerausschuss soll nur bereits im vorläufigen Verfahren einen Insolvenzplanauftrag erteilen können (§ 284 InsO analog). Im Übrigen sei allenfalls

eine gerichtlich angeordnete Aufgabenerweiterung denkbar. Eigeninitiative Gestaltung oder strategische Lenkung, etwa in Form aktiver Verhandlungsführung mit Banken, Investoren oder der Arbeitnehmervertretung als „Wortführer“, entsprechen laut BGH nicht der Rolle des Sachwalters. Er soll die entsprechenden Tätigkeiten des Schuldners und die Unternehmensfortführung aber aktiv zukunftsorientiert und beratend begleiten, also nicht nur nachlaufend prüfen.

FAZIT

Der sichtbare Schutzengel

Angesichts der unterschiedlichen Interessen und Erwartungshaltungen, denen ein Sachwalter unter Zurückhaltung bei der Verfahrensgestaltung gerecht werden soll, ist seine Rolle – vor allem unter den durch das ESUG geschaffenen Bedingungen – durchaus eine komplexe Herausforderung.

Im Idealfall kann ein präsender, neutraler und konstruktiv kritischer Sachwalter die Position einer zentralen Vertrauensperson für alle Verfahrensbeteiligten einnehmen und als Katalysator für eine erfolgreiche Verfahrensabwicklung dienen. Sein Ziel sollte es sein, nicht als Wachhund des Gerichts wahrgenommen zu werden, sondern als Beschützer aller Beteiligten – mit anderen Worten: als sichtbarer Schutzengel des Verfahrens.

Neuausrichtung der profine Gruppe

Vom Failed Secondary Buyout zum Spitzenplatz in der Profilindustrie

Dr. Peter A. Mrosik/Marc Böttger

Unternehmenssituation zum Übernahmzeitpunkt

Die profine Gruppe, der heutige Marktführer in der PVC-Profilextrusion für Fenster und Türen mit weltweit rund 3.200 Mitarbeitern und einem Umsatz von ca. 700 Mio. €, wies zum Ende des Jahres 2011 deutliche Anzeichen einer schweren Krisensituation auf. Ausgelöst durch die Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 kam es branchenweit zu einem drastischen Markteinbruch, der die bestehenden Schwächen der historisch aus drei eigenständigen Unternehmen zusammengeschlossenen Gruppe mit ihren drei Marken KBE, Kömmerling und Trocal deutlich zu Tage treten ließ.

So führten u. a. eine unzureichende Anpassung der Kostenstrukturen an die rückläufige Absatzentwicklung und das aufgrund mangelnder Integration sehr komplexe Produktportfolio zu einer kontinuierlichen Verschlechterung der Profitabilitätslage. Zusätzlich schränkte ein hoher Verschuldungsgrad, resultierend aus einer – im Rahmen eines Secondary Buyout durch einen international aktiven Private Equity Fund – kurz vor Ausbruch der Finanzkrise abgeschlossenen Akquisitionsfinanzierung, den Investitionsspielraum in neue, innovative Produkte erheblich ein.

Die negativen Folgen der sich kontinuierlich verschlechternden Wettbewerbsfähigkeit wurden letztlich noch durch eine materielle Vertrauenskrise, getrieben durch zahlreiche Managementwechsel und einer damit einhergehend fehlenden, nachhaltigen Unternehmensausrichtung, verstärkt, so dass es Anfang 2012 zum Rückzug des damaligen Gesellschafters kam.

Übernahme und Schaffung der notwendigen Voraussetzungen für eine erfolgreiche Restrukturierung und Neuausrichtung

Im Zuge der eingeleiteten Suche nach einem neuen Gesellschafter mit entsprechender Restrukturierungsexpertise und Branchenerfahrung wurde die Gruppe Mitte 2012 vollständig durch Dr. Peter Mrosik übernommen.

Umgehend nach Abschluss der Transaktion wurde mit der Schaffung des organisatorischen Rahmens – dem sog. CRO-Konzept – für eine erfolgreiche Umsetzung des im Zuge der Transaktionsprüfung detailliert erstellten Restrukturierungs- und Wertsteigerungsprogramms begonnen. Zielsetzung hierbei war die Sicherstellung einer gremienübergreifenden, klar strukturierten und transparenten Rollen- und Aufgabenverteilung zwischen Geschäftsführung (Verantwortung für das Tagesgeschäft), Lenkungsausschuss (Verantwortung für die Restrukturierung) sowie Gesellschafterseite und Aufsichtsrat (Beratung/Überwachung).

Darüber hinaus wurde von Tag eins an eine intensive Stakeholder-Kommunikation (u. a. in Richtung Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter und Finanzierungspartner) betrieben, die u. a. zu einer spürbaren Stabilisierung der im Verlauf der vorangegangenen Jahre teilweise stark belasteten Kundenbeziehungen führte und innerhalb der Belegschaft deutlich motivierende Wirkung entfaltete.

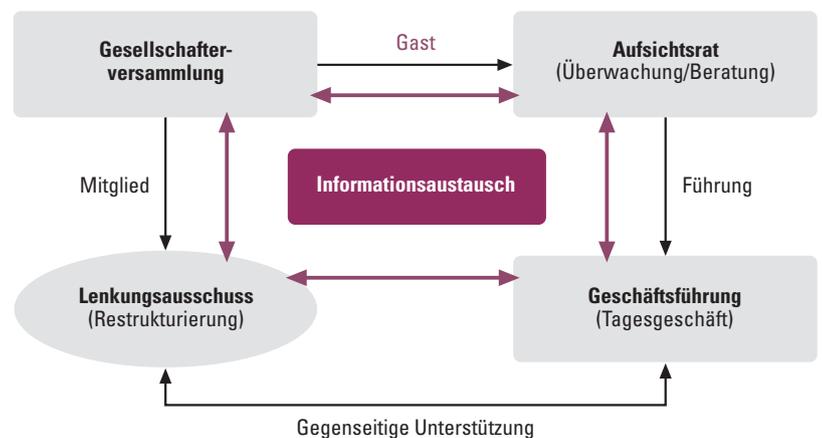


Abb. 1: CRO-Konzept

Erfolgsfaktoren

- ✓ Enge Einbindung des Eigentümers in die operative Entwicklung
- ✓ Trennung von Tagesgeschäft und Restrukturierung
- ✓ Hohe Transparenz durch gremienübergreifenden Informationsaustausch
- ✓ Maximale Umsetzungspower mit motiviertem Management- und Experten-Team



Dr. Peter A. Mrosik
Geschäftsführender Gesellschafter profine Gruppe und Managing Partner
Hidden Peak Gruppe

Hidden Peak Capital
Liebigstraße 53
60323 Frankfurt am Main

Telefon 069 269 16 43-01
Fax 069 269 16 43-29
E-Mail pm@hidden-peak-capital.com
Internet www.hidden-peak-capital.com
www.hidden-peak-advisory.com



Marc Böttger
Director Hidden Peak Capital

Hidden Peak Capital
Liebigstraße 53
60323 Frankfurt am Main

Telefon 069 269 16 43-03
Fax 069 269 16 43-29
E-Mail mb@hidden-peak-capital.com
Internet www.hidden-peak-capital.com
www.hidden-peak-advisory.com

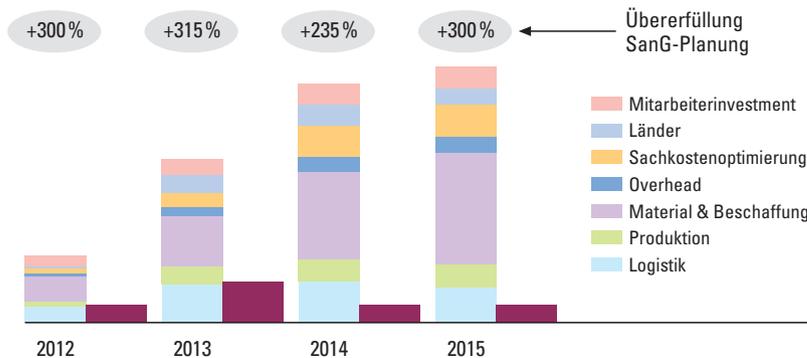


Abb. 2:
Effekthochlauf geopro

Nachhaltige Kostenstrukturanpassungen und Effizienzsteigerungen als Erfolgsrezept der Restrukturierung

Die Basis zur Wiedererlangung einer wettbewerbsfähigen Kostenstruktur bildete das umfassend und international angelegte Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogramm geopro (Generelle Ertragssteigerungsoffensive profine). Im Zuge der sehr erfolgreichen, gut dreijährigen Projektlaufzeit wurden per Ende 2015 in Summe mehr als 250 Einzelmaßnahmen in insgesamt sieben Einzelprojekten mit einem Effektbeitrag größer 75 Mio. € umgesetzt.

Der die ursprünglichen Erwartungen deutlich übersteigende Erfolg des Programms basierte dabei insbesondere auf einer klar definierten Projektorganisation, bestehend aus überwiegend internen Mitarbeitern unterstützt durch externe Coaches, einem effektiven und ergebnisorientierten Projektcontrolling sowie einer offenen und transparenten Kommunikation.

Strategische Neuausrichtung & Entwicklung

Einhergehend mit der kostenseitigen Restrukturierung wurde die strategische Neuausrichtung der profine Gruppe, die sich in drei wesentliche Themenkomplexe unterteilen lässt, vorangetrieben.

Regionale Diversifikation: Deutliche Reduzierung der starken Abhängigkeit von insbesondere einer Tochtergesellschaft durch die Restrukturierung defizitärer Landesgesellschaften, einer zielgerichteten Stärkung historisch vernachlässigter Geschäftsbereiche sowie dem erfolgreichen Eintritt in Emerging Markets.

Dekomplexierung & Innovationen: Verschlanung des komplexen Produktportfolios durch Entwicklung und Einführung neuer „best-in-class“ Profilsysteme sowie Wiedererlangung des Innovationsführerstatus durch die Entwicklung innovativer Veredelungstechnologien und Zusatzprodukte.

Markeninvestments: Schärfung der jeweiligen Markenpositionierungen und Unterstützung der eigenen Kundenbasis durch umfangreiche Investitionen in u. a. markenbasierte Endkundenwerbung (z. B. Sponsoring Mainz 05).

Status quo und Ausblick

Durch die konsequent umgesetzte Restrukturierung und Neuausrichtung der Gruppe konnte bereits bis heute die Ergebnissituation deutlich verbessert und somit eine langfristig angelegte Refinanzierung mit den bestehenden Finanzierungspartnern abgeschlossen werden.

Auf Basis der nachhaltig wettbewerbsfähigen Kostenstruktur, dem innovativen und kundenorientierten Produktportfolio sowie einer motivierten Mitarbeiterschaft ist die profine Gruppe zwischenzeitlich wieder erfolgreich innerhalb der Profilindustrie positioniert und optimal aufgestellt, um auch zukünftig von den sich ergebenden Wachstums- und Wertsteigerungspotenzialen zu profitieren.

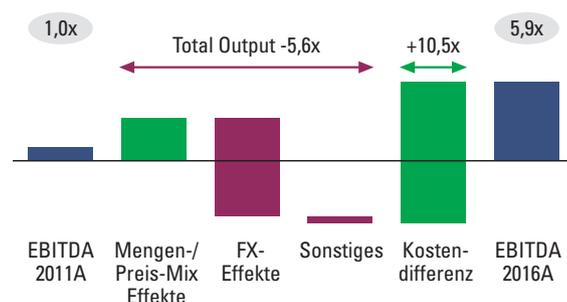


Abb. 3: EBITDA-Entwicklung 2011A bis 2016A

Restructuring & Finance fokussiert die Kompetenzen

Ganzheitliche Lösungen erfordern zunehmend den Einsatz von Spezialistenteams, die Zeit der Generalisten ist Vergangenheit.

Dieser Erkenntnis tragen wir Rechnung, indem wir unsere Kompetenzen in ganz schlanken Competence Centern bündeln und damit nach innen wie nach außen fokussieren.

Was heißt das konkret für unsere Kunden und Empfehler?

Selbstverständlich können Sie sich wie bisher an Ihren bekannten, persönlichen Ansprechpartner wenden. Unabhängig davon bieten wir Ihnen jedoch die Möglichkeit, sich mit spezifischen Fragen direkt an den „Kopf“ eines unserer Competence Center zu wenden.

Die Aufgabe der Competence Center ist es, sich intern wie extern auf die Anforderungen und den möglichen Nutzen des eigenen Leistungsfeldes zu konzentrieren. Dabei speisen sich alle aus dem W&P-Grundverständnis für Strategie und Geschäftsmodell bzw. die Effekte und Anpassungsbedarfe, die Megatrends und Veränderungstreiber jeweils in den beiden Bereichen hervorrufen.

Wir bilden die Wirkung qualitativ in nachvollziehbaren Maßnahmen und Aktivitäten ab, quantifizieren diese und spiegeln das Ganze in den erwarteten Geschäftsverlauf. Auf der Basis alternativer Optionen sowie von Szenarien zeigen wir in einem integrierten Finanzmodell, was das „in Zahlen“ für EBITDA, Finanzierung, Verschuldung, aber auch für den Cashflow im Einzelnen bedeutet.

Je nach Fragestellung bildet das dann die Basis für eine Unternehmensbewertung, eine Financial Due Diligence, ein Sanierungs- oder ein Wertsteigerungskonzept.

Jedes Competence Center spiegelt also diese Grunderkenntnisse in die jeweils spezifische Fragestellung.

Im Bereich Corporate Restructuring, der klassischen Sanierung, ist es pri-

mär die Frage der Durchfinanzierung, der Entschuldung und somit der Ermöglichung einer Refinanzierung.

Bei Finance geht es darum, die Passivseite geschäftsmodelladäquat zu strukturieren, latente Finanzierungsrisiken zu antizipieren und durch die richtige Allokation des Eigenkapitals die Zukunft zu sichern.

Performance Improvement fokussiert auf Wertsteigerung, und zwar beginnend mit einer integrierten und auf Wertetreiber ausgerichteten Due Diligence, der Entwicklung eines Wertsteigerungskonzepts und der Werterealisierung.

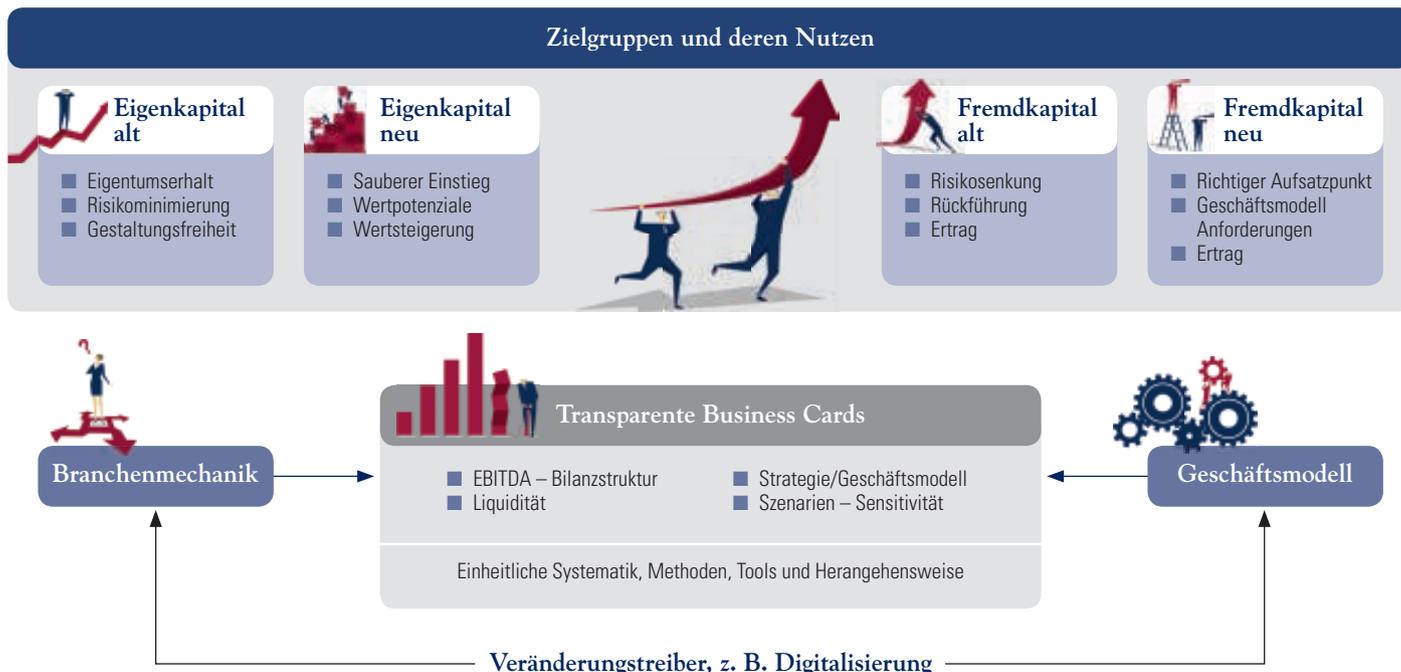
Dies umfasst auch die Begleitung von Unternehmen in den „späten“ Lebenszyklusphasen der Kapitalgeber, wenn es gilt den Exit vorzubereiten und zu realisieren.

Unser spezieller USP liegt hier in einem auf Inhalte fokussierten M&A-Support, fokussiert auf die Attraktivität von Geschäftsmodell und Strategie, die Modellierung des Deals sowie die richtige zeitliche Taktung. Dadurch gelingt es uns in der Regel nachhaltigen Mehrwert zu schaffen.

Eine inhaltlich sehr ähnliche Ausrichtung hat unser Competence Center Insolvenzberatung. Im Mittelpunkt steht hier die Frage nach der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells bzw. ob nur „Rucksäcke“ und Altlasten aus der Vergangenheit die Wahrnehmung von Chancen und Potenzialen verhindern, während das Geschäftsmodell jedoch grundsätzlich attraktiv ist.

Corporate Restructuring	Performance Improvement	Finance	Insolvenzberatung	Controlling
				
Lars Richter Partner	Florian Frank Mitglied der Geschäftsleitung	Volker Riedel Partner	Volker Riedel Partner	Dr. Günter Lubos Mitglied der Geschäftsleitung

Der Basisnutzen: Wir machen Wertpotenziale transparent und heben sie



Stimmen auch noch die Kompetenzen und Fähigkeiten, was Zahlen, Management, Prozesse und Strukturen angeht, so sehen wir das Unternehmen gut gerüstet, um durch einen Insolvenzplan für die Zukunft fit gemacht zu werden.

Die Frage der Werttreiber und Wertvernichter ist auch hier die Basis der Konzepterstellung. Wir leiten daraus den Anpassungsbedarf ab, bestimmen einen realistischen Aufsatzpunkt und entwickeln ein Investorenkonzept mit Zielplanung, in der wir transparent machen, wohin das Geschäftsmodell entwickelt werden kann, wenn Altlasten und finanzielle Restriktionen beseitigt sind.

Die Umsetzung erfolgt meist durch einen „Dual Track“ M&A-Prozess, in dem wir unterschiedliche Dealstrukturen und Bietergruppen gegeneinander laufen lassen.

Unsere Competence Center bieten den Stakeholdern der Passivseite jeweils situationspezifisch Transparenz, Risikosenkung und Wertemaximierung, wobei wir primär den mächtigsten Hebel, das EBITDA, bedienen.

Last, but not least sind meist auch die kaufmännischen Prozesse und Strukturen zu optimieren, sei es um die Reportingfähigkeit zu verbessern, das Unternehmen kapitalmarktfähig zu machen, die Due Diligence-Fähigkeit sicherzustellen oder schlicht und einfach die Reportin-

ganforderungen der Kapitalgeber in der Konzeptumsetzung zu erfüllen. Dies tun wir sowohl konzeptionell als auch durch Übernahme der CFO-Funktion durch unser Competence Center Controlling.

Wir tragen damit nicht nur den Veränderungen der Märkte Rechnung, sondern wir wollen Ihnen auch bei spezifischen Fragestellungen mit entsprechend spezifischen Antworten zur Seite stehen und somit im Team mit weiteren Netzwerkpartnern schnelle und präzise Lösungen erarbeiten.

Veranstaltungen

Financial Restructuring III:

Inhaltsübersicht

- Inhaltliche Eckpunkte des vorinsolvenzlichen Verfahrens
- Das Sanierungskonzept als Vendor Due Diligence
- Neue Finanzierungskonzepte in der Praxis
- Situationsspezifische Finanzierungsinstrumente

25.09.2017 Frankfurt a. M.
16.10.2017 Düsseldorf
13.11.2017 Berlin
20.11.2017 Hamburg
15.01.2018 Stuttgart
22.01.2018 München

Mehrstufiges Wertmanagement

Inhaltsübersicht

- Mehrstufiges Wertmanagement – was ist das?
- Kreditgewährung und Regulator – was können und was dürfen künftig Banken?
- So begleiten Banken Übernahmen und Wertsteigerungskonzepte
- Einsatzschwerpunkte und Einsatzgrenzen von Direct Lending Funds
- Vorstellung diverser W&P-Success Stories

12.07.2017 München
13.09.2017 Düsseldorf
29.11.2017 Hamburg

Spezielle Instrumente der Restrukturierung XI

05.03.2018 Frankfurt a. M.
12.03.2018 Düsseldorf
23.04.2018 München
04.06.2018 Berlin
18.06.2018 Stuttgart
25.06.2018 Hamburg

Gerne senden wir Ihnen das jeweilige Programm zu. Detaillierte Informationen und weitere Veranstaltungen finden Sie auch auf unserer Website unter www.wieselhuber.de/veranstaltungen.

Weitere Informationen:

Britta von Sachs
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
80335 München
Telefon 089 286 23 116
Telefax 089 286 23 285
E-Mail sachs@wieselhuber.de
Internet www.wieselhuber.de

Erweiterter Leserkreis

Unser Year Book Restructuring & Finance ist unser zentrales Printmedium, Competence Center übergreifend. Wir stellen, beginnend mit dieser Ausgabe, für die jeweiligen Zielgruppen und ihre spezifischen Fragestellungen die jeweils darauf zugeschnittenen Leistungen von Dr. Wieselhuber & Partner dar.

Deshalb haben wir mit der Ausgabe 2017 den Leserkreis erweitert und Wirtschaftsprüfer/Steuerberater, Rechtsanwälte, Insolvenzverwalter sowie den Kreis der Private Equities und Family Offices aufgenommen.

Wir decken damit also alle Finanzierergruppen, professionelle Investoren sowie den Kreis ihrer wesentlichen Dienstleister ab.

Gerne nehmen wir Sie in unsere Competence Center-Newsletter auf. Registrieren Sie sich hier für

Corporate Restructuring



www.wieselhuber.de/newsletter-restructuring

Performance Improvement



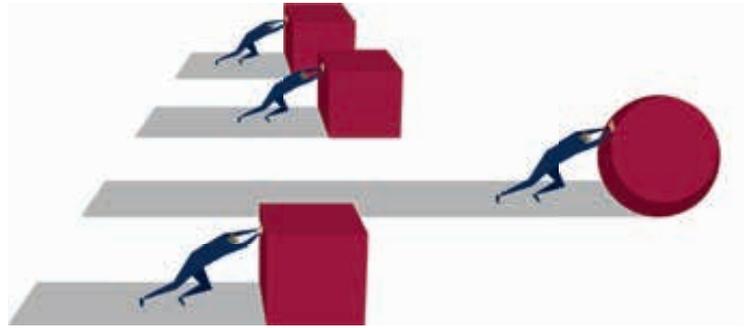
www.wieselhuber.de/newsletter-performance

Finance



www.wieselhuber.de/newsletter-finance

Wir gestalten Erfolge



STRATEGIE

INNOVATION & NEW BUSINESS

FÜHRUNG & ORGANISATION

MARKETING & VERTRIEB

OPERATIONS

CORPORATE RESTRUCTURING

PERFORMANCE IMPROVEMENT

FINANCE

INSOLVENZBERATUNG

CONTROLLING

Dr. Wieselhuber & Partner ist das erfahrene, kompetente und professionelle Beratungsunternehmen für Familienunternehmen und Sparten bzw. Tochtergesellschaften von Konzernen unterschiedlicher Branchen.

Wir sind Spezialisten für die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie, Innovation & New Business, Führung & Organisation, Marketing & Vertrieb, Operations, Performance Improvement, Finance und Controlling, sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Corporate Restructuring und Insolvenzberatung. Weiterhin bündeln wir unsere Kompetenzen unabhängig von Branche und Funktion in unseren Fokusthemen Familienunternehmen, Digitalisierung, Industrie 4.0 und Komplexität.

Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

Als unabhängige Top-Management-Beratung vertreten wir einzig und allein 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 jederzeit objektiv und eigenständig.

Unser Anspruch ist es, Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

info@wieselhuber.de
www.wieselhuber.de