

Sanierung & Insolvenz

Ein Service der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Ausgabe 6/2009



Liebe Leserinnen, liebe Leser,

mit der Insolvenz von Lehmann wurden die Strukturen der globalen Bankenlandschaft tiefgreifend verändert und eine neue Dimension der Finanzkrise erreicht. Die Folgen für Finanz- und Realwirtschaft sind weiterhin nicht absehbar.

Die Finanzkrise ist jedoch nicht an allem schuld. Eine globale konjunkturelle Überhitzung in vielen Investitionsgüterbranchen führte zu Angstbestellungen, Lieferengpässen und zur Eindeckung mit Rohstoffen und Vorprodukten um jeden Preis. Weiterer spekulativer Preisanstieg war die Folge.

Die jetzt zu bewältigende Rezession hat also finanz- und realwirtschaftliche Ursachen. Sie ist wohl auch deshalb die schlimmste seit dem Zweiten Weltkrieg.

Mit der vorliegenden Ausgabe wollen wir – soweit dies heute bereits möglich ist – auf die Besonderheiten, Erfolgsfaktoren und Stolpersteine der Unternehmenssanierung in der Rezession eingehen. Dies umfasst auch die Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen für Banken – die wir in der neuen Rubrik Bankenpraxis berücksichtigen.

Ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre.

Ihr Dr. Volkhard Emmrich

Sanierungsmanagement in der Rezession

von Dr. Volkhard Emmrich

Die Rezession, die es jetzt zu bewältigen gilt, hat auch für die erfahrensten Manager und Banker einmaligen Charakter – noch niemand hat Vergleichbares erlebt.

Realwirtschaftlich fehlt das bisher übliche Übergangsjahr der Stagnation, in dem sich die Unternehmen auf rückläufige Umsätze und schwächere Kapazitätsauslastung einstellen können. 2008 war für viele Industriegüter-

I		N		H		A		L		T	
Sanierungsmanagement in der Rezession	1	Strukturelle Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen durch die Finanzkrise	40								
PRAXIS DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG		Änderungen IDW-Standard	41								
Renaissance der leistungs- wirtschaftlichen Sanierung?	3	Auswirkungen der Finanzkrise auf die Unternehmenssanierung	44								
Crash Impact Due Diligence	5	INSOLVENZRECHT									
CRO – ein Interims-Manager als Sanierungsspezialist	10	Kauf aus der Insolvenz – Lessons Learned	47								
Gute Konzepte gegen schlechte Konjunktur	11	Sitz der Gesellschaft und Zuständigkeit des Gerichts – Gestaltungsspielräume von EuInsVo und InsO	50								
Strategien erfolgreicher Finanzinvestoren	12	Vorstandshaftung in der Insolvenz von gesetzlichen Krankenkassen	53								
Problemfelder bei Produktions- verlagerung	16	Änderung der Insolvenzordnung im Rahmen des Finanzmarktstabi- lisierungsgesetzes zur Entschärfung der Insolvenzantragspflicht wegen Überschuldung von Unternehmen	56								
Neue Instrumente zur Erstellung von Sanierungskonzepten in volatilen Märkten	18	CASE STUDIES									
Unternehmensfinanzierung – im Sog kriselnder Finanzmärkte	22	Insolvenz als Mittel der Sanierung auch im Einzelhandel – ein Praxisbeispiel	58								
Stakeholderkommunikation als Erfolgsfaktor bei Restrukturierungen	25	Supply Chain Prozesse als Erfolgshebel der Sanierung in der Textilwirtschaft	61								
Die Zukunft der Refinanzierung von Unternehmensübernahmen	29	EU-BEIHILFE									
BANKENPRAXIS		Vorsicht: Privatisierung und Outsourcing im Visier des Beihilfenrechts	64								
Finanzielle Restrukturierung von Akquisitionsfinanzierungen	34	VERANSTALTUNGEN	66								
Aktuelle Entwicklungen in der BGH-Rechtsprechung zum Recht der Kreditsicherheiten	37										

branchen – bis weit ins zweite Quartal – das Boomjahr schlechthin, in einem der wohl längsten und ausgeprägtesten konjunkturellen Wachstumszyklen der Wirtschaftsgeschichte. Um die Lieferzeiten nicht weiter anwachsen zu lassen, wurden 2008 vielfach die Kapazitäten nochmals aufgestockt und die Beschaffung durch Jahresverträge und Festabrufe gesichert. Um Lieferengpässen vorzubeugen, wurde zudem auf allen Wertschöpfungsstufen bzw. Schnittstellen tendenziell mehr bestellt als wirklich notwendig, und viele Vertriebsmitarbeiter rieten ihren Kunden zu „Vorsichtsbestellungen“.

In den bau- und konsumnahen Branchen wurde als Erstes die Notbremse gezogen. Der US-Baustoff- und Holzhandel machte den Anfang, die erste Stornowelle lief um den Globus, mit kurzem Abstand folgten Textilmaschinen.

Die Mechanik stellt sich immer gleich dar. Der letztendliche Investor storniert seine Vorsichts- bzw. Angstbestellungen, die Welle läuft entlang der Branchen-Wertschöpfungskette zurück und nimmt mit jeder Wertschöpfungsstufe bzw. Kunden-/Lieferantenschnittstelle an Brisanz zu.

Auf der letzten Wertschöpfungsstufe, wie z. B. der Stahl- oder Aluproduktion geht der Auftragsbestand bis nahe Null zurück. Das noch laufende Material füllt die Lager, denn weder Produktion noch Einkauf können sofort reagieren – je länger die Bremszeit, desto höher der Bestandsaufbau und damit die Gefahr der Illiquidität – völlig unabhängig von Ergebnis und Kapitalsituation.

Bankenseitig kommt der zusätzliche Liquiditätsbedarf aus dem Bestandsaufbau derzeit „zum falschen Zeitpunkt“. Massiver Wertberichtigungsbedarf und weiterhin hohe Bestände

an „toxischen“ Wertpapieren machen eine Ausweitung der Engagements bei Unternehmen mit Bilanzverlängerung, sich verschlechternder Bonität und absehbarerem Reißen der Covenants nicht leichter.

Die klassische Unternehmensplanung greift derzeit zu kurz

Ein Blick auf die Unternehmensstrukturen macht zudem deutlich: Ist die Liquiditätsfalle überstanden, droht die Kostenfalle. Alle direkten, aber auch die indirekten Bereiche sind „voll besetzt“. Durch Arbeitszeitkonten ist nur ein Oszillieren um den Punkt der bestehenden Strukturkosten möglich, erste Abhilfe schaffen das Beenden der Leiharbeiterverhältnisse sowie Kurzarbeit, letzteres jedoch nur mit vergleichsweise geringer Kostenentlastung.

Grundsätzlich heißt die Devise kurzfristige, nachhaltige und drastische Senkung des Break-Even, Verkürzung der Reaktions- bzw. Durchlaufzeiten und damit Steigerung der Volumenflexibilität in allen Bereichen, d. h. auf allen Wertschöpfungsstufen und in allen Prozessen.

Fazit:

Nur dynamische Ansätze führen zum Ziel

Je intransparenter die Märkte, je größer die Volatilität und je „unvollkommener“ die Information, desto wirkungsloser sind statische Punktwertbetrachtungen, wenn es darauf ankommt, das Überleben eines Unternehmens zu sichern und die Krise erfolgreich zu überwinden.

Aber auch die besten und flexibelsten Konzepte der Restrukturierung und Rekonfiguration können nicht darüber hinwegtäuschen: Der Engpass des Sanierungsmanagements in der Rezession bleibt die Liquidität.

Die Eigenkapitalbasis der Unternehmen konnte in den Boomjahren meist deutlich verbessert werden, die Geschäftsmodelle sind à jour und in der Wettbewerbsfähigkeit kam die deutsche Wirtschaft im globalen Vergleich jüngst auf Platz zwei hinter China. Die Absenkung des Break-Even und die Verkürzung der Bremszeit müssen aber finanziert werden, und dies angesichts der bankenseitigen Probleme. Dies wird eine der wesentlichen Herausforderungen des Jahres 2009 sein.

Insbesondere ist auf möglichst geringe Kostenremanenz zu achten, die Overheads – auch im technischen Bereich – sind entsprechend anzupassen.

Und wie sieht es mit der Planung 2009 aus – insbesondere mit der Liquiditätsplanung? Die ersten Projekte bestätigen die Vermutung – die Planungen sind in aller Regel „falsch“ – unabhängig, ob sie Real oder Worst Case heißen. Planung als Ausrichtung des Unternehmens auf das Erreichen eines Punktwertes ist das falsche Steuerungsinstrument für Märkte mit hoher Volatilität und bisher nicht bekannten und damit nicht berücksichtigten Risiken.

Sensitivitätsanalysen und Bandbreitenbetrachtungen sind das Gebot der Stunde

Entscheidend für ein erfolgreiches Sanierungsmanagement in der Rezession ist die Frage, wie lange Anpassungs- und Vorlaufzeiten wirklich sind und mit welchen Maßnahmen der Break-Even bis auf welches Niveau abgesenkt werden kann.

Zudem sind die „wirklichen“ Risiken, insbesondere auf den Ebenen Kunden und Lieferanten, aber auch in der Finanzierungs- und Bankenstruktur des Unternehmens, zu ermitteln. Anhand von Bandbreitenbetrachtungen, oder auch von Häufigkeitsverteilungen können die Einflüsse von z. B. Wechselkursen oder Rohstoffpreisveränderungen abgeschätzt werden. In gleicher Weise wird mit Absatz-

mengen und Preisen verfahren. Das Ergebnis macht deutlich, in welcher Bandbreite sich das Unternehmen gefahrlos ohne gravierende Anpassungen bewegt (grüner Bereich), ab wann Anpassungen, d. h. die Umsetzung von Schubladenkonzepten und fertig ausgestalteter Maßnahmen, notwendig werden (gelber Bereich) und wo die Existenzbedrohung anfängt (roter Bereich).

Werden die kritischen Parameter einem laufenden Monitoring unterzogen und zusätzlich nach Strukturbrüchen oder weiteren bisher nicht berücksichtigten Risikoparametern Ausschau gehalten, ist das Sanierungsmanagement professionell auf die Besonderheiten der Rezession ausgerichtet.

Praxis der Unternehmensführung



Renaissance der leistungswirtschaftlichen Sanierung?

von Dr. Volkhard Emmrich

Die finanzwirtschaftlichen Gestaltungsspielräume sind begrenzt

Ein Blick auf die Gestaltungsspielräume der Stakeholder der Passivseite zeigt deutlich reduzierte Freiheitsgrade und zusätzliche Restriktionen bzw. Engpässe.

Konnten früher Banken bei steigendem Ausfallrisiko eines Engagements zuerst die Sekundärmarktpreise checken und aus dem Vergleich mit den Sanierungsrisiken die Grundsatzentscheidung Exit oder Going Concern ableiten, sind diese Möglichkeiten heute deutlich reduziert. Die Märkte für Distressed Debt sind weitgehend ausgetrocknet. Es fehlt somit häufig eine Alternative zum eigenen Sanierungsmanagement.

Dies entspricht in vielen Häusern der strategischen Rückbesinnung auf das Mittelstands- und Firmenkundengeschäft als Ausgleich für das stark rückläufige Investmentbanking, aber auch den Vorgaben des Sofin bei der direkten bzw. indirekten Stützung von Banken. Hinderlich sind allerdings die reduzierten Möglichkeiten zur Refinanzierung, insbesondere für Kredite schlechterer Bonitätsklassen sowie die Basel II bedingte Notwendigkeit zur Hinterlegung der Risikokredite mit mehr Eigenkapital.

Ungemach droht zusätzlich von anderer Seite. Die Käufer von Kreditportfolios und Single Loans der letzten Jahre halten diese meist nicht mehr in den eigenen Büchern,

sondern haben sie ausplatziert. Andere verfolgen nicht das Geschäftsmodell des Kreditgeschäftes, sondern der Verwertung. Den Kreditgeber im klassischen Sinne als Partner einer Poolvereinbarung gibt es in diesen Fällen nicht. Gleiches kann auch für strukturierte Finanzierungen und Konsortialkredite gelten. Viele ausländische – bisher durchaus aggressive – Finanzierer sind auf dem Rückzug, ebenso CDO Investoren.

Findet sich in der Bilanz verbrieftes Genusscheinkapital, z. B. aus einem der Programm-Mezzanine, so gilt auch hier: Der Emittent ist nicht immer auch Gläubiger. Seine Möglichkeiten sind auf den schmalen Gestaltungsspielraum des echten Eigenkapitals sowie der Junior-Tranche beschränkt. Für die Praxis heißt dies selbst Standardinstrumente wie Zinsstundung sind nicht immer darstellbar, und das Gleichstellungsprinzip einer quotalen Erbringung von Fresh Money kommt ins Wanken. Die Last der Durchfinanzierung trifft primär die klassischen Betriebsmittelfinanzierer unabhängig von ihrem Anteil an der Gesamtfinanzierung, was deren Risiko entsprechend erhöht und eine positive Kreditentscheidung nachhaltig erschwert, wenn nicht gar unmöglich macht. Sind Finanzinvestoren beteiligt, ist deren eigene Kapitalsituation entscheidend. Nur wenn z. B. Hedgefonds ihr Kapital langfristig gesichert haben, oder Private Equity Gesellschafter das Kapital der Fonds noch nicht vollständig investiert haben, stehen sie als solide Partner zur Verfügung.

Die Rekapitalisierung der Passivseite zur Durchfinanzierung einer Restrukturierung oder Unternehmenssanierung

hat also deutlich an Komplexität gewonnen. Anschlussfinanzierungen werden schwerer, in Abhängigkeit von den Risiken teurer, Fresh Money wird nur in Ausnahmefällen zu erhalten sein. Verschärfte Covenant-Kriterien erlauben den Banken früheres Eingreifen.

Wie im Bereich der Programm-Mezzanine wird der Dept to Equity Swap als Instrument eines Going Concern sowie des Werthaltens der Forderung bei gleichzeitiger Vermeidung erhöhter Aufwendungen an das Eigenkapital grundsätzlich an Bedeutung gewinnen.

Das klassische Cost Cutting greift zu kurz

Flexibilisierung und Senkung des Break Even heißt das Gebot der Stunde, d. h. Minimierung der direkten Kosten und Reduzierung bzw. Flexibilisierung der indirekten Kosten sowie – und dies ist entscheidend – drastische Verkürzung der Reaktionszeiten bzw. Steigerung der Anpassungsgeschwindigkeit.

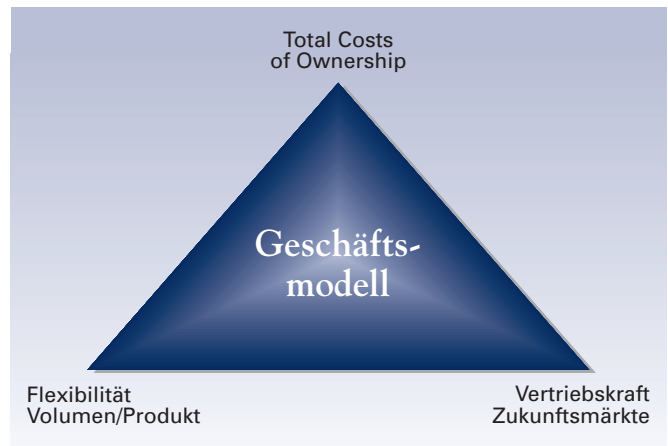
Die Reaktionsgeschwindigkeit entscheidet über richtige oder falsche Ressourcenallokation, den Aufbau derzeit nicht absetzbarer Fertigwarenbestände und das Volllaufen der Läger mit Teilen, Komponenten und Rohstoffen.

Die Risiken einer Illiquidität aufgrund zusätzlichen, unplanmäßigen Liquiditätsbedarfs sind angesichts der dargestellten Finanzierungsengpässe nicht hoch genug einzuschätzen. Alle Instrumente der Innenfinanzierung, insbesondere Cash-Conversion-Management und klassische Alternativen wie Factoring haben „Hochkonjunktur“.

Volumen- und Produktflexibilität sind zu erhöhen, verbunden mit einer nachhaltigen Reduzierung der Produkt-, Vielfalts- und Komplexitätskosten. Der Sanierungsberater wird also nur erfolgreich sein, wenn er neben betriebswirtschaftlicher Kompetenz auch über ausreichendes Know-how hinsichtlich der Wertschöpfungsprozesse verfügt. Ingenieur- und IT-Wissen sind gefragt, Operations wird zum zentralen Erfolgsfaktor, verbunden mit schneller und ganzheitlicher Umsetzung. Die Fortführungsprognose ist parallel zu erstellen, sie übernimmt die Dokumentationsfunktion und hat sicherzustellen, dass die Maßnahmen in sich konsistent sowie zielkonform sind und die Sanierung innerhalb klarer Leitlinien erfolgt.

Es ist Zeit für Strategen

Krisenzeiten sind Zeiten für Strategen. Dies gilt in mehrfacher Hinsicht. Zum einen bieten Krisenzeiten die Gelegenheit sich gegen schwache Wettbewerber durchzusetzen,



Elemente der strategischen Ausrichtung zur Krisenbewältigung

Marktanteile zu gewinnen, neue Spielregeln zu implementieren, und zum anderen sind es strategisch denkende Investoren, die in reifen Branchen die Konsolidierung vorantreiben, aus Monoproduktherstellern Systemanbieter mit Komplettsortimenten formen, überholte, flache und primär nur volumengetriebene Geschäftsmodelle umgestalten und in die Branchenstruktur integrieren oder den Ansatz der Total Costs of Ownership sowie die dafür notwendigen Serviceleistungen zur Basis neuer Geschäftsmodelle machen. Im zweiten Schritt sind es also die Geschäftsmodelle, die auf den Prüfstand müssen, um mehr Flexibilität, eine tiefere Marktausschöpfung, schnellere Prozesse und innovative Leistungen zu gewährleisten.

Echtes Fresh Money wird zum Hebel Nr. 1

Die Realisierung derartiger Konzepte erfordert wohl auch auf der Passivseite eine ganzheitliche, strategische Neukonzeption, d. h. statt z. B. der klassischen Diskussion über „Haircut“ sind neue Allianzen zu schmieden, die EK- bzw. FK-Risiken und -Chancen sind gleichmäßiger zu verteilen. Liquide Finanzinvestoren werden verstärkt mit Banken zusammenarbeiten zumal LBOs derzeit nicht verfinanzierbar sind und der „interne Leverage“ – d. h. der Sanierungsgewinn – bei erfolgreicher Krisenbewältigung ausreichend groß ist.

Eine neue Qualität der Transaktions- bzw. Finanzierungsberatung ist also erforderlich, der klassische Ansatz „Verkauf von Krisenunternehmen“ reicht nicht mehr aus. Es sind mit bzw. für Investoren zukunftsweisende Wertschöpfungskonzepte zu entwickeln, es sind Lösungen zu erarbeiten, die das Konzept zum Fliegen bringen und sowohl die Mindestbedürfnisse der alten Kapitalgeber befriedigen als auch die Erwartungen neuer Finanzierer er-

füllen. Dies erfordert nicht nur Kreativität und Branchen-Know-how, sondern auch Zugang zu kapitalkräftigen Playern, Erfahrung und Methodenkompetenz im Umgang mit alternativen Finanzierungsinstrumenten.

Nicht Renaissance, sondern neue Dimension der leistungswirtschaftlichen Sanierung

Die Gegebenheiten der Märkte sprechen also dafür, dass die leistungswirtschaftliche Sanierung, die Optimierung der Wertschöpfung und die Redimensionierung des Geschäftsmodells künftig wieder im Mittelpunkt von Sanierungskonzepten und Sanierungsaktivitäten stehen. Dies allerdings nicht wie in der Vergangenheit üblich „mono-

lithisch“ und als Punktwertbetrachtung, d. h. ausschließlich unter Ableitung des leistungswirtschaftlich notwendigen Finanzbedarfs, als Anforderung an Innenfinanzierung und Nachschuss der Stakeholder, sondern unter Einbeziehung aller Rekapitalisierungspotenziale, im Zweifelsfall mit einem Investor „im Paket“, der das Konzept kennt, ihm vertraut und damit die Finanzierung von Restrukturierung und Rekonfiguration sicherstellt, bei gleichzeitiger operativer Umsetzung und unverzüglicher Neuausrichtung.

Weitere Informationen:

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

Telefon 089 286 231 05
Telefax 089 286 232 60
E-Mail emmrich@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

Crash Impact Due Diligence

von Dr. Anne de Boer und Stefan Koser

Subprime war weit weg. Nun ist die Finanzkrise da. Schlimmer noch, die Finanzkrise wird zur Wirtschaftskrise und erfasst auch die sogenannte Realwirtschaft. Was können Kreditgeber tun, um drohenden Kontrollverlust, eigene Haftungsrisiken und Abschreibungen abzuwenden?

Viele Banken waren von den Auswirkungen der Subprime-Krise auf ihre eigenen Engagements überrascht. Insolvenz-antragsfristen und gesetzliche Haftungstatbestände können jedoch auch in der Realwirtschaft zu überraschenden Krisenszenarien führen.

Insolvenznahe Sanierungen erhöhen das Risiko auch auf Bankenseite. Juristische (und betriebswirtschaftliche) Due Diligence kann Anpassungsbedarf aufzeigen, den entscheidenden Zeitvorteil generieren und eventuellem Kontrollverlust der Bank und zusätzlicher Wertvernichtung durch Insolvenz des Kreditnehmers vorbeugen:

A. Analyse des Unternehmens

Natürlich ist der erste Ansatzpunkt für die Analyse des Unternehmens des Kreditnehmers der (geprüfte) Jahresabschluss sowie die Quartalsberichte. Die besonderen Herausforderungen der Finanzkrise bestehen jedoch gerade darin, dass bisher vernachlässigte Risiken plötzliche Relevanz erlangen.

1. Ausfallrisiko wesentlicher Vertragspartner (Counterparty Risk)

Das Risiko der Leistungsfähigkeit maßgeblicher Vertragspartner ist vielfach unterschätzt worden. So ist die Abhängigkeit der wirtschaftlichen Verhältnisse vieler Kreditnehmer von Credit Default Swaps, Zinssicherungsgeschäften (sogenanntes Interest Hedging) oder sonstigen Derivaten in den letzten Jahren ständig gestiegen. Mit dem Ausfall von Treuhändern auf Bankenseite hat niemand ernsthaft gerechnet. Bei Lehman Brothers oder isländischen Banken unterhaltene Konten sind nun blockiert (und ausfallgefährdet) und solchen Vertragspartnern überlassene Kredit-sicherheiten allein schon wegen der durch die Zwangsverwaltung erhöhten Bearbeitungsdauer nicht kurzfristig ablösbar. Vertragliche oder gesetzliche Freigaberegulungen sind praktisch nicht zeitgerecht durchsetzbar. Dies kann zu Folgeproblemen bei den betroffenen Unternehmen führen und eine Umschuldung oder Refinanzierung erschweren.

2. Refinanzierungsrisiko

Viele Banken verschärfen die Anforderungen für eine Anschlussfinanzierung und so das Risiko eines Liquiditätsengpasses beim Kreditnehmer. Steigende Finanzierungskosten bei Krediten und Anleihen sowie die geringe Liquidität am Kapitalmarkt können auch bisher gesunde Unternehmen in Schwierigkeiten bringen. Liquiditätspolster sind in der Jagd auf Rendite kontinuierlich abgeschmolzen worden. Zusätzlich bringen Unsicherheiten bei der Bestimmung der vertraglich vereinbarten Zinsen Risiken für

die Kreditnehmer, aber auch für Konsortialbanken (Interbankenmarktzins als Referenz trotz minimalem Interbankengeschäft: Gilt EURIBOR noch oder sind bereits „Market Flex“ Klauseln anwendbar?)

3. Gestiegene Komplexität der Finanzierungsstrukturen

Durch die in den letzten Jahren immer häufiger erfolgte Optimierung des Fremdmiteinsatzes zur Erhöhung der Rendite durch Hebeleffekte (Leverage) sowie die Übertragung von Krediten an Dritte (Syndizierung an Konsortialbanken, True-Sale-Verbriefungen und Non-Performing-Loan-Transaktionen) ist die Sachlage für den Kreditsachbearbeiter oder Work-Out-Experten oft unüberschaubar geworden. Bei Unternehmensfinanzierungen werden typischerweise eine Vielzahl von Finanzquellen genutzt. Daher müssen in der Krise die Rechte von Anteilseignern (Kapital, stille Reserven, Gesellschafterdarlehen etc.), Banken (Kredite, Avale, Kreditlinien, Zinsderivate, Währungsderivate etc.), strategischen Investoren (z. B. Wandelanleihe), der öffentlichen Hand (Subventionen, Förderdarlehen, Steuern, Abgaben etc.), Endabnehmern (Vorauszahlungen), Lieferanten (z. B. Warenkredit), Warenkreditversicherern und deren jeweiligen etwaigen Rechtsnachfolgern (z. B. Hedge Fonds, Syndikatsbanken oder Anleihegläubiger von derivativen Kreditprodukten) analysiert werden. Zudem sind viele Vertragsverhältnisse durch sogenannte „Cross Default“ Klauseln mittelbar verknüpft. Aggressive Hedge Fonds haben oft kein langfristiges Restrukturierungsinteresse, sondern wollen kurzfristige Renditeziele realisieren. Andererseits können auch konservative Investoren aufgrund von Credit Default Swaps ein Interesse an einer schnellen Fälligkeitstellung von Darlehen haben. Zusätzlich werden Bankkredite in immer früheren Stadien der Kreditnehmerkrise gehandelt. Restrukturierungen werden durch die zunehmende Heterogenität der Interessenlagen erschwert. Der Aufwand bei der Berechnung des Unternehmenswerts und des sich daraus ergebenden Werts der Sicherheiten der Bank steigt.

4. Aktuelle gesellschaftsrechtliche Gesetzesänderungen

Auch die aktuellen gesellschaftsrechtlichen Gesetzesänderungen sind zu berücksichtigen. Insbesondere soll auf die im Folgenden kurz dargestellten Entwicklungen hingewiesen werden.

a) Überschuldung und Fortführung einer Kapitalgesellschaft

Im Zuge des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes vom 17.10.2008 wurde befristet bis zum 31.12.2009 der Begriff der Überschuldung geändert. Bei Vorliegen ei-

ner Überschuldung sind Kapitalgesellschaften nach der Insolvenzordnung verpflichtet, einen Insolvenzantrag zu stellen.

Nach der befristet geltenden Regelung liegt eine Überschuldung nicht vor, wenn „die Fortführung des Unternehmens ... nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich“ ist. Bei Bejahung einer solchen Fortführungsprognose ist somit unerheblich, ob die Aktiva ausreichen, die Verbindlichkeiten zu decken. Auch wenn die Änderung zur Stabilisierung des Finanzmarktes erfolgte, gilt der geänderte Überschuldungsbegriff für alle Unternehmen.

Mit der Änderung gilt wieder der Überschuldungsbegriff, den der Bundesgerichtshof vor der Einführung der Insolvenzordnung im Jahre 1999 angewendet hat. In etlichen Fällen wird damit ein Insolvenzantrag vermieden, insbesondere wenn zum Beispiel Aktien aufgrund des Einbruchs der Aktienkurse abgewertet werden müssen.

Allerdings bestehen nun wieder die bereits vor der Insolvenzreform vor 1999 bekannten Risiken für die Geschäftsführer und Vorstände, die darin bestehen, festzustellen, wann eine Fortführung des Unternehmens ausreichend wahrscheinlich ist. Die späteren Insolvenzanträge können Sanierungs- und Restrukturierungsbemühungen aufgrund eines geringeren Zeitdrucks erleichtern. Die Situation der Gläubiger, auch der Banken, kann sich aber auch durch ein Hinauszögern des Insolvenzantrages und der Antragspflicht verschlechtern.

b) Rangrücktritt und Überschuldung

Mit dem Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) wurde auch die Regelung zum Rangrücktritt geändert. Damit eine Forderung bei einer Überschuldungsbilanz unberücksichtigt bleibt, ist nach § 19 InsO weiterhin ein Rangrücktritt erforderlich. Allerdings wird für Forderungen von Gesellschaftern und mit diesen verbundenen Unternehmen nicht mehr ein qualifizierter Rangrücktritt, mit dem deren Forderung wie Eigenkapital gestellt wird, gefordert; es genügt auch hier ein einfacher Rangrücktritt. Aus Sicht der Banken ist damit weiterhin darauf zu achten, dass die Gesellschafter Rangrücktrittserklärungen für ihre Forderungen abgeben.

Bei der Verteilung der Masse im Insolvenzverfahren sind Forderungen aus Gesellschafterdarlehen oder solchen Darlehen, die wirtschaftlich Gesellschafterdarlehen entsprechen, unabhängig von einem Rangrücktritt

nachrangig nach den Insolvenzforderungen zu bedienen (§ 39 Abs. 1 InsO).

c) Gesellschafterfinanzierungen

Im bisherigen Recht der Finanzierung von Unternehmen durch Gesellschafter wurden Finanzierungsbeiträge von Gesellschaftern als eigenkapitalersetzend – mit umfassenden Rechtsfolgen – qualifiziert, wenn sie in der Krise der Gesellschaft gewährt oder stehen gelassen wurden.

Mit der Modernisierung des GmbH-Rechts wurde das Rechtsinstitut des Eigenkapitalersatzes abgeschafft und sämtliche Ansprüche von Gesellschaftern auf Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen oder entsprechenden Forderungen in § 139 InsO einer einheitlichen Regelung wie folgt unterstellt: Sämtliche solche Gesellschafterforderungen, die innerhalb eines Jahres vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem erfüllt wurden, können ohne weitere Voraussetzung durch den Insolvenzverwalter angefochten werden.

Für Sicherheiten, die für solche Gesellschafterforderungen gestellt wurden, gilt eine Anfechtungsfrist von 10 Jahren vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem. Die Regelung gilt entsprechend, soweit ein Gesellschafter Sicherheiten für Darlehen oder vergleichbare Leistungen Dritter gestellt hat; in diesem Fall ist der Gesellschafter, der die Sicherheit gewährt hat, nach § 143 Abs. 3 InsO Gegner der Anfechtung, nicht zum Beispiel die Bank, die das Darlehen gestellt und zurück-erhalten hat. Gegenüber einer solchen Bank gelten allerdings die allgemeinen Anfechtungsregeln wie bisher.

d) Missbrauchsregelungen bezüglich der Geschäftsführer

Eines der Hauptziele des MoMiG war es, den Missbrauch der GmbH zu bekämpfen. Dementsprechend wurde die Haftung der Geschäftsführer durch die Reform des GmbH-Rechts verschärft. Sofern durch Zahlungen der Gesellschafter, die nicht mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns vereinbar sind, die Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft veranlasst wurde, haftet der Geschäftsführer (§ 64 Satz 3 GmbHG). Weiterhin wurde der Katalog der Straftaten, bei denen eine Person für das Geschäftsführungsamt ungeeignet ist, erweitert.

Kapitalgesellschaften sind nunmehr verpflichtet, beim Handelsregister eine inländische Geschäftsanschrift eintragen zu lassen, an der öffentliche Zustellungen erleichtert erfolgen können.

Sofern eine Kapitalgesellschaft keinen Geschäftsführer mehr hat, kann sie passiv durch ihre Gesellschafter vertreten werden, und diese haben dann auch ein Insolvenzantragsrecht und eine entsprechende Insolvenzantragspflicht.

5. Zinsschranke

Die Änderung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Kreditzinsen als betrieblicher Aufwand ist eine zusätzliche erhebliche Belastung für die Cashflows von Unternehmen. Leider sind die wenigsten Unternehmen hierauf vorbereitet. Etwaige Umstrukturierungen zur Maximierung der Abzugsfähigkeit verursachen oft auch erhebliche Kosten und sind meist nur mit Zustimmung vieler Beteiligten durchführbar (Gesellschaftermitwirkung erforderlich für Aufspaltung oder Übertragung wesentlicher Unternehmensteile; Bankzustimmung oft erforderlich).

6. Sondersituation bei Immobilienkrediten

Viele Kreditengagements der letzten Jahre flossen in Immobilieninvestments von ausländischen Finanzinvestoren. Die Kreditvertragslaufzeiten und die vereinbarte laufende Tilgung waren oft gering (meist ca. 5 Jahre bei ca. 1 % Tilgung). Die typischen niedrigen Eigenmittelquoten führen nun bereits bei geringen Wertverlusten der Immobilien zu einem nur noch niedrigen Eigeninteresse dieser Investoren. Zusätzlich dürften eine Reihe von Finanzinvestoren (aufgrund von Mittelabflüssen oder weil sämtliche verfügbaren Mittel investiert wurden) nicht über die zur Stützung notwendigen weiteren Eigenmittel verfügen. Exit-Strategien (REIT, Einzelabverkauf von Wohnungen an Mieter, Wertsteigerungen durch professionelleres Property Management oder Einsparungen bei der Verwaltung größerer Immobilienpakete) haben sich bisher nicht realisiert. Oft sind nach den jeweiligen Kreditverträgen Sicherheitenfreigaben und die Erlaubnis zum Abverkauf einzelner Immobilien daran geknüpft, dass über den dem Einzelobjekt zugeordneten Kreditbetrag hinaus eine Sondertilgung des Restdarlehens erfolgt (z. B. anteilige Objektdarlehenssumme x 115 %). Hintergrund solcher Regelungen sind ein Ausgleich der Bank für die geringere Diversifikation des Restportfolios und eine Abschreckung gegen „Rosinenpickerei“ (Bank bleibt sonst ohne Ausgleich auf den schlechtesten Immobilien sitzen). Gleichwohl erhöhen solche Regelungen natürlich auch die Schwelle, ab der dem in Not geratenen Kreditnehmer tatsächlich Mittel aus einzelnen Abverkäufen zufließen können. Vor diesem Hintergrund könnten sinkende Immobilienwerte, Verkaufsdruck und Unternehmensinsolvenzen einen operativen „Turn-around“ im Immobilienbereich erschweren. Eine signifi-

kante Anzahl von Investoren könnte einfach ihre Tätigkeit einstellen und „die Schlüssel an die Bank zurückgeben“.

B. Analyse des Kreditengagements der Bank

Typischerweise weisen moderne Kreditvertragsdokumentationen eine Vielzahl von Elementen auf, die einen Einfluss der Bank auf die weitere Gestaltung des Kreditengagements bereits vor einer eventuellen Insolvenz des Kreditnehmers ermöglichen sollen:

1. Finanzkennzahlen (Financial Covenants (ICR, DSCR, LTV etc.))

- ICR (Interest Cover Ratio = Nettoertrag geteilt durch Zinszahlungspflichten)
- DSCR (Debt Service Cover Ratio = Nettoertrag geteilt durch Zins- und Tilgungszahlungspflichten)
- LTV (Loan to Value = Darlehenshöhe geteilt durch den Wert der Sicherheiten; insbesondere bei Immobilienfinanzierungen oft Standard)
- LTC (Loan to Cost = Darlehenshöhe geteilt durch den Wert von der Bank genehmigter Ausgaben für den Erwerb von Anlagen oder Immobilien)
- Verweise auf Vorschriften des Investmentgesetzes bei Finanzierungen an offene Immobilienfonds (Mindestliquidität 5 %, Maximaler LTV 50 %, etc.)

Oft werden mehrere Grenzwerte vereinbart, wobei nach Über-/Unterschreiten des ersten Grenzwerts ein sogenannter Cash Sweep oder Cash Trap einsetzt (d. h. alle Erlöse müssen für Tilgung bzw. als Barsicherheit

verwendet werden) und erst beim Verstoß gegen den 2. Grenzwert ein Kündigungsgrund besteht. Entscheidend ist jedoch, dass bereits bei minimalen Änderungen im Wert der Sicherheiten, der laufenden Einnahmen oder der sonstigen Kostenstruktur (z. B. Verlust der steuerlichen Zinsabzugsfähigkeit wegen der neu eingeführten „Zinsschranke“) Financial Covenants gebrochen werden können, wenn bereits die Ausgangswerte eng an den vereinbarten Grenzwerten liegen. Das ist insbesondere beim LTV-Covenant typischerweise der Fall, da die Kreditnehmer oft die höchstmögliche Darlehenssumme in Anspruch genommen haben (und daher beim Absinken des Werts der Sicherheiten um nur 1 % technisch gesehen bereits im Default sind). Entscheidende Bedeutung kommt daher den Neubewertungsklauseln bzw. den Berechnungsintervallen für diese Finanzkennzahlen zu.

2. Sicherheitenverstärkungsklauseln in AGB-Darlehen

Viele Finanzierungen durch deutsche Banken (insbesondere Landesbanken) verweisen auf die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der betreffenden Bank. Diese beinhalten Regelungen, wonach die Bank bei Eintreten nachträglicher Umstände, die eine erhöhte Risikobewertung rechtfertigen, die Bestellung oder Verstärkung von Sicherheiten verlangen kann. Diese Bestimmungen können in der Praxis oft als Bankeneinstieg in Nachverhandlungen mit dem Kreditnehmer genutzt werden.

3. Change of Control

Oft sind Kündigungsgründe für die Bank vereinbart, sobald die Kontrolle am Kreditnehmer sich ändert. Diese Klauseln ermöglichen der Bank den Einstieg in Nachverhandlungen nicht nur bei Anteilsverkäufen, sondern auch

bei zur Zeit häufig vorkommenden steuerlich motivierten Restrukturierungen zur Abwendung der Zinsschranke (Aufspaltung von Gesellschaften zur Mehrfachausnutzung der Obergrenze für die steuerliche Abzugsfähigkeit von Kreditzinsen). Restrukturierungen sind oft auch allein schon deshalb zustimmungsbedürftig, weil der Kreditnehmer eine bestimmte Struktur gegenüber der Bank zugesichert hat und diese Zusicherung zu bestimmten Zeitpunkten wiederholt wird (Repeating Representations).

4. Ausstehende Commitments

Eine häufig genutzte Chance für Nachverhandlungen durch Banken sind auch die Auszahlungsvoraussetzungen für noch nicht ausgezahlte Darlehensanteile (insbesondere bei Kreditlinien oder Kreditrahmenverträgen, aber auch bei Kredittranchen für Sonderzwecke wie etwa Capital Expenditure Tranches). Banken versuchen derzeit immer häufiger, sich von zugesagten, aber noch nicht ausgezahlten Krediten zu lösen. Bei Rahmenverträgen mit Kreditgenehmigungsvorbehalt für die Einzelkredite oder noch ausstehenden Wertgutachten als Auszahlungsvoraussetzung ist eine solche Vorgehensweise meist erfolgreich.

5. Übertragbarkeit des Darlehens

Ein frühzeitig zu klärender Faktor für die Verhandlungsposition der Bank ist die Übertragbarkeit des Darlehens an Dritte. Je weiter die Übertragbarkeit des Darlehens eingeschränkt ist, desto mehr wird sich ein Kreditnehmer auf eine Mitwirkung der Bank bei einer etwaigen Sanierung verlassen können. Umgekehrt gilt aus Sicht einer Bank für etwaige Darlehen von Dritten an den Kreditnehmer, dass deren freie Übertragbarkeit in der Krise die Sanierung erschweren kann (Transfer an „Heuschrecken“, unklare

rer Ansprechpartner, Risiko eines Auseinanderfallens von Darlehen und Sicherheiten, schwierige Einschätzung der Interessenlage auf Darlehensgeberseite etc.). Ein in der Praxis die zügige Kreditverwertung behinderndes Problem stellen zudem bankfeindliche Gerichtsurteile dar, die im Zusammenhang mit an Finanzinvestoren übertragenen Darlehen die Wirksamkeit von Bankverträgen anzweifeln. So hat das LG Hamburg mit aus unserer Sicht unzutreffender Begründung die Wirksamkeit einer Zwangsvollstreckungsunterwerfung verneint, weil die Übertragbarkeit des gesicherten Darlehen nicht ausgeschlossen war (vgl. hierzu BKR 8/2008, Seite 338 mit einer Anm. v. RA Stefan Koser/RAin Dr. Alma Werner-Jensen).

6. Forderungserhöhende Abreden

Die Position der Banken wird nicht zuletzt durch eine Reihe von Kostenübernahmeklauseln (für Security Agent, externe Rechtsberater, Wertgutachter und sonstige krisenbedingte Ausgaben) verstärkt. Insbesondere das Recht, eine Nachbewertung auf Kosten des Kreditnehmers durchzuführen, kann geeignet sein, den Kreditnehmer frühzeitig an den Verhandlungstisch zu bewegen.

C. Mögliche Handlungsspielräume auf Kreditnehmerseite

Die Reaktionsmöglichkeiten auf Kreditnehmerseite sind in der Krise vor allem die nachfolgenden:

- a) Refinanzierung des Kredits (angesichts der zunehmenden Kreditklemme eher unrealistisch)
- b) Zusätzliche Eigenmittel einbringen (nur bei solventem Gesellschafterhintergrund zu erwarten)

- c) Abverkauf von Unternehmensteilen
- d) Volle Konfrontation mit der Bank und Ausschöpfung aller Rechtsmittel (AGB – Einwand, Einwand der Subordination der Bank wegen gesellschafterähnlicher Stellung, Insolvenztourismus/Forum Shopping)
- e) Insolvenzantrag (zur Vermeidung von Haftungsrisiken)
- f) Einstellung der Geschäftstätigkeit („Schlüssel abgeben“)

D. Mögliche Handlungsspielräume auf Bankenseite

- a) Bestreiten von Auszahlungsvoraussetzungen
- b) Neubewertung von Sicherheiten durchführen
- c) Sicherheitenverstärkung verlangen
- d) Abgabe des Engagements an die eigene Work-Out-Abteilung
- e) Verkauf des Darlehens (A-Piece, B-Note, NPL-Transaktion etc.)
- f) Synthetische Syndizierung (Risikoweitergabe durch Unterbeteiligung)

- g) Tilgungsaussetzung gegen Gebühr
- h) Zinsstundung gegen Gebühr
- i) Covenant-Aufweichung gegen Gebühr
- j) Geltendmachung von (erhöhten) Verzugszinsen
- k) Fälligestellung des Darlehens (Achtung: kann Insolvenz des Kreditnehmers auslösen, Folgekredite müssen dann Ansprüchen an einen Sanierungskredit genügen; Stehenlassen des Darlehens in der Krise hingegen kann Haftungstatbestände wg. Insolvenzverschleppung usw. auslösen)
- l) Zwangsverwaltung
- m) Debt to Equity Swap
- n) Zwangsversteigerung
- o) Inanspruchnahme einer Kreditausfallversicherung (Credit Default Swap) (soweit vorhanden)



Weitere Informationen:
 Stefan Koser
 GSK Stockmann & Kollegen
 Taunusanlage 21
 D-60325 Frankfurt

 Telefon 069 71 00 03 - 0
 Telefax 069 71 00 03 - 144
 E-Mail frankfurt@gsk.de
 http://www.gsk.de



Weitere Informationen:
 Dr. Anne de Boer
 GSK Stockmann & Kollegen
 Kronenstraße 30
 D-70174 Stuttgart

 Telefon 0711 220 45 79 - 0
 Telefax 0711 220 45 79 - 44
 E-Mail stuttgart@gsk.de
 http://www.gsk.de

CRO – ein Interims-Manager als Sanierungsspezialist

von Dr. Manfred Ziegler

Mit Blick von außen Erneuerung im Inneren durchsetzen

CRO (Chief Restructuring Officer) sanieren und restrukturieren Unternehmen in Krisen und machen sie wieder fit für ihr zukünftiges Geschäft. Ihre Stärke liegt in ihrer Doppelfunktion: Einerseits werfen sie als externe Fachleute einen unbefangenen, klaren Blick auf die Probleme ihrer Kunden. Andererseits werden sie Teil der Firmen und setzen in Linienverantwortung Entscheidungen direkt und eigenverantwortlich um.

„Deutschland hat ein Umsetzungsproblem“ lautet eine häufig genannte These besonders in der Wirtschaftsszene. Dieser Satz trifft jedoch nicht nur auf die Politik, sondern auch auf Unternehmen in Krisen zu: Über die Hälfte aller Sanierungen scheitern nicht deshalb, weil das Unternehmen nicht sanierungsfähig ist, sondern weil das Sanierungsmanagement nicht funktioniert.

In gut 52 % der Fälle ist die mangelhafte Umsetzung eines Sanierungskonzeptes durch die Führungsmannschaft der betroffenen Firmen verantwortlich für das Scheitern eines Turnarounds. In über 55 % der Fälle werden die Ziele Liquiditätsfreisetzung und Kostensenkung verfehlt. So hat es eine Umfrage unter Experten aus den Bereichen Risikokreditmanagement und Spezialbetreuung, Workout und Abwicklung sowie Kreditbetreuung der Finanzberatungskanzlei Dr. Wieselhuber & Partner ergeben.

Krisen im Mittelstand sind oft hausgemacht

Auffällig ist: Besonders inhabergeführte Unternehmen reagieren auf Krisen unbeweglich – sie weisen in der Studie die längste Sanierungszeit auf und werden von den meisten Befragten als „schwierigste Sanierungsfälle“ bezeichnet. Der Grund ist ein strukturelles Problem. Der inhabergeführte Mittelstand hält zu lange an persönlichen Vorlieben und Strategien der Führungskräfte fest. Mangelnde Krisenerfahrung des Inhabers, gepaart mit einer oftmals ausgeprägten Emotionalität und der Furcht, Entscheidungskompetenz und Einfluss aufzugeben, verhindern im Ver-

lauf einer Sanierung die notwendigen harten Schritte. Gerade in mittelständischen Unternehmen ist es also internes Missmanagement, das die Unternehmen in die Krise führt und die Lösung dieser Krise häufig sehr erschwert.

CRO – Transmissionsriemen und Garant der Sanierungsumsetzung

Vor Jahrzehnten ist in den USA ein neues Berufsfeld entstanden, das auch in Deutschland immer mehr Erfolge feiert: Der CRO, Chief Restructuring Officer, ist ein Experte für die operative Krisenbewältigung. Sein Tätigkeitsfeld entspricht dem eines Vorstandes und Geschäftsführers – mit dem Auftrag, das Unternehmen einschließlich seiner Stakeholder für die Zukunft nachhaltig aufzustellen.

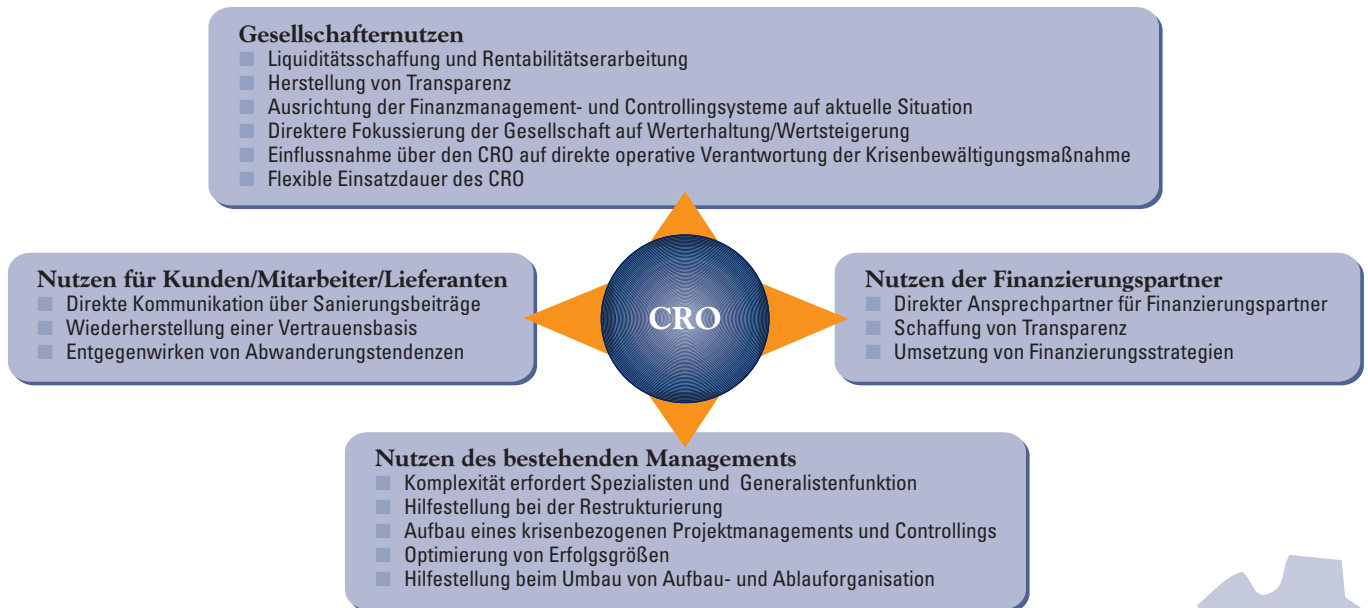
Mit der conzima GmbH setzte ich genau diese Dienstleistung um. Als geschäftsführender Gesellschafter des Unternehmens begreife ich meine CRO-Rolle als die eines Transmissionsriemens, eines neutralen Treibers, der nach streng marktwirtschaftlichen Kriterien die operative Umgestaltung eines Unternehmens durchsetzt.

Die Arbeit eines CRO enthält drei Abschnitte: Zunächst klärt der Manager die aktuelle finanzielle Situation, verschafft sich einen Überblick über den Liquiditätsbedarf und ermittelt interne und externe Kapitalquellen.

Das erste Ziel ist die Verhinderung weiterer Ausgaben, zum Beispiel durch Investitionssperren und Aufschub von Wartungsarbeiten, aber auch neues Geld von Dritten, zum Beispiel über Factoring. Ein guter CRO-Manager verfügt über vielfältige Kontakte zu Banken und Finanzierungspartnern. Daher gelingt es ihm, Kredite zu verlängern und auszuweiten, um akuten Kapitalmangel zu beheben.

Reagieren, um zu kreieren

Anschließend folgen Maßnahmen zur Restrukturierung und Kostensenkung. Wo steht ein Unternehmen im Vergleich mit der Konkurrenz? Was ist sein Markenkern, wo liegen die oft unrentablen Randgebiete des Portfolios? Auch Personalreduktion ist ein wichtiger Teil dieses Maßnahmenpaketes. Durch die kurze Beschäftigungszeit eines



CRO ist er in der Lage, schwierige Schritte konsequenter durchzuführen als ein fest angestellter, interner Manager. Nach dem Ende des Vertrages arbeitet die neue Führungsebene des Unternehmens unbelastet von diesen Einschnitten weiter.

Greifen die Sofortmaßnahmen, folgt die langfristige Neuausrichtung des stabilisierten Unternehmens. Das Geschäftsmodell, die Angebotspalette und die Vertriebs- und Marketingstrategien werden neu ausgerichtet. Hier geht die rein „Reaktive Restrukturierung“ in die „Kreative Re-

strukturierung“ über, die Marktveränderungen berücksichtigt und den Markt selbst gestaltet.

Die konzeptionelle Neuausrichtung eines Unternehmens ist sicher die Königsdisziplin der CRO-Arbeit. Hier ist die conczima GmbH derzeit bei mehreren Unternehmen in Deutschland tätig. Es ist die Kombination aus Konzeption und Umsetzung, die das Berufsfeld CRO so interessant und herausfordernd für mich macht.

Wie Unternehmen die drohende wirtschaftliche Delle 2009 meistern:

Gute Konzepte gegen schlechte Konjunktur

Experten raten zu Transparenz in der Buchführung und der Einbeziehung von Sanierungsspezialisten

„2009 wird ein Jahr der schlechten Nachrichten“, erklärte Bundeskanzlerin Angela Merkel vor wenigen Tagen. Die Konjunktur-Prognosen für das kommende Jahr geben Merkel Recht. Die EU-Kommission erwartet mit 0,0% Wachstum einen ökonomischen Stillstand in Deutschland – im Frühjahr war die Behörde noch von 1,5% Wachstum ausgegangen. Die Finanzmarktkrise sowie die prekäre Situation großer Indus-

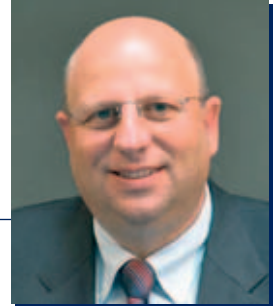
trien wie dem Automobilbau verschärfen die Situation zusätzlich. Doch viele der erwarteten Probleme in den Firmen können vermieden werden – mit einem genauen Blick in die Bilanzen und der rechtzeitigen Einbeziehung externer Management-Experten.

Siegfried Beck, der Vorsitzende des Verbands der Deutschen Insolvenzverwalter, prognostiziert für 2009 einen „spürbaren Anstieg der Firmeninsolvenzen“. Ein Rat des Finanz-Fachmannes: Firmen müssen „einen ehrlichen Blick in ihre Bilanz werfen“. Alle Faktoren, die Firmen in

Schwierigkeiten bringen oder sogar in die Insolvenz treiben können, hängen mit falschen Analysen zusammen. Die Einschätzung der Marktentwicklung, die Klarheit über die finanzielle Situation, das vorhandene und benötigte Eigen- oder Fremdkapital und der Kapitalpool aus Banken und Finanzierungspartnern sind für den Sanierungsexperten entscheidende Faktoren.

Die Transparenzschaffung steht auch am Anfang der Arbeit des CRO-Managers. Die conzima GmbH etabliert bei jedem ihrer Kunden Controlling-Systeme, die Werttreiber und Gewährleistungsrisiken in der Bilanz analysieren. Das führt zu Klarheit in Bilanzfragen und erleichtert auch das spätere Reporting des Unternehmens. Für das benötigte Fremdkapital legt die conzima GmbH einen Finanzierungspool an: Eine professionelle Bankenbegleitung ist auf der finanziellen Seite der Schlüssel eines erfolgreichen Turnarounds – gerade unter den schwierigen Basel II-Ratingbedingungen. Das bedeutet zunächst, die rechtzeitige

Einbindung der Banken, einen überschaubaren, homogenen Bankenkreis und eine laufende Unterrichtung der Institute. Die Idealsituation entsteht, wenn Bank und Unternehmen an einem Strang ziehen, um die Sanierung zu stemmen – etwa indem eine Bank Kredite erweitert oder Moratorien verlängert, weil ein Unternehmen sie mit seinem stimmigen Sanierungskonzept überzeugt.



Weitere Informationen:

Dr. Manfred Ziegler
conzima GmbH
Am Flughafen 90
D-87766 Memmingerberg

Telefon 08331 96 148 - 0
Telefax 08331 96 148 - 16
E-Mail manfred.ziegler@conzima.de
<http://www.conzima.de>

Strategien erfolgreicher Finanzinvestoren

von Volker Riedel

Aus dem Blickfeld vieler mittelständischer Unternehmen und Familienunternehmen haben Finanzinvestoren nach wie vor etwas „Negatives“ an sich. Viele Schlagzeilen der letzten Monate lassen den Verdacht aufkommen, dass Finanzinvestoren sehr kurzfristig denken und viel zu finanzlastig agieren.

Im Rahmen von zwei Studien hat W&P die Performance von Unternehmen untersucht, die unter der Führung von Finanzinvestoren stehen, sowie von Unternehmen, die Mezzanine-Kapital aufgenommen haben.

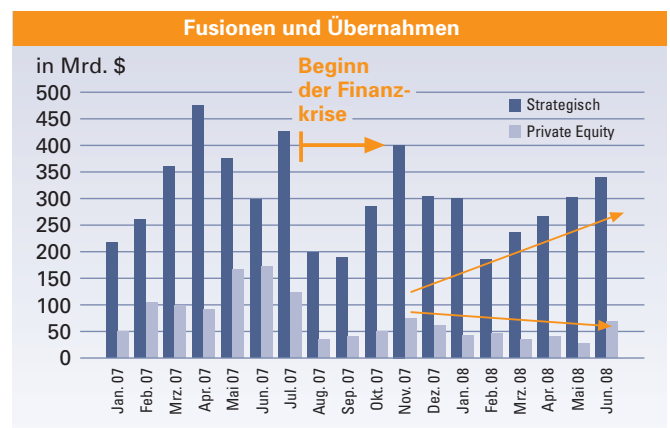
Ein kurzer Blick auf die Entwicklung der Finanzmärkte

Nach wie vor läuft der Tsunami durch die Finanzmärkte. Abschreibungen, Liquiditätsknappheit und grundsätzliches Misstrauen jagen die Finanzmärkte von einem Extrem in das andere.

Abgeschlossene PE-Transaktionen haben sich im Volumen seit 2007 um rund 70 % reduziert, besonders große Trans-

aktionen werden nicht mehr durchgeführt. Die Anzahl von Transaktionen blieb jedoch konstant. Dies bedeutet, die Geschäfte werden deutlich kleinteiliger, als es in den vergangenen Jahren der Fall war. Aktuelle Wertansätze in den Bilanzen der Finanzinvestoren müssen über die Verbesserung der operativen Performance unterstützt werden, da die Investments auch länger gehalten werden müssen.

Bemerkenswert ist jedoch das Verhalten der strategischen Investoren. Haben die Finanzinvestoren deutlich



geringere Fusionen und Übernahmen zu verzeichnen, sind die Aktivitäten bei den strategischen Investoren seit 2008 signifikant angestiegen.

Auch aus verschiedenen Untersuchungen des IWF ist abzuleiten, dass wir in den nächsten zwei Jahren weiter von Wirkungen der Kreditkrise betroffen sein werden, unmittelbar durch die „Nichtfinanzierungen der Banken“ und mittelbar durch die „Psychologie der negativen Meldungen“. Besonders trifft es Unternehmen mit schlechter Bonität, weniger Unternehmen in konjunkturvolatilen Märkten.

Finanzinvestoren, Erfolgskonzepte und Stolpersteine

W&P hat Transaktionen in dem Zeitraum 2000 bis 2006 untersucht. Dabei wurde der Fokus auf Unternehmen mit 50 bis 500 Mio. € Umsatz pro Jahr gelegt, die durch Finanzinvestoren und explizit nicht durch strategische Investoren geführt wurden. Untersucht wurden operative Performance, Investitionsverhalten und Entwicklung der Bilanzpositionen zwei Jahre vor und zwei Jahre nach der Transaktion.

Marktanteilsverluste oder Streichen von unrentablen Geschäften

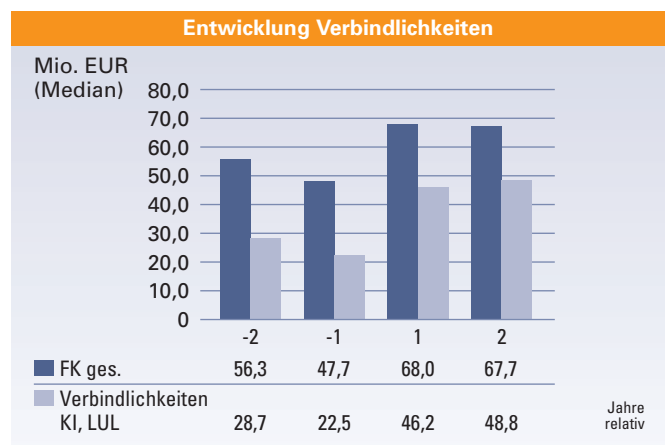
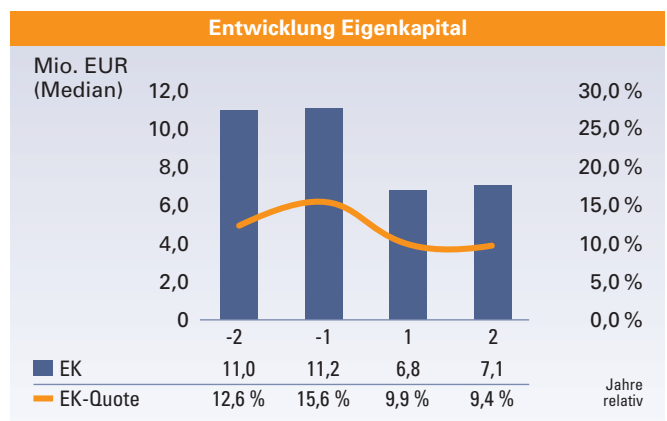
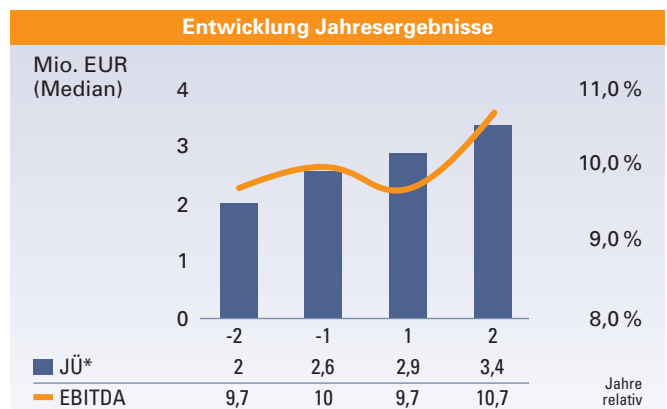
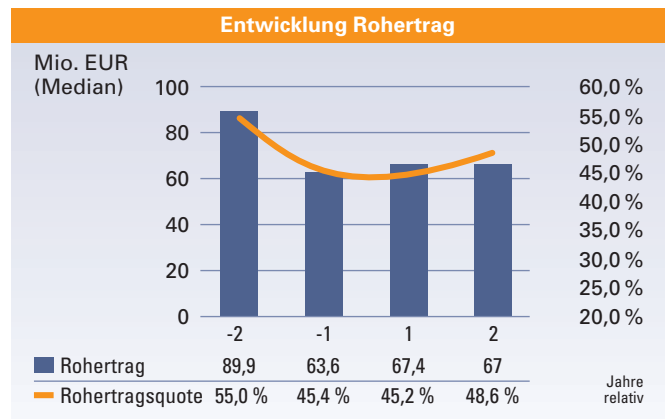
Signifikant fällt der Umsatz im Betrachtungszeitraum aus. Gleichzeitig konnte ein Rohertragsverfall abgefangen werden und die Margen stabilisiert bzw. leicht erhöht werden. Über das Gesamtsample aller Unternehmen hinweg ergibt sich damit ein deutlicher Hinweis, dass im Rahmen von Transaktionen die Fokussierung auf profitable Geschäfte im Vordergrund steht.

Durchgängige Ergebnisverbesserung im operativen Geschäft

Über die Gesamtheit aller untersuchten Unternehmen zeigt sich eine deutliche Verbesserung der Ertragslage. EBIT und EBITDA zeigen eine durchgängige Steigerung. Auch im Jahresüberschuss findet ein kontinuierlicher Anstieg der Ergebnisse statt.

Verhalten der Gewinnabführer – Umsatzperformance ohne Ergebnisverbesserung

Die Performance der Unternehmen mit der Gewinnabführung (ca. 30 % des Gesamtsamples) ist deutlich unterdurchschnittlich. So stieg das EBITDA in den Jahren nach der Transaktion um gerade 0,3 %-Punkte an. Die abgeführten Gewinne dagegen stiegen fast um rund 25 % an.



Über alle Unternehmen hinweg ist der Block der Personalkosten der größte Ergebnisbringer. Bemerkenswert ist das Sample der Gewinnabführer, die mit steigenden Personalkosten bzw. mit einer konstanten Personalkostenquote gearbeitet haben. Ein Zeichen, dass sich hier der Fokus auf Performancesteigerung durch Umsatzerhöhung konzentriert.

Damit sieht man einen deutlichen Unterschied zwischen den Intensionen der Finanzinvestoren. Performanceverbesserung vs. Umsatzstreben bei Gewinnabführern.

Konjunkturelle Entwicklungen als Ergebnistreiber

Seit dem Jahre 2004 ist das Bruttoinlandsprodukt signifikant gegenüber den früheren Jahren angestiegen. Ein Blick auf die Transaktionen aus diesem Zeitraum zeigt, dass hier überproportionale Performanceverbesserungen gegenüber dem Gesamtsample festzustellen sind. Damit ist so manche erfolgreiche Entwicklung von Unternehmen auf der Welle der Konjunktur begründet. Besonders die Gewinnabführer werden den Abschwung auf erhöhtem Kostenniveau zu spüren bekommen.

Die Entwicklung der Passivseite zeigt eine höhere Verschuldung

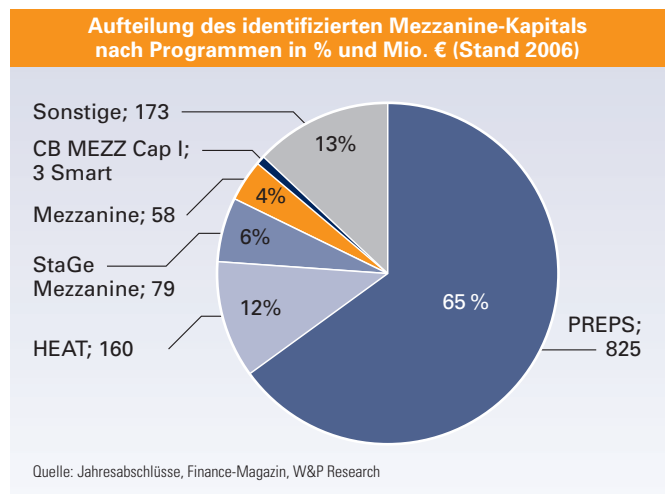
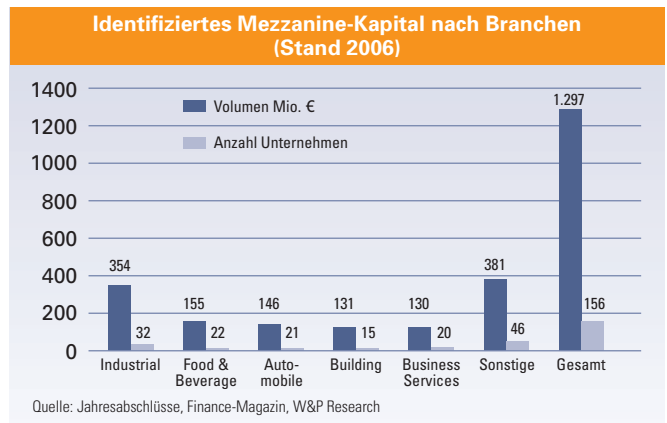
Auf der Passivseite ist deutlich abzulesen, dass die Verbesserung der Bonität des Unternehmens nicht im Fokus von Finanzinvestoren stand. Die Verbindlichkeiten haben sich kontinuierlich im Rahmen der Betrachtungsperiode aufgrund der Leverage-Finanzierungen der vergangenen Jahre erhöht. Das Eigenkapital hat sich reduziert.

Anlagevermögen und Umlaufvermögen als Cash-Cow

Die Untersuchung zeigt, dass während der Transaktionsphase das Investitionsverhalten deutlich abnimmt und sich erst mit dem zweiten Jahr nach der Übernahme leicht erholt. Wesentlicher Hebel der Desinvestments ist das Sachanlagevermögen. Als Cash-Generator wird der Abbau des Umlaufvermögens (-44 %) genutzt.

Auch Finanzinvestoren treffen nicht immer

Innerhalb des Gesamtsamples gibt es Top-Performer, aber auch Unternehmen, die deutlich schlechter agieren als vor der Transaktion. Bei den Worstperformern ist vor allem rückläufiges Investitionsverhalten, sinkende Umsätze und Roherträge, keine Personalkostenreduzierungen und ansteigendes Fremdkapital festzustellen. Der Unterschied zu den Top 5 Performern zeigt, dass hier investiert wurde



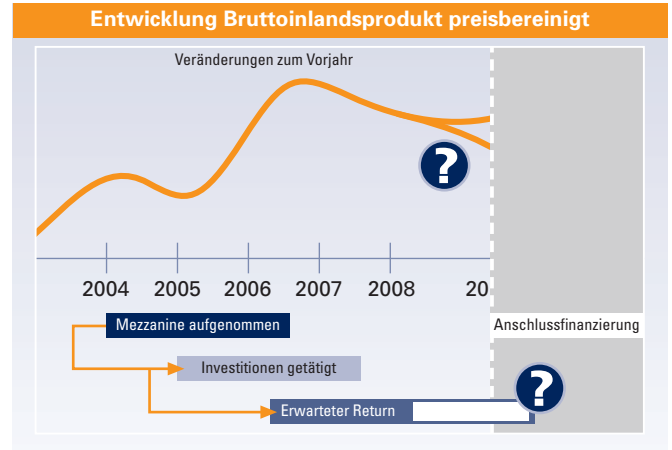
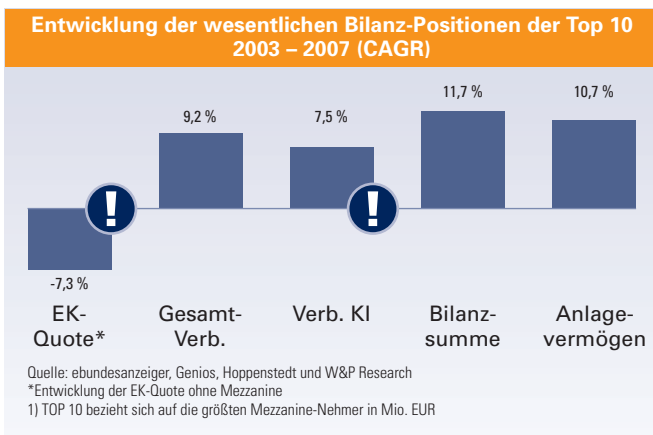
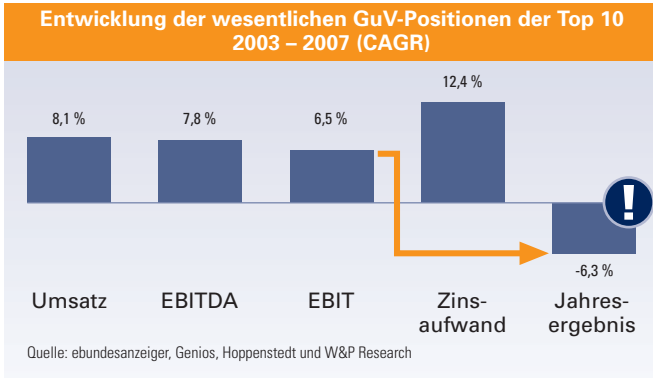
in Anlagen und Märkte, trotz steigender Umsätze und Roherträge Vorratsbestände reduziert wurden, und das in Kombination mit Kostenreduzierungen auf Personal- und Sachkostenebene. Vor diesem Hintergrund kann auch eine Leverage-Finanzierung hervorragend funktionieren.

Sonderbetrachtungen Mezzanine-Finanzierungen

In den Jahren 2004 bis 2006 wurde Mezzanine primär zur Wachstums- und Übernahmefinanzierung aufgenommen, weniger zur Verbesserung der bilanziellen Relationen. Mezzanine-Kapital wurde besonders in anlagenintensiven Industrial-Branchen aufgenommen. Ein weiterer wesentlicher Block ist Food and Beverage sowie Automobil. W&P hat 156 Unternehmen analysiert, die in diesem Zeitraum auf Mezzanine-Programme zugegriffen haben. Die größten Anbieter sind die Programme PREPS, HEAT und CB MEZZ Cap.

Klumpenrisiken in den Programmen

Bemerkenswert in der Mezzanine-Finanzierung ist, dass sich Unternehmen nicht nur mehrfach aus gleichen Pro-



grammen, sondern auch aus verschiedenen Programmen bedient haben. Was im Rahmen der Programmfinanzierung für Mezzanine-Kapital auch zu einer Konzentration führt, denn rund 33 % des von W&P untersuchten Mezzanine-Volumens hat sich auf 16 % der Unternehmen konzentriert.

Top 10 Mezzanine-Nehmer – Mehrumsatz über Investitionen

Bei den Top 10 Mezzanine-Nehmern hat es eine durchgängige Umsatz- und EBITDA-Steigerung gegeben. Das Anlagevermögen ist um 10,7 % angestiegen. Ebenso haben sich im überproportionalen Umfang um 12,4 % die Zinsaufwendungen erhöht. In der Konsequenz hat sich damit das Jahresergebnis um rund 6,3 % verschlechtert. Dies bedeutet, dass die Erfolge der Unternehmen im operativen Bereich durch die Finanzierungskosten überproportional aufgefressen wurden, und das bei erhöhtem Verschuldungsgrad.

Entwicklung der wesentlichen GuV-Positionen der Best- und Worstperformer

Eine deutliche Verbesserung bis zum EBIT ist bei den Bestperformern festzustellen. Trotz steigendem Zinsauf-

wand hat sich hier eine deutlich positive Ergebnisentwicklung im Jahresüberschuss widergespiegelt. Bei den Worstperformern ergibt sich zwar ein Umsatzwachstum, das sich bereits schon nicht mehr im EBITDA niederschlägt. Der Jahresüberschuss sinkt um 30 %. Die Bestperformer schaffen trotz Investitionen einen sinkenden Verschuldungsgrad.

Bei den Worstperformern zeigt sich ein deutlich schwächeres Investitionsverhalten. Sinkende Eigenkapitalquoten und überproportional steigende Verbindlichkeiten lassen bei den Worstperformern daher auf die Verlustfinanzierung durch das Mezzanine schließen.

Über die Gesamtheit der Mezzanine-Finanzierungen zeigt sich damit, dass dieses Kapital primär für Investitionen bzw. Umsatzausweitungen eingesetzt wurde, die sich nicht durchwegs in der Verbesserung der Ergebnisse niedergeschlagen haben. Besonders Unternehmen, die eigentlich nicht auf eine Wachstums-, sondern auf eine Konsolidierungsstrategie hätten setzen sollen, sind die Verlierer dieser Finanzierungsart. Die Gesamtheit der Mezzanine-Nehmer steht jedoch vor einer neuen Herausforderung, und das sind die Anschlussfinanzierungen ab dem Jahre 2011 vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Rezession. ➔



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

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

Fazit:

Damit zeigen sich deutlich die Strategien erfolgreicher Finanzinvestoren. Sie arbeiten an einer Verbesserung der operativen Performance auf der Ebene der Geschäftsfelder, aber auch auf der Ebene des Ressourceneinsatzes, und hier besonders im Personalbereich. Sie achten darauf, dass mit den finanziellen Mitteln des Unternehmens sorgsam umgegangen wird und auf der Aktivseite mit vorsichtigem Investitionsverhalten und mit einer deutlichen Reduzierung der Kapitalbindung im Umlaufvermögen gearbeitet wird. Letztlich zeigt sich aber auch eine Problemstellung, dass nicht die Verbesserung der Passivseite beabsichtigt wurde, sondern die Verbesserung (auch Entschuldung) der Gesellschaftersphäre, denn bei positiven Erträgen, sinkendem gebundenem Vermögen, steigendem im Fremdkapital ist anzunehmen, dass hier ein Geldabfluss auf die Gesellschafterebene stattgefunden hat.

Die Anschlussfinanzierungen der strukturierten Finanzierungen stehen in den folgenden Jahren an. Unternehmen, die zu diesem Zeitpunkt keine ausreichende

Bonität aufweisen, werden mit erheblichen Problemen in der Anschlussfinanzierung zu kämpfen haben. Wie bereits jetzt weltweit zu sehen ist, können Unternehmen selbst mit guter operativer Performance in die Insolvenz geraten, wenn ihre Finanzierung auf der Passivseite zusammenbricht. Für diese Art der Finanzierungen bedeutet dies, dass bereits heute und im Jahre 2009 mit einem massiven operativen Optimierungsprogramm in den Unternehmen agiert werden muss, um Innenfinanzierungspotenziale und Ergebnispotenziale zu heben, denn die Bilanz 2009 wird letztendlich die Bewerbungsunterlage für die Anschlussfinanzierung 2011 sein.

Für in die Krise geratene Unternehmen werden die nächsten zwei Jahre eine entscheidende Phase für das eigene Überleben sein. Wurde man in den letzten Jahren noch von den konjunkturellen positiven Entwicklungen getragen, so findet nun ein scharfer und knallharter Selektionsprozess über die Passivseite statt. Hierauf sollten sich Unternehmen umgehend einstellen.



Problemfelder bei Produktionsverlagerungen

von Dr. Guido Quacken

Der Produktionsstandort Deutschland wird wieder attraktiver. Die Verlagerung der Produktion ins Ausland schwächt sich ab. Viele Betriebe, die nach Asien oder in osteuropäische Billiglohnländer abgewandert sind, kehren nach Deutschland zurück. Grund hierfür waren unzureichende Planungen und kurzfristige Kostenaspekte.

Kostenvorteile sind der häufigste Grund für Produktionsverlagerungen. Bevorzugte Ziele waren die neuen EU-Mitgliedsländer, allen voran Tschechien und Polen. China auf Rang drei

ist mit Abstand das wichtigste Verlagerungsziel außerhalb der EU. Statistisch gesehen endet jedoch jede dritte Verlagerung nach Osteuropa mit einer Rückkehr nach Deutschland.

Solche teuren Fehlschläge sind vermeidbar, wenn die Produktionsverlagerung mit einer Restrukturierung am bestehenden Heimatstandort einhergeht, die sowohl den Erfolg der Verlagerung erhöht als auch die Arbeitsplätze am heimischen Standort sichert. So wird der nicht optimierte Ist-Zustand des deutschen Standorts häufig mit auf der „grünen Wiese“ optimiert geplanten Auslandsalternativen verglichen. Die nicht selten

vorhandenen Möglichkeiten, den deutschen Standort durch entsprechende Restrukturierungsmaßnahmen wirksamer als durch Verlagerungen zu optimieren, werden nicht adäquat in den Alternativenvergleich einbezogen.

Die Entscheidungskriterien der Standortwahl sind nicht mit der Strategie des Unternehmens abgestimmt. Solche Internationalisierungsstrategien können z. B. die Erschließung von Absatzmärkten im Ausland, die Kostenreduktion in Niedriglohnländern, die Produktion im Gefolge von wichtigen Schlüsselkunden oder die Erschließung innovativer Technologien oder

Wissensbestände vor Ort sein. Darüber hinaus hat jedes Unternehmen einen Bedarf an Netzwerken, in die es an seiner Heimatbasis bereits eingebunden ist. Dazu zählen beispielsweise eingespielte Kooperationen mit Lieferanten, gemeinsam genutzte Vertriebswege, eine gute F&E-Infrastruktur etc. Wenn die Netzwerke erst fehlen, stellt man fest, wie kostspielig es sein kann, vergleichbar leistungsstarke Kooperationsbeziehungen am neuen Standort wieder aufzubauen.

Beim Aufbau des ausländischen Standortes werden insbesondere die Anlaufzeiten und -kosten zur Sicherung der notwendigen Produktivität und Qualität deutlich unterbewertet. Die Realität vollzogener Verlagerungen zeigt, dass die gängigen Planzahlen mit einem Faktor 2 – 3 multipliziert werden müssen. Ebenso wird die Dynamik der Standortfaktoren nicht angemessen beachtet. Bei den meisten Entscheidungen wird ein Prognosewert je Standortfaktor für die nächsten Jahre angenommen. Diese Prognosen sind mit großen Unsicherheiten behaftet, da beispielsweise die Entwicklung der Fachkräfteverfügbarkeit und -löhne in bestimmten osteuropäischen Ländern für die nächsten 5 Jahre schwer prognostiziert werden kann. Einzelne Faktoren können sich stärker positiv oder negativ als geplant entwickeln.

Die Gemeinkosten, die für Aufbau, Betreuung, Koordination und Kontrolle des ausländischen Standorts anfallen, werden diesem oft nicht zugewiesen. Das Management, das den Anlauf des ausländischen Produktionsstandortes betreuen muss, wird nicht dem ausländischen Standort belastet; der deutsche Standort wird oft sogar weiterhin mit diesen Overheadkosten belastet.

Um mit einem Verlagerungsvorhaben nicht Schiffbruch zu erleiden, sollten

unbedingt folgende Fragen beantwortet werden können:

1. Was für ein Ziel verfolgt das Unternehmen bei der Standortverlagerung?
2. Können Produktinnovationen mit Prozess- und organisatorischen Innovationen kombiniert werden?
3. Hat das Unternehmen die Komplexität der Produktion auch von Einfachprodukten im Ausland berücksichtigt?
4. Hat es sämtliche einmalige und laufende Kosten einer Verlagerung berücksichtigt (nicht nur Personalkosten)?
5. Wurden eventuelle Störungen bzw. Zeitverzögerungen bei der Verlagerung geplant und quantifiziert?
6. Kann der bestehende heimische Standort nicht so optimiert werden, dass sich eine Verlagerung gar nicht mehr lohnt?
7. Hat man an die notwendigen Fachkräfte vor Ort gedacht? Sind diese verfügbar?
8. Wurde das notwendige Netzwerk am neuen Standort geplant, wenn das alte zum Teil wegfällt?

Zur ganzheitlichen Standortentscheidung sollten zunächst die Vorteile, die durch eine Standortverlagerung am

neuen Standort erreicht werden können, im Vergleich zu den damit verbundenen Nachteilen, insbesondere am existierenden Standort (z. B. Remanenzkosten) betrachtet werden. Umgekehrt ist auch eine sorgfältige Überprüfung durchzuführen, wie der existierende Standort durch eine Produktionsoptimierung konkurrenzfähig erhalten werden kann. Der Vorteil, den das Unternehmen durch eine Standortentscheidung erreichen kann, ermittelt sich aus einer Differenzbetrachtung zwischen beiden Alternativen. Nicht jedoch – wie es häufig irrtümlich getan wird – aus dem Vorteil des neuen Standorts relativ zum existierenden Standort im Ist-Zustand.



Weitere Informationen:

Dr. Guido Quacken
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Schloss Elbroich
Am Falder 4
D-40589 Düsseldorf

Telefon 0211 757 07 26
Telefax 0211 757 07 22
E-Mail quacken@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>

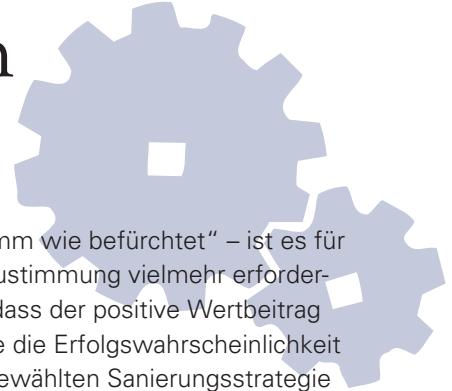
Fazit:

Bei Unternehmen, die ihre Produktion verlagern möchten oder bereits verlagert haben, sollte zunächst kritisch geprüft werden, was für eine Strategie durch die Verlagerung verfolgt wurde oder werden soll sowie die Produktivitätsziele, die man erreichen möchte. Einmal- und laufende Kosten der Verlagerung, Remanenzkosten am alten Standort und mögliche Störgrößen sind unbedingt darzulegen und zu planen.

Grundsätzlich sollte über eine ganzheitliche Betrachtung ermittelt werden, ob

- sich ein neuer, zusätzlicher Standort wirklich lohnt,
- eine Performancesteigerung am bestehenden Standort evtl. mehr Potenziale schafft,
- Potenziale an einem bestehenden Standort in Osteuropa gehoben werden können.

Neue Instrumente zur Erstellung von Sanierungskonzepten in volatilen Märkten



von Christian Groschupp

Punktplanungen greifen in Zeiten der Rezession zu kurz – die marktseitigen Rahmenbedingungen und der neue IDW-Standard erfordern simulationsbasierte Methoden und Beurteilungskriterien bei der Quantifizierung von Sanierungskonzepten.

Die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise sind mittlerweile auf die Realwirtschaft durchgeschlagen: Teilweise ist ein massiver Einbruch der Auftragseingänge zu verzeichnen. Insbesondere im Automobilsektor und den Zulieferbetrieben herrscht eine große Unsicherheit über die kurz- und mittelfristige Geschäftsentwicklung. Auch viele DAX-Unternehmen sehen sich derzeit nicht in der Lage, einen seriösen Ausblick auf die Unternehmenszahlen des Geschäftsjahres 2009 zu liefern.

Dabei werden in Folge des konjunkturellen Abschwungs insbesondere die Unternehmen in eine existenzbedrohende Krise geraten, bei denen strategische und operationelle Defizite vorliegen. Für diese Unternehmen wird sich in Folge der Krisenwahrnehmung zeitnah entscheiden, ob ein Sanierungskonzept aus kurzfristigen Maßnahmen und langfristiger, gestaltender Neuausrichtung von sämtlichen involvierten Stakeholdergruppen getragen wird.

Aufgrund der zunehmenden Volatilität der Märkte und der teilweise unab-

sehbaren Einflüsse der konjunkturellen Entwicklung herrscht bei allen Stakeholdergruppen eine große Verunsicherung, auf welchen Planungsprämissen ein Sanierungskonzept überhaupt aufgebaut werden kann. Zusätzlich verlangt die derzeit diskutierte Überarbeitung des IDW-Standards eine insgesamt deutlich höhere Zukunftsausrichtung, was die Erarbeitung und Beurteilung von Sanierungskonzepten anbelangt.

Die Herausforderungen an das Handwerkzeug professioneller Sanierungsberater werden aufgrund dieser Rahmenbedingungen weiter ansteigen, da positive Ergebnisse und negative Konsequenzen von Restrukturierungskonzepten häufig nicht mehr deterministisch zu bestimmen sind. Getreu dem Ausspruch von Gerhard Cromme: „Es kommt selten so gut wie erhofft, aber auch selten so

schlimm wie befürchtet“ – ist es für die Zustimmung vielmehr erforderlich, dass der positive Wertbeitrag sowie die Erfolgswahrscheinlichkeit der gewählten Sanierungsstrategie transparent bewertet wird.

Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung erschwert ein rasches Commitment der Stakeholder zum Sanierungskonzept

Für eine Überwindung der Unternehmenskrise ist es zwingend erforderlich, die kurzfristigen, häufig liquiditätssichernden Maßnahmen sowie das nachhaltig wirkende Unternehmenskonzept aufeinander abzustimmen. Die volle Unterstützung einer Sanierungsstrategie und damit die Voraussetzung für die anschließende konsequente Umsetzung der Sanierung ist vom Commitment wichtiger unternehmensinterner (Gesellschaf-

Monte-Carlo-Simulation Einflussgrößen und Risiken

Beispielunternehmen	2010	Januar 10	Februar 10	März 10
Umsatz	40.000.000	4.000.000	4.000.000	3.600.000
Schwankung	5%	5%v	5%	5%
Schwankung absolut	2.000.000	200.000	200.000	180.000
Materialaufwand	16.000.000	1.600.000	1.600.000	1.440.000
Schwankung	3%	3%	3%	3%
Schwankung absolut	480.000	48.000	48.000	43.200
Personalaufwand	15.000.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000
Schwankung	1%	1%	1%	1%
Schwankung absolut	150.000	12.500	12.500	12.500
SBA	6.000.000	500.000	500.000	500.000
Schwankung	3%	3%	3%	3%
Schwankung absolut	180.000	15.000	15.000	15.000
Anzahl/Wiederholungen	50.000	Simulation		

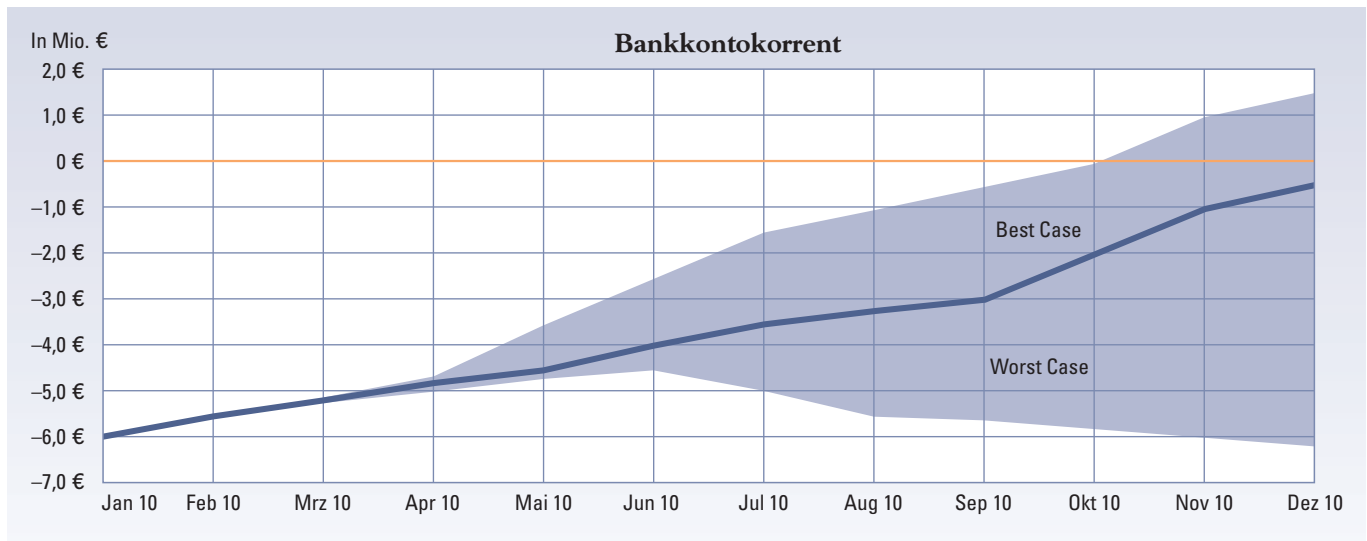


Abbildung 1: Best-Case- und Worst-Case-Betrachtung

ter, Geschäftsleitung, Mitarbeiter) und -externer Anspruchsgruppen (u. a. Fremdkapitalgeber und weitere Gläubiger, potenzielle Investoren) abhängig. Dies ist nur zu erreichen, wenn alle Stakeholder den erfolgreichen Turnaround mit der zügigen Konzeptumsetzung für wahrscheinlich halten. Sie müssen von der finanziellen Robust- und Ausgewogenheit des Sanierungskonzeptes überzeugt sein.

Dies zu erreichen ist häufig problembehaftet und schwierig, weil nicht selten Interessenkonflikte vorliegen so-

wie abweichende Ansichten und Einschätzungen über die zugrundeliegenden Planungsprämissen des Sanierungskonzepts bestehen. Die derzeitige Unsicherheit aufgrund des konjunkturellen Abschwungs erschwert die Konsensfindung und eine rasche Verabschiedung des Sanierungskonzepts zusätzlich. Aber nur mit diesem Vertrauen im Rücken werden Geschäftsleitung und Berater im Stande sein, alle beschlossenen organisatorischen, finanz- und leistungswirtschaftlichen Maßnahmen zu realisieren.

Traditionelle Worst-Case-Planungen beziffern nicht ausreichend den Risikograd der Sanierungsstrategie

Eines steht zweifelsfrei fest: Auch in den Zeiten der Rezession und damit einhergehender großer Planungsunsicherheit muss die grundlegende Basis für eine erfolgreiche Unternehmenssanierung ein plausibles, nachvollziehbares und transparentes Sanierungskonzept – nach IDW-Standard – sein.

Vielfach treffen wir bei Führungskräften und Mitarbeitern von Krisen-

	April 10	Mai 10	Juni 10	Juli 10	August 10	September 10	Oktober 10	November 10
	3.333.333	2.000.000	2.000.000	2.800.000	3.333.333	3.333.333	3.600.000	4.000.000
	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	166.667	100.000	100.000	140.000	166.667	166.667	180.000	200.000
	1.333.333	800.000	800.000	1.120.000	1.333.333	1.333.333	1.440.000	1.600.000
	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	40.000	24.000	24.000	33.600	40.000	40.000	43.200	48.000
	1.250.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000	1.250.000
	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	12.500	12.500	12.500	12.500	12.500	12.500	12.500	12.500
	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000

Abbildung 2: Monte-Carlo-Simulation – Einflussgrößen und Risiken

Unternehmen auf eine spürbare Verunsicherung, wie die zukünftige, strategische Antwort des Unternehmens auf die Markterfordernisse aussehen soll. Ein gemeinsamer Konsens lässt sich am besten dann erzielen, wenn bezüglich kritischer Planannahmen (z. B. zukünftige realistische Umsatzentwicklung, Entwicklung von Rohstoffpreisen) nicht eine gemeinsam akzeptierte „Punktschätzung“ für die zukünftigen Planjahre erforderlich ist, sondern sich die Akteure auf eine mögliche Bandbreite ergebniswirksamer Effekte einigen können.

Traditionell werden diese Prämissenbandbreiten in einer Bandbreitenplanung im Sinne einer Worst- und Best-Case-Planung dargestellt (Abb. 1). Dies hat die konzeptionelle Schwäche, dass ausgehend von einem Basisszenario (Base Case) die Ergebnis- und Liquiditätsbandbreiten dadurch ermittelt werden, dass sämtliche Planungsprämissen entweder in ihrer optimistischen (Best Case) oder pessimistischen Merkmalsausprägung (Worst Case) unterstellt werden.

Ein derartiges Vorgehen erlaubt es nicht, in ausreichendem Maße den tatsächlichen Risikograd möglicher Planabweichungen adäquat auszudrücken und zu beziffern.

Häufig kommt es bei den Beteiligten angesichts der negativen Auswirkungen der Worst-Case-Annahmen auf die Ertrags- und Finanzplanung zu einer generellen Verunsicherung über die Erfolgsaussichten des Sanierungskonzeptes. Das Management versucht, die getroffenen Annahmen bezüglich der negativen Ausprägung der Planungsprämissen argumentativ „aufzuweichen“ oder die Worst-Case-Planung ganz zu kippen.

Simulation des Sanierungsrisikos – der Weg zur Quantifizierung unter volatilen Rahmenbedingungen

Um die Unsicherheiten bezüglich wesentlicher Planungsparameter in die Szenarienbewertung der Sanierungsstrategie einzubeziehen – insbesondere in Zeiten von volatilen Rahmenbedingungen in Phasen der Rezession –, wird den von den erwarteten Änderungen betroffenen Positionen ein Unsicherheitskoeffizient zugeordnet. Dadurch werden die Risiken als Abweichung vom Erwartungswert dieser Positionen erfasst und quantifiziert. Durch die Methodik der Monte-Carlo-Simulation werden die Wirkungen der wichtigsten Einflussgrößen und Einzelrisiken – unter Beachtung von unternehmensspezifischen Korrelationen – den entsprechenden Positionen der Plan-GuV und Plan-Bi-

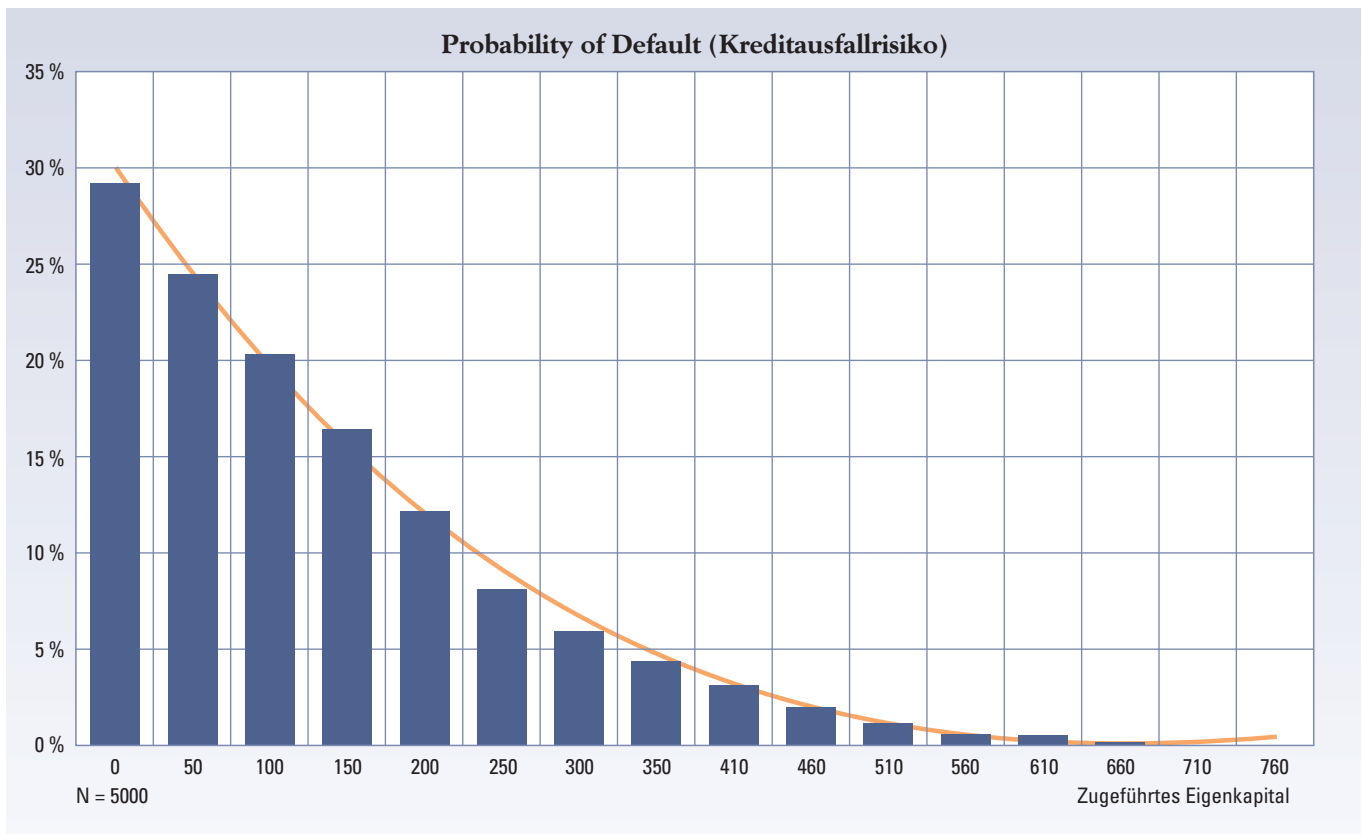


Abbildung 3: Kreditausfallrisiko

lanz zugeordnet (Abb. 2). Solche Risikowirkungen werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben. In unabhängigen Simulationsläufen werden viele tausend mögliche risikobedingte Zukunftsszenarien durchgespielt und dabei jeweils eine Ausprägung von GuV, Bilanz, Cashflow und damit der mögliche Eigenkapitalbedarf berechnet. Die Gesamtheit aller Simulationsläufe liefert dann die „repräsentative Stichprobe“ des betrachteten Risikoszenarios.

Das Ergebnis dieser Simulation ist eine transparente Ermittlung des Kreditausfallrisikos auf Basis des risikobedingten Eigenkapitalbedarfs für die Restrukturierung und damit der angemessenen Finanzierungsstruktur (Abb. 3). So wird beispielsweise der Finanzmittelbedarf ermittelt, der mit 90%iger Wahrscheinlichkeit ausreicht, die Unterkapitalisierung zu vermeiden.

Werden die angenommenen „Konsensbandbreiten“ der Planungsprämissen in dieser Weise zur Simulation des Sanierungsrisikos verwendet, werden erstens die wegweisenden Entscheidungen beschleunigt und zweitens werden Reibungsverluste, Verständnis- und Kommunikationsprobleme unter den Akteuren im täglichen Geschäft der Sanierung wirkungsvoll gemindert. Die Erfolgswahrscheinlichkeit der Sanierung lässt sich für alle beteiligten Stakeholder besser einschätzen.

Die Anforderungen an Sanierungskonzepte und -berater werden steigen

Der oben beschriebene Weg zur finalen Entscheidung über ein Sanierungskonzept bedarf einer qualitativ und quantitativ ausführlichen und guten Vorbereitung während der Analyse- und Konzeptionsphase. In qualitativer Hinsicht sind die maßgeblichen internen (Stärken und Schwächen) und externen (Chancen und Risiken) Einflussfaktoren für die gewählte Sanierungsstrategie herauszuarbeiten und ihre Wirkung auf die Unternehmensplanung in Form von Prämissen für den Base Case möglichst exakt zu formulieren und zu quantifizieren.

Über eine integrierte Finanzplanung werden zunächst die Ergebnis- und Cashflow-Effekte des Ausgangsszenarios ermittelt. Im Folgenden wird dies um die Parameter der unternehmensspezifischen Bandbreiten der Planungsprämissen ergänzt und mittels der Monte-Carlo-Simulation die Eintrittswahrscheinlichkeit des Kreditausfalls ermittelt.

Insgesamt zeigen diese grundsätzlichen Überlegungen zur Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit und der Wertbeiträge einer Restrukturierungs- bzw. Sanierungsstrategie einen deutlichen Quantifizierungsdruck für das

Handwerkszeug von Sanierungsberatern auf. Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, wird im Hause Dr. Wieselhuber & Partner, wo angezeigt, eine integrierte Planungs- & Simulationssoftware eingesetzt. Hierdurch wird eine risikogerechte Bewertung des Unternehmens und der Engagements aller Interessengruppen ermöglicht.

Fazit:

Durch die Anwendung einer Simulationssoftware in Verbindung mit bestehenden integrierten Planungsinstrumenten wird die Planungsvalidität weiter erhöht. Der Gesichtspunkt der Unsicherheit wird damit in die Betrachtung und Bewertung von Sanierungsstrategien aufgenommen. Die realitätsferne Annahme, dass Sanierungsmaßnahmen als sichere Ereignisse mit festem Erwartungswert zu betrachten sind, wird auf diese Weise korrigiert. Zusätzlich wird die Quantifizierung von Best-Case- und Worst-Case-Szenarien weitergehend systematisiert, indem die unterschiedlichen Bandbreiten in das Berechnungsmodell der Sanierungsstrategie aufgenommen werden. Zusammenfassend betrachtet bietet die vorgestellte Methodik der simulationsbasierten Bewertung von Restrukturierungsstrategien u. a. folgende Vorteile:

- Beschleunigung der Konsensfindung bezüglich der Bandbreiten der wesentlichen Planungsprämissen zur Erstellung eines Sanierungskonzeptes
- Zukunftsorientiertes Instrument, welches den gestiegenen Anforderungen des IDW an die Erstellung und Beurteilung von Sanierungskonzepten entspricht
- Transparente Bewertung des Kreditausfallrisikos unter konsequenter Berücksichtigung der (aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden) Risiken
- Schaffung einer fairen Informations- und Entscheidungsgrundlage für alle beteiligten Partner der Sanierung



Weitere Informationen:

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

Telefon 089 286 23-117
Telefax 089 286 23-285
E-Mail groschupp@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>



Unternehmensfinanzierung – im Sog kriselnder Finanzmärkte

von Tobias Weissflog

Was wir in den vergangenen Wochen durchlebt haben, ist eine der größten Zerreißproben für das marktwirtschaftlich orientierte System unserer globalisierten Wirtschaft.

Mag mancher am Anfang noch gedacht haben, wir in der Realwirtschaft in Europa sind weit entfernt von der Krise, so sind wir jetzt eines Besseren belehrt.

In einer historischen Dimension müssen wir zunächst die Rückabwicklung der Exzesse der Finanzindustrie seit 2000/2001 durchstehen. Das Deleveraging der in der jüngeren Vergangenheit möglichen, billigen Fremdfinanzierung findet gerade in einem atemberaubenden Tempo statt. Gemeint ist damit der Abbau von Verschuldung, die sich momentan aufgrund der Vertrauenskrise in die bisher geltenden Paradigmen und Bewertungen von Risiken nicht refinanzieren lässt. Es hat sich gezeigt, dass die besten Risikosysteme in unvorhersehbaren Situationen versagen können. Es wäre aber falsch, deswegen auf ausgefeilte Systeme zu verzichten und wieder allein dem gesunden Menschenverstand zu vertrauen.

Denn bei einem so komplexen System wie dem eines Unternehmens braucht man die Systeme schon, um den Überblick zu behalten, wo die Risiken überhaupt liegen. Ohne sie weiß man nicht, in welcher Form sie sich aus unterschiedlichen Regionen und Geschäftsbereichen verstärken oder aufheben könnten.

Wir erleben eine einmalige Situation, in der das Vertrauen der Banken, sich untereinander Geld zu leihen, phasenweise extrem gering ist. Die unbedingt notwendige Liquidität im Interbankenmarkt droht zeitweise trotz immens hoher Geldspritzen und sinkender Leitzinsen der Notenbanken völlig zum Erliegen zu kommen. Europäische und deutsche Banken sind wegen der weltweiten Verflechtung natürlich ebenso betroffen und verfügen teilweise nicht mehr über den Zugang zu Refinanzierungen, die es ihnen ermöglichen im gleichen Umfang wie bisher Kredite auszureichen.

Diese Vertrauenskrise und die Notwendigkeit zum schnellen Schuldenabbau führten zu Notverkäufen von Finanzanlagen weltweit. Ein Beispiel mag dies näher erläutern: Ein Hedgefonds verliert an Wert, weil die Bank ihm den Kredit kündigt, den sie selbst nicht refinanziert bekommt. Der Versuch den Wertverlust durch Leerverkäufe mit VW-Aktien zu kompensieren führt noch weiter in den Verlust. Ein Pensionsfond liquidiert Aktien, um den Verlust seiner Beteiligung am Hedgefonds aufzulösen, der Fall der Aktien bringt wieder einen anderen Großinvestor in Bedrängnis – und so weiter. Der gewaltige Aufbau immer komplexerer Finanzmärkte, der in den letzten Jahren über immer neue Verschuldung und immer weitere Derivate geschah, wird im Moment im Eiltempo rückabgewickelt.

In der Konsequenz verlieren viele Familien weltweit ihr Vermögen und damit zum Teil auch ihre Altersvorsorge. Die damit fehlende Möglichkeit den Konsum über Schulden zu finan-

zieren führt Volkswirtschaften wie die USA, die von privater Verschuldung und negativen Leistungsbilanzdefiziten gelebt haben, in ausgeglicheneren Lagen, aber wahrscheinlich um den Preis, langsamer zu wachsen oder gar im schlimmsten Fall weiter zu schrumpfen.

Schon jetzt leidet die Gewinnentwicklung der Unternehmen unter der nachlassenden kaufkräftigen Nachfrage der Konsumenten. Ein Bericht von MasterCard besagt, dass die Verbraucher deutlich die Ausgaben zurückfahren. Im dritten und vierten Quartal gab es bei Einzelhandelstransaktionen über Kreditkarte einen gewaltigen Einbruch, heißt es von MasterCard.

Wächst ein Riese, dessen Volkswirtschaft für rd. 20 % des Weltinlandsprodukts steht, langsamer, wird die gesamte Weltwirtschaft langsamer wachsen, weil ihr der Motor fehlt – denn dieser Motor war bisher die Verschuldung.

Das hat konkrete Auswirkungen für die Realwirtschaft und insbesondere ihre Finanzierung – national wie international. Für die exportorientierten deutschen Branchen bedeutet dies natürlich eine gedämpfte, wenn nicht sogar negative Geschäftsentwicklung.

Die Nachrichten über stehende Bänder in der Automobilbranche sind jedem noch in Erinnerung. Aber wochenlanger Produktionsausfall bei den Herstellern bedeutet auch einen rasanten Einbruch bei den Zulieferern, den Logistikern, dem Automobilhandel, kurzum der gesamten Wertkette.

Der Kapitalbedarf für Refinanzierung und Kapitalisierung bleibt aber trotzdem erhalten. Zwar spüren die meisten großen Konzerne derzeit kaum Auswirkungen bei der Refinanzierung, da der kurzfristige Refinanzierungsbedarf in aller Regel über bestehende Cash-Reserven sowie die nach wie vor soliden operativen Cashflows und längerfristig laufende Kreditlinien abgesichert ist.

Die Kreditmärkte für gute Industrieadressen sind mithin nicht so gefährdet. Sie haben nach wie vor die Möglichkeit sich über unbesicherte Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von einem bis 270 Tagen, die vor allem von Unternehmen mit gutem Rating emittiert werden, zu refinanzieren. Diese Möglichkeit der internationalen Finanzierung steht dem klassischen Mittelständler allerdings nur begrenzt zur Verfügung.

Glücklicherweise gibt es aufgrund der nationalen Drei-Säulen-Strukturen unserer Bankenlandschaft nach wie vor in Deutschland noch die klassischen Instrumente der Mittelstands-Finanzierung. Weder bei der KfW, den Förderbanken, den Genossenschaftsbanken noch bei den Sparkasseninstitutionen hat sich nach einer einwöchigen Phase der Unruhe im Nachgang der akuten Krise Mitte September die Geschäftspolitik dramatisch geändert oder sind die Vergaberichtlinien für die Ausreichung von Mittelstands-Krediten drastisch verschärft worden. Auch den Geschäftsbanken ist nicht bekannt, dass die Vergaberichtlinien im Nachgang der Bankenkrise deutlich verschärft worden sind, es werden lediglich die im Vorfeld schon hohen Ansprüche an Solvenz und Bonität der Kreditnehmer nach wie vor eingehend geprüft und sicher im einen oder anderen Fall restriktiver gehandhabt. Allerdings erlebt dabei das Hausbankprinzip eine Renaissance, bei der nicht mehr nur nach den Maßgaben der Ra-

ting-Tools entschieden wird, sondern die fundamentale Bewertung von Kreditrisiken Eingang in die Entscheidung und das Pricing findet.

Das Problem scheint also weniger darin zu liegen, Finanzierungen für Investitionen und Wachstum oder andere klassische, solide gerechnete Unternehmensfinanzierungen zu bekommen, sondern erstreckt sich mehrheitlich auf die Kreditfinanzierung des Erwerbs von Geschäftsanteilen oder Assets anderer Marktteilnehmer. Die klassische Idee des Hebelns von Eigenkapital durch Fremdfinanzierung ist zurzeit nahezu unmöglich. Auch andere Produkte wie Mezzanine oder Derivate und andere Instrumente, die ihren Eingang als standardisierte Produkte bis in den Mittelstand gefunden haben sind zurzeit kaum platzierbar und damit auch fast nicht verfügbar. Hat man sich bisher bei Finanzierungsfragen allzu sehr auf die Finanzfragen gestützt, wird es für die Finanzierung in Zukunft wichtiger werden die Marktseite des Unternehmens im Blick zu behalten und eine Risikovorsorge zu betreiben, die das Unternehmen auch trägt, wenn die Märkte sich einmal seitwärts oder abwärts bewegen.

Allerdings gibt es durchaus Unternehmen, deren Verbindlichkeiten gegenüber Geschäftsbanken oder anderen Fremdkapitalgebern im Zuge eines Distressed Debt Investing am Sekundärmarkt bereits weiter veräußert wurden. Zwar ist auch dieser Markt zurzeit aufgrund der Irritationen an den Kapitalmärkten so gut wie ausgetrocknet und es steht somit nicht zu befürchten, dass aktuell Kreditportfolios in größerem Umfang veräußert oder verbrieft werden können.

Die Unternehmen, deren Verbindlichkeiten allerdings in der Vergangenheit am Sekundärmarkt für Firmenkredite bereits weitergereicht wurden, finden sich im Krisenfall mit einer Reihe un-

terschiedlicher Ausgangssituationen und Gläubigertypen wieder.

In der Regel handelt es sich bei solchen Investoren um Investmentfonds, Hedgefonds, andere Geschäftsbanken, europäische Versicherungen oder auch vereinzelt Private Equity Firmen. Diese institutionellen Investoren haben nun aufgrund der Kapitalmarktkrise partiell die Notwendigkeit zur Änderung ihrer Geschäftsstrategie erkannt. Dies bietet für Unternehmen, die durch die Rezession in der realen Wirtschaft weiter in die Krise geraten sowohl Chancen als Risiken.

Gerät aufgrund der zunehmenden marktlichen Verwerfungen ein Schuldner in die Situation, den Kapitaleinstrom nicht mehr leisten zu können, hat er aufgrund der aktuellen Entwicklungen nur noch eine begrenzte Anzahl von strategischen Alternativen. Eine Refinanzierung wie sie noch vor kurzem möglich war über Senior Debt, hochverzinsliche Darlehen, High-Yield- oder Mezzanine-Anleihen ist zurzeit nicht nur aufgrund der steigenden Risikoprämien und der damit hohen Fremdkapitalkosten, sondern auch aufgrund der mangelnden Risikobereitschaft der Finanzierungsseite nur schwer möglich. Auch die Eigenkapitalkomponenten wie Nachrangdarlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte, Wandelanleihen, patriarchalische Darlehen oder Optionsrechte sind für den klassischen Mittelständler momentan aufgrund des Fehlens von standardisierten Produkten kaum platzierbar.

Es zeichnet sich also ab, dass im internationalen Kontext institutioneller Investoren zurzeit realistisch nur noch drei Szenarien zur nachhaltigen Entschuldung eine Chance auf Umsetzung haben. Alle haben dabei den Charme, die Eigenkapitalpositionen deutlich zu stärken. Das Einwerben von neuem Eigenkapital, das es nur

In der Finanzmarktkrise verbliebene strategische Optionen einer finanziellen Restrukturierung – Deleveraging –	Einwerbung neuen Eigenkapitals	Debt-to-Equity-Swap	Desinvestments
Beschreibung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kapitalerhöhung ■ Begebung von Genußrechten, Wandelanleihen, Optionsrechten u.ä. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Verkauf von Assets oder Anteilen
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erhöhung der Eigenkapitalquote ■ Nachhaltige Reorganisation der Kapitalstruktur ■ Echte Liquidität 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Entschuldung der Passivseite ■ Erhöhung der Eigenkapitalquote ■ Nachhaltige Reorganisation der Kapitalstruktur 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Entschuldung der Passivseite ■ Refinanzierung durch Erwerber ■ Echte Liquidität
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> ■ Eigenkapitalverwässerung ■ Hohe Risikoprämien / Renditeerwartungen → Stimmrechtsmehrheit des EK-Gebers 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aufgabe von Geschäftsanteilen ■ Eigenkapitalverwässerung 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Schlechte Marktpreise ■ Aufgabe von Anteilen ■ Verlust von „Tafelsilber“

um den Preis des Verlustes der Unternehmenskontrolle gibt, kommt nur für Unternehmen mit langfristig sehr attraktiven Geschäftsmodellen infrage. Hier agieren spezielle Finanzinvestoren mit ausgeprägter Eigenkapitalunterlegung. Für das Deleveraging kommt außerdem zum einen die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital zur Entschuldung der Passivseite der Bilanz infrage. Hierfür müssen die Fremdkapitalinvestoren allerdings auch Interesse an einer neuen Assetklasse haben. Entsprechend kommen regelmäßig nur Distressed-Debt-Investoren infrage, die an einer Übernahme oder Kontrolle des Unternehmens interessiert sind. Sie haben ein Interesse an der aktiven Mitgestaltung des Restrukturierungsprozesses und seiner Durchführung. Ihr Ziel ist die Wertsteigerung des Unternehmens in der Fortführung, um es später zu einem Vielfachen des Preises, den sie für den Erwerb des Distressed Debt aufgewendet haben, zu veräußern. Für die bisherigen Gesellschafter bedeutet dies zwar die Rettung ihres Unternehmens, aber auch gleichzeitig eine Eigenkapitalverwässerung, die allerdings oftmals die einzige Chance bietet, die vorhandenen Gesellschaftsanteile überhaupt wertvoll zu machen.

Die dritte Alternative zur Entschuldung und damit des Deleveraging der Pas-

sivseite der Bilanz ist der Verkauf von Assets und/oder Teilen des Unternehmens. Die Refinanzierung erfolgt hier durch den Erwerber und geht damit einher, entweder einen Teil der Geschäftsanteile aufzugeben oder Teile des noch werthaltigen Anlagevermögens wie z. B. erfolgreichere Unternehmensteile zu veräußern und sich auf die Restrukturierung des Kerngeschäfts zu fokussieren. Zu dieser Möglichkeit der Refinanzierung fehlt neben dem Distressed M&A auch die konsensuale Sicherheitenverwertung, bei der in Abstimmung mit den Gläubigern eventuelle stille Reserven zur Refinanzierung beitragen können.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Möglichkeiten zur Restrukturierung der Passivseite mit neuer Kapitalstruktur in und gegebenenfalls neuen Eigentumsverhältnissen aufgrund der jüngsten Entwicklungen noch anspruchsvoller geworden ist als sie das ohnehin schon war. Alternative Investoren sind zurzeit nur schwer und zu ungünstigen Konditionen zu finden. Allerdings gilt auch vielfach, Unternehmen in der Krise und mit internationalen Financiers (wie Hedge Fonds, Investmentfonds, Pensionsfonds, internationalen Banken, großen Versicherungen oder anderen Teilnehmern an den internationalen Finanzmärkten) am Verhandlungstisch, haben auch aufgrund des

hohen Handlungsdrucks in diesen Institutionen oftmals eine bessere Verhandlungsposition als das noch vor der Krise der Fall war. Die Handlungsbereitschaft und damit die Möglichkeit, einen konsensualen Deal zu erzielen, ein Enforcement zu vermeiden und ein Insolvenzscenario zu umgehen, sind deutlich gestiegen. Am Ende dieser turbulenten Entwicklungen werden wir eine Renaissance des Eigenkapitals und seines Wertes zur Deckung von Unternehmen gegen Risiken erleben. Es besteht die Chance, dass insbesondere der deutsche Mittelstand aus dieser Krise nach einer sicherlich schmerzhaften Periode der Marktberreinigung mit gestärktem Eigenkapital hervorgeht und damit ein deutsches Urproblem, die zu geringe Eigenkapitalausstattung, nachhaltig überwindet.



Weitere Informationen:
 Tobias Weissflog
 Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
 Unternehmensberatung
 Neuer Wall 44
 D-20354 Hamburg

 Telefon 040 80 80 48 58-0
 Fax 040 80 80 48 58-8
 E-Mail weissflog@wieselhuber.de
 http://www.wieselhuber.de

Stakeholderkommunikation als Erfolgsfaktor bei Restrukturierungen

von Katharina Epp und Frank Roselieb

Wien am 18. Dezember 2007. Wenige Tage vor Weihnachten wendet sich Mark Fishman, Forschungschef des Schweizer Biotechnologie- und Pharmakonzerns Novartis aus Cambridge (Massachusetts, USA), per Videokonferenz an die Mitarbeiter im Novartis-Forschungszentrum (NIBR) in Wien. „Knochentrocken“ – so berichten Teilnehmer später – erklärt der Manager, dass der Konzern im Rahmen der „Initiative Forward“ „Strukturen straffen“ und „Doppelspurigkeiten beseitigen“ müsse und folglich das NIBR mit rund 240 Mitarbeitern geschlossen werde – trotz eines Konzerngewinns von 7,8 Milliarden Euro allein in den ersten neun Monaten 2007. „That’s it“ sollen die Schlussworte von Fishman gelautet haben.

„Wrong time, wrong place, wrong word“

Während die Restrukturierungsentscheidung des Konzerns betriebswirtschaftlich gut begründet war und keineswegs leichtfertig getroffen wurde, wirkte deren operative Umsetzung und Kommunikation durch den Spitzenmanager

unbeholfen und instinktlos. Weder der Zeitpunkt der Bekanntgabe (kurz vor Weihnachten) noch Art und Ort der Kommunikation (per Videokonferenz aus dem fernen Massachusetts statt persönlich vor Ort auf einer Mitarbeiterversammlung in Wien) waren der Tragweite der Entscheidung angemessen.

Doch soweit muss es nicht kommen. Anders als bei „Ad-hoc-Krisen“ – wie Großbränden, Korruptionsskandalen oder Produktrückrufen – kündigen sich Restrukturierungen meistens mit einem zeitlichen Vorlauf von einigen Monaten an. Bei solchen „schleichenden Krisen“ lassen sich durch gute Vorbereitung und frühzeitiges Training klassische „Fettöpfchen“ der Stakeholderkommunikation geschickt vermeiden (vgl. Abbildung 1).

„Quick and quite“

Vorausschauende Unternehmen bereiten sich auf die Bekanntgabe und Umsetzung von Restrukturierungsentscheidungen in Ablaufplänen nach dem „Wann-macht-Wer-Was“-Schema vor. Kritisch bei der Festlegung des „Wann“ ist insbesondere die Zeitspanne zwischen der

Vorbereitungsphase	Bekanntmachungsphase	Durchführungsphase
<p>Erstellen von Ablaufplänen nach dem Wann-macht-Wer-Was-Schema (z. B. für Teilschließung, Unternehmensverkauf)</p> <p>Benennen eines Kernteams nach dem „Good-guy-bad-guy“-Prinzip (z. B. lokaler Geschäftsführer, nationaler Bereichsvorstand) und Durchführen von Medientrainings</p> <p>Formulieren von Kernbotschaften und Mustertexten für die Stakeholderkommunikation (z. B. Pressemitteilung, Rede für die Belegschaftsversammlung, Politikerrundschreiben)</p> <p>Ausarbeiten von Hintergrundinformationen zu kritischen Themen des Unternehmens und der Branche (z. B. typische Berufskrankheiten, Umweltlasten, Zwangsarbeiter im Dritten Reich)</p>	<p>Verschicken der vorbereiteten schriftlichen Informationen an die Stakeholder</p> <p>Durchführen von Informationsveranstaltungen (z. B. Belegschaftsversammlung, Pressekonferenz, Round-Table mit Lokalpolitikern)</p> <p>Kontinuierlicher Mitarbeiterkontakt der Führungskräfte durch „Management-by-walking-around“</p> <p>Durchführen einer Job-Messe für ausscheidende Mitarbeiter gemeinsam mit anderen lokalen Unternehmen, der Arbeitsagentur etc.</p> <p>Fernhalten der Geschäftsleitung von medienwirksamen Auftritten von Politikern, Betriebsräten, Gewerkschaftsfunktionären etc. (z. B. Mahnwachen, Krisengipfel)</p>	<p>Kontinuierliche Information der Stakeholder über den Fortgang der Verhandlungen zum Sozialtarifvertrag und Interessenausgleich</p> <p>Fortlaufende Medienbeobachtung und Einleiten von kommunikativen Korrekturmaßnahmen bei Bedarf</p> <p>Kommunikative Neupositionierung des Unternehmens im Marktumfeld (z. B. neues Logo, neuer Werbeslogan)</p> <p>Durchführen einer „Phönix-Party“ für verbleibende Mitarbeiter aus Anlass der strategischen Neuausrichtung</p>
Dauer: ca. 3 Monate	Dauer: ca. 2 Wochen	Dauer: ca. 3 bis 6 Monate

Quelle: Krisennavigator – Institut für Krisenforschung, Kiel.

Abbildung 1: Professionelle Restrukturierungskommunikation durchläuft drei Phasen und sollte mit einem zeitlichem Vorlauf von etwa drei Monaten vor dem Bekanntgabetermin vorbereitet werden.

Bekanntgabe des Stellenabbaus bzw. der Standortschließung und deren tatsächlicher Umsetzung. Leidvoll erfahren musste dies der schwedische Electrolux-Konzern. Mit einem Vorlauf von gut zwei Jahren gab das Unternehmen am 12. Dezember 2005 die Schließung des AEG-Werks in Nürnberg zum Jahresende 2007 bekannt. Bereits am 22. Juni 2006 musste diese Entscheidung grundlegend revidiert werden: Wegen des hohen Krankenstands wurde die Werkschließung um neun Monate auf den 31. März 2007 vorverlegt. Weil gute Mitarbeiter das Werk meistens zügig verlassen und sich schlechte Mitarbeiter ebenso zeitnah krank melden, sollte der Zeitraum zwischen der Bekanntgabe und der finalen Umsetzung der Entscheidung folglich „quick“ sein – also nicht länger als drei bis sechs Monate gewählt werden.

Bei der Besetzung des „Wer“ der Restrukturierungskommunikation verfolgen Unternehmen zuweilen eine „Good-guy-bad-guy“-Strategie. Hierbei reist am Tag der Bekanntgabe ein Manager aus der fernen Konzernzentrale an den betroffenen Standort und verkündet auf der Belegschaftsversammlung und in der Pressekonferenz als „Bad guy“ die schlechte Nachricht des Stellenabbaus bzw. der Standortschließung. Neben ihm sitzt der lokale Geschäftsführer als „Good guy“. Dieser zeigt sich persönlich betroffen und bedauert den Stellenabbau bzw. die Standortschließung zutiefst – schließlich „ist er davon ja auch selbst betroffen“. In der Wahrnehmung der Mitarbeiter, Medien und Politiker sitzt der lokale Geschäftsführer damit zwar weiterhin auf der Arbeitgeberseite – und damit bei den „Tätern“. Er wird aber zugleich auch als „Opfer“ der Restrukturierungsentscheidung wahrgenommen. Dieses erleichtert ihm in den folgenden Wochen den Medienkontakt und die Sozialtarifverhandlungen zuweilen erheblich.

Spätestens bei der Frage nach dem „Was“ – also den konkreten Botschaften und Instrumenten der Restrukturierungskommunikation – wird restrukturierenden Unternehmen schlagartig bewusst, dass sie sich in einer klassischen „Lose-lose-Situation“ befinden: Alles, was sie sagen, ist im Kern negativ. In der öffentlichen Wahrnehmung können sie also eigentlich nur verlieren. Darum lohnt es sich, „quiet“ zu kommunizieren – also möglichst den leisen, direkten Kontakt mit wichtigen Zielgruppen zu suchen (z. B. in Belegschaftsversammlungen oder persönlichen Gesprächen mit Politikern) und die laute Plattform der Medien (z. B. in Fernsehinterviews oder Studiogesprächen) zu meiden. Andernfalls besteht die Gefahr, dass Kunden und andere Marktpartner den Stellenabbau oder die Standortschließung als Signal für ein generelles „Aus“ des ganzen Unternehmens werten und sich nach einem neuen Lieferanten umsehen.

„One-message-many-voices-policy“

Gut geführte Unternehmen formulieren zum einen Kernbotschaften als Antworten auf die sechs journalistischen W-Fragen (Was? Wer? Wo? Wann? Wie? Warum?) zur Restrukturierung und lassen diese auch in allfällige Schriftstücke zur Bekanntgabe der Restrukturierungsentscheidung einfließen (z. B. Rede für die Belegschaftsversammlung, Rundschreiben an die Kunden, persönliche Briefe an Lokalpolitiker, Pressemitteilung für Wirtschaftsjournalisten etc.). Hierdurch werden die vielfältigen Betroffenen und Beteiligten einer Restrukturierung (vgl. Abbildung 2) im Kern einheitlich und doch zielgruppenindividuell informiert („One-message-many-voices-policy“). Zum anderen bereiten sie „FAQ“ – also Frage-Antwort-Kataloge – zu solchen Aspekten der Restrukturierung vor, die nicht aktiv, sondern

erst reaktiv, also auf Nachfrage von Mitarbeitern, Marktpartnern oder Journalisten, weitergegeben werden.

Jenseits aller Kernbotschaften und Frage-Antwort-Kataloge nehmen Journalisten die Restrukturierungsmeldung häufig jedoch zum Anlass, um nach möglichen „Leichen im Keller“ des Unternehmens Ausschau zu halten. Ein Paradebeispiel ist hier Nokia: Als der finnische Handyhersteller am 15. Januar 2008 die Schließung seines Werks in Bochum zum 30. Juni 2008 bekannt gab, recherchierten Journalisten nach kritischen Themen und wurden beim Thema „Subventionen“ schnell fündig. Die Staatsanwaltschaft Bochum nahm daraufhin Vorermittlungen wegen des Verdachts auf angeblichen Subventionsbetrug auf und die Landesregierung in Düsseldorf forderte schließlich unter dem Druck der Berichterstattung rund 41 Millionen Euro von Nokia öffentlich zurück. Damit wurde ein gefährlicher Nebenkriegsschauplatz geschaffen, der die Restrukturierungskommunikation nicht unbedingt erleichterte. Schuld daran waren nicht zuletzt die Restrukturierungsmanager von Nokia, die sich auf dieses kritische Thema offenkundig nicht ausreichend vorbereitet hatten.

Die Geschäftsleitung sollte daher bereits im Vorfeld einer Restrukturierung mögliche kritische Themen des eigenen Unternehmens und der betroffenen Branche identifizieren und kurze Stellungnahmen in Form von Hintergrundinformationen zusammenstellen. Das Spektrum kritischer Themen reicht dabei von der Rolle des Unternehmens im Nationalsozialismus über mögliche Umweltaltlasten auf dem Werksgelände bis hin zu typischen Berufskrankheiten der Belegschaft. Einige Wochen vor der Bekanntgabe der Restrukturierungsentscheidung empfiehlt es sich außerdem, das richtige Verhalten gegenüber Medien und Mitarbeitern, Politikern und Anwoh-



Abbildung 2: Vielfältige Stakeholder innerhalb und außerhalb des Unternehmens erwarten kontinuierliche und zeitnahe Informationen über die Restrukturierung.

nern in einem interaktiven Kamera- und Mikrofontraining zu üben. Simuliert und individuell ausgewertet werden beispielsweise Ad-hoc-Interviews, eine Pressekonferenz und ein Streitgespräch bei einer Bürgerversammlung. Bei dieser Gelegenheit erhalten die Führungskräfte auch grundsätzliche Verhaltensempfehlungen für den Bekanntgabetag. Beispielsweise ist die goldene Uhr am Handgelenk des Geschäftsführers während der Pressekonferenz genauso fehl am Platze wie eine farbenfrohe Krawatte in der Belegschaftsversammlung.

„Management by walking around“

Ist der Tag der Bekanntgabe des Stellenabbaus oder der Standortschließung gekommen, beginnt die Stunde der persönlichen Kommunikation. Zwar führt an schriftlichen Erstinformationen der Stakeholder kein Weg vorbei (z. B. Aushang am Schwarzen Brett, Bekanntgabe im Intranet, Versand einer Pressemitteilung und eines Kundenrundschriftens). Dennoch ist der persönliche Kontakt in einer solchen kritischen Situation durch nichts zu ersetzen. Die Mitarbeiter sollten daher zeitnah und persönlich von der Geschäftsleitung in einer Belegschaftsversammlung über die bevorstehende Restrukturierung informiert werden. Journalisten werden zu einer Pressekonferenz an den Unternehmensstandort eingeladen und Lokalpolitiker zu einem Round-Table-Gespräch gebeten.

Weil Restrukturierungen aus Sicht der Stakeholder sogenannte „High-involvement“-Ereignisse sind (vgl. Abbildung 3) – schließlich steht die Zukunft des Mitarbeiters,

der Gemeinde oder des Zulieferers zur Disposition, ist deren Informationsbedürfnis auch in den Tagen und Wochen nach Bekanntgabe der Restrukturierungsentscheidung enorm hoch. Liefert die Geschäftsleitung nicht zeitnah die geforderten Informationen, beschaffen sich die Stakeholder diese woanders – beispielsweise beim Betriebsrat oder bei der Gewerkschaft. Um die Informationshoheit zu betrieblichen Fragestellungen nicht zu verlieren, sollte das Unternehmen daher auch die Kommunikationsmaßnahmen für die Folgezeit gut planen.

	Aktive Organisation Chancenstrategie	Passive Organisation Krisenstrategie
Low Involvement Push Strategie	Projekte (IT, QM)	Nachfolgeprobleme
High Involvement- Pull Strategie	Fusionen	Restrukturierungen

Abbildung 3: Restrukturierungen erfordern wegen des hohen Interesses der Stakeholder („High involvement“) ein sehr hohes Maß an kommunikativer Kompetenz.

Quelle: Krisennavigator – Institut für Krisenforschung, Kiel.

Damit der persönliche Kontakt mit den Mitarbeitern nach der Belegschaftsversammlung nicht abreißt, kann beispielsweise auf das Konzept des „Management-by-walking-around“ zurückgegriffen werden. Hierbei machen sich Führungskräfte mehrmals täglich auf den Weg durch das Unternehmen und suchen das persönliche Gespräch mit den Mitarbeitern. Der Belegschaft wird dadurch einerseits signalisiert, dass sie mit ihren Zukunftsängsten und Existenzsorgen nicht allein gelassen wird. Andererseits kön-

nen die persönlichen Gespräche auch als Frühwarnsystem für „schwache Signale“ eines bevorstehenden Streiks oder einer vorzeitigen Arbeitsniederlegung dienen.

Da kritische Situationen nicht nur von Fakten, sondern auch von Emotionen getragen werden, sollte sich die Geschäftsleitung nicht scheuen, offen ihre persönliche Gefühlslage zum Ausdruck zu bringen (Tenor: „Wir bedauern die Stilllegungsentscheidung sehr. Doch leider gibt es hierzu keine Alternative.“). Ebenso muss die Geschäftsleitung in ihren Kernbotschaften gegenüber den Mitarbeitern Verantwortungsbewusstsein signalisieren und ihnen Perspektiven für die Zukunft aufzeigen (Tenor: „Wir bemühen uns nach Kräften, Sie zeitnah in neue Beschäftigungsverhältnisse zu vermitteln und laden Sie zur morgigen Job-Messe in unserer Kantine ein. Im Rahmen der Veranstaltung informieren Vertreter von anderen Unternehmen aus der Region, die Arbeitsagentur und die Industrie- und Handelskammer über freie Lehr- und Arbeitsstellen.“).

Wider dem Agenda-Surfing

Gerade Politiker, Betriebsräte und Gewerkschaftsvertreter nutzen die Medienpräsenz im Umfeld von Restrukturierungen gerne, um sich als „Retter in der Not“ oder „Kämpfer gegen den Renditekapitalismus“ zu profilieren – also sogenanntes Agenda-Surfing zu betreiben. Da sich das restrukturierende Unternehmen aber weiterhin in einer „Lose-lose-Situation“ befindet und keine wirklich positiven Nachrichten kommunizieren kann, sollte die Geschäftsleitung die Nähe solcher Personen in der Öffentlichkeit besser meiden. So medienwirksam Mahnwachen am Werkstor oder Krisengipfel im Rathaus auch sind, so wenig hat das Unternehmen eine Chance, sich in diesem Rahmen positiv zu positionieren.

Die Geschäftsleitung sollte ihre ganze Kraft nun darauf verwenden, die Verhandlungen um einen Interessenausgleich und Sozialplan zügig zu Ende zu bringen, damit die beschlossene Einrichtung einer Transfergesellschaft als „erstklassige Chance zur Qualifizierung und Weitervermittlung der Mitarbeiter in neue Beschäftigungsverhältnisse“ kommuniziert werden kann. Auch ein vorzeitiger Abbruch der Verhandlungen mit den Arbeitnehmervertretern ist dabei zuweilen durchaus hilfreich – vorausgesetzt, er wird angemessen von der Arbeitgeberseite kommuniziert (Tenor: „Der Betriebsrat verzögert die Verhandlungen grundlos und handelt damit nicht im Interesse der Mitarbeiter. Um unseren Beschäftigten möglichst bald Planungssicherheit für die Zeit nach der Produktionseinstellung zu geben, werden wir daher die bilateralen Verhandlungen an dieser Stelle abbrechen und eine Schlichtungsstelle einsetzen.“).

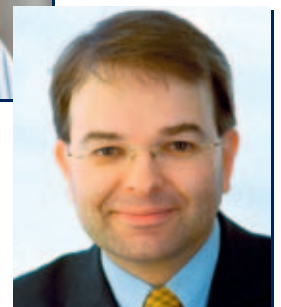
Phönix aus der Asche

Wurde die Restrukturierung erfolgreich abgeschlossen, der Unternehmensbereich ausgegliedert, die Niederlassung geschlossen oder die Transfergesellschaft eingerichtet, sollte dieser Neuanfang auch angemessen kommuniziert werden. Für die verbleibenden Mitarbeiter kann beispielsweise eine sogenannte „Phönix-Party“ veranstaltet werden. Hierbei erhebt sich das restrukturierte Unternehmen gleichsam wie ein Phönix aus der Asche der Vergangenheit und strebt neuen Ufern zu.

Gegenüber den Marktpartner wird häufig ein modifiziertes Logo eingesetzt, um den Neuanfang kommunikativ zu markieren. So hat sich die ehemalige Frankfurter Metallgesellschaft AG (später: mg technologies ag, heute: GEA Group AG) nach Abschluss der Restrukturierung Mitte der 90er Jahre eine neue Logo-Logik gegeben. Diese erläutert der seinerzeitige Vorstandsvorsitzende und verantwortliche Restrukturierungsmanager Dr. Karl Josef Neukirchen mit den Worten „Der neue Auftritt ist keineswegs die moderne Verpackung eines altbackenen Inhalts: Die mg hat sich bezüglich Strategie, Struktur und Standort grundlegend verändert und dokumentiert dies nun auch nach außen. Der Rahmen des früheren Rohstoffhauses wurde ebenso gesprengt wie der Rahmen des alten Firmensymbols.“

Zu den Autoren:

Dipl.-Kfm. Frank Roselieb ist geschäftsführender Direktor und Dipl.-Medienw. Katharina Epp wissenschaftliche Mitarbeiterin am Krisennavigator – Institut für Krisenforschung, einem Spin-Off der Universität zu Kiel. Seit 1998 unterstützt der Krisennavigator Unternehmen, öffentliche Einrichtungen, Stiftungen, Verbände und politische Parteien in den Bereichen Krisenforschung, Kriseninformation, Krisenberatung und Krisentraining.



Weitere Informationen:

Katharina Epp
Frank Roselieb
Krisennavigator – Institut
für Krisenforschung
Schauenburgerstraße 116
D-24118 Kiel

Telefon 0431 56 06 - 480
Telefax 0431 56 06 - 482
E-Mail roselieb@ifk-kiel.de
<http://www.krisennavigator.de>

Die Zukunft der Refinanzierung von Unternehmensübernahmen

von Stefan Jaecker

1. Globaler M&A-Markt – getroffen von der Finanzmarktkrise

Auch für den M&A-Markt war 2008 ein denkwürdiges Jahr, das vor allem im Zeichen der Finanzmarktkrise stand. Das einschneidendste Ereignis war der Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September. Bis dahin wurde noch von einem relativ „normalen“ M&A-Jahr ausgegangen. Trotz der bereits restriktiveren Kreditvergabe durch die Probleme am amerikanischen Immobilienmarkt wurden in den ersten beiden Quartalen noch zahlreiche Großtransaktionen abgeschlossen. Mit der Lehman-Insolvenz ging

dagegen eine Schockwelle durch die Finanzmärkte. Als Folge ging das globale M&A-Volumen von EUR 3.509 Mrd. in 2007 um 30 % auf EUR 2.448 Mrd. in 2008 (per Mitte Dezember) zurück.

Bereinigt man das Volumen 2008 um Notoperationen vor allem im Financial Services Bereich wie bspw. die Anlehnung von Merrill Lynch unter das Dach von Bank of America (ca. EUR 31,5 Mrd.) oder die Rettung der Fortis Bank durch den niederländischen Staat (EUR 12,8 Mrd.), ergibt sich gar ein Rückgang um mehr als 40 %.

Kurioserweise gehören auf Grund dieser Transaktionen in 2008 auch staatliche Einrichtungen zu den größten Käufern, wie bspw. die Federal

Reserve Bank of New York durch ihre Rettungsaktion für AIG.

Jedoch wurden nicht alle Käufergruppen gleichermaßen von den dramatisch geänderten Rahmenbedingungen getroffen. Strategische Käufer lagen mit einem Transaktionsvolumen von EUR 2.195 Mrd. und einem Minus von ca. 20 % bei einem vergleichsweise moderaten Rückgang gegenüber dem Rekordjahr 2007. Finanzinvestoren mussten dagegen im gleichen Zeitraum einen Einbruch um ca. 67 % hinnehmen, der eine sechsjährige Aufwärtsbewegung beendete.

Größere Transaktionen wie bspw. die Übernahme des britischen Ölausrusters Expro durch ein von Candover geführtes Konsortium (EUR 2,4 Mrd.)

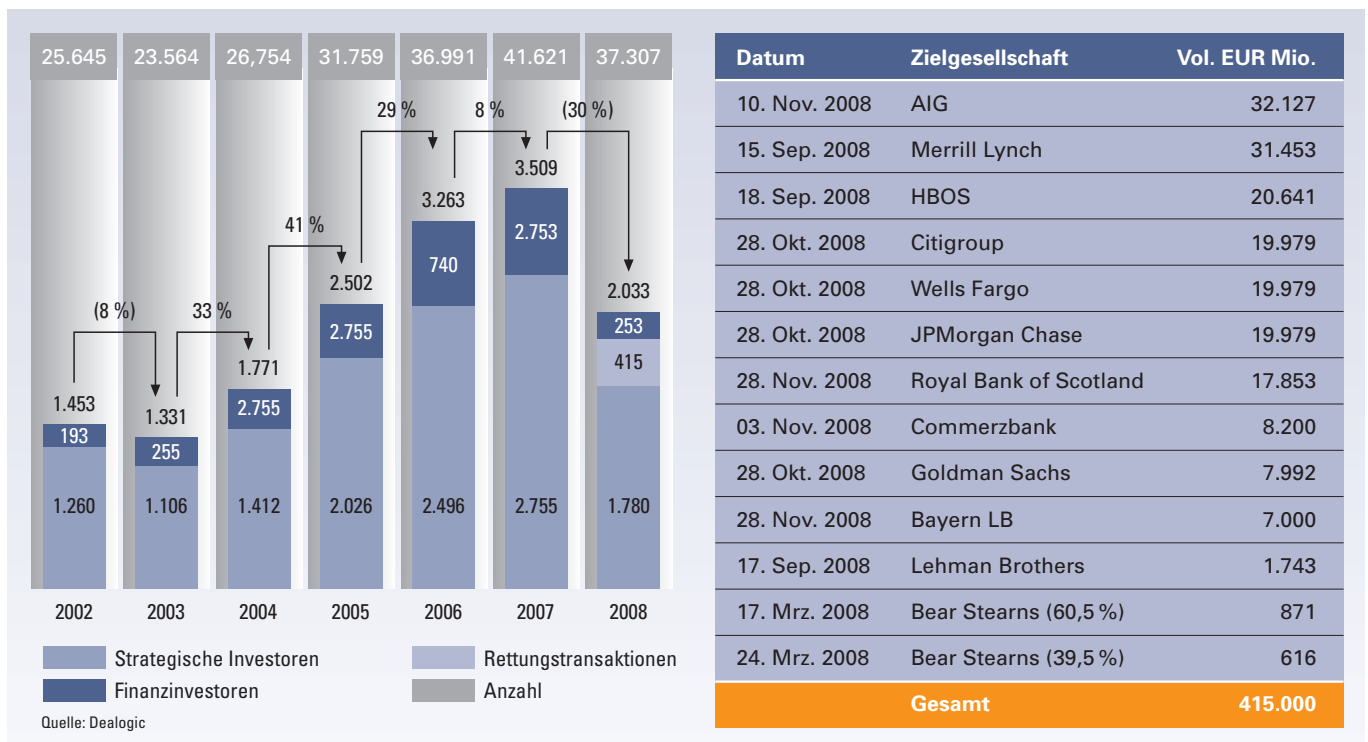


Abbildung 1: Globales M&A-Volumen 2002 – 2008 (EUR Mrd.)

oder hierzulande der Einstieg von CVC bei Evonik (EUR 2,4 Mrd.) waren in 2008 eher selten. Industriekonzerne mit einer starken Bilanzstruktur nutzen also weiterhin die gegenwärtige Marktsituation, um als Konsolidierer aufzutreten und strategische Zukäufe – auch Großakquisitionen – vorzunehmen. Beispiele hierfür sind die Übernahme von Anheuser-Busch durch Inbev mit einem Volumen von EUR 38,4 Mrd., aber auch zunehmend unfreundliche Übernahmeangebote wie bspw. das Angebot von Schaeffler für Conti oder das Übernahmeangebot von Ryanair für Aer Lingus.

Was 2009 für das M&A-Geschäft bringen wird, hängt zu einem großen Teil von den finanzierenden Banken ab. Ihr Verhalten bei der Kreditvergabe hat in 2008 zu erheblichen Unsicherheiten geführt, sowohl bei Käufern als auch bei Verkäufern.

Dabei ist die Ausgangssituation für Strategen sicher besser als für Finanzinvestoren, deren Geschäftsmodell explizit auf eine signifikante Fremdfinanzierung abstellt. Bei den großen Buy-outs wird es am längsten dauern, bis die Finanzierbarkeit wieder hergestellt sein wird bzw. werden sich die Strukturen den Marktverhältnissen anpassen

müssen. Für industrielle Käufer mit einer gesunden Bilanzstruktur werden sich dagegen weiterhin Akquisitionsgelegenheiten ergeben, insbesondere durch den Druck der Gesamtkonjunktur, den Trend zur Bilanzrestrukturierung sowie die Notwendigkeit der Portfoliobereinigung. Insbesondere zu erwarten ist dies für die Sektoren Energie, Finanzen, Infrastruktur und Dienstleistungen, aber auch im Maschinenbau oder der Automobilbranche, wobei sich bei letzteren die Banken hinsichtlich der Kreditvergabe etwas schwerer tun. Dabei ist auf Grund der geänderten Finanzierungsbedingungen bzw. -kosten ein geändertes Käuferverhalten zu erwarten. Die strategische Logik von Akquisitionen wird stärker hinterfragt werden und im unmittelbaren Transaktionskontext werden zunehmend die für Krisenphasen typischen Instrumente zum Einsatz kommen wie MAC-Klauseln, Earn-out-Strukturen oder Verkäuferdarlehen. Auf Verkäuferseite dagegen wird der Kaufpreis nicht mehr der dominante Faktor sein, sondern mehr auch die Transaktionssicherheit im Vordergrund stehen, die ein potenzieller Käufer bietet. Die Abbruchquote wird sich erwartungsgemäß weiter erhöhen, wie zuletzt bereits zu beobachten gewesen ist – häufig lag dabei der Grund nicht zuletzt in der zurückhaltenden Finanzierungsbereitschaft der Banken.

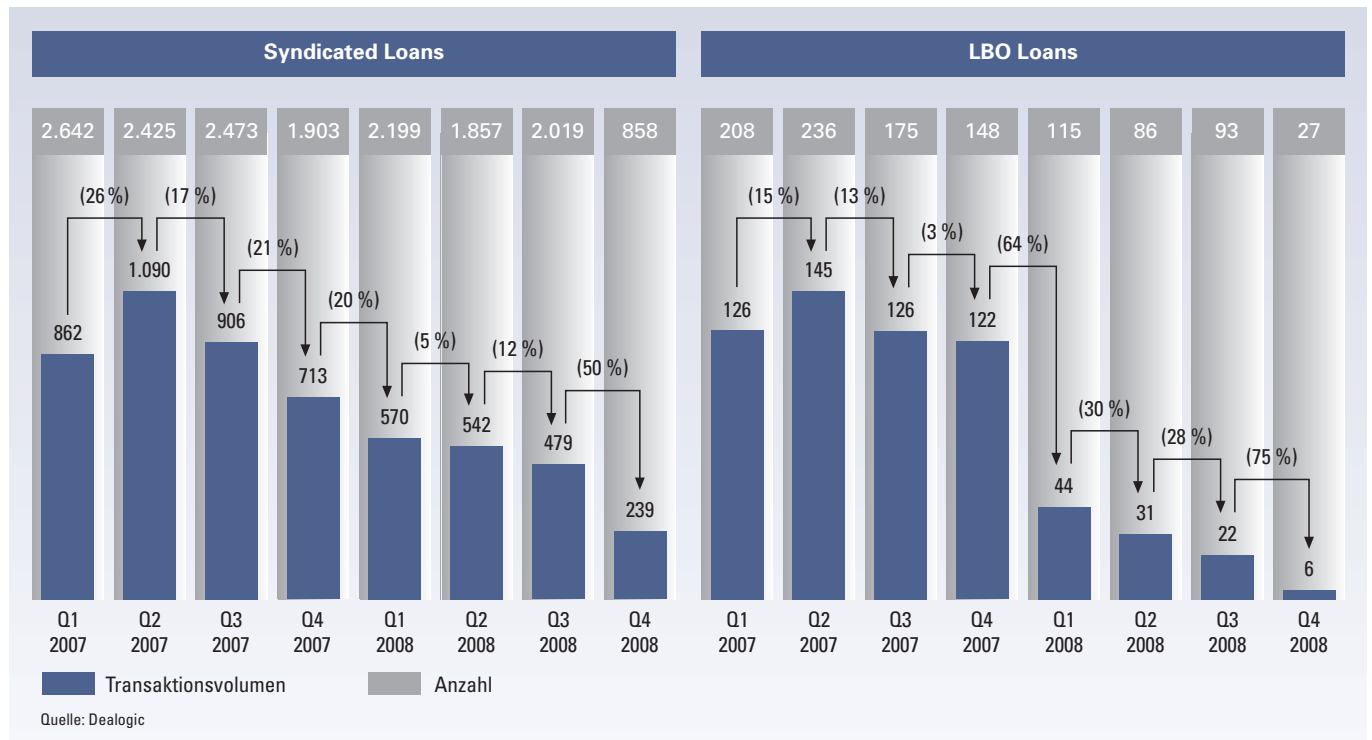


Abbildung 2: Globales Übernahmefinanzierungsvolumen (EUR Mrd.)

2. Finanzierungsmärkte – Spiegelbild des M&A-Marktes

Der deutliche Rückgang der M&A-Tätigkeit ist sicher zu einem großen Teil auf das drastische Wegbrechen der Finanzierungsmärkte zurückzuführen. Entsprechend zeigt der Markt für Übernahmefinanzierung eine nahezu spiegelbildliche Entwicklung zum M&A-Markt – lediglich in verschärfter Form.

Mit dem Platzen der „Kreditblase“ 2007 wurde zunächst der LBO-Markt hart getroffen. Nach dem „Credit Crunch“ wurde die Syndizierung von Leveraged Loans erheblich erschwert, so dass die finanzierenden Banken einen großen Teil des Finanzierungsvolumens auf die Bücher nehmen mussten. Die Bereitschaft der Banken für Neugeschäft ging als Folge drastisch zurück. Entsprechend fiel das LBO-Volumen in Q1 2008 gegenüber Q4 2007 um 49 % – von EUR 122 Mrd. im Vorquartal auf EUR 44 Mrd.

Der Markt für Corporate Loans wurde dagegen zunächst nicht mit der gleichen Härte getroffen. Hier sank das Volumen ausgehend von dem Rekordquartal Q2 2007 von EUR 1.090 Mrd. vergleichsweise moderat schrittweise bis

auf EUR 713 Mrd. in Q4 2007. Auch hielt sich der Markt noch bis Mitte 2008 auf einem Niveau von etwa EUR 500 Mrd. pro Quartal und ermöglichte weiterhin größere Finanzierungsvolumina wie bspw. die Schaeffler/Conti-Transaktion. Zum Halbjahr 2008 schienen sich die Märkte sogar langsam zu erholen. Das bis dahin aufgestaute Volumen nicht weitersyndizierter Kredite konnte deutlich reduziert werden, Banken nahmen konsequente Abschreibungen auf ihr Kreditportfolio vor und beschafften sich frisches Kapital, um die Eigenkapitalbasis zu stärken. Entsprechend kehrte ein gewisses Vertrauen und damit Finanzierungs-bereitschaft in die Märkte zurück.

Auch die Notsituation von Bear Stearns wurde auf Grund der Rettung durch JP Morgan noch verkraftet, so dass zu diesem Zeitpunkt weiter Hoffnung für eine absehbare Markterholung bestand. Gleichzeitig blieben die Credit Default Swaps (CDS) auf einem weiterhin außergewöhnlich hohen Niveau, was die Refinanzierungsfähigkeit der Banken und die Liquidität im Markt weiter begrenzte.

Der Auslöser für den vollständigen Zusammenbruch der Finanzierungsmärkte war dann die Lehman-Insolvenz. Für Lehman bedeutete die Herabstufung durch die Rating-



Abbildung 3: Entwicklung CDS Spreads

Agenturen, dass der Zugang zu frischer Liquidität quasi unmöglich wurde, was am Ende die Zahlungsunfähigkeit bedeutete. In der Folge wurden neben Lehman weitere große Investmentbanken Opfer des kollektiven Vertrauensverlustes, was innerhalb kürzester Zeit schließlich zu einem fast vollständigen Einfrieren der Kreditmärkte auch für Konsortialkredite führte. Somit fiel in Q4 2008 das Volumen von Corporate Loans gegenüber Q3 2008 um 50 % auf EUR 239 Mrd. In Europa sank das Konsortialkreditvolumen auf den tiefsten Stand seit 2003 – in Deutschland wurde gar der Tiefststand seit 2000 erreicht.

3. Aktuelle Situation und Ausblick für die Übernahmefinanzierung

Der Markt für Übernahmefinanzierungen wird auch weiterhin schwierig bleiben. Aktuell sind auch attraktiv gepreiste Transaktionen nur unter bestimmten Voraussetzungen (Bankbeziehung, „Credit Story“) erfolgreich platzierbar.

Die Bereitschaft für Neugeschäft ist zwar da, bleibt aber weiterhin einschränkt, da wie erwähnt die Banken noch immer große Finanzierungsvolumina in ihren Büchern halten. Liquidität bleibt der begrenzende Faktor.

Kapitalmarktabhängige Fremdfinanzierungen wie Bonds, Convertibles und Hybridanleihen oder Eigenkapitalinstrumente wie Kapitalerhöhungen bzw. Börsengänge sind derzeit am Kapitalmarkt schwer bzw. nur vereinzelt zu platzieren. Somit beschränken sich die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten derzeit de facto auf eine Bankenfinanzierung.

Dabei drückt sich eine gute Bankbeziehung im aktuellen Marktumfeld weniger in Preiszugeständnissen aus, als vielmehr durch die Bereitschaft, überhaupt eine Finanzierung bereitzustellen.

Für tatsächlich gewährte Finanzierungen gelten deutlich restriktivere Konditionen insbesondere im Bezug auf Laufzeiten, Verschuldungsgrad, Preisgestaltung und Covenants:

Laufzeit:

Im derzeitigen Umfeld werden kurz laufende Kredite stark bevorzugt. Laufzeiten ab 5 Jahren sind derzeit praktisch nicht syndizierbar.

Verschuldungsgrad:

Wurden in der Vergangenheit Verschuldungsmultiplikatoren von deutlich über 3,0X EBITDA akzeptiert, werden

	Vor der Krise	Aktuelles Marktumfeld
Struktur	<ul style="list-style-type: none"> ■ Nachrangig, endfällige Strukturen üblich ■ Laufzeiten bis zu 7 Jahren möglich 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Vorrangige und tilgende Strukturen bevorzugt, Laufzeiten eher 3 Jahre, vorzugsweise weniger ■ Bridges zu Kapitalmarkt-Take-Outs ■ (Exit-Strategie im Vordergrund)
Verschuldungsgrad ¹⁾	<ul style="list-style-type: none"> ■ In vorrangigen Finanzierungen mehr als 3,0x möglich 	<ul style="list-style-type: none"> ■ In vorrangigen Finanzierungen i. d. R. unter 3,0x, und/oder glaubwürdige Entschuldungsstrategie
Preisgestaltung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Signifikante Diskonts zu vergleichbaren Marktkonditionen (CDS/Bond-Spreads) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Marktgerechte Preisstruktur erforderlich, bei größeren Volumina jedoch Liquidität entscheidend
Covenants	<ul style="list-style-type: none"> ■ Druck der Kreditnehmer resultierte in gelockerten oder vollständig fehlenden Covenant-Strukturen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Druck der Kreditnehmer führt zur (Wieder)Einführung obligatorischer Strukturelemente, bestehend aus Verschuldungsgrad, Zinsdeckung und Eigenkapital-Covenants
Eigenkapitalausstattung ²⁾	<ul style="list-style-type: none"> ■ Relativ geringe Eigenkapital-Ratios – teilweise sogar unter 20 % – wurden akzeptiert 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Eigenkapital-Ratios allgemein deutlich über 25 % erwartet
Dokumentationsstandards	<ul style="list-style-type: none"> ■ Druck der Kreditnehmer hin zu einem hohen Grad an Flexibilität 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Druck der Kreditgeber, die Flexibilität auf ein erforderliches Niveau zu begrenzen

Abbildung 4: Strukturelle Veränderungen im Konsortialkreditmarkt

1) Net Debt/EBITDA
2) Abhängig von betreffendem Sektor

diese zukünftig diesen Wert nur in Ausnahmefällen erreichen bzw. überschreiten; daneben wird eine belastbare Entschuldungsstrategie mitentscheidend sein.

Preisgestaltung:

Während auf Grund des hohen Wettbewerbs unter den Banken bis 2007 noch signifikante Abschläge auf vergleichbare Marktkonditionen (CDS, Bonds) gewährt wurden, wird dies in Zukunft nicht mehr der Fall sein.

Im Gegenteil, da Banken unter stark gestiegenen Refinanzierungskosten leiden, ist eine über den kurzfristigen Geldmarkt hinausgehende Kapitalbeschaffung nur zu deutlichen Aufschlägen darstellbar.

Covenants:

Auf Druck der Kreditnehmer wurden Covenants in der Vergangenheit deutlich gelockert oder gar ganz ausgesetzt. Die geänderten Marktbedingungen werden auch hier zu einer Wiedereinführung der Covenants führen insbesondere bezogen auf Verschuldungsgrad, Zinsdeckung und EK-Ausstattung.

Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass die Finanzmarktkrise in absehbarer Zeit weiterhin auf dem Markt für Übernahmenfinanzierung lasten wird. Zwar sind die Konsortialkreditmärkte vom Grundsatz her stets offen geblieben (anders als der LBO-Markt) und sollten dies auch bleiben, allerdings wird die Kreditvergabe weiterhin deutlich selektiver und restriktiver ausfallen. Gleichwohl sollte für 2009 zumindest mit einer leichten Erholung des Marktes gegenüber dem Extremjahr 2008 zu rechnen sein. Sicher wird dies nicht bereits in Q1 2009 der Fall sein, da die Branche noch Zeit benötigt, um sich zu sortieren, bevor bspw. auch abschließend feststeht, welche Banken letzten Endes tatsächlich von dem staatlichen Risikoschirm

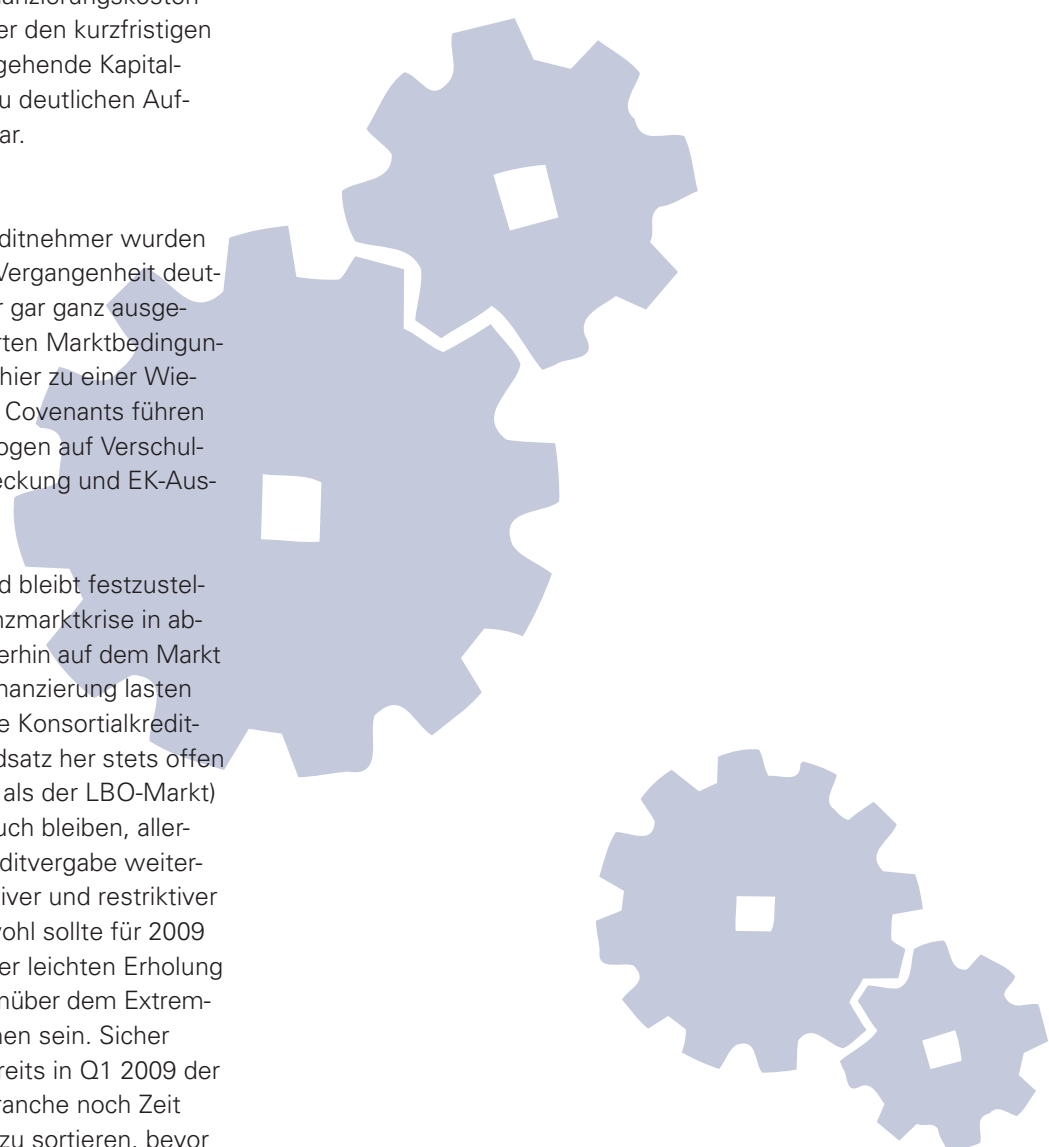
Gebrauch machen. Ab Q2 2009 könnte dagegen der Markt unter den oben genannten Bedingungen allmählich wieder an Momentum gewinnen.



Weitere Informationen:

Stefan Jaecker
Managing Director
Strategic Advisory
Dresdner Kleinwort
Theodor-Heuss-Allee 44-46
D-60486 Frankfurt

Telefon 069 71 31 96 16
Fax 069 71 31 98 60
E-Mail stefan.jaecker@dkib.com
www.dresdnerkleinwort.com





Finanzielle Restrukturierung von Akquisitionsfinanzierungen

von Gerd Bieding, Oliver Boot und
Henning Graw

Die aktuelle Weltwirtschaftskrise wird zu einem deutlichen Anstieg an Unternehmenskrisen in den kommenden Jahren führen. Unternehmen, die in der Vergangenheit durch Sponsorgetriebene Unternehmensübernahmen mit hohem Leverage ausgestattet wurden, stehen vor einer zusätzlichen Herausforderung. Die Rettung angeschlagener LBOs kann aus der bestehenden Eigentümerstruktur stammen, sei es durch frisches Sponsorengeld, durch das bestehende Bankenkonsortium, Assetverkäufe oder Assetfinanzierungen. Darüber hinaus kann durch neue Stakeholder wie Hedgefonds, Finanzinvestoren oder Mezzanine-Provider eine finanzielle Restrukturierung erreicht werden.

1. Besonderheiten bei der Restrukturierung von LBOs

Cashflow-basierte Finanzierungen von Unternehmensübernahmen beleihen den künftigen Unternehmenswert. Dementsprechend steht bei den Prüfungshandlungen der Wert des Unternehmens als Going Concern im Mittelpunkt. Eine Bewertung dinglicher Sicherheiten wie bei der klassischen Unternehmensfinanzierung findet nur in Ausnahmefällen statt.

Wie in Abbildung 1 dargestellt kann sowohl der Unternehmenserfolg als auch dessen Misserfolg zu Liquiditätsthemen beim Zielunternehmen führen. Werden beispielsweise Dealerwartungen substantiell übertroffen und neue Wachstumsmöglichkeiten erschlossen, stellt sich die Frage der Wachstumsfinanzierung. In der derzeitigen Wirtschaftskrise stellt sich

jedoch häufiger die Frage, wie operative Restrukturierungen finanziert werden können bzw. das Exposure der Banken reduziert werden kann. Ferner kann eine missglückte Kredit syndizierung auf die Liquiditätssituation des Unternehmens zurückschlagen.

Je nach Unternehmenssituation müssen eine operative und/oder eine finanzielle Restrukturierung erfolgen. Operative Restrukturierungen, wie Personalkostenabbau, Optimierung des Einkaufsverhaltens oder Produktionsstättenverlagerungen, haben zum Ziel, den künftigen freien Cashflow zu verbessern. Finanzielle Restrukturierungen hingegen ordnen die Ansprüche der Kapitalgeber an diesem zukünftigen Cashflow neu. Dabei greifen finanzielle und operative Restrukturierung oft ineinander. Ein häufig zu beobachtendes Muster sind

Restrukturierungsanlässe LBOs		
Erfolg wird zum Problem	Misserfolg wird zum Problem	Nicht-Syndizierung wird zum Problem
<p>Die Dealerwartungen werden übertroffen, neue Wachstumsmöglichkeiten erschlossen:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Wachstumsfinanzierung: Wer finanziert das Wachstum? 	<p>Die Dealerwartungen werden nicht erreicht:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Restrukturierung: Wer finanziert die operative Restrukturierung, zum Beispiel Personalmaßnahmen oder Standortverlagerungen? ■ Tilgung: Obwohl die LBO-Strukturen in der Vergangenheit endlastig waren, kann die Tilgung der A-Tranche zum Problem werden ■ Entschuldung: Als Preis für einen Covenant-Waiver oder Covenant-Reset drängen die Banken auf vorzeitige Entschuldung 	<p>Die Dealerwartung wird erreicht, jedoch nicht der Final Hold</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Entschuldung: Underwriter möchte Exposure reduzieren und nutzt „technische Waiver“, um Druck auszuüben

Abbildung 1: Restrukturierungsanlässe von LBOs

dabei Maßnahmen der finanziellen Restrukturierung, die notwendige Zeit für operative Maßnahmen schaffen sollen. Günstige Voraussetzungen für finanzielle Restrukturierungen sind immer dann gegeben, wenn Unternehmen mit einem im Kern gesunden Geschäftsmodell unter Druck geraten (good companies with bad balance sheets).

2. Handlungsalternativen bei der Restrukturierung von LBOs

Restrukturierungen im Rahmen der bestehenden Eigentümerstruktur

Eigenkapitalnachschiuss durch den Sponsor.

Der Ruf nach frischem Geld kommt heute deutlich früher als in der Vergangenheit. Das Private-Equity-Modell besteht jedoch darin, mit möglichst geringem Eigenkapitaleinsatz und unter großer Hebelwirkung Renditen zu maximieren. Dazu gehört es nicht, in der Krise die Engagements der Banken substanziell zu reduzieren. Die Rentabilität des Nachschusses muss letztlich genauso begründet werden, wie die ursprüngliche Eigenkapitalinvestition. Daher sind die Nachschussbeträge meist auch im Verhältnis zu den ausstehenden Krediten überschaubar. In der derzeitigen Wirtschaftskrise befinden sich Finanzinvestoren durch EBITDA-Rückgänge „out of the money“, so dass die Rendite des Nachschusses äußerst fraglich ist. Frisches Geld ist ohne Konzession von Banken nur kurzfristig verfügbar („Überwinterung“), soweit nicht andere Motive wie Reputation oder Relationship eine Rolle spielen. Dennoch kann ein Eigenkapitalnachschiuss eine wichtige Signalwirkung haben, die sämtliche Kapitalgeber zur Lösung der Situation bewegt.

Bestehende Banken:

Die sauberste Form einer finanziellen Restrukturierung im Rahmen der bestehenden Eigentümerstruktur ist ein komplett oder auch teilweise neues Finanzierungspaket. Die derzeitige Bankenkrise setzt dieser Form der Refinanzierung jedoch enge Grenzen und ist ohne frisches Sponsorengeld und enge Mittelbindung kaum denkbar. Die Wahrscheinlichkeit der Genehmigung für die Erhöhung bestehender Zusagen sinkt exponentiell mit der Anzahl der Banken im Konsortium. Wahrscheinlicher ist Umwid-

mung und Zugang zu ungezogenen Linien, insbesondere wenn ein Teil der Linie gleichzeitig reduziert wird.

Teilveräußerungen.

Im Idealfall werden dabei nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände veräußert und die Erlöse als Sondertilgungen an die Banken ausgekehrt. Wenn es jedoch zu Teilveräußerungen kommt, gehen meist auch EBITDA-Beiträge verloren. Darunter wird zunächst einmal die Deal Story des Private Equity leiden. Darüber hinaus gibt es potenzielle Konflikte zwischen Mezzanine und Senior Debt. Beide verlieren künftige EBITDA-Beiträge als Basis der künftigen Schuldendienstfähigkeit. Von den Veräußerungserlösen profitiert zunächst einmal alleine das Senior Debt. Letztlich sind Teilveräußerungen (für Senior Debt) nur eine interessante Variante, wenn damit substanzielle Erlöse bei einer guten Bewertung erzielt werden können und hinter der Veräußerung auch ein strategisches Konzept stand.

Asset-basierte Teilrefinanzierungen.

Bei Asset-basierten Refinanzierungen geben die Senior-Kreditgeber dingliche Sicherheiten im Tausch gegen Teilrefinanzierungen auf. Die klassischen Bedenken gegenüber Asset-based Finanzierungen in LBO-Strukturen (z. B. Aufgabe der besten dinglichen Sicherheiten bei Forderungsfinanzierungen) verlieren derzeit an Bedeutung. Die Wirtschaftskrise führt zur Devise „Hauptsache Liquidität“, über deren Aufteilung und Anrechnung die Stakeholder dann ringen. Eine Variante sind Sale-and-lease-back-Finanzierungen, die sinnvoll sein können, wenn damit aufgrund der längeren Laufzeiten des Sale and Lease Back Entlastung auf der Cashflow-basierten Finanzierung erzielt werden kann. Erfahrungsgemäß wollen Banken 2/3 bis 3/4 der gehobenen Liquidität als Sondertilgung. Forderungsfinanzierungen, etwa durch revolvingierenden Forderungsverkauf an Factoringunternehmen oder an ABS-Vehikel, ist grundsätzlich attraktiv, um Liquidität zu heben. Factoringanbieter sind offen für bestehende LBOs (siehe zum Beispiel den terziären Buy-out der Konrad Hornschuch AG), beschränken aber zum Teil von sich aus den Teil der Liquidität, der zur Reduzierung der LBO-Verschuldung eingesetzt werden kann.

Restrukturierungen mit neuer Eigentümerstruktur

Distressed-(Debt) Investoren

Distressed-(Debt)-Investoren sind bereit, freiwillig in eine schwierige Situation herein zu investieren und sind dann an einer zeitnahen Lösung interessiert, weil Zeitverzögerung den IRR belastet. Mitunter kann schon die Aussicht, dass der Kredit zum Teil in die Hände von Aufkäufern geraten könnte, eine Restrukturierung beschleunigen. Gegenüber dem letzten Kreditzyklus ist die Szene der Hedgefonds ausgedünnt, insbesondere weil „Loan-to-own“-Strategien in Deutschland nicht immer von Erfolg gekrönt waren. Die Motivation und Strategie der Aufkäufer kann dabei sehr unterschiedlich sein:

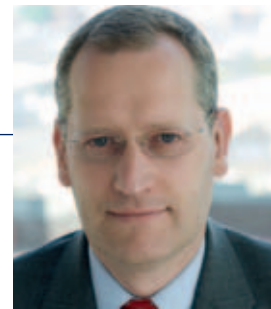
- Passive Strategie: Kauf des Kredits mit einem hohen Abschlag und Drängen auf eine möglichst zeitnahe Refinanzierung; Investoren, die eine derartige Strategie verfolgen, werden grundsätzlich davon ausgehen, dass der Gesamtunternehmenswert die Fremdkapitalschicht, in die sie sich hereinkaufen, deutlich überschreitet. Ansonsten wäre eine Refinanzierung kaum wahrscheinlich.
- Aktive Strategie (Kontrollkauf): Kreditkauf als Vehikel, um Kontrolle über das Eigenkapital des Unternehmens zu bekommen; Kontrollkäufer werden zumeist den Einstieg in der Fremdkapitalschicht suchen, die gerade nicht mehr vollständig durch den aktuellen Gesamtunternehmenswert gedeckt ist. In der Regel sind dies nachrangige Finanzierungen. Von hier aus versuchen sie dann, die Restrukturierung zu betreiben.
- Multikausale Strategie: Gewinnerzielung durch Ausnutzung der Komplexität bei finanziellen Restrukturierungen; Hierzu kauft sich ein Investor zum geeigneten Zeitpunkt an der richtigen Stelle ein, um dann eine notwendige Zustimmung teuer abkaufen zu lassen.

Eine wichtige Rolle kann Distressed-Debt-Investoren zu wachsen, wenn das betroffene Unternehmen einen zusätzlichen Liquiditätsbedarf hat. Aufgrund der Krisensituation sind bereits engagierte Banken häufig wie besprochen nicht mehr willens, ihre Kredite aufzustocken. Distressed-Debt-Investoren suchen im Zweifel gezielt Situationen, in denen zusätzlicher Finanzierungsbedarf besteht, weil sie für die Bereitstellung dieser Liquidität den übrigen Beteiligten im Gegenzug gezielt Konzessionen abringen können.

Private Equity Häuser

Im Zuge des Rückgangs des klassischen LBO-Geschäfts betrachten Finanzinvestoren und Mezzanine-Provider den Einstieg in bestehende LBO-Strukturen mittlerweile als

denkbar. Eine Investition ist auf verschiedenen Wegen vorstellbar: Kapitalerhöhung, Schuldenankauf mit oder ohne Wandlung, neue Kapitalschicht. Gesuchte Positionen können wie bei den Hedgefonds (nachrangige) Kreditgeber, Minderheitsbeteiligter oder Übernahme der Kontrolle sein. Die Öffnung für diese Transaktionsstrukturen ist eine relativ neue Entwicklung und wirft eine Reihe von Fragen auf, insbesondere nach der Intention des Finanzinvestors (nachhaltige Strategie oder als Notinvestition in Ermangelung anderer Deals), und die Frage, inwiefern der „Quereinsteiger“ bessere Kompetenzen zur Lösung der Situation hat als die bereits investierten Stakeholder.



Weitere Informationen:
 Gerd Bieding
 Close Brothers GmbH
 Neue Mainzer Str. 1
 D-60311 Frankfurt am Main

 Telefon 069 97 20 04-0
 Fax 069 97 20 04-15
 Email info@closebrothers.com
 http://www.closebrothers.de



Weitere Informationen:
 Oliver Boot
 Close Brothers GmbH
 Neue Mainzer Str. 1
 D-60311 Frankfurt am Main

 Telefon 069 97 20 04-0
 Fax 069 97 20 04-15
 Email info@closebrothers.com
 http://www.closebrothers.de



Weitere Informationen:
 Henning Graw
 Close Brothers GmbH
 Neue Mainzer Str. 1
 D-60311 Frankfurt am Main

 Telefon 069 97 20 04-0
 Fax 069 97 20 04-15
 Email info@closebrothers.com
 http://www.closebrothers.de



Aktuelle Entwicklungen in der BGH-Rechtsprechung zum Recht der Kreditsicherheiten

von Dr. Andreas Beck

1. Einleitung

Der Bundesgerichtshof – insbesondere der für das Insolvenzrecht zuständige 9. Zivilsenat – hatte in der Vergangenheit mehrfach Gelegenheit, zu offenen Fragen des Kreditsicherheitenrechts Stellung zu nehmen. Das war auch dringend nötig, nachdem der BGH durch eigene Entscheidungen zum Teil erhebliche Verunsicherungen ausgelöst hatte. So war in der FAZ noch zu lesen, dass Globalzessionen und Sicherheitenpools das Aus droht (Prof. Bitter, FAZ 14.11.2006). Zunächst soll daher auf die „Entwarnungen“ des BGH zur Globalzession und damit zugleich für alle revolvingenden Sicherheiten und zum Institut des Sicherheitenpools bzw. der Sicherheitentreuhand eingegangen werden. Anschließend ist auf die offen zutage tretenden Meinungsverschiedenheiten zum Lastschriftenwiderruf in der Insolvenz einzugehen, bei denen der 9. Zivilsenat und der für das Bankrecht originär zuständige 11. Zivilsenat bislang noch nicht zu einer einheitlichen Linie gefunden haben.

2. BGH „rettet“ die Globalzession

Nach der – jetzt überholten – Entscheidung des OLG Karlsruhe vom 08.04.05 und weiterer Oberlandesgerichte war die Globalzession als Sicherungsmittel weitgehend entwertet worden. Nach dieser Rechtsprechung waren vor allem wirtschaftlich wertvolle Forderungen, die in den letzten

drei Monaten vor Insolvenzantragstellung noch entstanden waren, einer Insolvenzanfechtung als sog. inkongruente Sicherung nach § 131 InsO ausgesetzt. Dies bedeutete, dass sie für den letzten Monat vor Insolvenzantragstellung stets sowie im zweiten und dritten Monat vor Insolvenzantragstellung bei objektiver Zahlungsunfähigkeit des Schuldners regelmäßig anfechtbar und als Sicherungsmittel dem Sicherungsgläubiger entziehbar waren. Gesamtwirtschaftlich drohte der Globalzession als Sicherungsmittel danach das Aus.

Der BGH hatte nunmehr durch die Vorlage des Landgerichts Berlin im Rahmen einer Sprungrevision die Möglichkeit erhalten, zur Anfechtbarkeit der Globalzession Stellung zu nehmen. In seiner Entscheidung vom 29.11.07 hat der 9. Senat in einer dogmatisch und auch rechtspolitisch begründeten Entscheidung die Globalzession als entscheidendes Kreditsicherungsmittel des Mittelstands „gerettet“. Dabei beschränkt der BGH einen salomonischen Mittelweg. Entgegen der Auffassung einiger Bankenvertreter beließ es der BGH bei der grundsätzlichen Anfechtbarkeit der Globalzession. Andererseits aber stellt er entgegen der Auffassung des OLG Karlsruhe klar, dass die Anfechtbarkeit nur als kongruente Sicherung nach § 130 InsO zulässig ist, wodurch gleichzeitig strengere Voraussetzungen für eine Anfechtbarkeit gefordert werden.

Danach sind die in den letzten drei Monaten vor Insolvenzantragstellung entstandenen Forderungen nunmehr

nur noch dann anfechtbar, wenn eine objektive Zahlungsunfähigkeit des Schuldners vorlag und darüber hinaus im Zeitpunkt der Entstehung der jeweiligen Forderung eine subjektive Kenntnis des Sicherungsnehmers/der Bank von der Zahlungsunfähigkeit bzw. des Insolvenzantrags vorlag.

Gleichzeitig hat er aber auch das sog. „Werthaltigmachen“ von Forderungen für kongruent anfechtbar hervorgehoben. Waren Forderungen z. B. durch den Abschluss eines Kaufvertrages dem Rechtsgrund nach bereits vor der Insolvenzantragstellung entstanden und damit dem Grunde nach abgetreten, obwohl die Herstellung der Kaufsache und deren Auslieferung erst nach Insolvenzantragstellung im vorläufigen Insolvenzverfahren erfolgte, liegt in diesem wirtschaftlichen Auffüllen der Sicherheit ein sog. „Werthaltigmachen“, welches gegenüber der Bank anfechtbar ist. Erfolgt ein „Werthaltigmachen“ in diesem Sinne erst nach Insolvenzantragstellung und hat die Bank regelmäßig vom Insolvenzantrag Kenntnis, so erhält die Bank letztlich nur ein anfechtbares Sicherungsrecht, weshalb die abgetretenen Forderungen im Rahmen der Insolvenzanfechtung an den Insolvenzverwalter zurückzugewähren sind. Sind hingegen auf derart anfechtbare Forderungen bereits Zahlungen auf ein von der gesicherten Bank geführtes Konto erfolgt, ist eine gleichwohl von der Bank vorgenommene Verrechnung der Gutschriften mit ihren offenen Kreditforderungen nach § 96 Abs. 1 Nr. 3 InsO unzulässig (vgl. BGH, Urteil v. 26.06.2008 – IX ZR 47/05).

3. Kein Ende des Sicherheitenpoolvertrages

Kaum ein Urteil des BGH dürfte die Bankenwelt derart erschüttert haben, als das Urteil des BGH vom 02.06.05, bei dem es im Kern nur um die Verrechnung einer im Sicherheitenpool organisierten Bank ging. Die Besonderheit des Falles lag darin, dass die verrechnende Bank selbst nicht dingliche Inhaberin der globalzedierten Forderungen war. Diese waren nämlich an die Poolführerin abgetreten. Wäre die Zahlung des Drittschuldners an die Poolführerin erfolgt, die zugleich auch Inhaberin der Globalzession war, wäre ein vom BGH tolerierter Sicherheitentausch vorgelegen, der die Verrechnung durch die Poolführerin mangels Gläubigerbenachteiligung von einer Insolvenzanfechtung ausgeschlossen hätte. Dem bloß schuldrechtlichen Anspruch der einfachen Poolbank auf treuhänderische Verwaltung der dem Pool gestellten Sicherheiten durch die Poolführerin misst der BGH jedoch nicht die Absonderungskraft bei, um im Falle des Sicherheitentauschs den nur schuldrechtlich Berechtigten an der Ersatzsicherheit wie einen dinglich Berechtigten teilhaben zu lassen. Über diese Kernaussage hinaus wurde aufgrund äußerst missverständlicher und nur im Kontext zu verstehender Leitsätze und unnötiger obiter dicta allerdings die Frage lebhaft diskutiert, ob den einfachen Poolbanken dann überhaupt noch Sicherungsrechte zustehen können, wenn sie selbst nicht dinglich an der jeweiligen Sicherheit zumindest mitberechtigt sind, sondern – wie in der Bankenpraxis üblich – durch die Poolführerin bzw. einen externen Sicherheiten-treuhänder für alle am Pool beteiligten Banken gehalten werden.

Der BGH hat nunmehr in seiner Entscheidung zur Verbundfinanzierung am 21.02.2008 - IX ZR 255/06 - zum Ausdruck gebracht, dass die für eine Sparkasse bestellte Grundschuld selbst bei einer nachträgliche Sicherungszweckerweiterung auch noch für eine ein Bauspardarlehen gewährende Bausparkasse als Sicherheit gehalten und verwertet werden kann, obwohl die Bausparkasse dinglich an der Grundschuld nicht berechtigt war. Entscheidend für den Umfang des Sicherungsrechts ist danach allein die Sicherungszweckerklärung. Im Falle nachträglicher Sicherungszweckerweiterungen unterliegt diese der Insolvenzanfechtung, die im vorliegenden Fall bereits deshalb nicht gegeben war, weil die Einbeziehung der Bausparkasse unter die Sicherheit der Grundschuld in unverdächtigter Zeit erfolgte und zudem keine Gläubigerbenachteiligung vorlag, da die Bausparkasse im Gegenzug das Bauspardarlehen gewährte.

In bewusster Abgrenzung zu seinem missverstandenen Urteil vom 02.06.2005 führte der BGH dann auch aus, dass

dieses Urteil nicht den vom Kläger bemühten allgemeinen Rechtssatz aufstellt, dass aus einer treuhänderischen Verwaltung eines Sicherungsrechts kein eigenes Recht auf abgesonderte Befriedigung (der einfachen Poolbank) hergeleitet werden könne. Die Besonderheit des damals entschiedenen Falles bestand allein darin, dass die zur Sicherheit abgetretene Forderung des Schuldners gegen den Drittschuldner mit dessen Zahlung an die Anfechtungsgegnerin erloschen war.

Bereits im Urteil vom 02.06.2005 hatte der BGH nämlich ausgeführt, dass die durch die Globalzession und den Poolvertrag begründete Sicherung der einfachen Poolbank durchaus insolvenzfest gewesen wäre, wenn die abgetretene Forderung im Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens noch bestanden hätte. Im Insolvenzverfahren hätte der Poolführerin als Inhaberin der abgetretenen Forderungen dann ein Recht auf abgesonderte Befriedigung zugestanden. Die Poolbank wäre dann nach dem Poolvertrag anteilig am Verwertungserlös zu beteiligen gewesen, wobei nun durch die Entscheidung zur Verbundfinanzierung klargestellt ist, dass sich die Höhe des Absonderungsrechts nach dem Sicherungszweck und den zu sichernden Forderungen aller Poolbanken bemisst und nicht nur auf die Forderungen der Poolführerin beschränkt ist.

4. Weiterer Disput zum Lastschriftenwiderruf in der Insolvenz des Bankkunden

Nach der vom BGH vertretenen Genehmigungstheorie wird eine vom Gläubiger mit Einziehungsermächtigung eingereichte Belastungsbuchung auf dem Konto des Schuldners erst dann wirksam, wenn diese Belastungsbuchung durch den Schuldner genehmigt wird. Da ausdrückliche Genehmigungen in der Regel nie vorkommen, fingiert Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken, dass die Belastungsbuchung als genehmigt gilt, wenn der Schuldner nicht spätestens vor Ablauf von sechs Wochen nach Zugang des Rechnungsabschlusses Einwendungen erhebt – umgangssprachlich: der Belastung widerspricht. Der 9. Zivilsenat vertritt zur Freude vieler Insolvenzverwalter seit seiner Entscheidung vom 4. November 2004 die Auffassung, dass zur Masse-mehrung der Schuldner Belastungsbuchungen ab Anordnung der vorläufigen Insolvenzverwaltung nicht mehr genehmigen kann, sofern lediglich ein vorläufiger „schwacher“ Insolvenzverwalter bestellt wurde, da dieser nicht in die Rechtsstellung des Schuldners eintritt. Mit der Insolvenzeröffnung freilich tritt der Verwalter dann aber doch endgültig in die Verwaltungs- und Verwertungsbefugnis des Schuldners ein. Gleichwohl kann der Insolvenzverwalter zuvor nicht genehmigbare Belastungsbuchungen widerrufen und entsprechende ausgleichende Guthabens-

buchungen von der Bank des Schuldners verlangen.

Diese Rechtsprechung des 9. Zivilsenats hatte sich ein Insolvenzverwalter in dem vom BGH mit Urteil vom 25.11.07 - IX ZR 271/06 – entschiedenen Fall zu Nutze machen wollen und Belastungsbuchungen aus der Zeit der vorläufigen Insolvenzverwaltung über zwei Jahre später widerrufen. Vom Grundsatz her hielt der 9. Senat die Widerrufsmöglichkeit für zulässig, sofern die Genehmigungsfrist nach Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken bereits zu einem Zeitpunkt abgelaufen war, in dem der vorläufige Verwalter nur „schwacher“ Verwalter war. Im konkreten Fall verneinte der BGH dann aber doch die Widerrufsmöglichkeit, weil der Insolvenzverwalter später durch konkludentes Handeln die Belastungsbuchungen genehmigt hatte, indem er das Konto mehr als ein Jahr für eingehende Zahlungen nutzte und sich das vorhandene Guthaben schließlich auszahlen ließ.

Von dieser Rechtsprechung ist nunmehr der 11. Zivilsenat in seinem Urteil vom 10.06.2008 - XI ZR 283/07 - insoweit bewusst und offensichtlich abgewichen, als es auch den vorläufigen Insolvenzverwalter mit Zustimmungsvorbehalt der Genehmigungsfrist nach Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken unterwirft, weil auch dieser in die bestehende Rechtslage einträte und grundsätzlich an die vom Schuldner getroffenen Abreden gebunden sei; er also nicht mehr Rechte haben könne als der Schuldner selbst, für den

die Genehmigungsfrist nach Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken unstreitig gilt. Nach der Auffassung des Bankensenats muss daher auch der vorläufige Insolvenzverwalter Belastungsbuchungen spätestens 6 Wochen nach Zugang des Rechnungsabschlusses ausdrücklich widersprechen. Leider hat der 11. Zivilsenat die Rechtsfrage nicht dem großen Senat für Zivilsachen zur Letztentscheidung vorgelegt, so dass beim BGH unterschiedliche Auffassungen zur Genehmigungsfrist von Lastschriften in der Insolvenz des Bankkunden nach Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken vertreten werden.

Als Folge werden Insolvenzverwalter künftig schneller als bisher überprüfen müssen, ob sie Belastungsbuchungen widersprechen wollen, denn die auf Gutschrift des Lastschriftbetrages angegangenen Banken bzw. die zur Rückzahlung aufgeforderten Gläubiger werden künftig zu Recht einwenden, dass nach der Rechtsprechung des 11. Zivilsenats die Belastungsbuchung nach Nr. 7 Abs. 3 AGB-Banken genehmigt worden ist.

5. Schlussbemerkung

Die meisten der vorgenannten Entscheidungen des 9. Senats zeigen, dass dieser den in der Bankenpraxis erforderlichen und bisher verlässlich gewesenen Rahmenbedingungen Rechnung trägt und sie positiv unterstützt. Beim Lastschriftenwiderruf bleibt es hingegen weiter spannend, denn die auf Massemehrung gerichtete Rechtsprechung des 9. Zivilsenats hat nunmehr starken Gegenwind durch die Entscheidung des Bankensenats vom 11.06.2008 erhalten. Es bleibt abzuwarten, ob der 9. Senat seine ausgleichenden Tendenzen künftig auch in diesem Punkt fortzusetzen vermag, da er in seiner Entscheidung vom 25.11.2007 durchaus auch angedeutet hatte, dass den Insolvenzverwalter durchaus die Pflicht trifft, unverzüglich zu ermitteln, in welchem Umfang Lastschriften widersprochen werden soll, wofür er keinesfalls mehrere Wochen untätig bleiben dürfe.



Weitere Informationen:
 Rechtsanwalt
 Dr. Andreas Beck
 Schultze & Braun GmbH
 RA-gesellschaft - WP-gesellschaft
 Eisenbahnstraße 19 - 23
 D-77855 Achern

 Telefon 07841 70 8 - 145
 Telefax 07841 70 8 - 301
 E-Mail ABeck@schubra.de
 http://www.schubra.de



Strukturelle Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen durch die Finanzkrise

von Martina Dotzler

Als Reaktion auf die Auswirkungen der Finanzkrise haben Gesetzgeber und Standardsetter im 2. Halbjahr 2008 mehrere Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen bzw. der Vorschriften zur Rechnungslegung für Unternehmen veranlasst. Die folgende Übersicht stellt die wichtigsten Veränderungen mit Stand 11/2008 dar:

1. Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)

Das im Eilgang verabschiedete und am 18.10.2008 in Kraft getretene Gesetz beinhaltet i. W. Stützungsmaßnahmen für Finanzinstitute. Daneben wurde jedoch auch eine (befristete) Änderung der Insolvenzordnung (InsO) aufgenommen, welche für sämtliche Unternehmen gültig ist. Es handelt sich dabei um eine Abschwächung der Regelung zur Überschuldung (§ 19 InsO). Die Neuregelung besagt, dass eine Unterdeckung der Vermögenswerte gegenüber den Verbindlichkeiten unschädlich ist, wenn die Fortführung des Unternehmens überwiegend wahrscheinlich ist. Dies stellt eine Rückkehr zu der Regelung der sog. modifizierten zweistufigen Überschuldungsprüfung dar, so wie sie vor der Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 von der Rechtsprechung entwickelt wurde. Zukünftig soll eine rechnerische Überschuldung keinen Insolvenztatbestand darstellen, wenn die Finanzkraft des Unternehmens mittelfristig (i. d. R. das laufende und das folgende Geschäftsjahr) zur Fortführung des Unternehmens ausreicht. Dies ist mit einer integrierten Finanzplanung des Unternehmens auf Basis eines schlüssigen Unternehmenskonzepts festzustellen.

Die (Neu-)Regelung ist bis zum 31.12.2010 befristet, um deren Bewährung in der Praxis zu überprüfen. Sollte es bis zum Ablauf der Frist nicht zu einer Vermehrung masseloser Verfahren kommen, soll die Regelung dauerhafte Gültigkeit erlangen.

2. Anpassung der International Financial Reporting Standards (IFRS)

Der International Accounting Standards Board (IASB) hat am 13.10.2008 die Änderung des IAS 39: Finanzinstrumente – Ansatz und Bewertung – und des IFRS 7: Finanzinstrumente – Angaben – veröffentlicht. Diese Änderungen betreffen die Umklassifizierung von Finanzinstrumenten. (Fußnote: Der IASB folgt damit den Vorschriften der US-amerikanischen Bilanzierungsregeln.)

Grundsätzlich sind Finanzinstrumente beim erstmaligen Ansatz in der Bilanz in eine von vier Kategorien einzuordnen. Anhand dieser Kategorien wird die Bewertung der Instrumente im Zeitablauf festgemacht. Eine Umklassifizierung war nur eingeschränkt und unter strengen Voraussetzungen möglich und zog u. U. auch Sanktionen nach sich. Nach der Neuregelung dürfen, unter Verweis auf die Finanzkrise als „außergewöhnlichen Umstand“, weitere Umklassifizierungen bestimmter Finanzinstrumente vorgenommen werden. Dies betrifft v. a. Finanzinstrumente der Kategorie „erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertete finanzielle Vermögenswerte“ (at Fair Value through Profit and Loss), die keine Derivate sind. Sie können nun in eine andere Kategorie umgegliedert werden, wobei der Fair Value zum Zeitpunkt der Umgliederung die neuen bzw. fortzuschreibenden Anschaffungskosten in der neuen Kategorie darstellt. Die Umklassifizierung kann dazu führen, dass unrealisierte Fair-Value-Verluste nicht (mehr) in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt werden müssen, da anstelle einer laufenden Bewertung zum Fair Value am Bilanzstichtag ein sog. Impairment-Test durchgeführt wird. In Abhängigkeit von der neuen Kategorie wird eine als dauerhaft (!) beurteilte Wertminderung erfolgswirksam über die Gewinn- und Verlustrechnung oder erfolgsneutral mit einer Korrekturposition verrechnet. Die Anwendung der geänderten Standards ist rückwirkend zum 01.07.2008 möglich.

Durch Übernahme in der EU-Verordnung vom 15.10.2008 sind die Standards in allen Mitgliedsstaaten verpflichtend für Unternehmen anzuwenden, die einen Konzernabschluss nach IFRS aufstellen.

Neben der Änderung von IAS 39 und IFRS 7 wurde u. a. die Einführung eines internationalen Expertenforums und der Entwurf eines Standards zur Überarbeitung der Bewertung von Finanzinstrumenten bei inaktiven Märkten (ED-IFRS 7) nach US-amerikanischem Vorbild beschlossen.

3. Geplante Änderungen des deutschen Handelsrechts durch das Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG)

Mit Fortschreiten der Finanzkrise ist die Diskussion um eine Modernisierung des deutschen Bilanzrechts durch das BilMoG wieder aufgeflammt. Die ursprüngliche Idee hinter der Entwicklung des BilMoG ist die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Bilanzierungsregeln (und damit der Wettbewerbsfähigkeit der Anwender) durch die punk-

tuelle Einführung international anerkannter Bilanzierungsverfahren. Darunter wurde u. a. die (behaltsame) Aufnahme von Fair-Value-Bewertungsmethoden verstanden.

Jedoch ist gerade die Fair-Value-Bewertung in den Verruf geraten, die im Zuge der Finanzkrise zwingend durchzuführende Abwertung von Finanzinstrumenten in den Bilanzen der betroffenen (Finanz-) Unternehmen noch zu verstärken. Daher wurden z. B. die IFRS kurzfristig dahingehend angepasst, die negativen Auswirkungen der Fair-Value-Bewertung im Zusammenhang mit der Finanzkrise abzumildern (s. Punkt 2). Auch aufgrund solcher Überlegungen wurde die nächste Anhörung der Expertenkommission für den 17.12.2008 angesetzt, womit sich die Verabschiedung des BilMoG deutlich in das Jahr 2009 verschieben dürfte.

Neben der Bewertung von Finanzinstrumenten und der Behandlung von Hedging-Zusammenhängen wird ebenfalls eine Änderung der Vorschriften hinsichtlich der Einbeziehung von Zweckgesellschaften diskutiert, die die Erfahrungen aus dem Verlauf der Finanzkrise berücksichtigen (viele Banken hatten die Risiken aus Subprime-Anlagen bei Zweckgesellschaften „geparkt“, die im jeweiligen Konzernabschluss außen vor blieben).



Weitere Informationen:

Martina Dotzler
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Nymphenburger Str. 21
D-80335 München

Telefon 089 286 23-244
Telefax 089 286 23-285
E-Mail dotzler@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>



von Tobias Weissflog

Seit einiger Zeit warten die Fachkreise auf die Verabschiedung der Anforderungen an Sanierungskonzepte durch den Rechtsausschuss des IDW. Diese sind nunmehr zum 01.08.2008 verabschiedet worden.

Die beiden tragenden Dimensionen des bisherigen Standards IDW FAR 1/1991 waren die Sanierungsfähigkeit und die Sanierungswürdigkeit. War die Sanierungsfähigkeit in weiten Teilen eine objektiv und anhand von definierten Kriterien nachvollziehbare

Änderungen IDW-Standard

Größe, die für Dritte unstrittig darzulegen war, so hat das Kriterium der Sanierungswürdigkeit immer wieder Diskussionen hervorgerufen. Zu subjektiv waren hier die Maßstäbe, die angelegt worden sind mit einer entsprechend großen Bandbreite von Interpretationen.

Im neuen IDW Standard erfolgt ein Paradigmenwechsel hin zu einer Orientierung an den Gegebenheiten des Marktes. Entscheidend ist künftig für eine Aussage über die Sanierungsfähigkeit in einem dem Standard entsprechenden Sanierungskonzept nicht nur die Aussage über die Fortführungsfähigkeit i.S.d. § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB. Wurden auf Basis einer den bisherigen Anforderungen entsprechenden Standortbestimmung und Analyse

Maßnahmen bestimmt, die insbesondere die tatsächlichen und rechtlichen Tatbestände beseitigte, die einer Fortführung entgegenstanden, so rekurriert der neue Standard auf eine Nachhaltigkeit in den Dimensionen Erlangung von Wettbewerbsfähigkeit und Renditefähigkeit.

Nach wie vor steht am Anfang eine detaillierte, den Besonderheiten des Einzelfalls gerecht werdende Standortbestimmung, die die wirtschaftliche Situation widerspiegelt und schon mit der künftig ausdifferenzierten Krisenursachenanalyse schon erste Hinweise auf die Beseitigung dieser gibt. Selbstredend muss bei Vorliegen eines der Insolvenzgründe i.S.d. §§ 17ff. InsO darauf unverzüglich aufmerksam gemacht und dies entspre-

chend dokumentiert werden, um den gesetzlichen Vertretern Gelegenheit zu geben, die gebotenen Konsequenzen zu ziehen.

Die Analyse der Unternehmenslage legt in ihren Anforderungen an interne wie externe Faktoren auch hier be-

reits das Fundament für die Entwicklung von Maßnahmen und Handlungen, die dem Unternehmen die Perspektive eröffnen, sich nachhaltig in seinem Wettbewerbsumfeld zu behaupten und damit nachhaltig die Renditeerwartungen des eingesetzten Kapitals zu erfüllen.

Durch die hohen Anforderungen an eine Analyse der Krisenursachen und nicht nur der Symptome eröffnet der Standard darüber hinaus eine qualifiziertere Differenzierung der Einordnung in das Krisenstadium, die letztlich auch die Ausgestaltung des Sanierungskonzeptes beeinflusst. (Abb 1.)

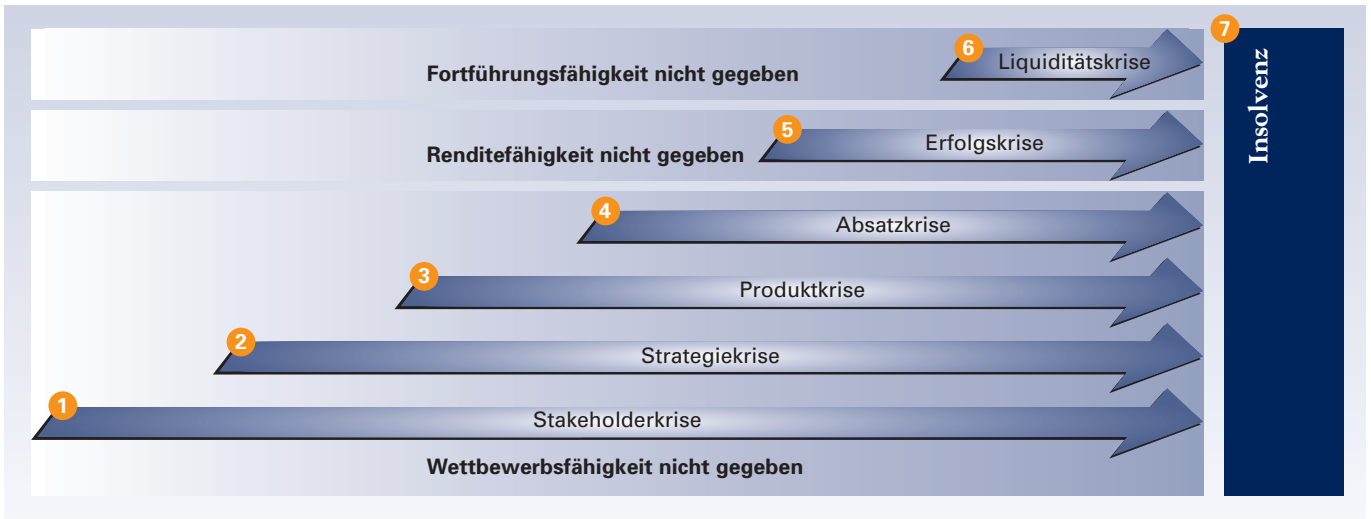


Abbildung 1: Darstellung Ausgangslage und Analyse von Krisenstadium und -ursachen

Je weiter die Krise fortgeschritten ist, desto höher die Notwendigkeit, schnell greifende Sofortmaßnahmen umzusetzen. Im Fokus ist aber in der zweiten und entscheidenden Stufe

die auf objektiven oder zumindest objektivierbaren Kriterien dargestellte nachhaltige Behauptung des betrachteten Unternehmens am Markt durch Überwindung des entsprechenden

Krisenstadiums. Ausdruck finden die Aspekte der gestaltenden Sanierung und damit der Rekonfiguration von Geschäften und Unternehmen im Leitbild des sanierten Unternehmens.

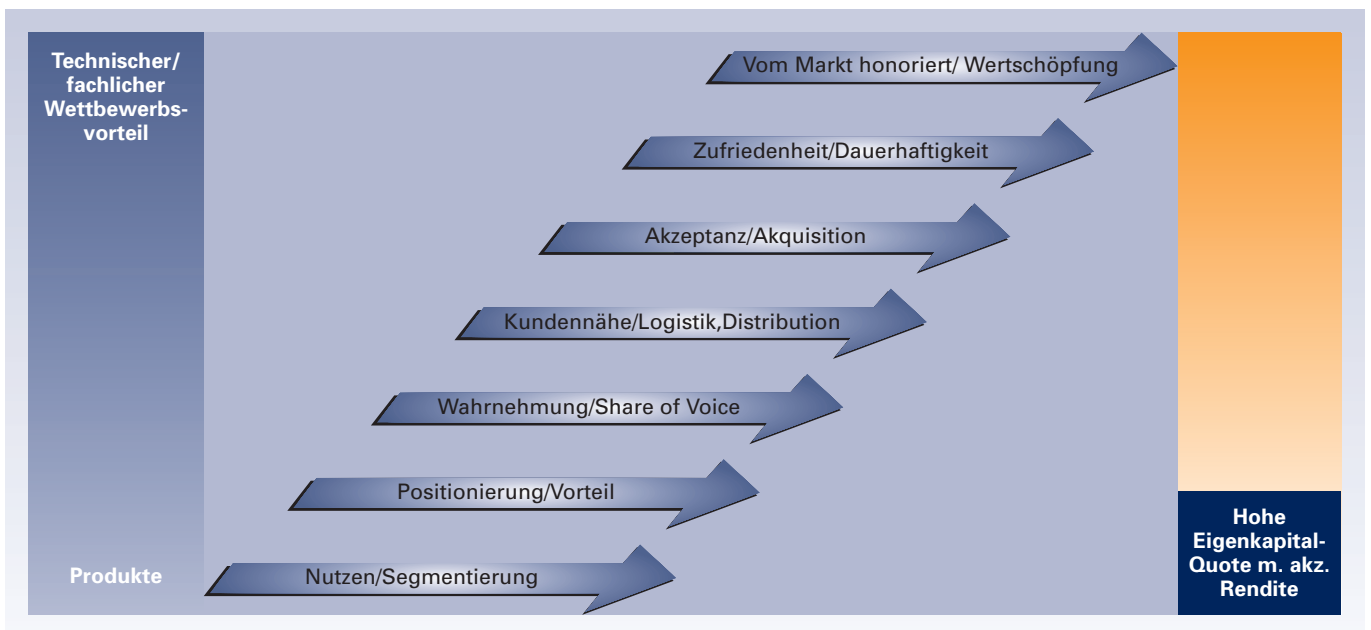


Abbildung 2: Darstellung des Leitbildes des sanierten Unternehmens

In Weiterentwicklung des bisherigen Standards wird hier deutlich, dass das tragfähige Geschäftsmodell wieder in den Vordergrund rückt. Im Leitbild wird verankert, wie das Unternehmen künftig nicht nur im Wettbewerb bestehen kann, sondern auch für Kapitalgeber wieder attraktiv wird, indem es eine attraktive Eigenkapitalrendite erreicht (Abb. 2). Das Leitbild zeigt klar und übersichtlich auf Basis der Kernkompetenz des sanierten Unternehmens die wesentlichen Geschäftsfelder des Unternehmens, die angestrebte Wettbewerbsposition, die angestrebten Wettbewerbsvorteile für den Kunden sowie die langfristigen Zielvorstellungen und Grundstrategien des Unternehmens auf Basis eines Grundsets von gemeinsamen Wertvorstellungen, Grundregeln und Verhaltensweisen, mithin der Kultur des Unternehmens. Mehr noch ist eine der Hauptfunktionen des Leitbildes die identitäts- und sinnstiftende Integrationsfunktion, die, richtig gestaltet, schon in der Phase der Erstellung zu einer positiveren Grundstimmung bei den handelnden Personen führt und im Sinne einer Self-Fulfilling-Prophecy die Chancen des Umsetzungserfolges deutlich erhöht.

Basis der Erreichbarkeit dieses Leitbildes sind die zu ergreifenden Maßnahmen und ihre Umsetzung. Auch hier geht der neue Standard über den Anspruch des bisherigen hinaus und fordert nicht nur die Quantifizierbarkeit der einzelnen Maßnahmen und ihrer Effekte, sondern auch die Kontrolle über die Einhaltung der zeitlichen und finanziellen Vorgaben. Idealerweise bilden die selbstredend zugrundeliegende integrierte Finanzplanung und die Qualifizierung, Quantifizierung sowie das Maßnahmencontrolling eine Einheit als integriertes Planungs- und Controlling-Instrument für den Umsetzungserfolg. Hierbei wird bei der Maßnahmenplanung für das laufende und das folgende Planjahr detailliert monatlich, für die Folgejahre quartalsweise bzw. halbjährlich beschrieben und quantifiziert. Der Standard verlässt hier die Ebene der reinen Plausibilisierung einer Planung und stellt wesentlich detaillierter auf die integrierte Finanzplanung aller Effekte ab.

Zu den Effekten gehören natürlich auch Einflüsse von außen und andere Störgrößen. Fanden sie bisher ihren Niederschlag in der Szenariobetrachtung mit Worst-, Real- und Best-Case-Betrachtungen, so sind heute Simulationsrechnungen etwa über den Einsatz der Monte-Carlo-Simulation Stand der handwerklichen Technik im Sanierungsgeschäft. Sie erlauben wesentlich qualifiziertere Aussagen über Ergebniswahrscheinlichkeiten, den simulierten Cashflow und damit über Risiko und Wertentwicklung des Unternehmens. Entsprechend ergeben sich auch daraus die Strukturen der Passivseite und die Möglichkeiten Renditerwartungen zu erfüllen. Messgrößen sind hier eine Reihe

von Liquiditäts-, Ertrags- und Vermögenskennzahlen, die aus der integrierten Planung abgeleitet und dokumentiert werden.

Fazit:

Der neue IDW-Standard stellt einen Paradigmenwechsel von teilweise schemenhafter Abarbeitung zu prüfender Tatbestände hin zu einer strategischen und marktbasieren Sicht des Sanierungskonzeptes dar, die in den Ergebniskomponenten Wettbewerbs- und Renditefähigkeit ihren Ausdruck finden.

Die Einschätzung der Erfolgsaussichten einer Sanierung mit den Kriterien der nachhaltigen Fortführungsfähigkeit, Wettbewerbsfähigkeit und Renditefähigkeit sind deutlich zukunftsorientierter und bilden nicht nur eine Extrapolation der Vergangenheit ab.

Der Prozess der Erstellung ist mit den Jahren der Erkenntnis- und der Erfahrungszunahme auch mit den neuen regulativen Gegebenheiten der InsO, der MaRisk und anderer Vorschriften sicher anspruchsvoller geworden. Dem trägt der neue Standard Rechnung in seiner Orientierung an nachhaltigem Sanierungserfolg.

Der Aufwand für die Erstellung wird damit sicher an der ein oder anderen Stelle größer. Dem entgegen wirken aber immer ausgereifere technische Unterstützungen, die über die Möglichkeiten eines noch so komplizierten Excel-Modells deutlich hinausgehen und so wesentlich validere Quantifizierungen und belastbarere qualitative Aussagen mit geringerem Aufwand ermöglichen.

Nach wie vor sind aber die Erfolgsaussichten eines Sanierungskonzeptes wesentlich geprägt durch die Kompetenz und Vertrauenswürdigkeit der handelnden Personen sowie die Überzeugungskraft des Sanierungskonzeptes für die beteiligten Akteure.

Weitere Informationen:
Tobias Weissflog
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung
Neuer Wall 44
D-20354 Hamburg

Telefon 040 80 80 48 58-0
Telefax 040 80 80 48 58-8
E-Mail weissflog@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>



Auswirkungen der Finanzkrise auf die Unternehmenssanierung



Interview mit Herrn Reinhard Voß

1) Sehen Sie nur temporäre oder auch strukturelle Auswirkungen – aufgrund der Veränderungen der Finanzmärkte – auf die Unternehmensfinanzierung in der Krise?

- Welche Auswirkungen sind aus Ihrer Sicht primär temporär?

Liquiditätsverknappung bei Banken wird auch in den nächsten Monaten anhalten und zu einer Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten bei Unternehmen führen. Wie lange diese Phase andauert, kann nur schwer vorausgesagt werden.

Viele, bisher teilweise aggressiv aufgetretene Finanzierer (insb. Auslandsbanken) werden sich vom deutschen bzw. europäischen Markt zumindest temporär zurückziehen.

Fällige Anschlussfinanzierungen werden in nächster Zeit nur unter erschwerten Bedingungen zu erlangen sein; Finanzierungskosten werden steigen; dies gilt auch für namhafte bzw. größere Unternehmen

- Welche Auswirkungen sind struktureller Natur bzw. bleibender Natur?

Verschärfung der Kreditvergabebedingungen zu erwarten. Covenant-Lite bzw. Verzicht auf Covenants ist passé.

Tragfähigkeit des Geschäftsmodells ist mehr denn je gefragt.

Bankenlandschaft wird sich verändern (s. o.).

Auf Grund erschwelter Exit-Möglichkeiten (z. B. über Sekundärmarkt oder durch Einstieg neuer Investoren) werden Banken über alternative Finanzierungsinstrumente nachdenken müssen (Debt-to-Equity-Swap).

2) Welchen Stellenwert nimmt künftig die leistungswirtschaftliche Sanierung inkl. liquiditätsfreisetzender Maßnahmen im Verhältnis zu den letzten Jahren ein?

Leistungswirtschaftliche Sanierung wird eine Renaissance erleben. Banken werden stärker auf Hebung von Reserven (z. B. WC-Management, Nutzung von Factoring) drängen, bevor neues Geld gegeben wird.

3) Wie beurteilen Sie künftig die Märkte für Non-performing Loans, insbesondere für Single Loans?

Seit Beginn der Subprime-Krise in den USA im Juni/ Juli 2007 hat sich die anfängliche Goldgräber-Stimmung der Investoren im deutschen NPL der Jahre 2004 und 2005 deutlich geändert. Bis Ende 2007 haben sich die CDO-Investoren vollständig aus dem LBO-Markt verabschiedet, was einen deutlichen Preisverfall der LBO-Finanzierungen nach sich zog. Dieser Effekt hat sich auch auf dem Single-Loan-Markt niedergeschlagen, denn plötzlich waren Kredite am Markt mit großen Abschlägen bis zu 50 % zu erwerben, die eine weit bessere Rating/Return-Struktur inne hatten als die notleidenden Unternehmenskredite. Der Preis im LBO-Markt war größtenteils rein angebotsgetrieben, da die Investmentbanken hohe Underwritingpositionen auf Ihren Büchern hatten und durch den Wegfall der CDO-Investoren die Anzahl der risikobereiten Investoren immer kleiner wurde. In 2008 konnten wir jetzt beobachten, dass große Hedgefonds selbst in Schwierigkeiten gerieten, weil die Anleger ihr Geld zurückverlangten und dadurch sich die Anzahl der Investoren noch mehr reduzierte.

Zukünftig werden deutsche Banken die eigene Intensivbehandlung verstärken, es werden neue Strategien von traditionellen Banken erkennbar werden; bisherige Gläubiger-Banken, werden als Eigenkapitalinvestoren auftreten (Debt-to-Equity-Swaps). Die großen Investmentbanken werden sich aus dem illiquiden Markt für Einzelnamen verabschieden; wir können hier eine Tendenz erkennen, dass ganze Teams aufgelöst werden. Die liquiden Hedgefonds, die ihr investiertes Kapital für 10 Jahre oder länger gesichert haben, werden aber weiterhin auf dem Markt aktiv sein und die für die Fonds günstigen Gelegenheiten wahrnehmen. Es könnten neue Partnerschaften entstehen, Banken und Fonds agieren partnerschaftlich in Restrukturierungen, was in der Vergangenheit oft aus Interessenskonflikten nicht möglich war.



4) Welche Erfahrungen haben Sie mit Programm-Mezzaninen in der Sanierung gemacht und welche Auswirkungen erwarten Sie bei Fälligwerden der Mezzanine ab 2012?

Ausfallquote bei Mezzanine-Programmen erscheint auffallend hoch.

Gründe:

- EK bei den betreffenden Firmen ist naturgemäß schwach
- Mezzanine-Kredite sind relativ teuer
- Oftmals haben Firmen gleichzeitig mehrere Programme in Anspruch genommen, wodurch die Zinsbelastung exorbitant gestiegen ist
- Planungen der Firmen sind nicht eingetreten, Stress-Tests waren unzureichend
- Mittel aus Mezzanine wurden für – nicht immer sinnvolle – Akquisitionen eingesetzt
- Strukturelle Verbesserung der Bilanz wird durch höhere Kredit-/Liquiditätskosten „erkauft“.

In Sanierungsfällen bestehen Interessenskonflikte zwischen den Nachranggläubigern/Mezzanine und den Senior-Lenders. Komplexität der Verhandlungen wird erhöht. Kompromisslösungen müssen gefunden werden.

Debt-to-Mezzanine als Sanierungsinstrument: wird/wurde nur in vereinzelt Fällen genutzt. Wird zukünftig an Bedeutung gewinnen als Form des Debt-to-Equity-Swaps.

5) Erwarten Sie eine Veränderung im Produkt-Mix der Unternehmensfinanzierung?

- Welche Produkte werden künftig stärker im Fokus stehen?

Klassische Restrukturierungsmaßnahmen (Stillhalteabkommen, Poolbildung) werden eine gewisse Renaissance erleben, aber auf Dauer zunehmend ersetzt durch „Club-Deals“ bzw. Konsortiallösungen nach angelsächsischen Usancen.

Es wird zunehmend eine Kombination aus klassischer Restrukturierung mit Produkten/Dienstleistungen aus dem Bereich des Investmentbanking zum Einsatz kommen.

Deshalb wird in der Restrukturierung nur der bzw. die Bank Erfolg haben, dem/der es gelingt, neben dem leistungswirtschaftlichen Teil auch den finanzwirtschaftlichen Teil (incl. Debt-Origination, M&A, EK-Maßnahmen) aus einer Hand anzubieten und umzusetzen.

Professionelle Financial Advisory (incl. Mediatorenrolle) wird stärker gefordert sein im Hinblick auf inzwischen weit verbreitete komplexe Finanzierungsstrukturen und unterschiedlichste Gläubigergruppen.

(Internationale) Anwaltskanzleien spielen eine größere Rolle bei Strukturierung, Dokumentation und Handling von Konsortialkrediten, EK-Maßnahmen etc.

Neuer Geschäftsbereich (für Berater, Kanzleien, Banken etc.) des „Debt Servicing“ wird an Bedeutung gewinnen.

Es werden in der Sanierung zunehmend Finanzprodukte eingesetzt, die den Banken eine Partizipation am Erfolg bieten (Success-Komponente, Equity-Kicker, Wandelanleihen)

- Welche Produkte werden weniger bzw. nicht mehr zum Einsatz kommen?

Programm-Mezzanine, Schuldscheindarlehen werden weniger ausgereicht

6) Welchen Stellenwert wird künftig Investmentbanking bei der Bewältigung von Unternehmenskrisen spielen? Wo liegen die Knackpunkte bei der Rekonfiguration der Passivseite?

Das Investmentbanking wird für Beratungsleistungen herangezogen – weiterhin wird der Bereich M&A auch in der Restrukturierung weiterhin im Fokus stehen, aber auch der gesamte Debt-Advisory-Bereich – Restrukturierung der Passivseite wird im Hinblick auf die anstehenden Refinanzierungen im Bereich von Konsortialdarlehen vermehrt ins Spiel kommen, wobei die Investmentbanken keine eigenen Positionen mehr halten werden.

7) Welche Investoren werden sich künftig primär für Sanierungsfälle und Unternehmen in der Krise interessieren – erwarten Sie grundsätzlich strukturelle Veränderungen der Investorenlandschaft und wenn ja, welche?

Wir erwarten, dass sich die Investmentbanken aus dem mittelständischen Restrukturierungsgeschäft zurückziehen. Deren Fokus werden weiterhin die liquiden LBO-Finanzierungen sein. Wir können jetzt schon beobachten, dass Funds, die bisher nur über die Investmentbanken agiert haben, direkten Kontakt zu den verkaufenden Banken suchen. Traditionelle PE-Funds werden sich stärker bei notleidenden Engagements einbinden.

8) Was sind im Jahr 2009 aus Ihrer Sicht die wesentlichen Erfolgsfaktoren der Unternehmenssanierung bzw. wo liegen die größten Risiken für ein Scheitern der Sanierungsbemühungen?

Erfolgsfaktoren:

Vollumfängliche und rechtzeitige Einbeziehung aller Gläubiger

Vorlage eines überzeugenden Restrukturierungskonzeptes durch das Unternehmen

Professionelle Begleitung durch

- Management (Einsatz CRO)
- Anerkannte Restrukturierungsberater
- Führende Bank (Konsortial-, Poolführer)

Enge Zusammenarbeit und Kommunikation aller involvierter Parteien

Risiken:

Unterschiedliche Gläubigergruppen mit divergierenden Interessen

Liquiditätsverknappung/regulatorische Grenzen bei Banken

Geänderte Geschäftsmodelle bei Banken (Rückzug aus Geschäftsfeldern, Regionen etc.)

Rückzug von Investoren

Unberechenbarkeit, Volatilität der Planungen auf Grund der aktuellen konjunkturellen Entwicklung

Wir danken Herrn Voss für dieses interessante Gespräch!



Weitere Informationen:
Reinhard Voß
ZIC-Bereichsvorstand
Commerzbank Aktiengesellschaft
Zentraler Stab
Global Intensive Care
Kaiserplatz
D-60261 Frankfurt am Main

Telefon 069 136 222 96
Telefax 069 136 222 81
<http://www.commerzbank.com>





Kauf aus der Insolvenz – Lessons Learned

von Jens Alsleben

Als Folge der aktuellen Finanzmarktkrise steht 2009 nun auch der deutschen Wirtschaft eine schwierige Zeit bevor. Zahlreiche Unternehmen werden die erwartete Rezession wohl nicht überstehen, und das Thema „Distressed M&A“ wird an Aktualität wieder zunehmen – eine gute Gelegenheit, sich an die „Do’s“ und „Dont’s“ beim Kauf aus der Insolvenz zu erinnern.

Nachdem die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland in den letzten fünf Jahren von 39.470 Fällen im Jahr 2003 auf 27.490 Fälle im Jahr 2007 deutlich abgenommen hat, wird das Jahr 2008 voraussichtlich eine Zäsur darstellen. Zahlen für die ersten sieben Monate zeigen einen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen um ca. 6,4 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Und auch für das Jahr 2009 rechnet der Verband der Insolvenzverwalter Deutschlands (VID) aufgrund der Turbulenzen an den Finanzmärkten und der sich abzeichnenden Rezession mit einer weiter steigenden Zahl von Insolvenzanträgen in Deutschland.

Sollten sich diese Entwicklungen bewahrheiten, wird das Thema „Distressed M&A“ oder der Unternehmenskauf aus der Insolvenz auch für die Community der Finanzinvestoren (wieder) mehr an Bedeutung gewinnen. Angesichts dieser Prognosen ist der Zeitpunkt günstig, einmal zu reflektieren, welche Besonderheiten bei „Distressed M&A“ zu beachten sind, um am Ende erfolgreich zu sein.

Wir vergleichen den Kauf eines angeschlagenen oder sich bereits in der Insolvenz befindenden Unternehmens gern mit der Besteigung eines anspruchsvollen Berggipfels. Denn wie die Erklimung eines Alpengipfels ist auch eine Restrukturierung immer eine große Herausforderung und Anstrengung, die Ausdauer und Können erfordert. Hinzu kommt, dass die Zusammensetzung der Seilschaft den Erfolg wesentlich beeinflusst. Eine Erfolgsgarantie gibt es zu keinem Zeitpunkt, und mancher kleine Ausrutscher kann zum Absturz führen. Ist der Gipfel aber gemeinsam erreicht, so ist der freie Blick nach vorne verdienter Lohn für die Mühe.

Die „Lessons Learned“ zum Kauf aus der Insolvenz lassen sich aus meiner Sicht anhand der folgenden wesentlichen Kriterien gut skizzieren:

- Der richtige Bergführer ist entscheidend – die Rolle des Insolvenzverwalters!
- Beim Aufstieg keine Zeit verlieren – Timing ist alles!
- Nur das richtige Team erreicht den Gipfel – Turnaround als Chance zum Neuanfang!
- Die Seilschaft konsequent führen – Umsetzung eng begleiten!
- Niemanden zurücklassen – das richtige Stakeholder-Management betreiben!

Der richtige Bergführer ist entscheidend!

Bekommen wir ihn oder bekommen wir ihn nicht, den „richtigen“ Insolvenzverwalter? Diese Frage ist für jeden Kauf aus der Insolvenz eine der entscheidenden Fragen im gesamten Transaktionsprozess. „Richtig“ ist ein Insolvenzverwalter aus Investorensicht nämlich dann, wenn er neben seiner Kompetenz und Erfahrung einem Verkauf des Unternehmens aus der Insolvenz offen gegenüber steht und als bessere Alternative zur Verwertung der Vermögensgegenstände in Erwägung zieht, im Idealfall sogar schon (positive) Erfahrungen mit Distressed M&A sammeln konnte.

Leider ist die Wahl des (vorläufigen) Insolvenzverwalters in Deutschland immer noch alleinige Sache der Gerichte und im Gegensatz zu anderen Jurisdiktionen in den seltensten Fällen von Gläubigern und Schuldern beeinflussbar. Inwieweit sich dies durch die aktuelle Zertifizierungsdiskussion oder die Frage nach der Wettbewerbsfähigkeit des Insolvenzstandortes Deutschland im Rahmen der COMI-Diskussion kurzfristig ändern wird, wird sich zeigen.

Die Konsequenzen der Bestellung eines „falschen“ Insolvenzverwalters können für das Unternehmen gravierend sein, z. B. wenn es dem Verwalter an Erfahrung und Kompetenz fehlt und dadurch wesentliche Lösungsansätze nicht frühzeitig und angemessen verfolgt werden (z. B. Nutzung Insolvenzplanverfahren) oder eine zu späte und schlecht organisierte Ansprache der richtigen Investoren den

Handlungsspielraum des Unternehmens immer weiter einschränkt.

Beim Aufstieg keine Zeit verlieren!

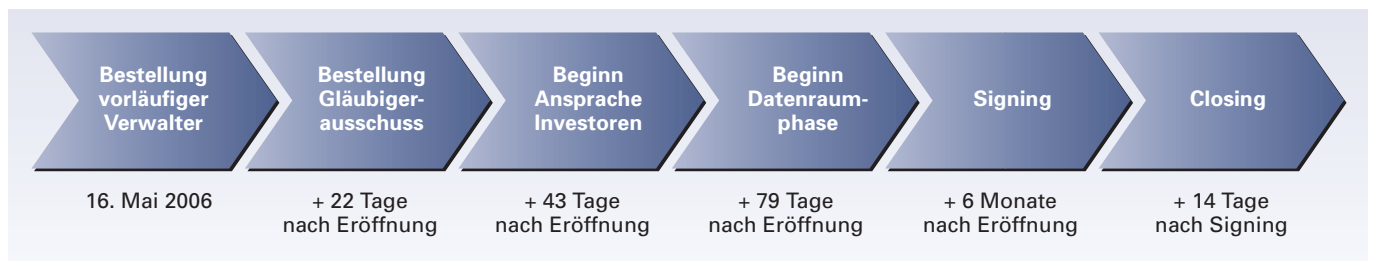
„Doing a distressed M&A deal is like trying to sell an ice cube before it melts“ – besser lässt sich die Bedeutung des Faktors Zeit kaum umschreiben. Denn im Gegensatz zum klassischen Unternehmenskauf steht der Transaktionsprozess beim Kauf aus der Insolvenz unter wesentlich höherem Zeitdruck und ist aufgrund der vielen unterschiedlichen Interessenla-

gen der einzelnen Stakeholder-Gruppen (Banken, Kreditversicherer, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, ...) in der Regel viel komplexer – werden diese nicht schnellstmöglich koordiniert, verlangsamt und erschwert dies den Verkaufsprozess massiv, was nicht im Sinne des Unternehmens sein kann.

Wird der Verkaufsprozess zu spät initiiert, leidet das Vertrauen auf der Kundenseite, Aufträge werden umgelenkt, wesentliche Lieferanten belegen das Unternehmen mit erschwerten Lieferbedingungen, wichtige Mitarbeiter verlassen „das sinkende Schiff“ und

der Zeitpunkt für den Einstieg eines neuen Eigentümers wird unnötig lange hinausgeschoben.

Erforderliche Informationen bei Distressed Deals liegen oftmals nicht im gewünschten Umfang oder in erforderlicher Qualität vor, da das Unternehmen entweder nicht ausreichend Zeit zur Vorbereitung hatte oder im schlimmsten Fall nie Transparenz bestand. Hier muss für einen erfolgreichen Verkaufsprozess von Tag eins an von Seiten des Insolvenzverwalters ein Schwerpunkt gelegt werden. Ein für mich positives Beispiel einer zügi-



Ablauf des Prozesses im Fall eines Plüschtierherstellers

gen und gut organisierten Transaktion war 2006 der Verkauf eines Plüschtierherstellers aus der Insolvenz (siehe Abbildung).

Durch die schnelle Übernahme der Geschäftstätigkeit durch den Investor konnte das entstandene Vertrauensvakuum auf Seiten der Stakeholder aufgelöst und die Neuausrichtung des Unternehmens erfolgreich angestoßen werden.

Nur das richtige Team erreicht den Gipfel!

Eine Restrukturierung sollte immer als Chance zum Neuanfang betrachtet werden, ein Unternehmen zukunftsfähig zu machen und wieder auf stabilen Wachstumskurs zu führen. Das macht oftmals deutliche Veränderungen und tiefe Einschnitte erforderlich. Ein allein auf massive Kostensenkungen und den Verkauf nicht-betriebs-

notwendiger Vermögensgegenstände ausgerichtetes Programm greift unserer Erfahrung nach aber oftmals zu kurz – vielmehr ist ein ganzheitliches strategisches Unternehmenskonzept für die nächsten Jahre erforderlich, das klar und nachvollziehbar den Weg nach vorn deutlich macht.

Auch personelle Veränderungen können für einen Erfolg versprechenden Neuanfang erforderlich sein. In den meisten Fällen sind es nicht allein die externen Herausforderungen (z. B. eine Konjunkturabkühlung, strukturelle Veränderungen im Nachfrageverhalten einer Branche, steigende Rohstoffpreise, etc.), die für eine Unternehmenskrise verantwortlich sind. Vielmehr liegt das Problem oftmals darin, dass der betroffenen Unternehmensführung die Fähigkeit oder Bereitschaft fehlt, die sich abzeichnende Bedrohung rechtzeitig als solche zu erkennen und es versäumt, zeitnah

mit den geeigneten strategischen, operativen und finanzwirtschaftlichen Maßnahmen auf sie zu reagieren.

Sind die Versäumnisse des bestehenden Managements so umfangreich, dass seine Glaubwürdigkeit nach innen und außen aufgebraucht ist oder fehlt die Bereitschaft, den radikalen Kurswechsel mit der nötigen Energie aktiv voranzutreiben, können personelle Veränderungen im Management zwingend sein. Denn die zentrale Rolle bei einem erfolgreichen Turnaround spielt das Management-Team selbst.

Nur ein Team, das vom Restrukturierungskonzept absolut überzeugt ist und bereit ist, solch ein herausforderndes Programm umzusetzen, hat Chancen auf Erfolg. Oftmals reicht aber auch die Verstärkung des bestehenden Managements um restrukturierungserfahrene Experten, die

entsprechend inzentiviert gemeinsam mit dem alten Management den notwendigen Kurswechsel herbeiführen.

Die Seilschaft konsequent führen!

Ist das Restrukturierungskonzept einmal definiert und mit konkreten Maßnahmenplänen hinterlegt, ist eine rasche und konsequente Umsetzung für einen erfolgreichen Turnaround von zentraler Bedeutung. Insbesondere ein in Restrukturierungssituationen weniger bewandertes Management-Team bedarf in dieser Zeit einer engen Begleitung durch den Finanzinvestor, die weit über die Präsenz im Beirat hinausgeht. Je nach Fall kann es aus unserer Sicht in der heißen Phase der Restrukturierung sogar sinnvoll sein, wenn Mitarbeiter des Investors über einen längeren Zeitraum permanent vor Ort sind.

Von fundamentaler Bedeutung ist natürlich ein detailliertes, gut strukturiertes Projekt-Controlling, das den Entscheidungsträgern die erforderliche Transparenz über den Fortschritt und die Wirkung der Restrukturierungsmaßnahmen vermittelt, um entstehende Probleme schnell und effektiv lösen zu können. Beispielsweise hat sich in einem Fall, in dem ich in der Vergangenheit involviert war, als dringend notwendig erwiesen, unmittelbar nach Signing mit einem erfahrenen fünfköpfigen Forensik-Team eines Restrukturierungsberaters über einen Zeitraum von sechs Monaten das nicht vorhandene Controlling aufzubauen und über ein entsprechendes Management-Informationssystem (MIS) die für die Kostensenkung notwendige Transparenz aufzubauen.

Niemanden zurücklassen!

Ein Unternehmen aus der Krise zu führen bedeutet, alle involvierten Interessensgruppen („Stakeholders“), die unterschiedlicher kaum sein könnten und teils stark von einander divergierende Ziele verfolgen, auf dem Weg zum Gipfel mitzunehmen. All diese Parteien müssen sich mit dem Weg und den Etappenzielen identifizieren. Hierfür muss man bereits während des Verkaufsprozesses gesichtswahrend agieren, um überhaupt „zum Zug“ zu kommen. So macht es in der Regel Sinn, dem Insolvenzverwalter das Parkett zu überlassen, wenn es um die Verkündung positiver Nachrichten geht, oder den entscheidenden Mitarbeitern ein Signal zu geben, dass man nach Abschluss der Transaktion auf sie setzen wird. Intensive Gespräche mit den Lieferanten und Kunden, alten und neuen Finanzierungspartnern sind hierbei mindestens so wichtig wie Offenheit gegenüber den Mitarbeitern und dem Betriebsrat.

Eine Seilschaft ist immer so schnell wie ihr langsamstes Mitglied. Und jemand zurück zu lassen bedeutet, dass man sein ursprüngliches Ziel, alle richtig auf den Gipfel einzuschwören, verfehlt hat und der Rest der Gruppe auf den Weg nach oben geschwächt wird. Das gilt es auf jeden Fall zu vermeiden und dies ist die wichtigste und entscheidende Aufgabe des Investors. Hierfür muss er vor Ort präsent sein und in ständigem Dialog mit allen Mitgliedern seiner Seilschaft stehen.

Zusammenfassung:

Die skizzierten Thesen machen schnell deutlich, dass ein erfolgreicher Unternehmenskauf aus der Insolvenz vor allem davon abhängt, dass alle Räder geräuschlos ineinandergreifen und Erfahrung auf allen Ebenen vorhanden ist.

Hierzu gehören ein transaktionsorientierter Insolvenzverwalter, ein restrukturierungserfahrenes Management, motivierte Mitarbeiter und Stakeholder, die Vertrauen in den Weg zum Gipfel haben. Und zu guter Letzt ein Investor, der sich seiner Verantwortung bewusst ist und mit entsprechenden Ressourcen und „Commitment“ die Seilschaft auf den richtigen Weg zum Gipfel führt.



Weitere Informationen:

Jens Alsleben
Managing Director
H.I.G. European Capital Partners GmbH
Warburgstraße 50
D-20354 Hamburg

Telefon 040 41 33 06-130
Telefax 040 41 33 06-200
E-Mail jalsleben@higcapital.com
<http://www.higprivateequity.com>

Sitz der Gesellschaft und Zuständigkeit des Gerichts – Gestaltungsspielräume von EuInsVo und InsO



von Prof. Dr. Christoph G. Paulus

Die Möglichkeit einer Zusammenschau von Gestaltungsspielräumen und Insolvenzrecht ist relativ neu: War doch bis vor nicht allzu langer Zeit das Insolvenzrecht der Inbegriff des *ius cogens*, des zwingenden Rechts, das allein schon deswegen im krassen Gegensatz zum schöpferischen Potenzial kreativer Gestaltungsmöglichkeiten stand. Dieses Verhältnis hat sich jedoch innerhalb der ungefähr zehn letzten Jahre geändert.

Es sind aber internationale Entwicklungen, die den Anstoß für dieses Zusammenrücken gegeben und Bewegung in das über buchstäblich Jahrhunderte lang mehr oder minder starre und unbewegliche Insolvenz-(besser noch: Konkurs-)recht gebracht haben – internationale Entwicklungen, die das Insolvenzrecht sogar in das Zentrum ordnungspolitischer Funktionen gerückt haben. War es doch die Ostasienkrise Mitte der 90er-Jahre des letzten Jahrhunderts, die die G 7-Staaten dazu veranlasst hat, ein Financial Stability Forum mit der Aufgabe zu gründen, vergleichbare Finanzkrisen nach Möglichkeit zu verhindern. Zu diesem Zweck hat eben dieses Forum diejenigen Indikatoren einer jeweiligen Volkswirtschaft festgemacht, die für die Finanzstabilität eines jeden Staates von maßgeblicher Bedeutung sind und die ständig verbessert und angepasst werden sollen. Dieser Ka-

talog, das sogenannte Compendium of Standards, umfasst zwölf Indikatoren, deren einer das Insolvenzrecht ist; mit seiner Betreuung und Fortentwicklung ist die Weltbank betraut.

Freilich ist dieser Bedeutungszuwachs des Insolvenzrechts nahezu unbemerkt geblieben in den damals noch ungebremst prosperierenden westlichen Industrienationen und somit auch hierzulande in Deutschland. Dass aber auch hier Bewegung ins gerade frisch reformierte Insolvenzrecht der Insolvenzordnung von 1999 gekommen ist, ist einer weiteren internationalen Entwicklung zuzuschreiben – nämlich dem Inkrafttreten der Europäischen Insolvenzverordnung (EuInsVO). Sie führte nämlich dazu, dass ausgerechnet die englischen Insolvenzfachleute (das sind nicht notwendig Juristen) den kontinentaleuropäischen Juristen eine Lektion in Sachen Gesetzesauslegung erteilten. Der Auslöser dessen war das Konzerninsolvenzrecht.

Was unter diesem Terminus exakt zu verstehen ist, weiß man bis heute noch nicht so ganz genau. Weder die nunmehr schon seit über zwei Jahren mit eben dieser Thematik befasste Arbeitsgruppe von UNCITRAL noch die etwas jüngere, vom Bundesministerium für Justiz einberufene Expertenrunde haben sich bislang auf eine präzise Definition verständigen können. Dass sich der Terminus gleichwohl festgesetzt hat, hängt mit der schon lange bestehenden, praktischen

Dringlichkeit der Problematik zusammen; dabei geht es um den immer wieder erfahrenen Fall, dass die Insolvenz eines konzerngebundenen Unternehmens den Auslöser für den nachfolgenden Zusammenbruch weiter – oder gar aller – Konzernunternehmen darstellt. Wie man damit umgeht, ist allerdings solange kein übermäßig drängendes Problem, als es keine Alternative zur Liquidation als einziger Variante eines Konkursverfahrens gibt. Man kann sich dann nämlich nicht ohne innere Rechtfertigung auf den Standpunkt stellen, dass für jedes einzelne Konzernmitglied ein eigenes Verfahren durchgeführt werden müsse. Dementsprechend galt die Faustformel: „ein Unternehmen, eine Insolvenz, ein Verfahren“.

Für nicht wenige ist das auch heute noch die richtige Lösung der Problematik. Allerdings haben sich die Ausgangsparameter insofern verschoben, als es nunmehr die Alternative zur Liquidation in Gestalt der Sanierung nach Maßgabe des in den §§ 217 ff. InsO normierten Planverfahrens gibt. Eine Sanierung wird sich schwerlich in der Weise erzielen lassen, dass mehrere Verwalter in mehreren Verfahren auf das eine Ziel hin zusammenarbeiten. Aber auch dann, wenn man die übertragende Sanierung (zutreffender Weise) als eine Variante der Liquidation versteht, ergeben sich für diese erhebliche Probleme aus der besagten Faustformel dann, wenn der Konzern grenzüberschreitend auf-

gestellt ist – etwa, wenn sich die Gesellschaften beispielsweise über zehn EulnsVO-Mitgliedsstaaten verteilt haben. Im einen wie im anderen Beispielsfall ist eine wie auch immer geartete Zusammenfassung wünschenswert – wenn nicht gar unabdingbar für die Erreichung des angestrebten Zieles.

Die Engländer haben vorexerziert, dass es bei diesem „wünschenswert“ nicht zu bleiben braucht; sie haben gehandelt. Den ausdrücklich erklärten Willen des historischen Gesetzgebers missachtend, haben sie in den Art. 3 Abs. 1 EulnsVO die Statuierung eines Konzerngerichtsstandes hineingelesen. Was als „Mittelpunkt der hauptsächlichlichen Interessen“ (Centre of Main Interest = COMI) als auf jede einzelne juristische (natürlich auch natürliche) Person bezogen gedacht und konzipiert war, haben sie als konzernbezogen interpretiert. Insbesondere mit der Argumentationsfigur der Head Office Function als dem Mittelpunkt des Konzerninteresses war der Weg eröffnet, die Insolvenzen jedes einzelnen Konzernmitglieds an einem Gericht zu bündeln. Denn deren COMI wurde am Sitz derjenigen Gesellschaft – nicht notwendig der Muttergesellschaft – verortet, die diese Leitungsfunktionen ausübte.

Dass diese Gesellschaft (und damit das zuständige Gericht ... und damit der zuständige Verwalter) zumindest in der Anfangszeit eigentlich immer gerade die englische war, war eine – wie man aus heutiger Rückschau getrost sagen kann – lässliche Sünde des neu entdeckten Instrumentariums. Nach einem kontinentalweiten Aufschrei der Empörung erkannten nicht nur recht bald schon anderer Länder Insolvenzpraktiker die Vorzüge dieser Interpretation und kopierten sie bei sich daheim; es haben sich auch die englischen Gerichte zwischenzeitlich eine größere Zurückhaltung bei der Mittelpunktfindung gerade in England auferlegt. Die mit Spannung erwartete Entscheidung des EuGH in der Sache „Eurofood“ schob diesem von der Praxis geschaffenen Modernisierungsschub nur bei erster Lektüre einen Riegel vor; genaueres Hinsehen zeigt nämlich, dass dem sanierungsfreundlichen Konzerngerichtsstand keineswegs der endgültige Garaus gemacht wurde – eine Erkenntnis, die sich insbesondere die französischen Gerichte im „Eurotunnel“-Fall zu eigen gemacht haben.

Nachdem das Potenzial des neuen europäischen Rechts zur flexiblen Verfahrensoptimierung wenn nicht ausgelotet, so doch zumindest zu Tage gefördert war, war es recht eigentlich nurmehr eine Frage der Zeit, dass die schöpferische Phantasie nach weiteren Möglichkeiten Ausschau hielt. Dazu ist als Kuriosum zu vermerken, dass die EulnsVO ausweislich ihres Erwägungsgrundes 4 mit der Absicht angetreten ist, ein Forum Shopping innerhalb

Europas zu unterbinden; wie so oft, entpuppte sich diese Absicht in der Realität gerade entgegengesetzt als eine Art Erweckungskuss zur ideenreichen Suche nach weiteren Alternativen.

Und man wurde fündig: In dem Maße nämlich, in dem sich die Einsicht (zwar erstaunlich langsam, aber immerhin) verbreitet, dass das moderne Insolvenzrecht nicht mehr eine Art von (mehr oder minder destruktivem) Endzeitrecht ist, sondern vielmehr konstruktive Chancen zur Sanierung bietet – die Insolvenz als Sanierungschance ist eine zumindest hierzulande sehr junge Option –, drängte sich aus dem vorbeschriebenen Verlauf des Konzerninsolvenzrechts die Schlussfolgerung auf, dass sich der Sitz einer Gesellschaft als der das COMI und damit gemäß Art. 4 EulnsVO das anzuwendende Insolvenzrecht determinierende Faktor auch zum Zwecke einer optimierten Sanierung einsetzen lässt. Denn nunmehr lassen sich die Shops daraufhin überprüfen, ob sie eine den eigenen Vorstellungen gemäße (oder doch wenigstens nahe kommende) Sanierungsregulierung im Angebot haben. Ist das der Fall, bedarf es allein der Verlegung des COMI in dieses Forum.

Nun ist die letztere Aussage freilich leichter gesagt als getan; man kann die wesentliche Verwaltung eines auch nur etwas größeren Unternehmens nicht so ohne weiteres von einem Ort an einen anderen – noch dazu im Ausland gelegenen – verlagern. Dem Vernehmen nach soll die im Ergebnis erfolgreiche Verlagerung der Deutschen Nickelwerke nach England einen hohen zweistelligen Millionenbetrag allein an Anwaltsgebühren verschlungen haben. Einen derartigen Aufwand wollte man sich offenbar bei dem Nachahmungsversuch im Falle Brochier ersparen – und ist prompt gescheitert; das englische Gericht erkannte auf den Einspruch des deutschen Insolvenzverwalters hin, dass sich das COMI nach wie vor in Nürnberg befände. Bei dem dritten der prominenten Versuche, Schefenacker, baute man im Vorhinein auf konsensuale Mechanismen und transferierte wiederum erfolgreich den Mittelpunkt der hauptsächlichlichen Interessen nach England und zog damit Nutzen aus den zuständigkeitsbestimmenden Artikeln 3 I und 4 EulnsVO.

Der Grund, warum man in diesen Fällen gerade den englischen Shop anstrebt, hängt mit dessen als besonders attraktiv angesehener Ausgestaltung des dortigen Reorganisationsverfahrens, dem CVA (Company Voluntary Arrangement), zusammen. Seine Vorzüge, vor allem die weitgehend unbeschränkte Planbarkeit des Verfahrensablaufs, ziehen die von den Unwägbarkeiten des deutschen Insolvenzverfahrens, und hier insbesondere der fehlenden Möglichkeit der Verwalterbestimmung, abgeschreckten

Reorganisationskandidaten an wie das Licht die Motten. Es ist hervorhebenswert für die Dynamik des modernen Insolvenzrechtsgeschehens, dass in Europa inzwischen fast schon so etwas wie ein legislativer Wettbewerb um ein möglichst attraktives Reorganisationsverfahren im Vorfeld des klassischen Insolvenzverfahrens eingesetzt hat. Frankreich und Italien haben sich Derartiges zugelegt, durchaus untermalt mit Werbegetrommel, die Niederlande werden alsbald folgen, und das BMJ stellt hierzulande auch schon Erwägungen in diese Richtung an.

Bislang war die Rede ausschließlich von grenzüberschreitenden Fällen. Wie so oft, hat man sich hierzulande bemerkenswert viel Zeit damit gelassen, auf den abfahrenden Zug zu springen, hat dann allerdings mit dem einschlägig bekannten PIN-Verfahren eine gründliche Lehre aus den internationalen Vorbildern gezogen. So nämlich, wie sich die europäische Zuständigkeit nach dem COMI der betreffenden Person richtet, richtet sich innerhalb Deutschlands die innerstaatliche Zuständigkeit gemäß

§ 3 I InsO u. a. nach dem „Mittelpunkt einer selbständigen wirtschaftlichen Tätigkeit des Schuldners“. Diese Formulierung stand gar Pate für die der EuInsVO. Begleitet wiederum von einem großen Aufschrei der Empörung bündelte das Insolvenzgericht Köln seine Zuständigkeit für alle nationalen konzerngebundenen Gesellschaften auf der Grundlage dieser Vorschrift und gab auf diese Weise dem derzeitigen auch hierzulande zu verzeichnenden Bestreben nach einem modernisierten Konzerninsolvenzrecht gehörigen Nachdruck.

Dieses Vorgehen ist zusätzlich auch deswegen begrüßenswert, als man sich hierzulande den Luxus von über 180 Insolvenzgerichten (sic!) leistet, die vielfach mangels qualifizierter Besetzung weder die unternehmerische Relevanz des konkreten Einzelfalles noch die volkswirtschaftliche Bedeutung des Insolvenzrechts insgesamt richtig einzuschätzen wissen. Angesichts dessen ist es verdienstvoll, wenn eines der anerkannten Spezialgerichte in Insolvenz-

sachen durch die Übernahme einer Vorreiterrolle der phlegmatisch-unbeweglichen Föderalstruktur mit ihrem Beharren auf die Existenzsicherung einmal erworbener Gerichte ein wenig die Augen öffnet.

Das Kölner Gericht ging aber noch einen Schritt weiter, indem es auch noch eine gegenüber dem Deutsche-Nickelwerke-Verfahren ungleich preiswertere Variante der Sitzverlagerung als den Anforderungen der EuInsVO genügend erachtete. Die in Luxemburg residierende und registrierte Holding der PIN-Gruppe wurde nämlich in der Weise nach Köln „gezogen“, dass im recht unmittelbaren Vorfeld des Insolvenzverfahrens das Management in Luxemburg ausgetauscht und gegen ein neues, in Köln residierendes und regelmäßig konferierendes ausgetauscht wurde; zusätzlich wurden nahezu alle Gerätschaften (Ordner, Geschäftsunterlagen etc.) nach Köln verfrachtet. Damit sah das Insolvenzgericht Köln das COMI der Holding zum Zeitpunkt der ein paar Wochen später erfolgten Antragsstellung als in Köln befindlich an.

Diesem Vorgehen haftet ein wenig der Hautgout einer „Wild-West-Lösung“ an. Unterscheidet es sich doch von den allgemein als unzulässig gezeißelten „Bestattungsfällen“ im Wesentlichen nur dadurch, dass man sich nicht ins Ausland begibt, sondern den umgekehrten Weg ins Inland geht. Rechtfertigen lässt sich das Vorgehen in Anbetracht der Vergleichbarkeit der Fallkonstellationen nur – aber auch immerhin – dann, wenn dem Gericht nachgewiesen (oder doch zumindest glaubhaft gemacht) wird, dass die Sitzverlagerung zum Zwecke einer massemaximierenden Sanierung und damit zu Gunsten der Gläubiger und ihrer optimierten Befriedigungschancen erfolgen soll. Dieser vorrangige Zweck des deutschen Insolvenzrechts (beachte, dass er nicht überall den gleichen Vorrang zu haben braucht) war es immerhin auch, der den englischen Richter im Collins & Aikman-Fall davon überzeugte, einem Verteilungsmechanismus zuzustimmen, der denjenigen des englischen Rechts durch diejenigen anderer Mitgliedstaaten ersetzte.

Zusammengefasst: Das Insolvenzrecht bietet in zunehmendem Maß konstruktive Möglichkeiten zur Sanierung eines Unternehmens – eine Krise lässt sich damit auch in diesem Bereich verstärkt als Chance begreifen. Sie zu erkennen und dann auch wahrzunehmen, erfordert einigermaßen kreative Phantasie. Sie hat sich in den vergangenen Jahren zum einen auf das anwendbare Insolvenzrecht, zum anderen auf das zuständige Insolvenzgericht konzentriert; in beiden Fällen ist der maßgebliche „Aufhänger“ die Suche nach dem zuständigen Gerichtsort. Ob es bei diesem einen „Aufhänger“ bleibt, wird sich erweisen. Der

bisherige Trend hat jedoch die Augen dafür geöffnet, dass die Beschäftigung mit ausländischen Insolvenzrechten nicht länger nur ein akademisches Glasperlenspiel ist, sondern ganz handfeste, praktische Vorteilssuche sein kann. Man wird die Prognose wagen dürfen, dass die insolvenzrechtlichen Gestaltungsspielräume längst noch nicht ausgeschöpft sind.

Weitere

Informationen:

Prof. Dr. Christoph G. Paulus, LL.M. (Berkeley)
 Dekan der Juristischen Fakultät
 der Humboldt-Universität zu Berlin
 Unter den Linden 6
 D-10099 Berlin

Telefon 030 20 93-34 34
 Telefax 030 20 93-34 32
 E-Mail sekretariat.paulus@rewi.hu-berlin.de
<http://www.rewi.hu-berlin.de/jura/ls/pls>



Vorstandshaftung in der Insolvenz von gesetzlichen Krankenkassen

von Dr. Klaus Matzen

I. Anwendung des Insolvenzrechts auf alle Krankenkassen

Ab dem 01.01.2010 sind auch gesetzliche Krankenkassen, d. h. sowohl Primär- als auch Ersatzkassen, insolvenzfähig. Das Gesetz zur Weiterentwicklung der Organisationsstrukturen in der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV-OrgWG) durchbricht eine über hundert Jahre alte Tradition, nämlich die bereits mit dem alten Konkursrecht im Jahre 1877 eingeführte und durch das neue Insolvenzrecht im Jahre 1999 übernommene Befreiung juristischer Personen des öffentlichen Rechts, die einer Landesaufsicht unterstehen, von der Insolvenzfähigkeit durch Landesrecht (vgl. § 12 Abs. 1 Nr. 2 InsO).

Begründet wird diese Neuerung mit dem Ausgleich der bislang ungleichen wettbewerbsrechtlichen Ausgangspositionen zwischen bundesunmittelbaren Krankenkassen, für die das Insol-

venzrecht gilt, und den gesetzlichen Krankenkassen, die hiervon durch Landesrecht befreit wurden. Durch die Herstellung der Insolvenzfähigkeit aller Krankenkassen sollen nach dem Willen des Gesetzgebers die gleichen Rahmenbedingungen geschaffen, die Transparenz in Bezug auf die tatsächliche finanzielle Situation der Krankenkassen erhöht und eine stärkere Nachhaltigkeit der Finanzierung der gesetzlichen Krankenkassen erreicht werden.

Zwar tritt diese gesetzliche Regelung erst am 01.01.2010 in Kraft. Jedoch stellen sich bereits heute unter präventiven Gesichtspunkten für die Vertragspartner der gesetzlichen Krankenkassen, also im Ergebnis für die gesamte Gesundheitswirtschaft, entscheidende Fragen im Rahmen der Insolvenzabsicherung in der Vertragsgestaltung. Insbesondere ergeben sich jedoch mit der Einführung eines effektiven Risikomanagements Haftungsfragen für die handelnden Vorstände der betroffenen Krankenkassen.

Die Risiko- und Haftungspositionen, die durch die Insolvenzfähigkeit der gesetzlichen Krankenkassen entstehen, sind vielschichtig. Der vorliegende Beitrag betrachtet zunächst die insolvenzverfahrensrechtliche Seite der neuen Gesetzesregelung und gibt sodann einen Kurzüberblick über die daraus folgenden Haftungsszenarien für das operative Management von gesetzlichen Krankenkassen.

II. Insolvenz oder Schließung von Krankenkassen

Im Rahmen der kassenartenübergreifenden Regelungen legt § 171b SGB V das Verfahrensrecht für die Insolvenz von gesetzlichen Krankenkassen fest.

In Abweichung zum herkömmlichen Gesellschaftsrecht ist der Vorstand einer Krankenkasse zukünftig bei Insolvenzeintritt, also bei Eintritt oder Drohen der Zahlungsunfähigkeit oder bei Vorliegen einer Überschuldung, nicht insolvenzantragspflichtig oder -berechtigt, sondern hat die zuständige Aufsichtsbehörde unverzüglich über

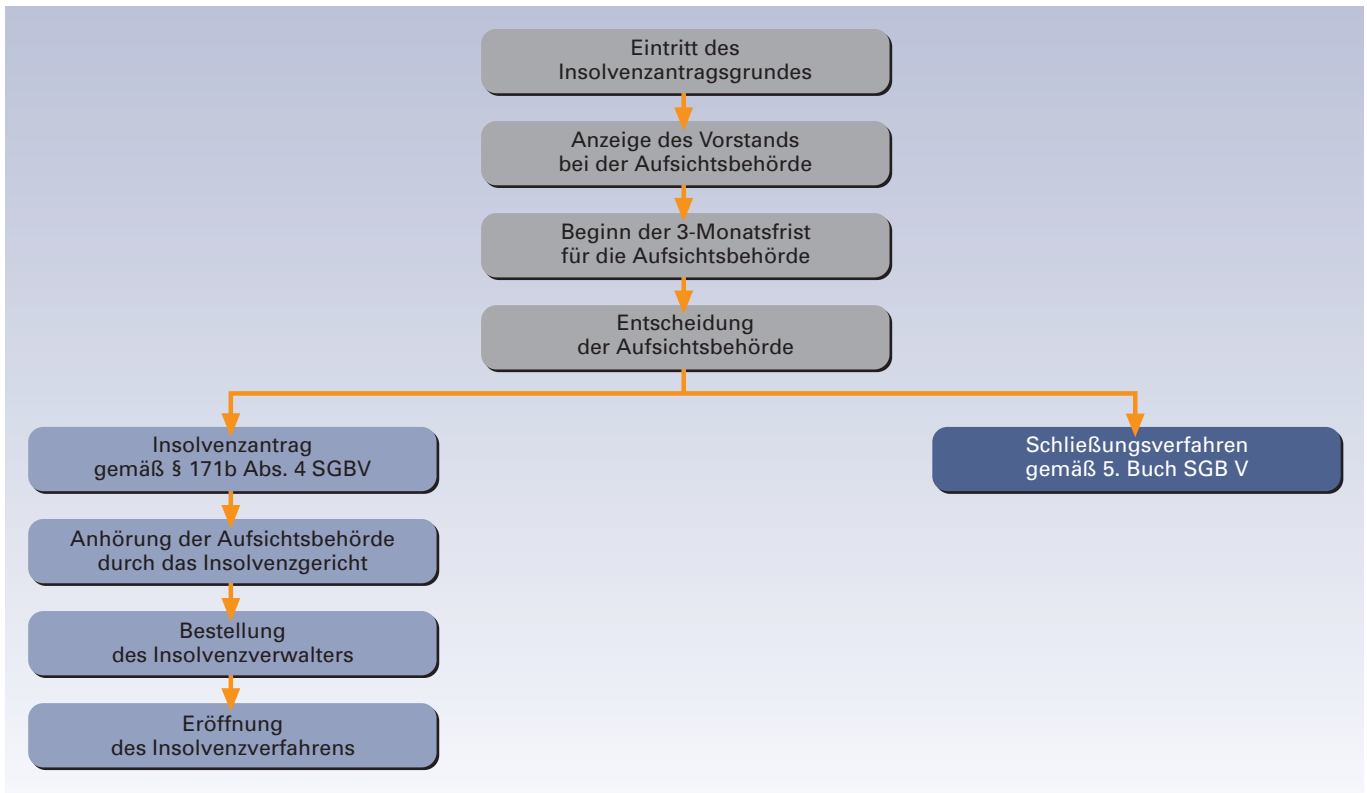
den Eintritt des Insolvenzgrundes zu unterrichten (Anzeigepflicht). Ein Insolvenzantrag über das Vermögen der Krankenkasse kann nach § 171b Abs. 2 SGB V nur von der Aufsichtsbehörde gestellt werden. Alternativ kann sie die Schließung der Krankenkasse anordnen, wenn die Leistungsfähigkeit auf Dauer nicht

mehr gesichert ist. Das Schließungsrecht der Aufsichtsbehörde, das sich nach dem fünften Buch des SGB V richtet, ist nach Ansicht des Gesetzgebers vorrangig anzuwenden.

Entscheidet sich die Aufsichtsbehörde für die Insolvenzantragstellung, so muss diese spätestens nach drei Mo-

naten nach Eingang der Insolvenzanzeige des Vorstandes erfolgen. Geschieht dies nicht, so soll eine Insolvenzantragstellung für die Zeitdauer des Vorliegens dieses Insolvenzgrundes ausgeschlossen sein.

Im Einzelnen lässt sich das Verfahren wie folgt darstellen:



III. Vorstandshaftung

Dem vorstehenden Schaubild lässt sich nur im Ansatz entnehmen, welchen zusätzlichen Haftungsrisiken der Vorstand einer gesetzlichen Krankenkasse in der Insolvenz zukünftig ausgesetzt sein wird. Zur Klarstellung sei noch einmal darauf verwiesen, dass es bei der Vorstandshaftung letztlich um die unbeschränkte Haftung der handelnden Organe mit ihrem gesamten Privatvermögen für ihr operatives Fehlverhalten geht – und dies zunächst unabhängig davon, ob das Handeln dieser Organe durch eine D&O-Versicherung rückgedeckt ist. Die betroffenen Organe sind dabei sowohl

der handelnde Vorstand und die Aufsichtsräte der gesetzlichen Krankenkasse als auch dieselben Organe der zuständigen Aufsichtsorganisation, wobei der Haftungsmaßstab für letztere den Regelungen der Amtshaftung zu entnehmen ist.

1. Haftung des Vorstands bei Fortführung der Krankenkasse zwischen Insolvenzureife und Insolvenzantragstellung

Die Handlungssituation eines Vorstandes, der das Vorliegen eines Insolvenzantragsgrundes bei der Krankenkasse festgestellt hat, ist in keiner Weise rechtssicher.

Während nach herkömmlichem Gesellschaftsrecht der Vorstand einer Aktiengesellschaft unverzüglich nach Vorliegen eines Insolvenzgrundes den Insolvenzantrag zu stellen hat (Anmerkung: Die Drei-Wochen-Frist greift nur in Ausnahmefällen, nämlich nur dann, wenn eine Fortführungsfähigkeit überwiegend wahrscheinlich ist), ist der Vorstand einer Krankenkasse zukünftig nicht berechtigt, einen Insolvenzantrag zu stellen und hat nach Erfüllung seiner Anzeigepflicht gemäß § 171b SGB V auch keinen weiteren Einfluss auf die Einleitung eines Insolvenzverfahrens.

Die entscheidende Haftungsfrage, die sich für den Vorstand in der Praxis stellt, ist freilich, ob und in welchem Umfang er nach Feststellung der Insolvenzzreife der Krankenkasse und nach Erfüllung seiner Anzeigepflicht das operative Geschäft weiter betreiben darf. Hierzu sieht das GKV-OrgWG keine Regelung vor.

Unzweifelhaft dürfte sein, dass der Vorstand bei seinem Handeln zunächst das Gleichbehandlungsgebot im Hinblick auf alle Gläubiger beachten muss. Dieser Grundsatz wird jedoch nach Eintritt der Insolvenzzreife schwer einzuhalten sein, da der Vorstand die Krankenkasse operativ zunächst fortführt. Deshalb stellt sich die Anschlussfrage, in welchem Umfang ein Vorstand in dieser Situation noch Zahlungen an Gläubiger leisten darf.

Gesellschafts- und insolvenzrechtlich besteht in derartigen Situationen grundsätzlich ein Auszahlungsverbot (vgl. § 92 Abs. 2 AktG). Nur in engen Grenzen, die von der Rechtsprechung bislang noch nicht hinreichend konkretisiert wurden, ist der Vorstand berechtigt, Zahlungen selbst noch nach Eintritt der Insolvenzzreife an Gläubiger zu veranlassen. Dies sind Zahlungen, die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs zum Zwecke der Prüfung einer Sanierungsfähigkeit notwendig sind oder solche, die insolvenzrechtlich ein Bargeschäft darstellen, bei denen also Leistung und Gegenleistung in einem engen zeitlichen und sachlichen Zusammenhang stehen und somit keine Masseschmälerung eintritt.

Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung dürfen auch die Sozialversicherungsbeiträge – jedenfalls der Arbeitnehmeranteil – noch nach Eintritt eines Insolvenzantragsgrundes abgeführt werden. Dieses Zahlungsrecht soll sich zudem auch auf Umsatzsteuerzahlungen erstrecken.

Sollte das gesellschaftsrechtlich anerkannte Zahlungsverbot auch für gesetzliche Krankenkassen greifen, so liegt das Problem auf der Hand.

Der Vorstand, der keinen Einfluss auf den konkreten Zeitpunkt der Insolvenzantragstellung hat, ist gehalten, die Krankenkasse teilweise noch über Monate operativ zu leiten, ohne Zahlungen veranlassen zu dürfen.

Hier stellt sich praktisch unmittelbar die Anschlussfrage, ob der Vorstand seinen Vertrieb anweisen muss, die Akquisition von Beitragszahlern einzustellen, da in dieser Phase nicht mehr von der mittelfristigen Leistungsfähigkeit der Krankenkasse ausgegangen werden darf. Weiterhin ist fraglich, ob er das bei der Krankenkasse

angestellte Personal vergüten darf, ohne gegen den Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung zu verstoßen.

Durch die vorgenannte Rechtsunsicherheit, insbesondere durch das besondere Verfahren gemäß § 171b SGB V ist der Vorstand einer gesetzlichen Krankenkasse nach Feststellung einer Insolvenzlage nahezu handlungsunfähig.

Dem Vorstand ist haftungsrechtlich anzuraten, sich für sämtliche Auszahlungen, die zur Aufrechterhaltung des Betriebes bis zur Entscheidung über die Insolvenzantragstellung oder Schließung erforderlich sind, jeweils schriftlich die Freigabe der Aufsichtsbehörde einzuholen.

2. Gesteigerte Sorgfaltspflichten des Vorstands zur Behandlung der Beitragszahlungen in der Insolvenz (Gesundheitsfonds)

Wird über das Vermögen einer gesetzlichen Krankenkasse das Insolvenzverfahren eröffnet, so richtet sich die Behandlung der Gläubigerforderungen nach dem allgemeinen Insolvenzrecht, insbesondere für einfache Insolvenzgläubiger nach § 38 InsO und für nachrangige Gläubiger nach § 39 InsO.

Soweit sich Beitragszahlungen der Mitglieder der Krankenkasse auf Konten der Krankenkasse befinden, steht dem Anspruchsberechtigten, nämlich dem Gesundheitsfonds, ein Aussonderungsrecht zu. Beitragszahlungen werden nicht Insolvenzmasse.

Der Vorstand einer gesetzlichen Krankenkasse verwaltet die Beitragszahlungen der Beitragspflichtigen nach Einführung des Gesundheitsfonds treuhänderisch zugunsten des Fonds. Haftungsrechtlich ist der Vorstand gehalten, diese Einzahlungen der Beitragspflichtigen auf gesonderten Konten zu separieren.

In keinem Fall dürfen Gelder der Beitragspflichtigen mit anderen Geldern, die für die operative Geschäftstätigkeit bestimmt sind, auf einem gemeinsamen Konto geführt werden. Der Vorstand unterliegt hinsichtlich dieser Gelder einer gesteigerten Sorgfaltspflicht, da es sich um die Verwaltung von Treugut handelt.

Nicht notwendig ist es, dass der Vorstand bei der konföhrnden Hausbank echte Treuhandkonten für die Verwaltung der Beitragszahlungen einrichtet. Vielmehr ist es ausreichend, wenn sich diese Gelder unterscheidbar in der Masse befinden.

Zusammenfassung:

1. Auf alle Krankenkassen findet ab dem 01.01.2010 das Insolvenzrecht Anwendung.
2. Die Aufsichtsbehörde der jeweiligen Krankenkasse entscheidet über die Insolvenzantragstellung oder Schließung.
3. Die Vorstände der Krankenkassen werden zukünftig erheblichen Haftungsrisiken in der Insolvenz unterliegen. Einerseits trifft sie eine Anzeigepflicht bei Vorliegen eines Insolvenzantragsgrundes, andererseits sind sie jedoch nicht insolvenzantragsberechtigt. Einerseits steht der Vorstand auch nach Vorliegen eines Insolvenzantragsgrundes bis zur Bestellung eines Insolvenzverwalters in der operativen Verantwortung, andererseits gelten auch für ihn in dieser Phase die Grundsätze der Gläubigergleichbehandlung sowie das grundsätzliche Zahlungsverbot entsprechend § 92 Abs. 2 AktG.
4. Schließlich trifft die Vorstände einer Krankenkasse eine gesteigerte Sorgfaltspflicht zur Behandlung der Beitragszahlungen, da diese treuhänderisch zu verwalten sind.



Weitere Informationen:

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

Telefon 040 80 80 480
Telefax 040 80 80 484
E-Mail matzen@matzen-partner.de
<http://www.matzen-partner.de>

Änderung der Insolvenzordnung im Rahmen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes zur Entschärfung der Insolvenzantragspflicht wegen Überschuldung von Unternehmen

von Dr. Andreas Beck

Zum 18. Oktober 2008 hat der Gesetzgeber mit sofortiger Wirkung durch Artikel 5 Finanzmarktstabilisierungsgesetz den seit 1999 durch die Insolvenzordnung in § 19 Abs. 2 eingeführten Überschuldungsbegriff als

insolvenzantragspflichtigen Insolvenzgrund geändert.

Jetzt liegt eine Überschuldung erst dann vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt (rechnerische Überschuldung), es sei denn, die Fortführung des Unternehmens

ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich. Damit ist man befristet bis zum 31. Dezember 2010 zum alten Regelzustand unter Geltung der Konkursordnung zurückgekehrt.

Nach der Gesetzesbegründung soll verhindert werden, dass Unterneh-

men, die durch die gegenwärtige Finanzkrise erhebliche Buchverluste etwa bei Aktien und Immobilien erlitten haben, einen Insolvenzantrag stellen müssen, obwohl für sie eine positive Fortführungsprognose gestellt werden kann. Die Feststellung der positiven Fortführungsprognose wird damit zum entscheidenden Faktor, der Insolvenztatbestand stark auf den künftigen Cashflow und Ertrag fokussiert.

Dabei war die positive Fortführungsprognose auch schon bei der alten Fassung des § 19 Abs. 2 InsO nicht unbedeutend. Ihre Feststellung allein konnte aber die rechtliche Überschuldung nicht verneinen. Vielmehr musste nach alter Rechtslage trotz positiver Fortführungsprognose eine zweite Überschuldungsbilanz aufgestellt werden, nunmehr aber nicht mehr zu den niedrigen Liquidationswerten, sondern zu den höheren Fortführungswerten. Ergab sich danach immer noch eine bilanzielle Überschuldung, so war ein Insolvenzantrag zwingend.

Jetzt genügt eine positive Fortführungsprognose zum Ausschluss der rechtlichen Überschuldung, auch wenn das Unternehmen bei Ansatz von Liquidationswerten bilanziell und damit rechnerisch überschuldet ist. Bei zu positiven Einschätzungen der mittelfristigen Liquiditätslage und Fortführungsprognose gerade bei kleineren und mittleren Gesellschaften muss deshalb mit keinen oder späteren Insolvenzanträgen als bisher üblich gerechnet werden.

Der Insolvenzgrund der Überschuldung wird letztlich auf die Frage reduziert, ob eine positive Fortführungsprognose noch angenommen werden kann. Entgegen dem zu Schutzbehauptungen einladenden Wortlaut des Gesetzes, wonach die Fortführung „nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich“ sein muss, kann die Geschäftsleitung gleichwohl nach der

Gesetzesbegründung nicht x-beliebig prognostizieren, sondern hat mit überwiegender Wahrscheinlichkeit festzustellen, dass die Finanzkraft des Unternehmens mittelfristig zur Fortführung ausreicht. Entsprechend der bisher herrschenden Meinung ist daher eine nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen vorgenommene Liquiditätsplanung erforderlich, nach der im laufenden und darauf folgenden Geschäftsjahr alle Zahlungen erbracht werden können und somit die voraussichtliche Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit während des Prognosezeitraums nach überwiegender Wahrscheinlichkeit bejaht werden kann. Damit wird letztlich die Fortführungsprognose zur einer Zahlungsfähigkeitsprognose bzw. zur Prüfung der drohenden Zahlungsunfähigkeit.

Da die drohende Zahlungsunfähigkeit nach § 18 InsO hingegen keine Insolvenzantragspflicht auslöst, verlagert sich das Risiko von Fehleinschätzungen im Rahmen der Fortbestehens- bzw. Zahlungsfähigkeitsprognose zu Lasten der Gläubigerinteressen. Andererseits aber wird nach dem „Prinzip Hoffnung“ verfahren und darauf gesetzt, dass vorübergehende bilanzielle Unterdeckungen bei an und für sich ertragsfähigen und lebensfähigen Unternehmen überbrückt werden können. Den im Wirtschaftsleben allerdings neben der Überschuldung viel bedeutenderen Insolvenzgrund der strafbewehrten Zahlungsunfähigkeit hat der Gesetzgeber hingegen unangetastet gelassen!



Weitere

Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Andreas Beck
Schultze & Braun GmbH
RA-gesellschaft - WP-gesellschaft
Eisenbahnstraße 19 - 23
D-77855 Achern

Telefon 07841 70 8 - 145
Telefax 07841 70 8 - 301
E-Mail ABeck@schubra.de
<http://www.schubra.de>



Insolvenz als Mittel der Sanierung auch im Einzelhandel – ein Praxisbeispiel

von Dr. Volker Beissenhirtz und Detlef Specovius

Die deutsche Wirtschaft ist mittlerweile in nicht unerheblichem Maße von der Finanzkrise betroffen. Es bahnt sich ein Szenario an, welches die Krise anlässlich des Zusammenbruchs der New Economy 2001/2002 weit in den Schatten stellen dürfte. Wie in jeder Krise sind jedoch verschiedene Branchen unterschiedlich stark betroffen. Die Auswirkungen dürften gerade solche Branchen verstärkt treffen, die einen hohen Liquiditätsbedarf aufweisen. Damit dürfte eine der am stärksten betroffenen Branchen der Einzelhandel sein. Dieser hat bekanntlich auch nicht von der kurzen Aufschwungphase zwischen Ende 2005 und Anfang 2008 profitiert – der private Konsum ist in dieser Zeit kaum gestiegen. Während die großen Einzelhandelsketten in der letzten Krisenphase noch durch die Veräußerung ihrer Immobilienportfolios ihren Liquiditätsbedarf decken konnten, verfügen sie jetzt nicht mehr in nennenswertem Umfang über solche Vermögenswerte.

Auch die „simple“ Re-Finanzierung durch Finanzinvestoren ist im augenblicklichen Marktumfeld kaum zu erwarten. Damit besteht aber auf Grund der – in der Folge noch etwas detaillierter dargestellten – wirtschaftlichen Situation im deutschen Einzelhandel die erhöhte Gefahr von Insolvenzen. Diese Tendenz belegten im Jahr 2008 bereits eindrucksvoll Hertie, Wehmeyer und SinnLeffers, die innerhalb weniger Wochen Insolvenz anmelden mussten.

Häufig versuchen nicht nur Einzelhandelsunternehmen mit allen Mitteln, die Insolvenz abzuwenden, sei es aus Unkenntnis über die Möglichkeiten der Sanierung im Rahmen der Insolvenz, sei es aus Gründen eines falsch verstandenen Prestigedenkens. Auch die Verfasser machen oft die Erfahrung, dass die Geschäftsführung mit den Gläubigern über eine außergerichtliche Lösung verhandelt, aber die Vorbereitung eines „Plan B“, also die Insolvenzvorbereitung mit Insolvenzplan und möglicherweise in Eigenverwaltung vernachlässigt. Der nachfolgende Artikel veranschaulicht noch einmal die Situation im deutschen Einzelhandel zur Jahreswende 2007/2008, stellt kurz das Insol-

venzplanverfahren und die Eigenverwaltung dar und veranschaulicht danach die Schritte zur Vorbereitung eines „Plan B“ anhand eines Praxisbeispiels.

Die Situation im deutschen Einzelhandel

Die Situation des deutschen Einzelhandels entwickelt sich seit Jahren eher negativ. So hat der Anteil des Einzelhandels an den Konsumausgaben der Bundesbürger in den letzten Jahren stetig abgenommen. Betrug er 1992 noch 38,2 %, so waren es 2005 lediglich 29,3 %. Seit 2000 ist der Gesamtumsatz nur moderat von 375 Mrd. Euro auf 395 Mrd. Euro gestiegen. Preisbereinigt stieg der Umsatz zwischen 2000 und 2005 somit um 2 %. Zum Vergleich: In England stiegen die Konsumausgaben im selben Zeitraum preisbereinigt um 15 %.

Der Einzelhandel in Deutschland versucht, diesem Trend durch immer mehr Verkaufsfläche und vor allem durch den Bau von Shoppingcentern zu begegnen. Die Anzahl dieser Center wuchs von 279 im Jahr 2000 auf 384 im Jahr 2007. Durch den nur gering wachsenden Umsatz sank die Flächenproduktivität beim Einzelhandel jedoch sehr stark ab. Im Einzelhandel sank die Flächenproduktivität seit 2000 um mehr als 5 % auf heute unter 3.400 €/qm. Die durchschnittliche Flächenproduktivität sagt allerdings wenig über die tatsächliche Situation der verschiedenen Einzelhändler aus. So konnte die Metro Group, Konzernholding verschiedener großer Einzelhändler (Saturn, Media Markt, Real, Galeria Kaufhof), ihren Gewinn nach Steuern von 2005 zu 2007 um 331 Mio. Euro steigern. Dagegen erwirtschafteten andere Branchengrößen Verluste in Milliardenhöhe.

Nachdem die kleinen klassischen Einzelhändler weitestgehend vom Markt verdrängt worden sind, wird der Konkurrenzkampf nun auf einer höheren Ebene geführt. Der schwache Markt ist zum Beispiel für Textilhändler ein großes Problem, einige Mitbewerber konnten sich gleichwohl behaupten. Die Modekette H & M, welche ihre erste Filiale in Deutschland 1980 eröffnet hatte, erwirtschaftet inzwischen ein Viertel ihres Umsatzes von 9,6 Mrd. Euro

in Deutschland und hat hier über 321 Filialen eröffnet. Demgegenüber stehen die „klassischen“ Modehäuser, deren Absatzprobleme sich zwischenzeitlich zur Krise ausgewachsen haben. Zumindest teilweise wurden die Krisen auch durch zu hohe Mietkosten verschärft. Es begann sich bei verschiedenen Unternehmen abzuzeichnen, dass die Liquiditätslage sich im Laufe des Jahres 2008 kritisch entwickeln würde.

Einführung Insolvenzplanverfahren und Eigenverwaltung

Ein von Unternehmern nicht gerne in Anspruch genommenes Sanierungsinstrument ist das Insolvenzverfahren. Mit Inkrafttreten der Insolvenzordnung im Jahre 1999 wurde die Unternehmenssanierung als weiteres Ziel in das Insolvenzrecht aufgenommen. Hierfür wurde das sog. „Insolvenzplanverfahren“ in die Insolvenzordnung eingefügt. Nach neuester Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes ist der in der Insolvenzordnung als Sanierungsinstrument vorgesehene Insolvenzplan als ein spezifisch insolvenzrechtliches Instrument zu charakterisieren, kein Vertrag im herkömmlichen Sinne, aber der Auslegung zugänglich (Maßstab ist das individuelle Verständnis derjenigen, die über ihn beschließen). Das Planverfahren dient der Sanierung des unternehmerischen Rechtsträgers. Eingriffe in die Rechte der Anteilshaber oder in Sicherungsrechte sind zwar nur mit Zustimmung der Betroffenen zulässig, allerdings sind derartige Eingriffe in der Praxis recht zahlreich, da häufig Gesellschafter oder besicherte Banken einen Beitrag zur Sanierung des Unternehmens leisten.

Daneben wurde die Durchführung eines Insolvenzverfahrens ohne Insolvenzverwalter durch die sog. „Eigenverwaltung“ in das Gesetz eingeführt. Die Eigenverwaltung durch den

Schuldner unter der Aufsicht eines Sachwalters soll der Kontinuität in der Geschäftsführung und Nutzung des unternehmerischen Wissens sowie der Kostensenkung dienen. Der Schuldner behält die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis über sein Vermögen. Wie der Insolvenzverwalter im allgemeinen Verfahren, handelt der Schuldner im Eigenverwaltungsverfahren dann als Amtswalter mit gesetzlich bestimmten Rechten und Pflichten. In der Praxis erlangt auch die Eigenverwaltung zunehmend an Bedeutung, wie die Fälle Babcock Borsig, Kirch Media oder IhrPlatz belegen.

Praxisbeispiel Einzelhandelsunternehmen

Auch der Einzelhandelsfilialist B mit einem Umsatz von mehreren hundert Millionen Euro, mehreren tausend Mitarbeitern und Filialen im ganzen Bundesgebiet ist von der oben bereits beschriebenen generellen Krise im Einzelhandel betroffen. Den Gesellschaftern und der Geschäftsführung war auf Grund der saisonalen Liquiditätsentwicklung bewusst, dass im Laufe des Jahres bei unbeeinflusstem Ablauf bis spätestens Ende des Jahres ernsthafte Liquiditätsprobleme auftreten würden. Es erschien am Anfang des Jahres 2008 auch nicht gesichert, dass die bereits eingeleiteten leistungswirtschaftlichen Maßnahmen sowie die eingeleiteten Verhandlungen mit verschiedenen Vermietern zur Reduzierung der Mieten zu einer Abwendung der Probleme führen würden. In dieser Situation – also sehr frühzeitig – begannen Gesellschafter und Geschäftsführung zunächst zu eruieren, was im Falle eines Liquiditätsengpasses aus rechtlicher Sicht zu beachten sei.

Aus dieser Ersteinschätzung ergab sich relativ schnell die Folgefrage, inwieweit eine Insolvenz, wenn sie denn nicht zu verhindern wäre, zu „steuern“

sei und ob hierdurch vielleicht auch die Sanierung des Unternehmens erreicht werden könnte. Gedanken, eine Sanierung im Rahmen eines englischen Insolvenzverfahrens durchzuführen, also eine sog. „Migration“ der deutschen Gesellschaft durchzuführen, blieben dabei schon im Ansatz stecken. Zwar waren derartige Sanierungen in Fällen wie z. B. Schefenacker oder Deutsche Nickel erfolgreich durchgeführt worden, aber die Kosten waren immens und der Zeitraum viel länger als die noch zur Verfügung stehenden acht bis neun Monate.

Somit rückte ins Blickfeld das Insolvenzplanverfahren, möglicherweise kombiniert mit Eigenverwaltung. Ziel war es, bis zu einer möglichen Insolvenzantragstellung einen Insolvenzplan zumindest in einem groben Entwurf zu erstellen, um den Beteiligten die Ernsthaftigkeit der Sanierungsbemühungen zu signalisieren. Trotz zahlreicher Praxisbeispiele erfolgreicher Insolvenzplanverfahren (Herlitz, DAE-WOO, Walter Marketing) und Eigenverwaltungen (Babcock Borsig, IhrPlatz) bot die Vorbereitung der „Notfalllösung“ Insolvenzplanverfahren in Eigenverwaltung nach wie vor reichlich Herausforderungen:

So ist es natürlich einerseits zwingend erforderlich, die in Richtung Insolvenz gehenden Planungen und Betrachtungen absolut geheim zu halten, weil bei Bekanntwerden auch nur der Möglichkeit eines Insolvenzverfahrens bereits derartige Verschlechterungen in den Beziehungen zu Vertragspartnern eintreten könnten, dass der Zusammenbruch des Unternehmens unvermeidbar gewesen wäre. Des Weiteren würden möglicherweise Kreditversicherer unverzüglich den Versicherungsschutz aufheben. Andererseits mussten aber für die Vorbereitung des Insolvenzplanes auch Unternehmensinformationen eingeholt und ausgewertet werden.

Ferner waren die eingesetzten Insolvenzspezialisten für das sog. „Insolvenzcontrolling“ zuständig, um eine Haftung der Beteiligten wegen verspäteter Insolvenzantragstellung zu verhindern. Gleichzeitig musste vermieden werden, dass während der Planungsphase der Geschäftsführung im Tagesgeschäft beim Abschluss von Verträgen Haftungsgefahren erwachsen.

Die in der Vergangenheit bereits erfolgreich durchgeführten Insolvenzplanverfahren in Eigenverwaltung haben aber auch zur Etablierung bestimmter Spielregeln geführt, deren Einhaltung wichtig ist, um die Insolvenz letztlich so weit wie möglich „steuern“ zu können. Hierzu gehört neben der Vorlage zumindest eines Entwurfes des Insolvenzplanes bei Antragstellung, dass in Vorbereitung der Insolvenzantragstellung ein Insolvenzfachmann (normalerweise ein Insolvenzverwalter) in die Geschäftsführung der Gesellschaft berufen wird, um so gegenüber dem Gericht und den Gläubigern zu signalisieren, dass die Geschäftsführung auch die Besonderheiten des Insolvenzverfahrens eigenständig betreuen kann. Neudeutsch wird dieses weitere Mitglied der Geschäftsführung auch als „Corporate Restructuring Officer – CRO“ bezeichnet.

Ferner ist eine Abstimmung mit den großen Gläubigergruppen, wie etwa dem Pensionsversicherungsverein (PSV), den Kreditversicherern oder z. B. der Bundesagentur für Arbeit für den Erfolg eines Insolvenzplanes zwingend erforderlich. Da gerade bei größeren Insolvenzen in den ersten Tagen sehr viele Prozesse fast zeitgleich ablaufen müssen, um z. B. die Vorfinanzierung des Insolvenzgeldes abzusichern, müssen die zuständigen Stellen schon im Vorfeld zumindest partiell informiert werden. Diese Obligation zur Vorabinformation trifft noch deutlicher in Bezug auf das Insolvenzgericht zu. Auch dieses muss im Vorfeld innerhalb bestimmter Grenzen informiert werden, damit es am Tag der Antragstellung richtig reagieren und insbesondere den für das Verfahren passenden Verwalter bestellen kann.

All diese Schritte konnten im Beispielsfall auch deswegen von den zugezogenen Beratern relativ unbeeinträchtigt durchgeführt werden, weil sowohl Gesellschafter als auch Geschäftsführung die Planung unterstützten, bzw. bewusst nutzten, um ggf. eine Insolvenz auch abwenden zu können. Allerdings erschwerte sich die ursprünglich angestrebte außergerichtliche Lösung immer mehr, nachdem die Krisen bei verschiedenen Einzelhändlern bekannt wurden. Vertragspartner wie auch Kreditversicherer begannen, die Liefer- und Zahlungsbedingungen für alle Unternehmen der Branche zu verschärfen, indem z. B. Zahlungsziele zeitlich verkürzt oder die Bedingungen für einen Versiche-

rungsschutz geändert wurden. Damit verschlechterte sich auch im Beispielsfall die Liquiditätssituation erheblich.

Die Planung musste entsprechend beschleunigt werden und es wurde in der Folgezeit klar, dass eine außergerichtliche Lösung angesichts der sich rapide verschlechternden Rahmenbedingungen nicht mehr möglich sein würde. Es wurde immer deutlicher, dass „Plan B“ in die Tat umgesetzt werden musste, weil eine Insolvenz zumindest gegen Ende des Jahres unausweichlich schien. Es fanden innerhalb nur eines Monats entsprechend der Planung die vorbereitenden Gespräche mit den großen Gläubigergruppen wie PSV oder Kreditversicherern und dem Insolvenzgericht statt. Unmittelbar vor Antragstellung wurde ein Insolvenzspezialist in die Geschäftsführung berufen und schließlich der Insolvenzantrag gestellt.

Fazit:

Das Insolvenzverfahren im Beispielsfall konnte trotz der negativen Entwicklungen in der ganzen Branche letztlich nahezu reibungslos eingeleitet werden. Mittlerweile wurde das Insolvenzverfahren unter Bestellung des zunächst als vorläufiger Insolvenzverwalter tätigen Insolvenzexperten als Sachwalter in Eigenverwaltung eröffnet.

Dieser Fall wird sich in die mittlerweile recht anschauliche Reihe von Insolvenzplanverfahren in Eigenverwaltung einreihen und zum Wachsen des noch eher „zarten Pflänzchens“ Sanierungskultur in Deutschland beitragen – angesichts der immer stärker werdenden Auswirkungen der Finanzkrise ein nicht zu unterschätzendes Ergebnis.

Weitere Informationen:

Rechtsanwalt
Dr. Volker Beissenhirtz
Schultze & Braun GmbH
Rechtsanwalts-gesellschaft
Schützenstraße 6a
D-10117 Berlin

Telefon 030 308 30 38 0
Telefax 030 308 30 38 111
E-Mail VBeissenhirtz@schubra.de
<http://www.schubra.de>



Weitere Informationen:

Detlef Specovius
Schultze & Braun GmbH
Rechtsanwalts-gesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Eisenbahnstraße 19-23
D-77855 Achern

Telefon 07841 708 251
Telefax 07841 708 301
E-Mail DSpecovius@schubra.de
<http://www.schubra.de>



Supply Chain Prozesse als Erfolgshebel der Sanierung in der Textilwirtschaft

von Alexander Bäck

Gerät ein Unternehmen in eine ernsthafte Krise, so wird der operative Handlungsbedarf in erster Linie auf der Kostenseite gesehen. Es ist zwar erwiesen, dass sich durch effizientere Logistikkonzepte Einsparungen erzielen lassen - allerdings werden diese Potenziale hauptsächlich im Bereich der Produktions-, Transport- und Bestandskosten gesehen. Der ganzheitliche Einsatz von Supply Chain Management (SCM) beeinflusst aber nicht nur eine Reihe weiterer Kosten, sondern hat gleichzeitig einen deutlich positiven Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit und somit die Ertragsseite eines Unternehmens. Auf diese Art wird ein entscheidender Beitrag zur Sanierung geleistet.

Besonders deutlich lassen sich die Erfolgshebel effizienter Supply Chain Prozesse in der Textilwirtschaft zeigen: Während traditionelle BekleidungsHersteller seit Jahren kontinuierlich Umsatzrückgänge verzeichnen, gelingt es Unternehmen mit effizienteren Wertschöpfungsketten zum Teil zweistellige Umsatzzuwächse (p. a.) zu erzielen.

Die textile Wertschöpfungskette

Im Folgenden beschränkt sich die Betrachtung der textilen Wertschöpfungskette auf die Bekleidungsindustrie und den Textilhandel.

Aufgabe der Bekleidungsindustrie ist es zu allererst eine Kollektion zu entwickeln (vgl. Abb. 1). Ist diese gemustert und verdoppelt, wird der Vertrieb aktiv und die Auftragseingänge werden im Rahmen der Vororder gesammelt. Erst nach dieser Phase erfolgt die Produktion (Make or Buy), und im Anschluss die Auslieferung an den Handel (Logistik).

Neben dieser Schnittstelle zum Handel ergibt sich somit normalerweise nur ein weiterer Anknüpfungspunkt, indem der Einkauf des Handels aus der breiten Kollektion des Herstellers seine eigenen Sortimente zusammensetzt und für einzelne Kollektionsteile Ordermengen platziert. Weiterhin ist der Textilhandel für die Gestaltung und den Betrieb seiner Verkaufsfäche, Werbung und Warensteuerung verantwortlich. Gemäß der klassischen Arbeitsteilung arbeiten Handel und Industrie weitestgehend entkoppelt voneinander, dementsprechend hoch ist die Durchlaufzeit: Zwischen Design eines Kollektionsteils und Auslieferung an den Handel vergehen in

der Regel bis zu neun Monate. Zusätzlich wird ein hoher Aufwand in den Betrieb dieser Supply Chain investiert: Um dem Handel für die Zusammenstellung seines eigenen Sortimentes möglichst alles bieten zu können, wird unter hohem Ressourcenaufwand eine sehr breite Kollektion entwickelt. In der Folge hat die Beschaffung/Produktion teilweise mit unwirtschaftlichen Minderungen oder Lieferproblemen zu kämpfen.

Vertikale Integration

Wird die beschriebene Wertschöpfungskette unter Supply-Chain-Gesichtspunkten analysiert, treten neben den erwähnten Kopplungsverlusten weitere Ineffizienzen zu Tage: doppelte bzw. parallele Prozesse, lange Informationswege und -verluste. Unternehmen, die den ganzheitlichen SCM-Ansatz verinnerlicht haben, gehen in dieser Situation den Weg der vertikalen Integration und erweitern ihre Wertschöpfungskette (s. Abb. 2): So ergeben sich eine Vielzahl an Möglichkeiten der Vorwärts- und auch Rückwärtsintegration, um die eigene Supply Chain zu erweitern. Dabei muss nicht zwangsläufig das Unternehmen an sich, beispielsweise durch das zusätzliche Betreiben eigener Stores, vergrößert werden. Dies kann auch durch das Übernehmen zusätzlicher Aufga-

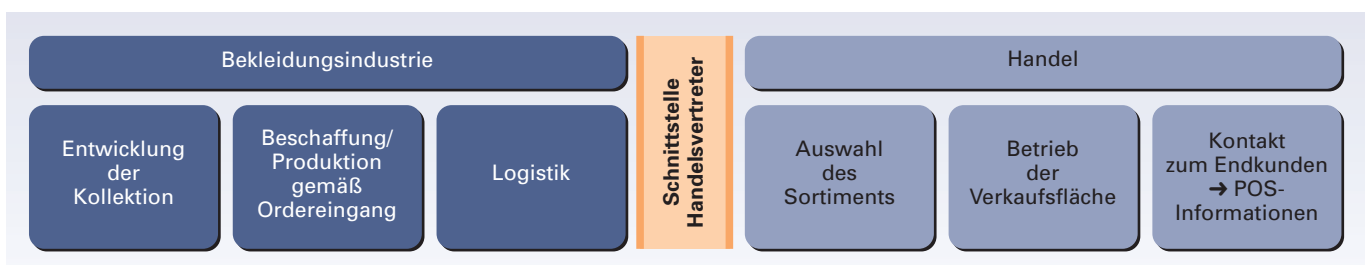


Abbildung 1: Die textile Wertschöpfungskette (klassisch)

ben bzw. Verantwortlichkeiten im Rahmen von Kooperationen geschehen. Im Kern des Supply Chain Managements geht es darum, mehr Informationstransparenz und (Steuerungs-) Kompetenz über einen größeren Teil der Wertschöpfungskette an einer Stelle zu bündeln, so dass einer der Beteiligten die Systemführerschaft übernimmt.

Formen der Vertikalisierung

Im Folgenden werden beispielhaft drei etablierte Varianten der Vertikalisierung dargestellt:

1. Rückwärtsvertikalisierung des Textilhandels

Der Textilhandel übernimmt die Systemführerschaft und erweitert seine Kontrolle über die textile Wertschöpfungskette. Mit Einführung einer eigenen Handelsmarke geht eine Erweiterung der Beschaffungsorganisation einher und es werden einzelne Aufgaben eines Bekleidungsherstellers integriert. Üblicherweise beinhaltet dies die Funktionen Produktmanagement und Design. Die Bekleidungsindustrie wird in diesem Fall nicht komplett ausgeklammert, aber deren Funktion auf die übrigen Kernkompetenzen Technik und Beschaffung/Logistik beschränkt.

Fazit:
Für die erfolgreiche Umsetzung eines Handelsmarkenkonzeptes bestimmt

und steuert der Handel, der direkt mit dem Kundenverhalten am POS vertraut ist, die Produktion der Industrie. Das Sortiment kann somit gezielter und schneller auf den aktuellen Bedarf am POS abgestimmt werden.

2. Teilvertikalisierung der Bekleidungsindustrie – Shop-in-Store

Bei Shop-in-Store-Konzepten (bei kleineren Flächen auch als Corner bezeichnet) erweitert die Bekleidungsindustrie ihre Wertschöpfungsprozesse. Hersteller besetzen zunehmend eigene Flächen im Handel, beschränken sich dabei allerdings nicht nur auf die Integration des eigenen Ladenbaus. Je nach Kooperationsform werden Aufgaben des Handels übernommen: Kollektionserstellung auf Basis detaillierter Informationen über das Abverkaufverhalten am POS, Limitplanung, Vorschlag für die individuelle Sortimentsbildung, Abschriften, bis hin zur Schulung des Personals auf der Verkaufsfläche.

Fazit: Der Bekleidungshersteller übernimmt die Planung über einen Großteil der Wertschöpfungskette und kann auf diese Weise einerseits gezielter und schneller auf das Kundenverhalten reagieren, andererseits die Supply Chain schlanker und somit kosteneffizienter gestalten. Kostenpotenziale ergeben sich somit nicht nur in der Industrie, sondern gleichzeitig auch im Handel, welcher seinerseits den Aufwand für Beschaffung und

Steuerung der Verkaufsfläche deutlich reduzieren kann.

3. Vollvertikalisierung der Bekleidungsindustrie – Stores und Concession

Im Vergleich zu Shop-in-Store-Konzepten übernimmt die Bekleidungsindustrie im Fall der Concession- und Store-Konzepte alle Aufgaben am POS, u. a. die komplette Steuerung der Ware und des Sortiments, Ladenbau, Abschriften und Personal. Bei Concession fungiert der Handel lediglich noch als Vermieter der Fläche und ist meist nicht einmal mehr für die Kasse verantwortlich.

Fazit: In diesem Fall hat die Bekleidungsindustrie den direkten Kontakt zum Endkunden und kann ihre Wertschöpfungskette direkt auf diesen ausrichten. Hat sich das Concession-Konzept international bereits durchgesetzt, spielt es in Deutschland allerdings noch eine untergeordnete Rolle. Bislang beschäftigen sich lediglich Konzerne wie Karstadt und Kaufhof mit dieser Vertikalisierungsform.

Die Hebel in der Supply Chain für eine erfolgreiche Vertikalisierung

Wie eingangs angeführt, ist es nicht nur der reine Kosten- und Margendruck, die den Handlungsbedarf, die textile Wertschöpfungskette zu optimieren, begründet. Mindestens gleichwertig ist das Bestreben, die Leis-

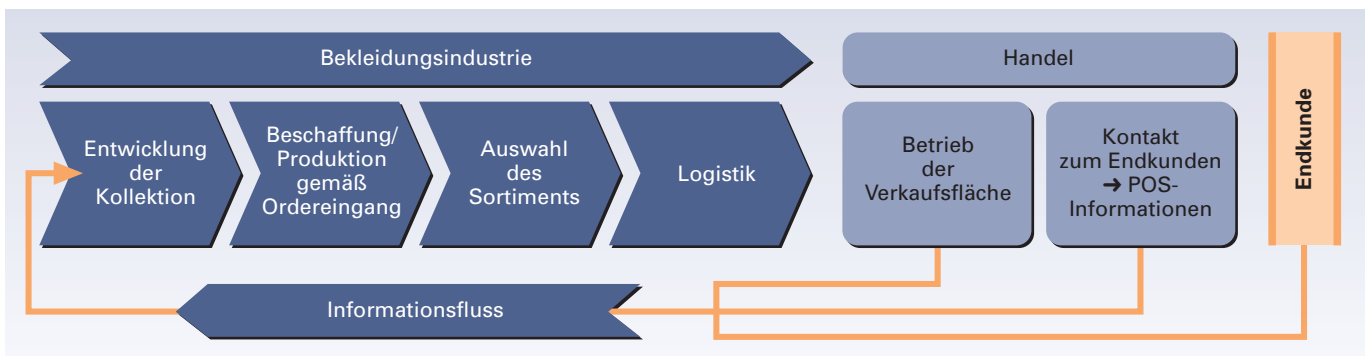


Abbildung 2: Vertikale Erweiterung der Bekleidungsindustrie

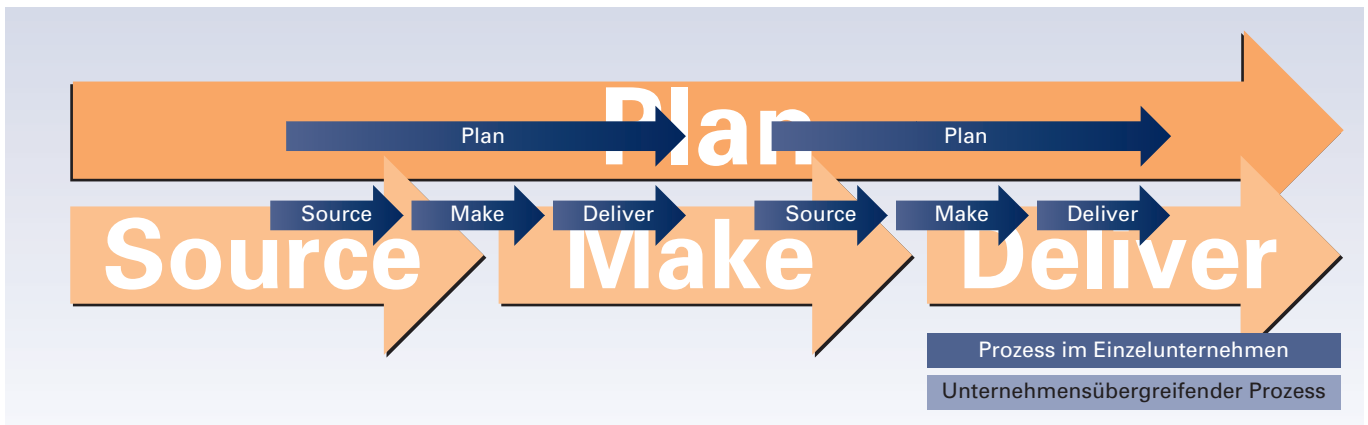


Abbildung 3: SCOR – Supply Chain Operations Reference Modell

tungsfähigkeit und somit die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Gemäß des Supply Chain Operations Reference Modells (SCOR) sind die Hebel in den folgenden Bereichen anzusetzen:

1. Plan

Das größte Optimierungspotenzial birgt der übergeordnete Planungsprozess: Legen Handel und Bekleidungsindustrie ihre Planungsprozesse zusammen, kann unternehmensübergreifend betrachtet der Aufwand für die Planung deutlich reduziert werden. Der deutlich positivere Effekt ist aber in der Qualität der Planung zu finden: Die auf dieser Basis entwickelte Kollektion hat einen geringeren Umfang (somit reduzierter Entwicklungsaufwand) und ist besser auf den aktuellen Bedarf am POS abgestimmt. Das Sortiment ist somit wettbewerbsfähiger und die Abschriftenquote ist im Schnitt deutlich niedriger.

2. Source

Bei einer Teil-/ Voll-Vertikalisierung der Bekleidungsindustrie wird der Beschaffungsaufwand für den Handel deutlich oder sogar auf Null reduziert: Entweder er wählt noch aus abgestimmten Monatssortimenten aus (sog. Systemorder) oder er überlässt dem BekleidungsHersteller komplett die Bestückung und Warensteuerung (auf Basis einer Limitplanung oder im Rahmen eines Concession-Modells).

3. Make

Eine breite Kollektion stellt den BekleidungsHersteller vor große Probleme, denn Teile der Kollektion erfahren unwirtschaftliche Ordermengen. Daraus resultieren zwei jeweils negative Handlungsoptionen: Entweder diese Teile werden zu Ungunsten der Marge trotzdem produziert oder das Unternehmen sieht sich gezwungen, diese einzelnen (bereits geordneten) Artikel zu stornieren. Die Folgen sind Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit, des Standings im Handel und letzten Endes auch die schlechte Planbarkeit für den Handel selbst.

Bei einer fokussiert und schlank geplanten Kollektion kann dieses Risiko minimiert werden.

4. Deliver

Durch die bereits genannten Optimierungen der textilen Wertschöpfungskette erhöht sich auch die Reaktionsgeschwindigkeit des Herstellers: Im Gegensatz zu den bislang langwierigen Planungs- und Entwicklungsprozessen kann nun bereits während einer laufenden Saison auf Renner-Artikel reagiert und diese noch zeitnah nachgeliefert werden. Das Resultat sind zusätzliche Umsatzpotenziale.

Fazit

Für eine erfolgreiche Sanierung muss ein Textilunternehmen die gesamte

Wertschöpfungskette, nicht nur seinen eigenen bisherigen Anteil an dieser, auf den Prüfstand stellen und verändern. Es genügt jedoch nicht, einfach nur mehr Kontrolle über die Flächen zu übernehmen – alle Prozesse entlang der Supply Chain müssen auf den POS bzw. den Konsumenten ausgerichtet sein. Um Umsätze und Wirtschaftlichkeit kurzfristig zu stabilisieren und mittel- bis langfristig wieder deutlich zu verbessern, gilt es die Wertschöpfungsstrategie um 180° zu drehen: Von einer traditionell beschaffungs-/produktionsorientierten Strategie hin zu einer bedarfsgesteuerten, am Endverbraucher orientierten Supply Chain. Der Schlüssel zum Erfolg ist letztlich die Markttransparenz in allen Stufen der Wertschöpfung zu verankern und die Reaktionsfähigkeit zu erhöhen.



Weitere

Informationen:

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

Telefon 089 286 232 68
Telefax 089 286 231 53
E-Mail baeck@wieselhuber.de
<http://www.wieselhuber.de>



Vorsicht: Privatisierung und Outsourcing im Visier des Beihilfenrechts

von Georg Brüggem

Öffentliche Hände und öffentliche Geldinstitute müssen stärker die beihilferechtlichen Spielregeln beachten, weil sonst die Rückabwicklung drohen kann, ein Nachteil, der sich in der Insolvenz zum Vorteil des Verwalters wenden kann.

Bekanntermaßen ist Vorsicht geboten, wenn ein Unternehmen erworben wird, das in erheblichen Größenordnungen Subventionen erhalten hat. Denn kommt es zur Anordnung der Rückforderung dieser Subventionen, dann richtet sich diese beim Share Deal (Anteilskauf) gegen den Erwerber. Beim Bundled Asset Deal (Erwerb verbundener Vermögensmassen) ist es ebenso, es sei denn, der Verkauf wird transparent, offen und bedingungsfrei organisiert. Dann verbleibt das Rückforderungsrisiko beim Veräußerer. Wird die Organisation des transparenten, offenen und bedingungsfreien Verkaufs mit einer Objektversicherung unterlegt, bringt der Erwerber eine „Chinese Wall“ zwischen dem möglichen Rückforderungsanspruch und seiner Person/Unternehmen.

Weniger bekannt ist dagegen, dass bei der Privatisierung und dem Outsourcing durch die öffentlichen Hände und durch die öffentlichen Geldinstitute ganz ähnliche Probleme auftauchen können. Letztere machen sich oftmals nicht hinreichend bewusst, dass nicht nur ihr Kerngeschäft, wie z. B. die Vergabe von Krediten und Bürgschaften, beihilferechtsträchtige Themen sind. Beihilferechtliche Probleme können sich auch beim Veräußern von Immobilien (sowohl im Rahmen des eigenen Immobilienmanagements als auch bei der Sanierung von Engagements bis hin zur Beibehaltung, sofern diese nicht mittels Zwangsverwaltung und Zwangsversteigerung erfolgt), beim Outsourcing von Dienstleistungen und bei dem Verkauf von Beteiligungen stellen. Denn trotz des Verlustes der Gewährsträgerschaft¹⁾ und der Abschaffung der Anstaltslast²⁾ bleibt es dabei: Öffentliche Geldinstitute sind in der Regel Anstalten des öffentlichen Rechts³⁾, die im Eigentum des Bundes, eines Landes oder kleinerer Gebietskörperschaften wie Landkreise, Städte und Gemeinden stehen. Folglich ist ihr Handeln dem staatlichen Sektor zuzurechnen und muss als „staatli-

che oder aus staatlichen Mitteln gewährte Maßnahme“ im Sinne des Art. 87 Absatz 1 des EG-Vertrags gewertet werden⁴⁾. Wenn damit eine Begünstigung gewährt wird, die nicht marktgerecht ist, weil das begünstigte Unternehmen einen wirtschaftlichen Vorteil erhält, den das Unternehmen im normalen Geschäftsverlauf nicht erhalten hätte, dann sollten die beihilferechtlichen Alarmglocken klingeln. Wenn dies nicht hinreichend bedacht wird, haben beide ein Problem: das veräußernde oder beauftragende Geldinstitut einerseits und der Vertragspartner andererseits. Liegt der Beihilfentatbestand vor, ist das fragliche Rechtsgeschäft gem. § 134 BGB (Nichtigkeit wegen Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot) i.V.m. Art. 88 Abs. 3 EG (Verbot der Durchführung nicht notifizierter Beihilfen) nichtig, weil das sog. Durchführungsverbot des EG-Rechts nach der Rechtsprechung des BGH ein Verbotsgesetz i.S. von § 134 BGB ist⁵⁾. Dieser Nachteil wendet sich in der Insolvenz für den Insolvenzverwalter ggf. zum Vorteil. Denn nichtige Rechtsgeschäfte können rückabgewickelt werden. Das bedeutet, dass z. B. ein Grundstück gegen Rückgewährung des Kaufpreises zurückzugeben ist. Wurde z. B. ein Grundstück unter Verkehrswert an einen Investor veräußert, um die Ansiedlung „verdeckt“ zu fördern, kann in der Insolvenz der Insolvenzverwalter ggf. die Rückabwicklung dieses nichtigen Grundstücksgeschäfts betreiben. Insoweit unterscheidet sich dieser Fall weder strukturell noch vom Ergebnis her von einem Darlehen, das unterhalb des Referenzzinssatzes der Kommission ausgereicht wurde. Beim Grundstück liegt die beihilferechtliche Begünstigung in der Differenz zum Marktpreis/Verkehrswert und beim Darlehen im Delta zwischen Referenzzinssatz der Kommission und dem niedrigeren Zinssatz. Ein anderes Beispiel: Wenn im Rahmen der Bereinigung eines Engagements das öffentliche Geldinstitut auf Forderungen oder Sicherheiten verzichtet, die das Maß des Value of Risk überschreiten, das dem Anteil des Geldinstituts entspricht, sind die Vereinbarungen zwischen dem Geldinstitut und der späteren Gemeinschuldnerin nichtig. Gewährte Zinsen müssen ebenso zurückgewährt werden, wie bei einer beihilferechtswidrigen Bürgschaft die Bürgschaftsentgelte.

Beim Outsourcen von Dienstleistungen ist die Situation etwas komplexer, weil hier zugleich die Schnittstelle zwi-

schen dem Beihilfenrecht und dem Vergaberecht verläuft. Die öffentlichen Hände müssen, wenn sie Aufträge vergeben, das Kartellvergaberecht des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) beachten. Nach bislang vorherrschender Ansicht fallen öffentliche Geldinstitute unter das Regime des Kartellvergaberechts. Allerdings wurde dies 2005 für die Sparkassen vom OLG Rostock erstmals in Frage gestellt, weil diese Institute sich im Wettbewerb mit anderen Banken befänden⁶. Auf der Grundlage der noch vorherrschenden Meinung gilt: Es ist generell davon auszugehen, dass bei ordnungsgemäßer Durchführung des Vergabeverfahrens keine Beihilfengewährung erfolgen kann. Trotz der Durchführung eines Vergabeverfahrens kann aber der Beihilfentatbestand in Betracht kommen, wenn dem zu beauftragenden Unternehmen, z. B. im Rahmen des Outsourcens, eine marktunübliche Vergünstigung verschafft wird. Eine besondere Konstellation stellt das Outsourcen bei gleichzeitigem Personalübergang dar. Auch wenn es in der Praxis immer wieder vorkommt, dass gleichsam im Wege der freihändigen Vergabe nur mit einem Dienstleister bzw. einem Unternehmen gesprochen wird, ändert dies nichts an der beihilfenrechtlichen und vergaberechtlichen Problematik. Nicht nur das Beihilfenrecht, auch das Vergaberecht kennt das scharfe Schwert der Nichtigkeit. Solche sogenannten „de facto“-Vergaben sind nach Maßgabe des § 13 Vergabeverfahrensordnung nichtig. Hier könnte zwar Anfang 2009 eine gewisse Entspannung eintreten, weil „de facto“-Vergaben nur noch 6 Monate nach Vertragsschluss angreifbar sein sollen, wenn der Gesetzesentwurf, wie vorgesehen, realisiert wird. Doch diese Entspannung unter zeitlichen Gesichtspunkten löst das Grundproblem nicht und sechs Monate ist keine unerhebliche Zeitspanne.

Beim Verkauf von Anteilen gilt das Gleiche, wie bei der Veräußerung von Immobilien. Öffentliche Hände und öffentliche Geldinstitute müssen bei der Veräußerung von Anteilen an Eigen- oder Beteiligungsgesellschaften, also Anteilen, die sie bislang nicht als Finanzanlagen gehalten haben, transparent, bedingungsfrei und offen ausschreiben. Damit ist keine Ausschreibung i.S.d. GWBs oder der Verdingungsordnungen gemeint, auch wenn strukturell natürlich eine gewisse Vergleichbarkeit gegeben ist. Vielmehr beschreibt die einschlägige Mitteilung der Kommission, die entgegen ihrem Titel nicht nur für Grundstücke und Bauten gilt (Mitteilung der Kommission betreffend Elemente staatlicher Beihilfe bei Verkäufen von Bauten oder Grundstücken durch die öffentliche Hand⁷), die Voraussetzungen, die eingehalten werden müssen, damit die Vermögensveräußerung keine Beihilfe darstellt. Zwar lässt die Mitteilung auch ein Verkehrswertgutachten genügen, wenn es vor der Aufnahme der Verhandlungen mit dem

Erwerber erstellt wurde. Aber: Das Gutachten muss den Anforderungen der Mitteilung genügen. In diesen Fällen ist insbesondere Vorsicht geboten, wenn entweder mehr als 5 % vom ermittelten Verkehrswert abgewichen werden soll, oder wenn das Gutachten im konkreten Fall Abschlüsse auf den eigentlichen Verkehrswert vorsieht oder solche Abschlüsse im Rahmen der Verhandlungen realisiert werden. Im Übrigen bleibt abzuwarten, wie lange noch ein Verkehrswertgutachten ausreichend ist. Bei der eingangs erwähnten Veräußerung verbundener Vermögensmassen lässt die Kommission schon seit Jahren entgegen der Rechtsprechung des EuGH⁸ ein vorheriges Verkehrswertgutachten nicht gelten. Warum bei verbundenen Vermögensmassen ein vorher ermittelter Verkehrswert den Marktpreis nicht widerspiegeln kann, bei der Veräußerung von Grundstücken oder anderen Vermögenswerten dies aber funktionieren soll, ist nicht erfindlich. Über kurz oder lang wird es eine Angleichung geben. Da die Kommission i.d.R. zu Verschärfungen neigt, spricht vieles dafür, dass die Anpassung im Bereich der Veräußerung von Grundstücken und anderen Vermögenswerten erfolgt. Dessen ungeachtet gilt für die öffentlichen Hände und die öffentlichen Geldinstitute: Augen auf beim Verkauf!

¹ „Brüsseler Verständigung“, Schreiben der Kommission vom 27.03.2002, C [2002] 1286), die nach einer Beschwerde der Bankenvereinigung der Europäischen Union vom 21.12.1999 von der GD Wettbewerb (Kommissar Monti) zwecks vollständiger Liberalisierung des Bankendienstleistungssektors vorgeschlagen wurde. Nach dieser Vereinbarung wurde die sog. Gewährträgerhaftung abgeschafft (2. Teil, Ziff. 2.1.). Soweit sie also einen unmittelbaren Anspruch der Gläubiger gegenüber dem Gewährträger für Verbindlichkeiten begründete, die nicht durch das Bankvermögen befriedigt werden konnten, war diese Haftungsverpflichtung bereits für Verbindlichkeiten, die nach dem 18.07.2001 vereinbart waren, abgeschafft, wenn deren Laufzeit über das Jahr 2015 hinausging; für neue, auch kurzfristige Verbindlichkeiten (ab 18.07.2005) ist die Gewährträgerhaftung endgültig entfallen (vgl. OLG Rostock, Beschl. v. 15.06.2005 – 17 Verg 3/05, Rdnr. 3).

² Die Anstaltslast betraf im Unterschied zur Gewährträgerhaftung lediglich das Innenverhältnis zwischen Eigentümer und Sparkasse und meinte die Verpflichtung des öffentlichen Eigentümers, die wirtschaftliche Basis der Anstalt zu sichern. Nach Ziff. 2.2 der Brüsseler Verständigung darf sich die finanzielle Beziehung zwischen dem öffentlicher Eigner und dem Kreditinstitut künftig nicht von einer normalen wirtschaftlichen Eigentümerbeziehung gem. marktwirtschaftlichen Grundsätzen unterscheiden (vgl. OLG Rostock, Beschl. v. 15.06.2005 – 17 Verg 3/05, Rdnr. 4).

³ Es gibt sie aber auch in anderen Rechtsformen wie z.B. Aktiengesellschaften oder Wirtschaftliche Vereine.

⁴ Vgl. z.B. Kommissionsentscheidung, C 9/08 (ex NN 8/08) — Sachsen LB —, Amtsblatt Nr. C 071 vom 18/03/2008 S. 0014ff., Rdnr. 41.

⁵ BGH, EuZW 2003, 444 = WM 2003, 1491 [1492]; BGH, VIZ 2004, 77 [78] = EuZW 2004, 254; NJW 2004, 2309 = WM 2004, 468 [469]; vgl. auch EuGH, Slg. 1991, I-5505 Rdnr. 12.

⁶ vgl. OLG Rostock, Beschl. v. 15.06.2005 – 17 Verg 3/05.

⁷ ABI. C 209 vom 10.07.1997, S. 3.

⁸ Der EuGH hat dies bislang nicht thematisiert, aber mehrfach im Ergebnis ein Verkehrswertgutachten ausreichend sein lassen.

Weitere Informationen:

Herrn Staatsminister a. D.
Rechtsanwalt und
Dipl.-Betriebswirt (VWA)
Georg Brügggen, a. D.
Anwaltskanzlei Georg Brügggen
Passage Königstr./Rähnitzgasse 23
D-01097 Dresden

Telefon 0351 56 33 - 00
Telefax 0351 563 30 -15
E-Mail brueggen@brueggen-ra.de
<http://www.brueggen-ra.de>



VERANSTALTUNGEN

Spezielle Instrumente in der Restrukturierung II

02.03.2009 Frankfurt am Main
21.04.2009 Düsseldorf
04.05.2009 München
15.06.2009 Berlin
24.06.2009 Stuttgart
08.02.2010 Hamburg

Inhaltsübersicht:

- Struktur von Kriminalinsolvenzen – Schädiger, Betrugsvehikel, Begünstigte
- Anspruchsdurchsetzung in Betrugsfällen
- Vermögenssuche und Vermögenssicherung im Ausland
- Kooperation mit den Strafverfolgungsbehörden
- Fallstudie einer Kriminalinsolvenz

Sanierung und Insolvenz VII:

14.09.2009 Frankfurt am Main
05.10.2009 Hamburg
27.10.2009 Düsseldorf
03.11.2009 Berlin
11.01.2010 Stuttgart
25.01.2010 München

Inhaltsübersicht:

- Sanierungsmanagement in der Rezession
- Die Rolle der Warenkreditversicherer
- Krisenbranchen und Sanierungsspezifika
- Sanierung bei komplexen Kapitalstrukturen
- Die Marke als Asset in der Rezession

Gerne senden wir Ihnen unser ausführliches Seminarprogramm zu.

Weitere Informationen:

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

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

I M P R E S S U M

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH Unternehmensberatung

Nymphenburger Straße 21
D-80335 München

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

Redaktion

Britta Gigler
Telefon 089 286 231 16
Telefax 089 286 232 85
E-Mail gigler@wieselhuber.de

Design & Layout

Werbeagentur Kinzel, München

Der W&P-Newsletter Sanierung & Insolvenz

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

Faxantwort

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

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

80335 München

Ihre Meinung
ist uns wichtig ...

Ihr Name und Ihre Anschrift:

Ihr Name und Ihre Anschrift:

Ja Nein

Anregung, Lob, Kritik:

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



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

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

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

STRATEGIE

ORGANISATION

MARKETING & VERTRIEB

CORPORATE FINANCE

GEWINN-MANAGEMENT

RESTRUKTURIERUNG

SANIERUNG



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

München · Düsseldorf · Hamburg

www.wieselhuber.de