

# Restructuring & Finance

Ausgabe 2012

Perspektiven der Non-Investment Grade-Finanzierung  
in der Schuldenkrise und vor Basel III



**Dr. Wieselhuber & Partner GmbH**  
Unternehmensberatung

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

die Schuldenkrise war das wohl bestimmende Element in der finanz- und wirtschaftspolitischen Diskussion der letzten Monate und wird es wohl auch bleiben. „Schutzschirm“, so scheint es, ist das neue Instrument zur Bewältigung von Liquiditätsengpässen, ob für hoffnungsvolle oder eben für hoffnungslose Fälle wird sich zeigen.

Mit dem Schutzschirmverfahren steht seit 01. März auch für Krisenunternehmen erstmals in Deutschland ein Instrument gegen „böartige“ Gläubiger zur Verfügung.

Die Bekämpfung der Schuldenkrise erfolgt durch neue Schulden, von neuen Schuldner, die globalen Ungleichgewichte bleiben bestehen, die Realwirtschaft scheint sich aber davon abgekoppelt zu haben.

Uns interessiert deshalb in diesem Jahr, was dies alles für die Unternehmensfinanzierung bedeutet, zumal sich unabhängig von allen Staatsproblemen durch Basel III das Mix der Finanzierungsinstrumente nachhaltig verändern dürfte. Sie finden deshalb in der vorliegenden Ausgabe einen klaren



Schwerpunkt auf der Frage der Unternehmensfinanzierung unabhängig von der spezifischen Situation des Unternehmens.

Es würde mich freuen, wenn Sie auch in der vorliegenden Ausgabe wieder die eine oder andere Anregung für die Praxis oder auch einfach neue Aspekte und Nachdenkliches finden würden. Ich wünsche eine angenehme Lektüre.

Ihr

Dr. Volkhard Emmrich



# I N H A L T



## TITELSTORY

- 3 Schuldenkrise und Realwirtschaft – oder was wir für die Finanzierung schlechter Bonitäten lernen können



## UNTERNEHMENS-FÜHRUNG

- 5 Finanzierung im Maschinen- und Anlagenbau
- 6 Bonitäts- und liquiditätsorientierte Unternehmensführung in volatilen Zeiten
- 10 Sicherung der finanziellen Stabilität in einem Familienunternehmen des Maschinenbaus



## FINANZIERUNGS-PRAXIS

- 16 Mittelstandsfinanzierung in Deutschland im Umbruch
- 19 Platzierung von Corporate Bonds – Stolpersteine und Erfolgsfaktoren
- 23 Basel III – neue Herausforderungen der Mittelstandsfinanzierung



## INTERNATIONALE BENCHMARKS

- 25 Schlechte Rahmenbedingungen für private Unternehmen in China – trotz Liquiditätsschwemme deutliche Finanzierungsempässe



## KRISE UND KRISEN-BEWÄLTIGUNG

- 29 Rolle und Gestaltungsspielraum des Lenkungsausschusses (Steering Committee)
- 32 Der Finanzinvestor als Restrukturierer der Passivseite
- 34 Distressed M&A – Wertpotenziale durch Deal Modelling heben



## INSOLVENZ-RECHT

- 37 Früherkennungsindikatoren der Insolvenz
- 41 ESUG = Die Erwartungen Sind Unangemessen Groß
- 43 Checkliste Insolvenzplan
- 46 Immobilien in der Krise – Wege zur geordneten Krisenbewältigung



## CASE STUDY

- 49 Mehr Umsatz durch mehr Absatz



## NEWS

- 51 W&P realisiert eigenes CRO-Konzept
- 52 Interview mit Werner Heer
- 53 Problemlösung durch vernetztes Expertenwissen
- 54 Veranstaltungen

# Schuldenkrise und Realwirtschaft – oder was wir für die Finanzierung schlechter Bonitäten lernen können

Dr. Volkhard Emmrich

Die Schuldenkrise und insbesondere die (Re-)Finanzierungsprobleme von Griechenland machen deutlich, was passiert, wenn man über seine Verhältnisse lebt und die Wettbewerbsfähigkeit verliert. Der Cashflow geht zurück, die Verschuldung steigt, der Kapitaleinsatz kann nicht mehr geleistet werden, das ist die eine Seite der Medaille.

Leistungswirtschaftlich betrachtet ist der Ressourceneinsatz zu hoch, die Produktivität zu gering und die technische Ausstattung nicht „State of the Art“. Der Ressourceneinsatz muss reduziert werden, d. h. es ist sparen angesagt – aber es fehlen dann die notwendigen Investitionen, um die Produktivität zu steigern und wieder wettbewerbsfähig zu werden, die Negativspirale dreht sich.

Im Gegensatz zu Volkswirtschaften und Staaten gibt es für Unternehmen in dieser Situation nur zwei Lösungsansätze: Zerschlagung und Verwertung der Sicherheiten oder Rekapitalisierung, Zufuhr von Fresh Money – nach der Kostensenkung – und damit Schließung der Investitionslücke.

Bei Staaten wie Griechenland ist es mit dem Fresh Money deutlich schwieriger – es bleibt beim Haircut und – wieder fremdfinanzierten – Investitionsprogrammen.

Der Haircut trifft aber nur die privaten Gläubiger bzw. Anleger, es ist der Beitrag der Realwirtschaft, er wird über die Bilanzen der Banken und Versicherungen ausgebucht. Kapital in gleicher Höhe – jetzt im Falle Griechenlands wohl ca. 105 Mrd. € – stehen nicht mehr als Eigenkapital und damit nicht mehr als Refinanzierungsbasis für Kredite und Darlehen zur Verfügung.

Die Banken selbst werden von den Notenbanken, in unserem Fall durch die EZB, großzügig, weil unbegrenzt, mit Liquidität versorgt, erstmals auch langfristig – wie die zwei Drei-Jahrestender (LTRO = Long Term Refinancing Operations) der EZB zeigen –

und die Folgen? Nach anfänglichem Jubel über die ca. 1.000 Mrd. € frischen Zentralbankgeldes – insbesondere bei Banken in Spanien und Italien – sind es 4,1 Mrd. € zusätzliche Rückstellungen in der Bilanz der Bundesbank, geringere Gewinnabführung an den Bund, damit geringere Haushaltsentlastung – und direkte Belastung des Steuerzahlers – also ebenfalls der Realwirtschaft. Es hat sich herumgesprochen, dass damit vor allem auch Banken finanziert wurden, die kein wirklich tragfähiges Geschäftsmodell aufweisen und somit eigentlich „aus dem Markt“ sind.

Wo bleibt aber das Geld, mit dem die Notenbanken die Märkte geflutet haben, und mit welchem Geld werden von der EZB Staatsanleihen angekauft? Deutlich unter 50 % dienen der Refinanzierung laufender EZB-Kredite. Ein großer Teil dürfte für Käufe hochverzinslicher Staatsanleihen (z. B. Italienanleihen) verwendet worden sein. Es haben sich aber auch über 400 deutsche Banken eingedeckt, also besteht die Hoffnung, dass zumindest Teile des Geldes nah an den Mittelstand und somit in die Realwirtschaft gelangt sind.

Das Ergebnis legt dadurch eine Vermutung nahe: Vielleicht gibt es zwei Arten von Liquidität, quasi eine für das „Normalgeschäft“ der Realwirtschaft und eine zweite, eher virtuelle, für die Kreisläufe der Banken mit den Notenbanken sowie der Notenbanken untereinander.





Dr. Volkhard Emmrich  
Managing Partner  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Unternehmensberatung  
Nymphenburger Straße 21  
80335 München

Telefon 089 286 231 05  
Telefax 089 286 232 85  
E-Mail [emmrich@wieselhuber.de](mailto:emmrich@wieselhuber.de)  
Internet [www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)

Die Chinesen zeigen einen anderen Weg auf, um „faule Kredite“ – denn, um nichts anderes handelt es sich auch bei Griechenlandanleihen – aus den Bilanzen und ganz aus der Welt zu schaffen.

Durch staatliche Asset-Management-Gesellschaften wurden und werden den großen staatlichen Banken die „schlechten“ Assets abgekauft und die Bilanzen dadurch ohne Eigenkapitalverzehr bereinigt. Durch den Börsengang erfolgte dann quasi als zweite Stufe eine Rekapitalisierung und Bilanzstärkung durch Eigenkapitalzufuhr.

Ein ähnliches Vorgehen ist jetzt auch wieder zu erwarten, wenn die Spuren des Investitionsprogramms aus den Haushalten von Kommunen und Provinzen zu entfernen sind.

Die Bereinigung erfolgt also quasi durch Zentralisierung und letztendlich durch die Abdeckung durch Notenbank bzw. Staatshaushalt, was bei einer extrem hohen Sparquote der privaten Haushalte, hohen Wachstumsraten, Haushaltsüberschüssen und gewaltigen Devisenreserven kein Problem darstellt.

Das Modell funktioniert aber auch wirklich nur bei Wachstum und ist deshalb nicht auf die EU übertragbar, d. h. bei uns bleiben die Bilanzen der Gläubiger im Feuer und das bei steigenden Eigenkapitalanforderungen. Angesichts der derzeit eher bescheidenen Potenziale durch Kapitalerhöhungen die Eigenkapitalbasis zu stärken, wird wohl primär eine Reduzierung der Bilanzsumme zum Ziel führen – insbesondere durch Abbau von eigenkapitalintensiven Risiko-Assets.

Eine weitere Veränderung der Rahmenbedingungen für die Unternehmensfinanzierung erfolgt jetzt mit Basel III, und zwar nicht nur aufgrund der weiter steigenden Eigenkapitalanforderungen, als insbesondere aufgrund der künftigen Refinanzierungsmöglichkeiten bzw. -potenziale der Banken.

Da Einlagen dazu ebenso wenig angesetzt werden dürfen wie Ausleihungen von anderen Banken – im Gegenzug jedoch Verbindlichkeiten gegenüber anderen Banken voll liquiditätswirksam als Verbindlichkeit anzusetzen sind, bleibt eigentlich nur Eigenkapital sowie eine fristenkongruente Refinanzierung durch Ausplatzierung an den Finanzmärkten. In Abhängigkeit von der Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredites steigt die Anforderung an die Eigenkapitalunterlegung der Banken um ca. 1/3.

Aufgrund der Leverage Ratio werden großvolumige risikoarme Geschäfte, wie staatsgedeckte Außenhandelsfinanzierungen, schwieriger, die eingeschränkten Möglichkeiten zur Fristentransformation werden Langfristkredite verknappen und verteuern. Es wird also schwieriger mit klassischen bzw. traditionellen, im Mittelstand vorherrschenden Finanzierungsinstrumenten. Corporate Bonds und eigenkapitalnahe Finanzierungen werden an Bedeutung gewinnen, Fresh Money von Fremdkapitalgebern in Sanierungsfällen wird wohl zum Ausnahmefall werden – mit welcher Konsequenz? Vermehrter Einstieg von spezialisierten Finanzinvestoren, mehr übertragende Sanierungen aus der Insolvenz, „Parken“ von Unternehmen in SPVs, wenn institutionelle Anleger aus dem Geld sind und nicht mehr mit weiterem Fresh Money zur Verfügung stehen.

Für die Sanierung heißt das: Die Konzepte müssen wirklich ganzheitlich sein, d. h. Liquiditätssicherung, Weiterentwicklung des Geschäftsmodells, um ausreichende Robustheit angesichts weiter volatiler Märkte und um echte Zukunftsfähigkeit sicherzustellen, sowie Abbildung des Geschäftsmodells in einer adäquaten Kapital- bzw. Finanzierungsarchitektur – die Rekapitalisierung wird unabdingbar Konzeptbestandteil. Die Bedeutung von Eigenkapital wird insbesondere für schnellwachsende junge Branchen deutlich steigen, ebenso für Branchen mit hoher Volatilität im Auftragszugang. Unabhängig von allen derzeitigen Problemen, die ihre Ursachen in der Branchenkonsolidierung haben, zeigen sich diese Effekte bereits jetzt bei den „Renewables“, aber auch im klassischen Anlagenbau.

Die Bankenwelt wird also vor einem „Durchbrennen“ einer Bankeninsolvenz aufgrund interner Verflechtungen geschützt. Die mit derzeit ca. 70 % an der Unternehmensfinanzierung im Euroraum vorherrschenden Bankkredite werden deutlich zurückgehen, eine Halbierung des Anteils ist nicht auszuschließen. Auf den Mittelstand kommt also eine weitere grundsätzliche Veränderungswelle zu – für Beschäftigung aller, die sich mit Unternehmenssanierung befassen, ist also mittelfristig gesorgt.



# Finanzierung im Maschinen- und Anlagenbau

Dr. Josef Trischler

## Ausgangslage

Entgegen den „Befürchtungen“ mancher Berater noch zur Jahresmitte 2010 haben sich die Unternehmen des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus bis zum Jahresende 2011 in der Produktion schon wieder auf nahezu 95 % des Höchststandes von 2008 herangearbeitet. Bleiben große Beeinträchtigungen der Konjunktur durch die Banken- und Staatsschuldenkrise aus, dann kann der stärkste Umsatzeinbruch der Nachkriegszeit also abgehakt werden. Die folgende Aufzählung der Faktoren, die dazu beigetragen haben, ist sicher nicht vollständig, beschreibt aber das Wesentliche: Rascher Übergang in den Krisenmodus mit substanziellen Einsparungen in allen Unternehmensbereichen außer Entwicklung und Vertrieb, konsequente Nutzung der Kurzarbeitsregelungen, Umstellung der Finanzierung auf eine mittlere Fristigkeit, schnelle Reaktion auf Erholungstendenzen, Nutzung der Exportchancen in die weniger betroffenen Volkswirtschaften, insbesondere nach China. Stärkung der Eigenkapitalbasis und Primat der Liquiditätsvorhaltung sorgten für eine im Schnitt derzeit hervorragende Ausgangsbasis für die Herausforderungen der nächsten Zukunft.

## Herausforderungen

Die EU wird in den nächsten Jahren durch die nötigen Konsolidierungsschritte bei den Staatsfinanzen als Konjunkturlokomotive ausfallen. Diese Rolle fällt klar den wachsenden Ländern in Zentral-, Ost- und Südasiens, in Lateinamerika und im sonstigen Europa (vor allem Russland und Türkei) zu. Das Wachstum auf diesen Absatzmärkten für Investitionsgüter wird allerdings stärker in einem Segment erfolgen, das oft als das mittlere Leistungssegment bezeichnet wird oder als „good enough“. So müssen die deutschen Produzenten zwei Herausforderungen zugleich annehmen: Stärkere Präsenz auf und Durchdringung dieser Zukunftsmärkte mit einem nach unten erweiterten Produktportfolio. Aber auch die USA und Nordamerika sollten nicht als Wachstumsmärkte abgeschrieben werden.

## Finanzierungsaspekte

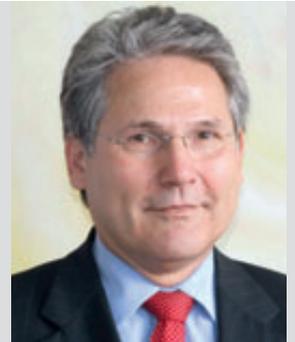
Die gleichzeitig erforderliche Investition in Innovationen sowohl im High-End-Bereich als auch im Good-Enough-Segment kann die hier stärker geforderte eigene Finanzkraft stark strapazieren. In wel-

chem Umfang können und werden die deutschen Kreditinstitute für Finanzierungen zur Verfügung stehen? Die Gleichzeitigkeit der erforderlichen Anpassung an neue Eigenkapitalvorschriften (Basel III), zusätzliche Abgaben (Bankenabgabe, evtl. Finanztransaktionssteuer) wie auch zusätzliche Regulierungen von wichtigen Institutionellen Investoren wie Versicherungen (Solvency II) und bei Finanzinstrumenten (EMIR, MIFiD/ MIFiR) macht eine Beantwortung dieser Frage nicht leicht.

## Klassische Finanzierung und Alternativen dazu

Im Kern beruht die Finanzierung von Maschinenbauunternehmen auf einer soliden Eigenmittelbasis, die nur für größere Investitionen durch möglichst langfristiges Fremdkapital erweitert werden sollte, soweit dafür aus Bilanzierungsgründen keine Leasingfinanzierung vorgezogen wird. Dazu kommen ausreichend freie Liquidität, Avallinien, Akkreditive zur Abwicklung in der Exportfinanzierung, Währungsabsicherungen und Hermesdeckungen künftig hoffentlich auch für kleinere Tickets. Das Working-Capital-Management mit Schwerpunkt Minimierung von Umlaufbeständen und Fertigwarenlagern sowie der Steuerung von Zahlungsfristen, Zahlungsaus- und -eingängen wurde in der Krise vielerorts eingeübt und wird auch weiterhin den Finanzierungsbedarf niedriger halten.

Private-Equity-Beteiligungen, Börsengänge und die Begebung von Unternehmensanleihen werden auch künftig eine wichtige, aber nicht die zentrale Rolle bei der Masse der mittelständischen Unternehmen im Maschinen- und Anlagenbau spielen. Wichtiger wird die Breite der von Kreditinstituten angebotenen Dienste von der Erleichterung der Zahlungsabwicklung bis zur Kreditierung sein. Hierin liegt deren volkswirtschaftliche Hauptfunktion und eine wesentliche Aufgabe für einen Industrieverband wie den VDMA wird darin bestehen, die Erfüllung dieser Aufgabe anzumahnen. Dies auch gegenüber der Politik, falls sich die derzeit auf den Weg gebrachten Regulierungsvorhaben als kontraproduktiv erweisen.



Dr. Josef Trischler  
Mitglied der Hauptgeschäftsführung  
VDMA e.V.  
Lyoner Str. 18  
60528 Frankfurt am Main

Telefon 069 660 314 81  
Telefax 069 660 324 81  
E-Mail josef.trischler@vdma.org  
Internet www.vdma.org

# Bonitäts- und liquiditätsorientierte Unternehmensführung in volatilen Zeiten

Volker Riedel

Eigenkapital wird wertvoller – diese Aussage wird uns in den Jahren 2012 und 2013 im Sanierungs-, aber auch im Normalgeschäft verfolgen. Die näher rückenden auslaufenden Regelungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes zur Überschuldung, die verschärften Anforderungen an die Kerneigenkapitalquote der Banken und der aktuelle volkswirtschaftliche Hintergrund werden das Risikoverhalten aller Marktteilnehmer massiv beeinflussen.

Die große Frage dabei: Inwieweit schlägt sich das Misstrauen zwischen Marktteilnehmern – exemplarisch im Interbankenhandel der letzten Jahre – auf die Realwirtschaft nieder? Denn deutsche Unternehmen sind traditionsgemäß stark fremdkapitalfinanziert. Diese Finanzierungskultur hat ihre eigenen finanzwirtschaftlichen (Überlebens-) Mechanismen entwickelt. Verlagern sich die Geschäfte eines Unternehmens stärker in eigenkapitalgeprägte internationale Märkte, werden die Bonitätsanforderungen zur Finanzierung dieser Geschäfte massiv ansteigen.

## Weltweit steigender Internationalisierungsgrad

Wo und wie sehen die zukünftigen Wachstumstreiber aus? Wachstum entsteht dort, wo Menschen sich niederlassen und Nachfrage auslösen. Der Blick auf die Zu- und Abwanderungskarten in Deutschland weist

eindeutige Wachstums-Hotspots in Metropolregionen aus. Die Folge: Der Urbanisierungsgrad wird deutlich zunehmen.

International gesehen sind vor allem die südostasiatischen Küsten, südamerikanische Großmetropolen, aber auch die afrikanischen Städte mit massiven Zuwanderungsbewegungen konfrontiert. Kombiniert man diese Bevölkerungsbewegungen mit Megatrends wie Energiewende, Klimaschutz, Medizin, Nanotechnologien, Mobilität, Social Media und politischem Wandel, so kommt man sehr schnell auf die Wachstumsmärkte der nächsten Generation.

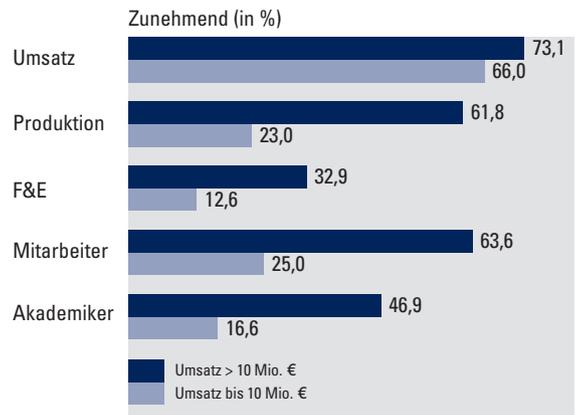
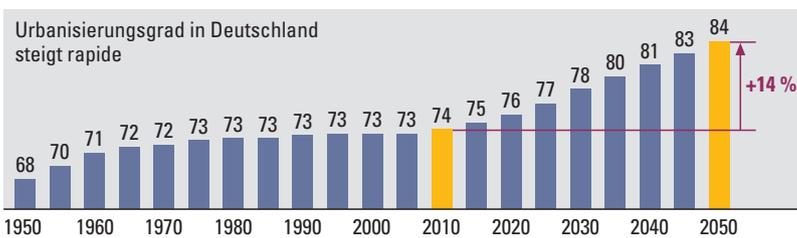


Abb. 2: Erwartung zum Internationalisierungsgrad des VDMA

Die deutsche Industrie hat in den letzten Jahren und Jahrzehnten diese Märkte als Absatzmärkte identifiziert. Mittelfristig wird sich die Wertschöpfungskette zunehmend dorthin verlagern. Eine Studie der Impulsstiftung des VDMA 2010 zeigt sehr prägnant, dass insbesondere der Maschinenbau eine deutliche Verlagerung der Produktionskapazitäten erwartet.

Für diese internationalen Investitionen müssen künftig entsprechende Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden – eine Herausforderung für viele deutsche Unternehmen und Finanzierer.



Die Wanderungsbewegungen gehen auch mit Investitionen einher!

Abb. 1: Urbanisierungsgrad in Deutschland  
Quelle: Landesverband Bauindustrie Bayern, Statistisches Bundesamt Regionalatlas, BiB, UN



### Die Befürchtung: Das Auf erwartet den tiefen Fall

Allein die Erwartungshaltung, dass die Amplituden der historisch erlebten Auf- und Abs der wirtschaftlichen Entwicklung extremer ausfallen, schärft das Risikobewusstsein. Die Volatilitäten steigen an. Diese gefühlten Volatilitäten lassen sich allerdings auch technisch begründen. So hat zum Beispiel das High Frequency Trading zu einer massiven Steigerung der Handelsgeschwindigkeiten in den Finanzmärkten geführt. Diese drastisch erhöhten Umschlagsgeschwindigkeiten führen zu höherer Nachfrage und damit auch zur Aufnahme von Kapital. Werden diese, teils nicht mehr steuerbaren, Systeme gebremst, entsteht Wertevernichtung auf allen Fronten. Im Jahr 2008 konnte man das in massivster Form erleben. Das damit entstandene grundlegende Misstrauen ist nach wie vor in den Märkten vorhanden und wird durch die anhaltende Diskussion der internationalen Schuldenkrise am Leben gehalten. Damit entsteht eine sehr hohe Korrelation gleichgerichteter Verhaltensweisen der Investoren, die damit das Klima für Extremwerte und Volatilitäten ist. Übrigens: Diese Dynamik steht im krassen Gegensatz zur New-Economy-Krise des Jahres 2000 – schließlich hatte man nach wie vor die Old Economy als ausgleichenden Gegenpol.

### Die Antwort: Robustheit

Bonitätsdiskussionen muss man daher vor dem Hintergrund eines volatilen Mengenwachstums mit steigendem Internationalisierungsgrad führen, verschärft durch soziographische Unterschiede, Preisverstärker

bei Rohstoffen aus Finanzmarkthandel und politischem Willen („Zucker wird zu Treibstoff“) sowie gleichgerichteten makroökonomischen Erwartungen.

Doch wie können Unternehmen den Herausforderungen der Volatilität gerecht werden, wie muss eine entsprechende Finanzierung aussehen? An erster Stelle müssen sie ein robustes Geschäftsmodell vorweisen; ein Geschäftsmodell, das sich schnell und mit kalkulierbarem Aufwand auf eine neue Situation einstellen kann und das Unternehmen dabei tragfähig, d. h. effizient und renditefähig macht. Erst mit dieser Voraussetzung kann man von der eigentlichen Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens und seiner Finanzierung reden.

Klar ist: Die Reaktionsfähigkeit des Geschäftsmodells muss erhöht und auch die Finanzierungsstrukturen stärker an die zukünftigen Herausforderungen angepasst werden.

### Was bedeutet Reaktionsfähigkeit des Geschäftsmodells?

Ein Blick auf das W&P-Geschäftsmodell (Seite 8 oben) zeigt, dass Markt- und Wertschöpfungsebene durch die Konfigurationsebene miteinander verbunden sind. Diese Konfigurationsebene fungiert als Puffer, wie eine Bandscheibe zur Abmilderung von Stößen, die über den Markt oder über die Finanzierung an ein Unternehmen herangetragen werden. Diese Konfigurationsebene trägt in einem Unternehmen die Entscheidung in sich, wie sich Wertschöpfung und Markt aufeinander einstellen. Operativ wird diese Konfiguration

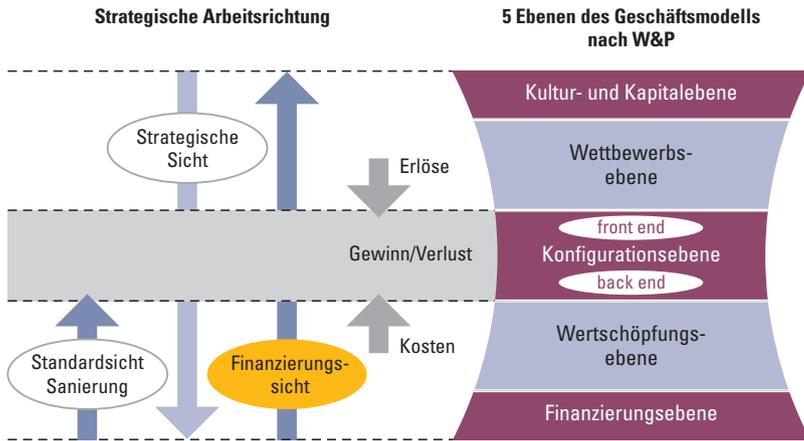


Abb. 3: „Robustheit“ eines Geschäftsmodells bedeutet nicht „logisch“, sondern „unkaputtbar“

in dem Abstimmungsprozess zwischen Absatzplanung und Produktionsplanung deutlich. Je geschmeidiger und unproblematischer dieser Prozess läuft, desto eher ist ein Unternehmen i. d. R. reaktionsfähig.

In der GUV lässt sich diese Reaktionsfähigkeit in dem Verhältnis des Rohertrages zu den Personalkosten ermitteln. Diese bekannte Praktikerformel (bei produktionsgetriebenen Unternehmen sollte ein Faktor von 1,7 herauskommen) spiegelt das W&P-Geschäftsmodell sehr gut wider. Der Rohertrag bildet die marktseitige Konfiguration ab, Personal- und Sachkosten die Wertschöpfungs- und Funktionsebene.

Die Reaktionsfähigkeit drückt aus, wie Rohertragsveränderungen innerhalb eines Jahres auf der Kostenebene adaptiert werden. Dieses Reaktionsverhalten ist in dem unten stehenden Schaubild auf der X-Achse abgetragen. Trägt man nur mehrere Jahrespunkte ab, so ergibt sich ein graphisches Bild (Flächenvolatilität).

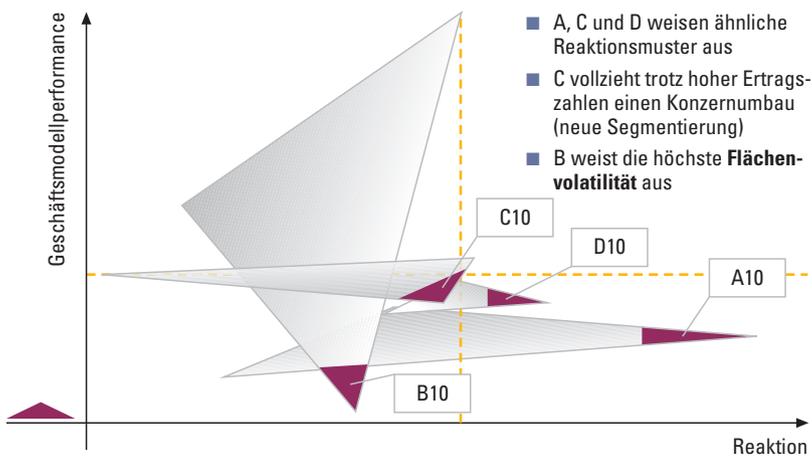


Abb. 4: Reaktionsmuster einzelner Unternehmen

Je größer die Fläche ist, desto unberechenbarer ist ein Unternehmen. Je enger die Punkte zusammenliegen, desto höher ist die Reaktionsfähigkeit eines Unternehmens und damit auch seine Robustheit - und aus Sicht eines Finanzierers auch seine Zuverlässigkeit. Für Finanzierer wird daher ein Unternehmen dann interessant, wenn es nicht nur auf dem konjunkturellen Momentum schwimmt, sondern über Reaktionsmuster auf externe Impacts verfügt.

### Die Reaktionsfähigkeit der Passivseite

Aus Bankensicht behindern vor allem Verschuldungsgrad, steigende Energiekosten sowie Volatilität erfolgreiche Sanierungen. Kombiniert man den Verschuldungsgrad mit der Heterogenität der Passivseite, entsteht ein explosives Gemisch für die Finanzierung.

Die historisch gewachsene Bankenstruktur, getrieben durch Wachstum der Vergangenheit, führt sehr häufig zu einer unterschiedlichen Ausprägung von Finanzierungsinstrumenten. So kann sich eine Leverage-Struktur ergeben, die Einfallstore für neue Spieler eröffnet, da der Drang zum Abstoßen besteht. Es gibt Bond-Strukturen, die keine - oder nur bedingt - Entscheidungsträger aufweisen. Es gibt Cocktail-Strukturen,

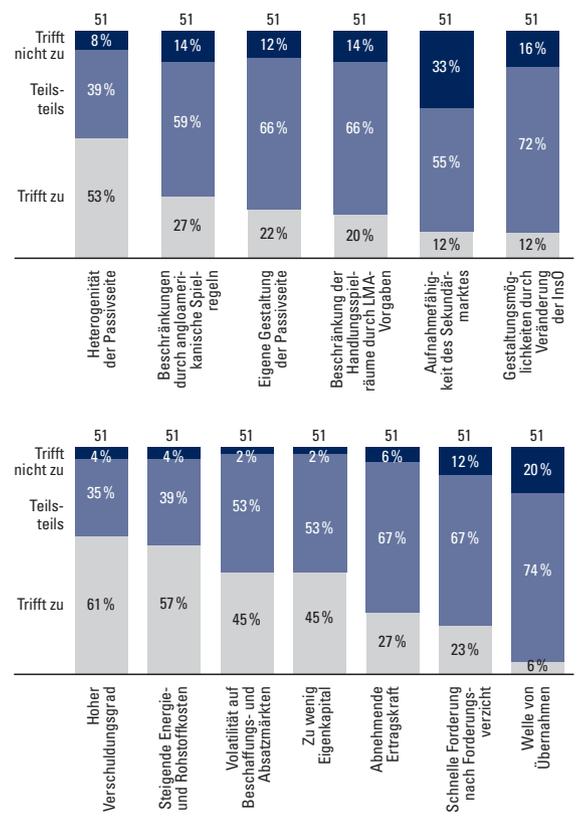


Abb. 5: Meinungsbild der Betreuer von Krisenengagements

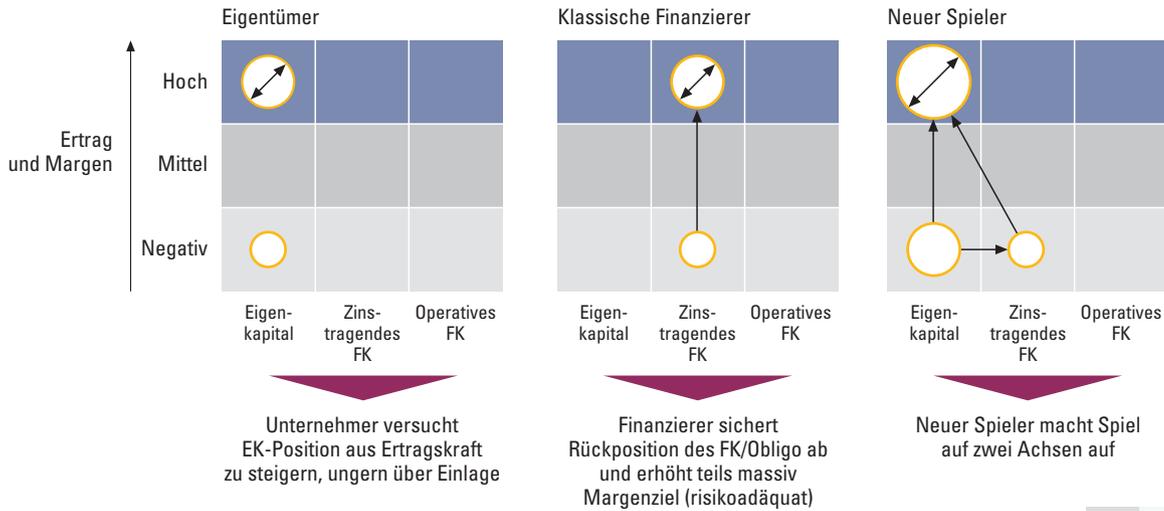


Abb. 6: Schematische Darstellung des Spiels um das Eigenkapital

bei denen sich viele Finanzierungsformen mischen, die sich nicht ergänzen, oder sogar eine Doppelbesicherung in sich tragen. Hier ist der Reset der Finanzierung fast zwangsläufig, dieser gelingt aber aufgrund festgefahrener Positionen einzelner Stakeholder nur schwer.

**Fazit: Die Eigentumsrechte kommen wieder verstärkt in den Fokus**

Der nachhaltige Ausbau der Bonität sowie der liquiden Positionen kann nur über ein reaktionsfähiges Geschäftsmodell erfolgen. Fehlt der Glaube an diese Reaktionsfähigkeit und greifen die klassischen Instrumente der Finanzierung nicht, rücken zunehmend die Eigentumsrechte in den Fokus. Dies bedeutet, es beginnt ein neues Spiel, das sich nicht nur um die Verteilung des Risikos und der Erträge, sondern zunehmend um die Verteilung der Eigenkapitalposition drehen wird.

Spielflächen können die klassischen Investorenprozesse sein: Treuhandlösungen sowie Debt-to-Equity-Swaps, die sich zukünftig in verschiedensten Variatio-

nen aufdrängen werden. Das Ganze findet vor dem Hintergrund des ESUG statt, das ab 01.03.2012 auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen und Regeln für diese neuen „Spiele“ schafft.

Denn mit den verschärften, teils gefühlten, Volatilitäten werden sich auch die Anforderungen zur Schaffung eines gemeinsamen Commitments auf der Passivseite erhöhen. Kommt kein Commitment zustande, kommt es zu einem Zwangs-Commitment: Einem Schutzschirm oder Insolvenzverfahren.

Will man als Gläubiger zumindest das Schutzschirmverfahren in Erwägung ziehen, so müssen sich insbesondere auch die organisatorischen Strukturen der Gläubiger daran anpassen, denn der Schutzschirm ist keine Form der Abwicklung, sondern sollte die Chance zu einem Neuanfang bieten.



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

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



# Sicherung der finanziellen Stabilität in einem Familienunternehmen des Maschinenbaus

Harald Völker

## 1. Kurzportrait TRUMPF

TRUMPF, gegründet 1923 als Werkstätte für mechanische Antriebe in Stuttgart, hat sich in den letzten Jahrzehnten zu einem Global Player und zum Weltmarktführer in nahezu allen seinen Tätigkeitsbereichen entwickelt. Die Schwerpunkte liegen heute auf den Gebieten der Fertigungstechnik und der Medizintechnik.

Im letzten Geschäftsjahr konnte ein Umsatz von gut 2 Mrd. EUR erzielt werden, ein Plus gegenüber dem Vorjahr von 51 %. Die hohe Wachstumsrate zeigt, dass sich TRUMPF der Weltwirtschaftskrise der Jahre 2009 und 2010 nicht entziehen konnte und nach einem Rekordumsatz von 2,1 Mrd. EUR im GJ 2007/08 einen Umsatzrückgang von ca. 40 % hinnehmen musste.

Dieser Umsatzrückgang führte zwangsläufig auch zu einem Ergebnismrückgang, im GJ 2009/10 sogar zu einem Verlust von ca. 59 Mio. EUR (vor Steuern).

Trotz des absehbaren Verlustes hat TRUMPF seine Mitarbeiterzahl praktisch nicht verändert: Gegenüber der Zahl vor Beginn der Krise wurden lediglich 0,3 % der Mitarbeiter abgebaut; inzwischen liegt der Personalstand sogar deutlich über dem Wert von 2008.

Eine solche Unternehmenspolitik sieht zunächst widersprüchlich aus, denn auf einen drastischen Rückgang des Umsatzes muss eine verantwortungsvolle Geschäftsleitung, die den Shareholder Value im Blick hat, mit entsprechenden Kostensenkungsmaßnahmen reagieren, in deren Mittelpunkt meist deutliche Senkungen des Mitarbeiterbestands stehen. Dass dies bei TRUMPF so nicht geschehen ist, liegt an zwei Gegebenheiten: Zum einen verfügt das Unternehmen als Lesson learned aus der Krise Anfang der 1990er Jahre über eine hohe Flexibilität in den wöchentlichen Arbeitszeiten der Mitarbeiter. So wurden in den sehr guten Jahren bis 2007/08 die Arbeitszeitkonten bis an die Grenzen gefüllt; aus ihnen wurden in den Zeiten der Unterauslastung während der Krise die Ausfallzei-

Geschäftsbereiche der TRUMPF Gruppe				
Werkzeugmaschinen/Elektrowerkzeuge		Lasertechnik/Elektronik		Medizintechnik
Werkzeugmaschinen	Elektrowerkzeuge	Lasertechnik	Elektronik	Medizintechnik
				
Werkzeugmaschinen für die flexible Blech- und Rohrbearbeitung	Elektrowerkzeuge für die Blechbearbeitung	Laser für die Fertigungstechnik	Stromversorgungen für plasmagestützte Fertigungsprozesse, zur Induktionserwärmung und CO <sub>2</sub> -Laseranregung	OP-Tische, OP-Leuchten und Deckenversorgungseinheiten
Umsatzanteile 				

Abb. 1: Übersicht der Geschäftsfelder

ten in allen Bereichen finanziert. Zum anderen kommt in diesem Verhalten der Charakter von TRUMPF als Familienunternehmen zum Ausdruck. Nicht die kurzfristige Steigerung des (finanziellen) Unternehmenswertes steht im Zentrum, sondern die nachhaltige Positionierung des Unternehmens in allen seinen Tätigkeitsfeldern in der Weltspitze, und zwar technisch, qualitätsmäßig sowie organisatorisch, der Erhalt des Unternehmens für die nächste Generation sowie die Wahrung der Eigenständigkeit.

**2. Unternehmensziele und die Konsequenzen für die finanzielle Führung**

Diese Haltung ist in den Unternehmenszielen von TRUMPF niedergelegt, die man im folgenden Satz zusammenfassen kann: „TRUMPF strebt durch Innovations- und Qualitätsführerschaft ein durchschnittliches Wachstum von 15% auf der Basis einer guten Firmenkultur an. Dazu ist eine durchschnittliche Gesamtkapitalrendite nach Steuern in bestimmter Höhe erforderlich.“

Diese Unternehmensziele sind Ausfluss der Einstellung der Eigentümer-Familie Leibinger, die zusammen mit der Berthold Leibinger Stiftung 100% der Firmenanteile hält. Die Familie sieht im Unternehmen nicht primär eine Einkommensquelle, sondern eher ein Betätigungsfeld. So sind drei der sechs Geschäftsleitungsmitglieder Familienangehörige; auch der Aufsichtsrat besteht auf der Anteilseignerbank zur Hälfte aus Familienmitgliedern.

Die finanzielle Steuerung orientiert sich daher an den Vorstellungen der Eigentümer-Familie, aber auch an den betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten, die im Zielehaus auf die Kapitalrendite verkürzt sind. Das finanzielle Steuerungskonzept erstreckt sich auf drei Bereiche: Die Gewinnsteuerung, die Vermögenssteuerung und die Liquiditätssteuerung.

Die Steuerung des Gewinns der Gruppe erfolgt aus der Überlegung heraus, dass das Wachstum der Gruppe so finanziert werden muss, dass auf Dauer eine Eigenkapitalquote von ca. 50% gewahrt werden soll. Daraus ergibt sich unter Zugrundelegung von bestimmten Steuersätzen und Fremdkapitalzinsen eine Soll-Eigenkapitalverzinsung. Die Multiplikation von Eigenkapitalquote und Eigenkapitalrendite ergibt den Return on Investment, aus dem die Soll-Verzinsung im Zielehaus abgeleitet ist. Aus der bekannten Aufgliederung des RoI ergibt sich die Soll-Umsatzrendite und der Minimum-Kapitalumschlag.

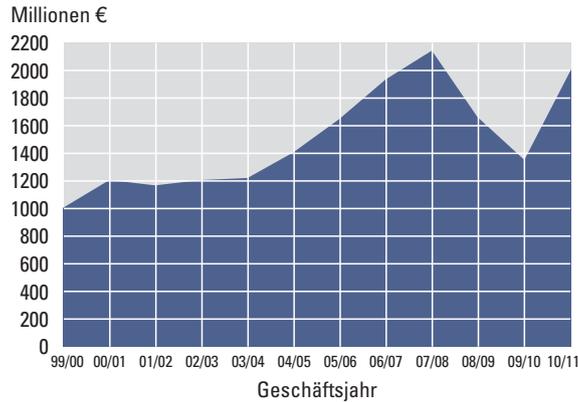


Abb. 2:  
Umsatzentwicklung  
TRUMPF Gruppe  
GJ 99/00 bis GJ 10/11

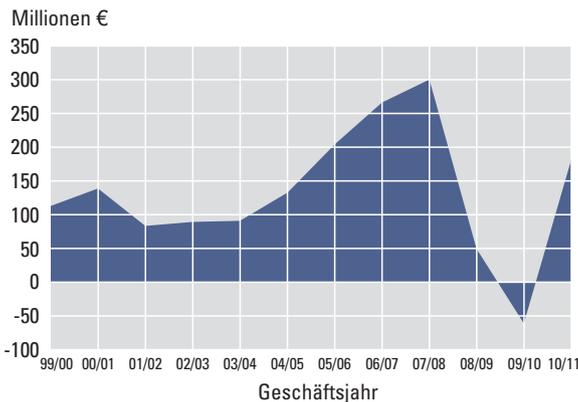


Abb. 3:  
EoS-Entwicklung  
TRUMPF Gruppe  
GJ 99/00 bis GJ 10/11

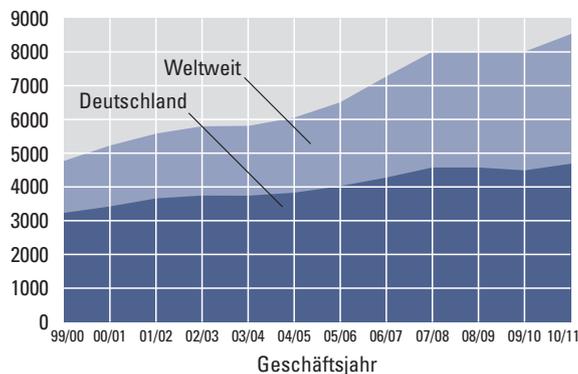


Abb. 4:  
Mitarbeiterentwicklung  
TRUMPF Gruppe  
GJ 99/00 bis GJ 10/11

Die hohe Soll-Eigenkapitalquote als Messkriterium dient im Wesentlichen der Wahrung der wirtschaftlichen Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern. TRUMPF strebt bei seinen Banken und sonstigen Kreditgebern eine Ratingstufe von BBB oder besser an; dies erscheint bei einer Quote von 50% gewährleistet. Diese Eigenkapitalquote kann wiederum nur dann dauerhaft realisiert werden, wenn eine hohe Eigenkapitalverzinsung erzielt wird. Zu beachten ist, dass diese Verzinsung nur sehr mittelbar den Eigentümern zu Gute kommt. Sie ist ausschließlich dazu bestimmt, die notwendigen Investitionen in das Wachstum von TRUMPF im Verhältnis 50% Eigenkapital und 50%



Abb. 5: Unternehmensziele TRUMPF Gruppe

Fremdkapital zu finanzieren. Um größere Ausschüttungen durchführen zu können, muss die Eigenkapitalverzinsung über dem geforderten Sollwert liegen!

Bei der Gewinnsteuerung setzt TRUMPF sehr stark auf die Steuerung von Verantwortungsbereichen. Darin kommt die hohe Selbständigkeit in der Führungsphilosophie zum Ausdruck. Die dezentralen Einheiten sollen in Eigenregie sicherstellen, dass die geplanten und vereinbarten finanziellen Zielgrößen erreicht werden.

Bei der Vermögenssteuerung werden Working-Capital-Umschlagkennziffern für Vorräte und Forderungen verwendet. Für die Beurteilung von Sachinvestitionen, von großen (Entwicklungs-)Projekten sowie von Akquisitionen wird die Discounted-Cashflow-Methode herangezogen, die einen aus der obigen Formel abgeleiteten Kapitalkostensatz verwendet.

Die Liquiditätssteuerung orientiert sich im Wesentlichen an der Eigenkapitalquote der TRUMPF Gruppe; die Eigenkapitalquoten der Konzerngesellschaften spielen eine untergeordnete Rolle. Ist die Zielquote erheblich gefährdet, müssen die Investitionen umpriorisiert und gegebenenfalls verschoben werden. Zu beachten

ist, dass diese Eigenkapitalquoten die Gesellschafterdarlehen in der Obergesellschaft, die eine Kommanditgesellschaft ist, nicht enthalten; diese werden handelsrechtlich als Fremdkapital qualifiziert. Intern allerdings werden sie als eigenkapitalähnlich angesehen und bei der Verschuldung nicht betrachtet. Sie machen einen wesentlichen Teil der Finanzierung aus.

Die Deckung des aus dem angestrebten Wachstum resultierenden Kapitalbedarfs der Gruppe erfolgt weitestgehend aus dem Cashflow; der Rest wird teils langfristig, teils kurzfristig zentral durch den Zentralbereich Finanz- und Risikomanagement in unserem Hausbankenkreis gedeckt. Dieser besteht aus einer Gruppe von fünf bis sechs nationalen und internationalen Banken, mit denen langjährige Geschäftsbeziehungen bestehen und mit denen ein intensiver Informationsaustausch gepflegt wird. Dieser äußert sich neben einer regelmäßigen Information über die aktuelle Lage des Unternehmens auch in jährlich stattfindenden „Rating-Gesprächen“, in denen sowohl der zurückliegende Jahresabschluss als auch die Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr besprochen werden. Darüber hinaus werden die Banken aufgefordert, ihre Rating-Einstufung für TRUMPF abzugeben.

Diese Bankenpolitik bedeutet, dass TRUMPF nicht immer die günstigsten Kosten bei Finanztransaktionen erzielt, jedoch immer die günstigsten im Hausbankenkreis. Der Vorteil liegt darin, dass ein definiertes Volumen an Provisionsaufwand nicht auf beliebig viele Banken verteilt wird und deshalb die Forderungen der Banken nach mehr „Cross Selling“ besser bedient werden können. Zum anderen sorgen die langjährigen Verbindungen dafür, dass die Hausbanken bei der Prüfung von Finanzinstrumenten eine Beraterrolle einnehmen: Da sie TRUMPF sehr gut kennen, bieten sie nur solche Instrumente an, die zu TRUMPF passen. Das reduziert den internen Aufwand für die Analyse und Bewertung

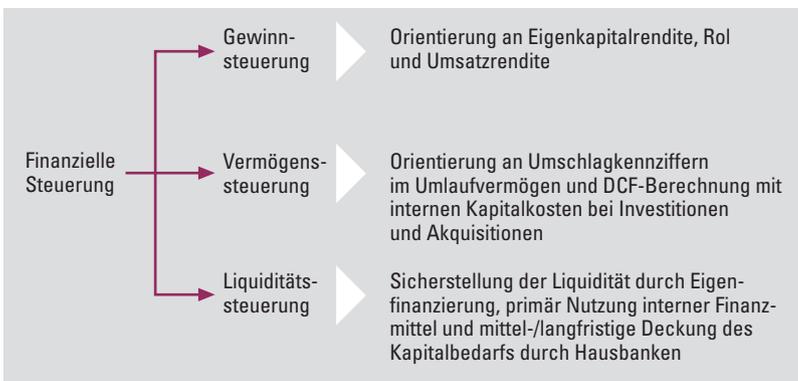


Abb. 6: Finanzielles Steuerungskonzept TRUMPF Gruppe

dieser Geschäfte deutlich. Im langfristigen Bereich > 5 Jahre werden allerdings zum Teil auch kapitalmarktähnliche Instrumente wie US- oder Europäische Private Placements (Schuldscheindarlehen) eingesetzt, bei deren Begebung TRUMPF jedoch auch auf die Hausbanken zurückgreift.

Den externen Kapitalmarkt nutzt TRUMPF nicht. Im Zuge der Einführung von Basel II wurde geprüft, ob dieser Markt zukünftig in Anspruch genommen werden soll. Die Betrachtung der Anforderungen (externes Rating, Exposés, Kosten, Informationspflichten) hat zur Meinung geführt, dass keine öffentlichen Anleihen oder ähnliche Instrumente begeben werden sollten. Es stehen ausreichend andere Instrumente wie Schuldscheindarlehen zur Verfügung, mit denen nennenswerte Kreditbeträge aufgenommen werden können.

**3. Finanzielle Führung in der Krise**

Ob die finanzielle Führung und die Liquiditätssicherung wirklich tragfähig ist, zeigt sich vor allem in einer Krise. Gerade in der letzten Krise von 2009/2010 wurde die Finanzpolitik einer harten Probe unterzogen: Zu der drastischen Reduzierung des Geschäftsvolumens mit der Folge ausbleibender bzw. negativer Cashflows kam das Risiko, dass der Bankensektor selbst Gefahr lief, nicht mehr leistungsfähig zu sein. Insbesondere das Risiko einer Kreditklemme und des Ausfalls von Bankenpartnern in Folge der Lehman-Pleite haben der letzten Krise eine besonders kritische Note verliehen.

Die finanzielle Führung von TRUMPF soll im Folgenden im Verlauf der Krise dargestellt werden. Dabei wird der Zeitraum von Juli 2008 – also vor Beginn der Krise – bis Juni 2010 beschrieben und in Halbjahre unterteilt.

Das TRUMPF Geschäftsjahr läuft vom 1. Juli bis zum 30. Juni. Das Geschäftsjahr 2007/08 war das bisher erfolgreichste in der rund 90jährigen TRUMPF Geschichte: Es wurde ein Umsatz von 2.144 Mio. EUR bei einem Ergebnis vor Steuern von 301 Mio. EUR erzielt. Die Umsatzrendite betrug 14,1 %, die Eigenkapitalquote lag bei 49 %; die Gruppe hatte eine Netto-Verschuldung von ca. 50 Mio. EUR bei einer Bilanzsumme von ca. 1.500 Mio. EUR. Auch das neue Geschäftsjahr 2008/09 begann positiv. Die Auftragseingänge legten zwar seit etwa September 2008 nicht mehr zu, waren aber auf einem konstant hohen Niveau. Dies hielt an bis zum Oktober 2008; in diesem Monat fand eine sehr wichtige Messe statt, und es wurde ein neuer Rekord bei den Messeverkäufen aufgestellt. Im November brachen die Auftragseingänge dann allerdings auf weniger als die Hälfte des bisherigen Niveaus ein, so dass sofortige Anpassungen in der Produktionsplanung und bei den Produktionskapazitäten erfolgten. Diese können bei TRUMPF sehr kurzfristig beschlossen werden, da das Arbeitszeitmodell, das in einem „Bündnis für Arbeit“ vereinbart ist, schnelle Veränderungen der wöchentlichen Arbeitszeit zulässt. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass die Arbeitszeitkonten in den guten Jahren zuvor gefüllt wurden, damit sie dann für eine

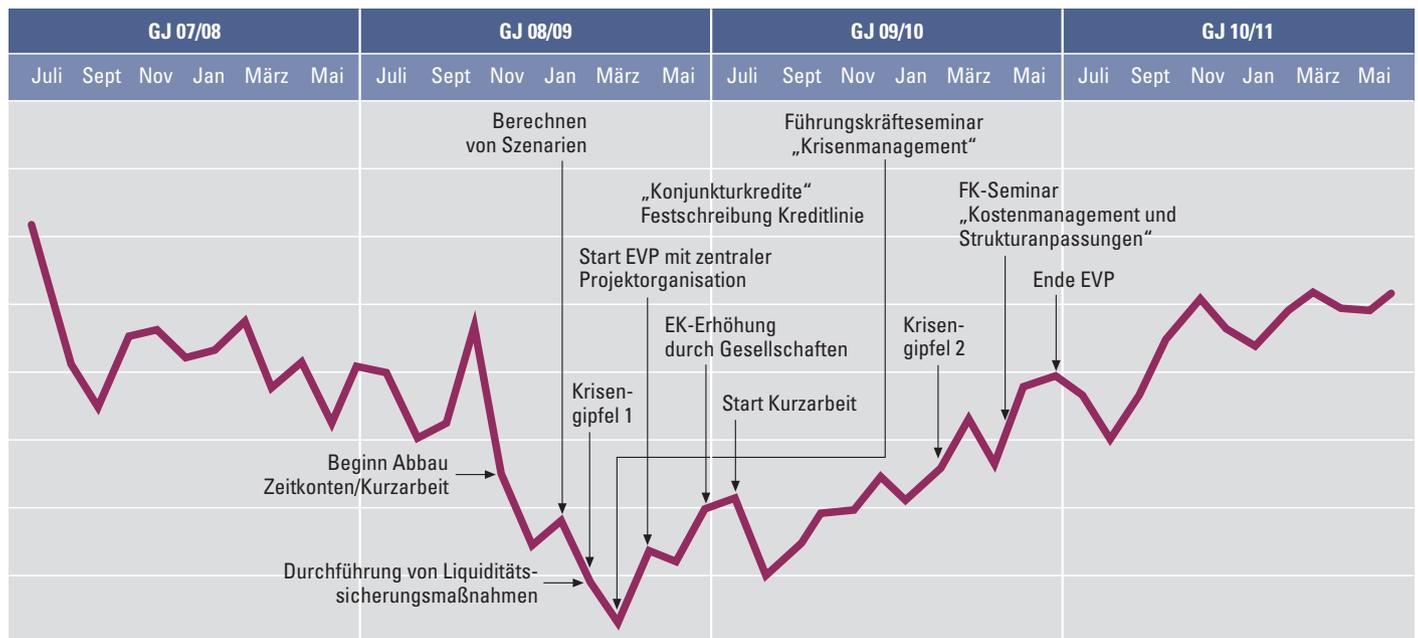


Abb. 7: Entwicklung Auftragseingänge und Maßnahmen während und nach der Krise



Arbeitszeitreduzierung verwendet werden können. In einigen Gesellschaften war dies zu diesem Zeitpunkt noch nicht gegeben; deshalb wurde dort Kurzarbeit angeordnet. Da die Auftragseingänge weiter sanken, wurden zu Beginn des Jahres 2010 im kaufmännischen Bereich Szenarien durchgerechnet, die sich zunächst am Krisenverlauf 1992/93 orientierten (-20 %) und zusätzlich eine weitere Verschärfung auf -40 % im Umsatz beinhalteten. Analysiert wurde,

- welche automatischen Anpassungen der Ertragslage sich durch die in den Kostenstrukturen enthaltene Flexibilität ergeben,
- welches Volumen an Kosteneinsparungen in der Beschaffung, bei den Kapazitäten und in den Sachkosten notwendig ist, um Breakeven zu erreichen,
- welcher Liquiditätsbedarf sich ergibt, wie dieser durch interne Maßnahmen (Working Capital Management, Investitionszurückhaltung) gedeckt werden kann, ohne die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zu gefährden, und welche Maßnahmen zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit eingeleitet werden müssen.

Da die Aufträge regional unterschiedlich zurückgingen und darüber hinaus die Erkenntnis, dass es sich um eine länger andauernde Krise handeln könnte, in den einzelnen Tochtergesellschaften nicht sehr ausgeprägt war, wurde Anfang Februar 2009 ein sogenannter Krisengipfel veranstaltet, an dem alle Geschäftsführer der TRUMPF Gesellschaften sowie die Leiter großer Bereiche aus dem In- und Ausland teilnahmen. Diesem Teilnehmerkreis wurden von der Gruppen-Geschäftsleitung die Szenarien vorgestellt und die Konsequen-

zen daraus erläutert. Außerdem musste jeder Geschäftsführer seine geplanten Maßnahmen zur Sicherung der Ertragskraft und der Liquidität vorstellen. Gleichzeitig wurden für die kurz darauf beginnende Planungsrunde des folgenden GJ 2009/10 Prämissen vorgegeben.

Parallel dazu wurde begonnen den Liquiditätsbedarf für ein Worst-Case-Szenario zu decken. Dies erfolgte zum einen durch echte Liquidität, d. h. Finanzmittelaufnahme, und zum anderen über Finanzmittelzusagen, also Kreditlinien. Die Kreditlinien wurden mit einigen ausgewählten Banken mit einer dreijährigen festen Zusage versehen, also zu Committed Lines; dreijährig deshalb, weil unterstellt wurde, dass die Krise ca. ein Jahr dauert und ein bis zwei Jahre benötigt werden, um durch Verlust entstandene Negativsalden wieder abzubauen. Mit der gleichen Begründung wurden Kredite mit fester Laufzeit für drei bis fünf Jahre aufgenommen. Da zum damaligen Zeitpunkt nicht sicher war, ob bei verschlechterter Lage des Unternehmens noch ausreichend Bereitschaft bei den Banken vorhanden wäre Verluste zu finanzieren, wurden diese Finanzmittel aufgenommen und angelegt. Damit war sichergestellt, dass TRUMPF auch bei einer Halbierung der Auftragseingänge für längere Zeit zahlungsfähig bleibt.

Um die Ertrags- und damit auch die Liquiditätslage zu verbessern, wurde ein weltweites Ergebnisverbesserungsprogramm gestartet, das sich auf die Bereiche Einkauf, Kapazitäts- und Sachkosten bezog. Zudem startete der Vertrieb ein Sales-Push-Programm mit dem Ziel, der schwachen Nachfrage nach Maschinen und Lasern Impulse zu verleihen. Mit diesen Programmen ist es gelungen, die Verkäufe auf niedrigem Niveau zu stabilisieren und für eine deutliche Kostenentlastung zu sorgen. Dabei spielten bei den Kapazitätskostenmaßnahmen Entlassungen keine Rolle, da TRUMPF wegen der hohen Flexibilität bei Arbeitszeiten zu Beginn der Krise ausreichend Manövriermasse hatte.

In der Folge wurden mit allen Führungskräften weltweit Seminare durchgeführt, um diese für die kritische Situation zu sensibilisieren und Maßnahmenpläne zu erarbeiten. Dies sorgte für eine gleichmäßige Information über die Mechanismen in der Krise, über die eingeleiteten Maßnahmen von TRUMPF und welche Maßnahmen von den einzelnen Bereichen erwartet wurden.

Da sich die Auftragslage auch im Sommer 2009 nicht verbesserte, musste in einzelnen Bereichen Kurzarbeit beantragt werden. Im Frühjahr 2010, also ca. 1,5 Jahre nach Beginn der Krise, fand ein weiterer Krisengipfel statt, der die Berichterstattung über die eingeleite-

ten Maßnahmen und die erzielten Erfolge zum Inhalt hatte. Anschließend wurden, geleitet durch Gruppen-Geschäftsführer, Workshops in den einzelnen Bereichen weltweit durchgeführt, in denen weitere konkrete Maßnahmen erarbeitet und beschlossen wurden. Dabei gab die Geschäftsleitung für jeden Bereich vor, mit welchen Umsätzen im folgenden Jahr zu rechnen ist.

Auf Basis dieser Vorgabe mussten Maßnahmen erarbeitet werden, um mindestens Breakeven zu erreichen. Zudem wurde gefordert, Alternativpläne zu entwickeln, die weitere Maßnahmen zum Inhalt hatten, falls sich die Geschäftslage noch weiter verschlechtert.

Mit Hilfe dieses Vorgehens ist es gelungen, im Geschäftsjahr 2008/09 ein positives Ergebnis von ca. 52 Mio. EUR zu erreichen und im GJ 2009/10 den Verlust auf 59 Mio. EUR zu begrenzen. In Summe ist TRUMPF aus den beiden Krisen-Geschäftsjahren nur mit einem geringen Fehlbetrag herausgegangen. Mitte des Jahres 2010 zogen die Auftragseingänge deutlich an und erreichten wieder Vorkrisenniveau, so dass die Krise als beendet angesehen werden konnte; alle Programme und Maßnahmen zur Kostensenkung wurden zunächst ausgesetzt und später aufgehoben.

#### 4. Lessons learned

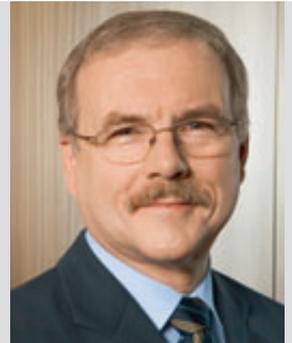
Als wesentliche Erkenntnisse im Krisenmanagement und auch in der finanziellen Führung sind festzuhalten:

- Die schnelle und umfassende Information über die Situation ist unabdingbar. Dies gilt für die Führungskräfte und Mitarbeiter, die ganz wesentlich die Maßnahmen realisieren mussten und auch davon betrof-

fen waren. Es gilt aber auch für die Banken, mit denen die Szenarien offen diskutiert wurden und die an der Lösung der Liquiditätsthematik mitgearbeitet haben.

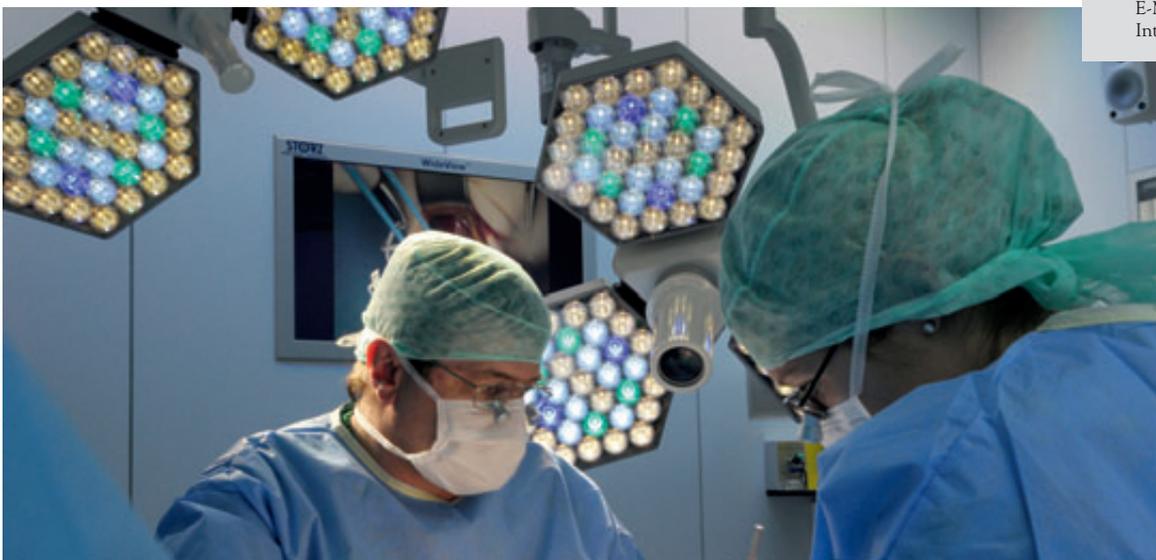
- Die erarbeiteten Szenarien halfen, den Führungskräften deutlich zu machen, welche Konsequenzen der Rückgang des Geschäfts hat; sie haben damit Bereitschaft zum Handeln erzeugt.
- Die Erarbeitung von Alternativplänen erlaubte schnelles Handeln, verringerte Reaktionszeiten und gab Sicherheit, dass man auch mit einer noch schlechteren Situation fertig werden kann.
- Die frühzeitige und umfassende Absicherung der Liquidität führte zu finanziellen Reserven, die auch ein Worst-Case-Szenario abgedeckt hätten. Das hat Handlungsfreiheit ermöglicht und verhindert, dass aufgrund kurzfristiger Kostensenkungsnotwendigkeiten Zukunftspotenziale gefährdet werden.

Ein Unternehmen kann sich einer breiten Wirtschaftskrise nicht entziehen, es kann aber deren Auswirkungen abmildern. Entscheidend für die Krisenbewältigung ist, mit welcher finanziellen Verfassung man in die Krise hineingeht. Deshalb ist es für TRUMPF von zentraler Bedeutung, dass die oben genannten finanziellen Zielgrößen erreicht werden. Damit ist sichergestellt, dass auch dramatische Veränderungen im Geschäftsverlauf das Unternehmen nicht gefährden.



Harald Völker  
Geschäftsführer  
TRUMPF GmbH + Co. KG  
Johann-Maus-Straße 2  
71254 Ditzingen

Telefon 07156 303 367 23  
Telefax 07156 303 307 29  
E-Mail [harald.voelker@de.trumpf.com](mailto:harald.voelker@de.trumpf.com)  
Internet [www.trumpf.com](http://www.trumpf.com)



# Mittelstandsfinanzierung in Deutschland im Umbruch

## Studie belegt wachsende Bedeutung des Kapitalmarktes für den Mittelstand

Sabine Traub

Das Handelssegment Bondm der Börse Stuttgart war der Startschuss für eine neue Finanzierungsmöglichkeit im Mittelstand. Inzwischen sind an der Börse Stuttgart 22 Anleihen von mittelständischen Firmen mit einem Gesamtvolumen von über 1,5 Milliarden Euro gelistet, während das gesamte Marktvolumen in Deutschland rund 2,1 Milliarden Euro beträgt. Bondm in Stuttgart hat sich als Alternative zur klassischen Kreditfinanzierung des deutschen Mittelstands etabliert. Mittlerweile sind andere Börsenplätze in Deutschland dem Beispiel gefolgt und bieten ähnliche Plattformen für Anleihen mittelständischer Unternehmer an.

Die Unternehmensanleihe ist als komplementäres Finanzierungsinstrument im Mittelstand angekommen. Das bestätigt die Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“, die von der Unternehmensberatung Seidenschwarz & Comp. GmbH und Prof. Dr. Burkhard Pedell von der Universität Stuttgart im Auftrag der Börse Stuttgart im Jahr 2011 durchgeführt wurde.

Die Befragung der Unternehmen zeigt den deutlichen Trend: 92 Prozent sind der Meinung, dass innovative Finanzierungsinstrumente zukünftig im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen eine größere Rolle spielen werden. Eine überwiegende Mehrheit von 83 Prozent der befragten Unternehmen ist zudem überzeugt, dass insbesondere die Unternehmensanleihe weiter an Attraktivität gewinnen wird. 69 Prozent stimmen der Aussage zu, dass sich mittelständische Unternehmen stärker am Kapitalmarkt orientieren sollten und eine Unternehmensanleihe dazu ein geeigneter erster Schritt ist. Rund die Hälfte der befragten Unternehmen sieht zudem Verbesserungspotenziale bei der Verknüpfung des Finanzierungsmanagements mit der Unternehmensstrategie.

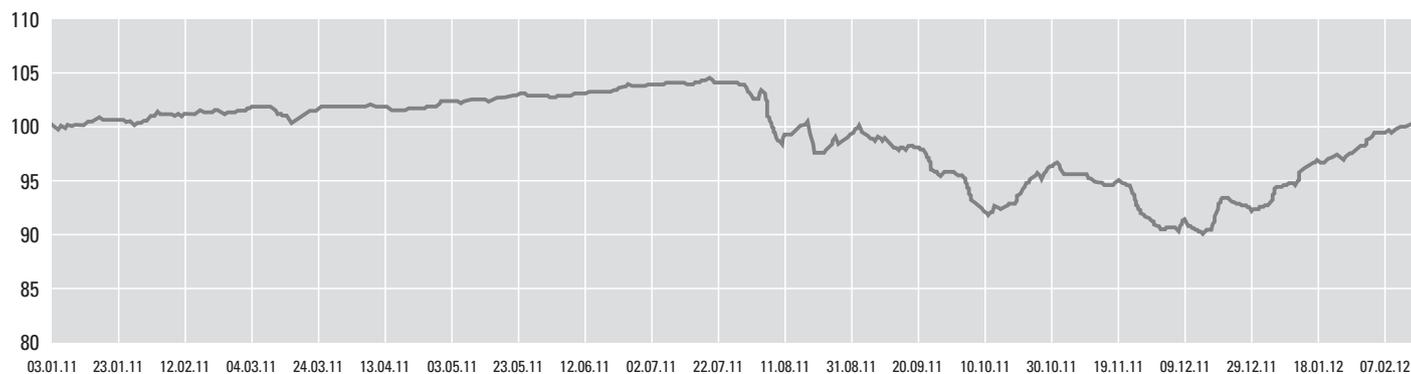
Laut der Studie plant fast jedes vierte mittelständische Unternehmen, eine Anleihe zu emittieren. Worin liegen die Gründe für diesen Trend und warum entscheiden sich immer mehr mittelständische Unter-

nehmen für die Emission einer Anleihe? Besondere Vorteile von Unternehmensanleihen sehen die Befragten unter anderem in einer höheren Unabhängigkeit von Banken, hoher Finanzierungssicherheit sowie einer ausgewogeneren Investorenstruktur. Für einen Einsatz von Anleihen nennen Unternehmen insbesondere Wachstums-, Akquisitions- und Anschlussfinanzierungen. Unter den befragten Mittelständlern haben 15 Prozent in den vergangenen drei Jahren bereits Unternehmensanleihen begeben. Diese Unternehmen bewerten Unternehmensanleihen ausnahmslos als positive und sehr positive Finanzierungsalternative.

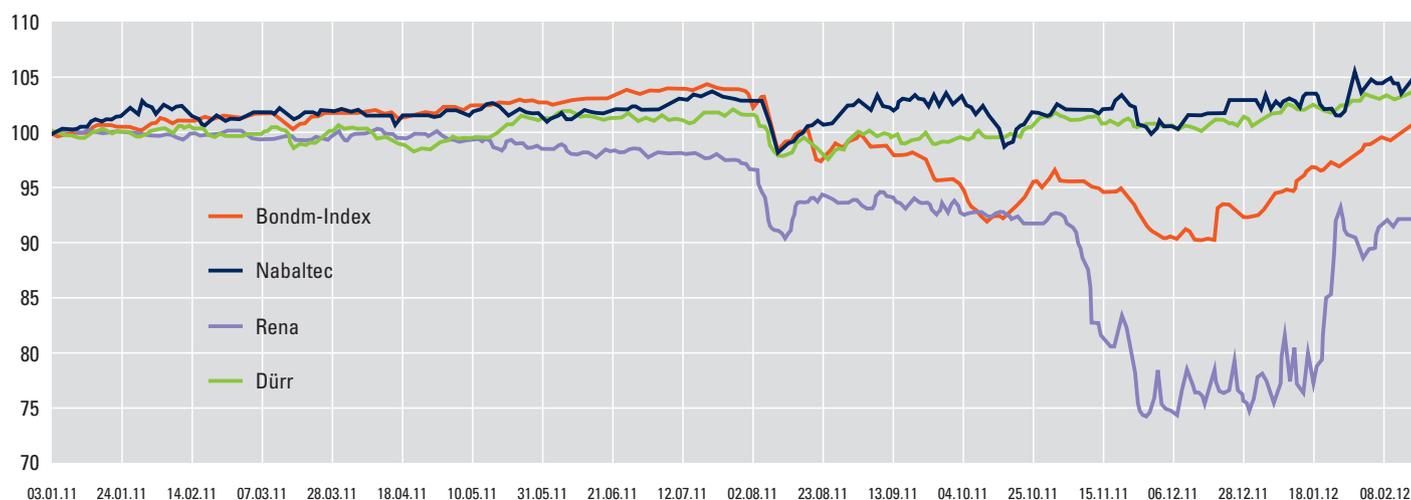
Aus den Studienergebnissen sind weitere Effekte ablesbar, warum der Mittelstand zunehmend den Weg an den Kapitalmarkt sucht. Erstens: Die Unternehmen können über eine Anleihe ihre Investorenbasis erweitern. Neben Institutionellen Investoren, Family Offices und Vermögensverwaltern erhalten auch Privatanleger Zugang zu Mittelstandsanleihen.

Die breitere Investorenbasis unter Einbeziehung von Privatanlegern wird – laut Studie – von 74 Prozent der Befragten positiv oder sehr positiv bewertet. Anders ausgedrückt: Die Unternehmen sehen den Kapitalmarkt als Möglichkeit, sich das Vertrauen der Investoren zu erarbeiten. Zweitens: Der traditionell auf die klassische Kreditfinanzierung fokussierte deutsche Mittelständler steigert mit der Emission einer Anleihe „nebenbei“ seinen Bekanntheitsgrad bei Anlegern und potenziellen Kunden.

Die Studie belegt, dass 71 Prozent durch die Erweiterung des Investorenkreises eine Steigerung des Bekanntheitsgrades am Markt erwarten. Drittens: Die Unternehmen verbessern mit der Emission einer Anleihe ihre Verhandlungsposition gegenüber den Banken und optimieren aufgrund der Publikationspflichten gleichzeitig ihr internes Reporting. Auch für Familienunternehmen kann die Finanzierung über eine Eigenemission am Anleihemarkt ein erster Schritt an



Kursverläufe Bondm-Index und Segment-Anleihen im Vergleich seit Indexstart  
(Anleihen nominiert auf 100 am 03.01.2011)



den Kapitalmarkt sein. Unternehmen im Familienbesitz haben insbesondere die Beteiligungsstrukturen im Blick, die durch eine Kapitalentscheidung beeinflusst werden können. Bei der Begebung einer Anleihe bleiben diese unberührt.

Im internationalen Vergleich erleben wir allerdings keine wirklich neue Entwicklung. Unternehmen aus dem angelsächsischen Raum stellen ihre Finanzierung traditionell breiter auf. Deutsche Mittelständler dagegen gelten als verschlossen, wenn es darum geht, kapitalmarktrelevante Informationen zu veröffentlichen.

Soweit das Klischee – die Praxis aber zeigt: Mittelständische Unternehmen sind schon viel weiter als vielfach angenommen. Seit 2007 müssen alle Kapitalgesellschaften ihre Jahresabschlüsse auf der Internetseite des Bundesanzeigers veröffentlichen. Insofern sind kleine und mittelgroße Gesellschaften hinsichtlich der Publizität großen Gesellschaften gleichgestellt. Der Mittelstand gilt als Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Er genießt hohes Ansehen im europäischen Ausland. Das

zeigen auch die zahlreichen Anfragen aus anderen europäischen Ländern zu unserem Mittelstandssegment Bondm.

Wie haben sich die Anleihen im Handelsegment Bondm in den vergangenen – teils turbulenten – Monaten entwickelt? Als emittierendes Unternehmen muss man sich bewusst machen, dass Unternehmensanleihen Kursschwankungen unterliegen. Dies konnte nach der Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009 nun auch in der zweiten Jahreshälfte 2011 seit August beobachtet werden.

Der Markt für Unternehmensanleihen musste Risikoaufschläge hinnehmen, die je nach Bonitätseinstufung und Branche sehr unterschiedlich ausfielen. Auch Mittelstandsanleihen konnten sich diesem Trend nicht entziehen. Die Erkenntnis dabei: Die Investoren betrachteten die Mittelstandsanleihen je nach Branche und Emittent sehr differenziert. Während Emissionen von Solarunternehmen sehr stark unter Druck gerieten, war die Kursentwicklung von Anleihen, deren



Emittenten gute Geschäftsergebnisse veröffentlichten, von temporären Kursdellen abgesehen stabil bis positiv. Zur Performancemessung und Transparenzsteigerung hat die Börse Stuttgart den Bondm-Index entwickelt, dessen Verlauf einen guten Überblick über die Volatilität der letzten Monate gibt.



Sabine Traub  
Leiterin Primary Market Group  
Börse Stuttgart  
Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart

Telefon 0711 222 985 190  
E-Mail [sabine.traub@boerse-stuttgart.de](mailto:sabine.traub@boerse-stuttgart.de)  
Internet [www.boerse-stuttgart.de](http://www.boerse-stuttgart.de)

Der Bondm-Index ermöglicht einen direkten Vergleich der Entwicklung einzelner Anleihen mit dem Handelssegment Bondm.

Der Ausbruch der Finanzmarktkrise 2011, die hohen Volatilitäten bei Unternehmensanleihen und die damit einhergehende Unsicherheit bei Investoren führten dazu, dass sich das Zeitfenster für Emissionen im Laufe der zweiten Jahreshälfte schloss. Gemeinsam mit den am Emissionsprozess beteiligten Partnern empfahl die Börse Stuttgart denjenigen Unternehmen, die in dieser Phase eine Anleihebegebung vorbereiteten, ihre Emission aufgrund des schwierigen Marktumfeldes ins neue Jahr zu verschieben.

Emittenten gute Geschäftsergebnisse veröffentlichten, von temporären Kursdellen abgesehen stabil bis positiv. Zur Performancemessung und Transparenzsteigerung hat die Börse Stuttgart den Bondm-Index entwickelt, dessen Verlauf einen guten Überblick über die Volatilität der letzten Monate gibt.

Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass sich das Zeitfenster im Laufe der ersten Monate 2012 wieder öffnen wird. Die sich schließenden und wieder öffnenden Zeitfenster für Kapitalmarkttransaktionen sind ein Phänomen, das ein Unternehmen beim Gang an den Kapitalmarkt beachten sollte – das gilt sowohl für Aktien- als auch Anleiheemissionen.

In der Konsequenz heißt das, dass – unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Kapitalmarktphasen – der Fremdkapitalbedarf rechtzeitig erkannt und die Kapitalbeschaffung frühzeitig geplant und durchgeführt werden muss.

Nach der Emission ist vor der Emission. Hat ein Unternehmen das Vertrauen der Investoren gewonnen und eine Anleihe erfolgreich platziert, muss dieses Vertrauen auch gefestigt werden. Denn nur so kann eine weitere, erfolgreiche Kapitalmarkttransaktion erfolgen. Hierzu gehören ein funktionierender Sekundärmarkt an einer Börse und die Bereitschaft zur Transparenz. Transparenz im Markt für Mittelstandsanleihen lässt sich nur durch Information herstellen, denn Anleger wägen ihre Investitionsentscheidungen auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen ab.

Um ein Höchstmaß an Transparenz zu schaffen, fordert die Börse Stuttgart von den gelisteten Unternehmen gegenüber dem normalen Freiverkehr erhöhte Informationspflichten. Neben einem von der BaFin genehmigten Wertpapierprospekt gehören Veröffentlichungen von testierten Jahresabschlüssen, Halbjahresberichten, Unternehmensratings, jährlichen Folgeratings sowie sogenannte Quasi-Ad-hoc-Meldungen zu den zentralen Publizitätspflichten der Emittenten.

Die Börse Stuttgart gewährleistet mit ihrem Know-how bei Mittelstandsanleihen einen qualitativ hochwertigen Sekundärmarkt mit jederzeit handelbaren Preisen. Bei einem Emissionsvolumen im Handelssegment Bondm von rund 1,5 Milliarden Euro wurden an der Börse Stuttgart im Handel nunmehr 1,2 Milliarden Euro im laufenden Handel umgesetzt.

Dies beweist auch, dass Mittelstandsanleihen in Stuttgart über eine ausreichende Liquidität verfügen, so dass Anleger jederzeit ein Investment eingehen oder sich davon trennen können.

WEBLINK

**Weblink:**

Weitere Informationen zum Handelssegment Bondm und eine Übersicht der dort gehandelten Unternehmensanleihen gibt es unter [www.boerse-stuttgart.de/bondm](http://www.boerse-stuttgart.de/bondm).

# Platzierung von Corporate Bonds – Stolpersteine und Erfolgsfaktoren

Christopher Wanzel

Mitte 2010 hat die Börse Stuttgart der Öffentlichkeit ihr neues Marktsegment Bondm für Anleihen mittelständischer Unternehmen vorgestellt – und damit ein glückliches Händchen bewiesen. Längst haben andere Börsen nachgezogen, der Markt für Mittelstandsanleihen boomte. Auch kleinere, nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen nutzten mittlerweile die Möglichkeit, Fremdkapital direkt am Kapitalmarkt einzusammeln. Bonds als alternative Form der Unternehmensfinanzierung sind in Deutschland angekommen.

## Paradigmenwechsel bei Mittelstandsfinanzierungen

Blicken wir weit zurück: Ursprünglich betrieben Warengroßhändler und Spediteure das Kredit- und Wechselgeschäft. Die ersten Banken entstanden im 13. Jahrhundert, als Florenz zu einer Handelsmacht aufstieg und dadurch das dortige Bankgeschäft zu florieren begann.

In der heutigen, modernen Volkswirtschaft haben die Kreditinstitute natürlich ungleich komplexere Aufgaben. So schaffen sie unter anderem einen laufzeitgerechten Ausgleich zwischen dem Angebot vieler relativ kleiner Spareinlagen und der Nachfrage nach großen Krediten. Das Risiko der Sparer wird breit gestreut, die Institute haften für die Einlagen.

Historisch bedingt gibt es in Deutschland eine im internationalen Vergleich ungewöhnliche Struktur des Bankwesens. Primär ist hierfür der hohe Marktanteil der öffentlich-rechtlichen Sparkassen und der genossenschaftlich organisierten Volksbanken verantwortlich. Diese Kreditinstitute müssen – im Gegensatz zu den Privatbanken – weniger auf das Erwirtschaften von Gewinnen achten, sondern sind vielmehr auf die Bedienung von Kundeninteressen ausgerichtet.

Die Folge dieser Struktur war, dass der Zugang für mittelständische Unternehmen zu Finanzierungsmitteln größtenteils über die Hausbank erfolgte – und auch heute noch erfolgt. Nur geschätzte 20 % der Unternehmen nutzten und nützen den Kapitalmarkt, indem sie dort Fremdkapital – sogenannte Unternehmensanleihen, genauer Inhaber-Teilschuldverschreibungen – emittieren. Zu teuer, zu kompliziert, so die vorherrschende Meinung. Aber das hat sich Mitte 2010 geändert, der Stuttgarter Börse sei Dank.

Natürlich hat auch der Finanzmarkt seinen Beitrag geleistet. Wahlweise hat die Euro-, Staats-, Schulden-, Banken- oder einfach nur die Finanzkrise mit ihren Folgen zu hohen Risikoaufschlägen für geliehenes Geld geführt. Dadurch ausgelöst ist der Strukturwandel bei den Kreditinstituten in vollem Gange. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für eine Kreditvergabe verschärfen sich weiter. Die Beschlüsse Basel I, II und in Zukunft Basel III zwingen die Banken zu einer immer höheren Eigenmittelunterlegung, Eigenkapital ist ein kostbareres Gut geworden.

Für Unternehmen wird es daher langsam, aber sicher teurer, Geld bei ihrer Hausbank zu leihen. Damit wird eine strategisch ausgerichtete Unternehmensfinanzierung immer wichtiger: Wachstum benötigt insbesondere unter volatilen Rahmenbedingungen langfristig stabiles Kapital. Und je breiter die Finanzierungsstruktur aufgestellt ist, desto weniger krisenanfällig ist sie. Bonität und Liquidität sind die entscheidenden Faktoren für die zukünftige Unternehmensentwicklung geworden.

## Von der Benchmark- zur Mittelstandsanleihe

Für „DAX-Unternehmen“ ist es gang und gäbe über so genannte Benchmark-Anleihen (ab 500 Mio. €) Fremdmittel bei institutionellen Investoren unter Einschaltung einer oder mehrerer Investmentbanken, vorzugsweise verbunden mit einem Listing an der Luxemburger Börse einzusammeln. Mittelständler haben hier in der Regel keinen Zugang, Privatinvestoren naturgemäß auch nicht. Dann wurde im Mai 2010 Bondm an der Börse Stuttgart ins Leben gerufen: Der erste organisierte Markt für Anleihen mittelständischer Unternehmen. Zwei Transferkandidaten, die Dürr AG und die Windreich AG, ließen ihre Anleihen in diesem neuen Segment des Freiverkehrs zum Handel listen. Seitdem

sind 20 weitere Anleihen gefolgt. Bondm ist mittlerweile ein etabliertes Handelssegment für Unternehmensanleihen, welches insbesondere Emittenten aus dem Mittelstand offen steht.

Diese Emittenten verpflichten sich, ein über die übrigen Regelungen des Freiverkehrs hinausgehendes Mindestmaß an fortlaufender Transparenz und Publizität gegenüber Anlegern einzuhalten. Ziel ist, dem Anleger, sowohl dem institutionellen als auch dem privaten, wichtige Informationen über das Unternehmen zur Verfügung zu stellen.

Ein externer Kapitalmarktexperte, der Bondm-Coach, unterstützt die Emittenten bei der Einhaltung ihrer Pflichten – sofern diese selbst noch nicht an einem regulierten Markt börsennotiert sind. Zugelassen werden nur Emittentinnen, die unter anderem einen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebilligten Wertpapierprospekt haben und zudem ein externes Rating (ebenfalls nur notwendig, sofern die Emittentin selbst nicht am regulierten Markt börsennotiert ist) vorweisen können. Im Prospekt sind die testierten

Jahres- und die Halbjahresabschlüsse sowie ausführliche Risikohinweise neben generellen Informationen zum Unternehmen enthalten. Solange die Anleihe dann an der Börse gelistet ist, sind Folgepflichten einzuhalten. Unter anderem die zeitnahe Veröffentlichung der Jahres- und Halbjahresabschlüsse, gegebenenfalls ein jährliches Folgerating und die Veröffentlichung von auf die Anleihe bezogenen, so genannten Quasi-Ad-hoc-Mitteilungen.

Andere Börsenplätze haben die Chance schnell erkannt und ähnliche Segmente eröffnet, beispielsweise der Entry Standard in Frankfurt, der mittelstandsmarkt in Düsseldorf oder die Börse München mit m:access. Je nach Börsenplatz sind etwas andere als die oben beschriebenen Zulassungs- und Folgepflichten für die Notierung zu erfüllen. Jede Börse hat ein eigenes Regelwerk und eigene AGBs, die den jeweiligen Rahmen für die Emittentin definieren.

Die meisten Börsen unterstützen ihre Emittenten aktiv mit Öffentlichkeitsarbeit. Dies gibt den Unternehmen zusätzlich Visibilität, was bei der Platzierung der Anlei-



hen hilfreich sein kann – insbesondere wenn es sich um Unternehmen mit einem geringeren Bekanntheitsgrad handelt. Stand heute haben rund 60 mittelständische Unternehmen Anleihen mit Volumina größtenteils zwischen 25 Mio. und 150 Mio. Euro an den verschiedenen Börsen platziert. Insgesamt sind damit in relativ kurzer Zeit schon fast 3 Mrd. Euro von privaten und institutionellen Anlegern investiert worden, bei Emissionsrenditen von rund 7,25% im Mittel.

Und es geht weiter: Die Deutsche Börse in Frankfurt plant ab Anfang 2012 einen Prime Standard für Unternehmensanleihen. Das neue Segment richtet sich an größere börsen- und nicht-börsennotierte Unternehmen, die ein Emissionsvolumen von über 100 Mio. Euro platzieren wollen. Auch hier sollen private Investoren berücksichtigt werden: Jede Anleihe wird voraussichtlich eine feste Zuteilungsquote für private Investoren von mindestens zehn Prozent bekommen.

Die Emittenten müssen für die Aufnahme in dieses Segment noch höhere Transparenzanforderungen und erweiterte Folgepflichten erfüllen. Dazu gehören beispielsweise die Veröffentlichung von insgesamt 24 Unternehmenskennzahlen sowie die Durchführung einer jährlichen Analystenkonferenz für Kreditinvestoren.

Diese Professionalisierung führt zu einer höheren Transparenz, Transparenz sorgt für Vertrauen gegenüber dem Unternehmen und das Vertrauen der Investoren bringt dem Unternehmen Sicherheit bei der Platzierung.

### Image ist (fast) alles

Zum Dank für die Öffnung gegenüber dem Kapitalmarkt winken dem Unternehmen neue, relativ zinsgünstige, bankenunabhängige Finanzierungsmittel. Das bedeutet, die Emittentin bekommt stabile Finanzmittel und es sind Volumina möglich, die eine einzelne Bank momentan schwer finanzieren könnte. In der öffentlichen Wahrnehmung etabliert sich die Emittentin insbesondere bei börsennotierten Anleihen außerdem als transparent und damit vertrauenswürdig – die Bekanntheit steigt, Markenname und Produkte können davon profitieren.

Ein weiterer Vorteil, der für Anleihen spricht: Meist werden keine Assets durch die Emission blockiert und die Mittel sind flexibler einsetzbar als bei einer Bankfinanzierung. Die Erfahrung zeigt, dass die Flexibilität da ihre Grenzen hat, wo die Mittelverwendung nicht für eine klare Wachstumsstrategie bestimmt ist.

Die meisten Mittelständler unterziehen sich im Rahmen ihrer Anleiheemission erstmals einem unabhängigen Unternehmensrating. Ein Rating ist ein längerer, komplexer Prozess, der insbesondere Aussagen über die Bonität eines Unternehmens trifft. In der Regel gilt, dass ein Unternehmen mit besserem Rating sich auch zu besseren Bedingungen Kapital verschaffen kann.

Manche Institutionelle Investoren wie beispielsweise Pensionskassen sind per Gesetz oder durch ihre eigenen Anlagegrundsätze verpflichtet, nur Anleihen von Emittenten zu kaufen, die ein bestimmtes Mindestrating haben. Aber das Ergebnis kann nicht nur für die Platzierung, sondern zusätzlich auch noch intern genutzt werden, um Risiken zu minimieren und Schwachstellen zu beseitigen. Damit ist es sowohl ein Instrument der Finanzkommunikation als auch Basis für strategische Entscheidungen.

Neben den formalen Zugangsvoraussetzungen wie dem gebilligten Wertpapierprospekt oder gegebenenfalls dem Rating ist insbesondere die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt wichtig.

Es gilt, kontinuierlich den Geschäftsverlauf und die Aussichten umfassend und objektiv zu berichten. Viele Mittelständler tun sich hier noch schwer: Berichtet wird eher selektiv und durch die von der Quasi-Ad-hoc-Pflicht vorgeschriebenen Tatsachen. Dabei kaufen Menschen generell Produkte von Unternehmen, denen sie vertrauen. Sie sind sogar bereit, für dieses Vertrauen einen höheren Preis zu bezahlen. Starke Marken oder Brands entstehen. Das Gleiche gilt für den Kapitalmarkt: Anleger kaufen die Anleihen von Emittenten, die sie kennen und denen sie vertrauen. Auch das spart der Emittentin Geld: Sowohl bei den Platzierungskosten als auch im Kupon selbst. Beispielsweise waren die Neuemissionen von Valensina oder Katjes innerhalb von wenigen Stunden ausplatziert.

Bonitätsstarke Unternehmen mit langer Historie, einem bekannten Namen oder Produkt, einer klaren Wachstumsstrategie und professioneller Kommunikation werden die nächsten Jahre den Markt für mittelständische Unternehmensanleihen prägen.

Dabei werden insbesondere die Eigenemissionen von börsennotierten Unternehmensanleihen immer interessanter. Der Prozess bleibt in der Verantwortung der Emittentin und wird nicht an eine Emissionsbank übertragen. Der Vorteil für einen in der Praxis nur geringfügig höheren Arbeitsaufwand ist, dass über die Ansprache einer breiteren Anlegerschicht die Platzierungssicherheit steigt. Auch gibt es bei Eigenemis-



Christopher Wanzel  
Partner  
FMS Aktiengesellschaft  
Friedrichstraße 41  
70174 Stuttgart

Telefon 0711 686 896 90  
Telefax 0711 686 896 99  
E-Mail wanzel@fms-ag.de  
Internet www.fms-ag.de

sionen über die primäre Zeichnungsfrist an der Börse von in der Regel zehn Tagen hinaus die Möglichkeit, die Anleihe bis zu zwölf Monate nach Billigung durch die BaFin weiter zu platzieren – ebenfalls zu Gunsten der Platzierungssicherheit.

#### Wie geht es weiter?

Der Markt für mittelständische Unternehmensanleihen ist schnell gewachsen, wie auch die Umsätze im Sekundärmarkt zeigen. Dennoch steckt er immer noch in seinen Kinderschuhen, blicken wir auf die rund 275 Mrd. €, die gem. Bundesbank von großen Konzernen emittiert wurden.

Eine kleine Delle gibt es aber schon. Im Zuge der zweiten Bankenkrise und der damit verbundenen gestiegenen Risikoaufschläge stiegen auch die Emissionsrenditen. Bei schon börsennotierten Anleihen waren fallende Kurse die Folge. Dadurch gingen die Refi-

nanzierungskosten nach oben und es wurden nach der 2011er Sommerpause kaum noch neue Anleihen emittiert.

Ist damit ein Ende des Wachstums eingeleitet worden? Ein klares Nein: Die Finanzierungsaufgaben für den Mittelstand werden nicht kleiner, insbesondere vor der Umsetzung von Basel III. Im Gegenteil – der Finanzierungsbedarf wird eher noch zunehmen.

In der von der Börse Stuttgart in Auftrag gegebenen Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“ kommt man zu ähnlichen Ergebnissen: 92 % der Befragten sind der Meinung, dass innovative Finanzierungsinstrumente zukünftig im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen eine größere Rolle spielen werden und 69 % der Befragten stimmen der Aussage zu, dass sich diese stärker am Kapitalmarkt orientieren sollten und eine Unternehmensanleihe dazu ein geeigneter erster Schritt ist.

Sobald die Unternehmen also wieder stabilere Rahmenbedingungen sehen und ihre Auftragsbücher prall gefüllt sind, müssen sie investieren. Bonitätsstarke kapitalsuchende Unternehmen mit einer guten Wachstumsstory werden schon bald den Primärmarkt für IBOs neu beleben. Und die Investorensseite fragt danach.

Die Bedeutung einer innovativen, strategisch ausgerichteten Unternehmensfinanzierung steigt damit immer mehr und stellt einen immer größeren Wettbewerbsvorteil dar. Daher ist es wichtig und richtig: Der Markt für Anleihen mittelständischer Unternehmen hat sich etabliert und ist als bankenunabhängige Ergänzung im Finanzierungsmix nicht mehr wegzudenken.

Christopher Wanzel ist Partner der FMS AG und begleitet seit vielen Jahren komplexe Kapitalmarktprozesse. Er war zuvor unter anderem Geschäftsführer eines mittelständischen Beratungsunternehmens und als Leiter eines Family Office mit Schwerpunkt Renewable Energy tätig. Er studierte Betriebswirtschaft und Betriebspädagogik, ist ausgebildeter Business-Coach und Sachbuchautor.

Die FMS AG ist Gründungscoach an der Börse Stuttgart und spezialisiert auf klassische und alternative Finanzierungslösungen für den Mittelstand. Der Stammsitz befindet sich in München, im Februar hat das Stuttgarter Büro unter Leitung von Herrn Wanzel eröffnet.

# Basel III – neue Herausforderungen der Mittelstandsfinanzierung

Lars Richter

Währungskrisen (Abwertungswettläufe), EU-Schuldenkrise, drohende Inflationsszenarien, die Basel III-Kriterien und das daraus entstehende Verhalten der Bankpartner zwingen Mittelstandsunternehmen verstärkt zu neuen Finanzierungswegen und „unkonventioneller“ Geldbeschaffung. Mit der Veröffentlichung der Vorschläge der Europäischen Kommission zur Umsetzung von Basel III am 20.07.2011 wurde ein neues Zeitalter eröffnet. Die Europäische Kommission verfolgt damit das nachvollziehbare Ziel, die Kreditwirtschaft auf ein stabileres Fundament zu stellen, um so die Krisenwahrscheinlichkeiten wie auch die Krisenanfälligkeiten der einzelnen Kreditinstitute in der Europäischen Union zu reduzieren.

## Basel III trifft nicht nur die Banken, sondern auch den Mittelstand

Grundsätzlich wirken die Regelungen zu Basel III in erster Linie auf die Kapitalausstattung der Banken. Vor dem Hintergrund, dass der deutsche Mittelstand traditionell an einer zu geringen Eigenkapitalausstattung „krankt“ und die Finanzierung über Banken ein wesentlicher Baustein der Unternehmensfinanzierung darstellt, treffen die Regelungen mittelbar auch die mittelständischen Unternehmen in Deutschland. Gemäß einer Einschätzung des deutschen Bankverbandes werden zukünftig Betriebe mit einem mittleren Rating (und somit die meisten KMU) auf Grund der eingeschränkten Risikoübernahmemöglichkeiten der Banken durch Basel III mit höheren Finanzierungskosten oder Anforderungen an Sicherheiten zu rechnen haben. Auch die Finanzierungsformen, welche per se risikoreicher sind (wie Existenzgründungen, Unternehmensnachfolge, Innovationen), werden voraussichtlich schwerer umsetzbar.

Weiterhin kommt hinzu, dass sich die Banken durch die verschärften Liquiditätsvorschriften verstärkt fristenkongruent refinanzieren müssen, d. h. für eine langfristige Finanzierung muss sich die jeweilige Bank ebenfalls langfristig refinanzieren, was direkte Auswirkungen auf die Konditionen für Kredite haben wird. Gerade langfristige Unternehmenskredite werden deshalb in der Zukunft voraussichtlich nicht nur schwieriger zu bekommen sein, sondern auch teurer werden.

## Deutscher Mittelstand „krankt“ an einer vergleichsweise geringen Eigenkapitalausstattung und einer hohen Bankenabhängigkeit

Diese höheren Finanzierungskosten sind aber nicht das eigentliche Problem, mit dem sich der deutsche Mittelstand konfrontiert sehen wird bzw. bereits sieht. Basel III verlangt auch ein Umdenken des deutschen Mittelstandes hinsichtlich seiner Finanzierungsstruktur und Finanzierungsdauer. Hierbei muss man sich vor Augen halten, dass sich die Unternehmensfinanzierung in Deutschland durch eine so genannte Langfristkultur auszeichnet. Die Mehrzahl der Firmen nutzt die Möglichkeit, sich langfristig zu finanzieren mit dem Ziel, von stabilen Zinsen zu profitieren. So wurde bisher in der Regel eine Investition beschlossen und mit einer langfristigen Finanzierung, z. B. im besten Fall in Form eines Tilgungsdarlehens analog zur Nutzungsdauer der neuen Anlage, refinanziert. Insbesondere in wirtschaftlich schwachen Zeiten, wie z. B. im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 bis 2010, führt diese langfristige Orientierung zu mehr Stabilität bei den Unternehmen.

Im Laufe von einigen Jahren entsteht somit aber auch eine Finanzierungsstruktur, basierend auf diversen, bilateralen lang- und kurzfristigen Vereinbarungen mit unterschiedlichen Banken, welche auch Gefahren bergen kann. So wurde, z. B. im Rahmen der Gespräche zum Jahresabschluss, dann in der Regel „nebenbei“ die kurzfristige Finanzierung – sofern keine größeren Probleme im Geschäftsverlauf aufgetreten sind – bis auf Weiteres (baw) verlängert. Diese Vorgehensweise hat über Jahre hinweg auch die Unternehmenslenker geprägt. Wegen der fristenkongruenten Refinanzierung unter Basel III wird hier, wie bereits angerissen, ein Umdenken erforderlich. Schon heute kann man deshalb folgende Trends beobachten:

- Finanzierungszeiträume werden immer kürzer, Finanzierungen werden zwischen drei und fünf Jahren laufen
- Konsortiale Strukturen/„Club Deals“ werden zunehmen
- Comeback der Schuldscheindarlehen

- Alternative Finanzierungsformen (Mittelstandsanleihen etc.) werden Bestandteil der Unternehmensfinanzierung

Es kann zwar grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass es auch in der Zukunft langfristige Firmenkredite geben wird, welche jedoch durch die neuen Regelungen teurer ausfallen werden oder im Angebot rückläufig sein werden.

### Der Zusammenhang zwischen Rating und Kreditkonditionen wird sich unter Basel III noch verstärken

Losgelöst davon müssen sich Unternehmenslenker aber darauf einstellen, dass sie unter Umständen alle 2,5 Jahre in neue, intensive Bankengespräche gehen werden. Um in diesen Gesprächen erfolgreich die finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens gestalten zu können, werden sie vermehrt die folgenden vier Dimensionen berücksichtigen müssen:

#### 1. Planungsprozess

Unternehmen sollten sich bereits jetzt über langfristige Entwicklungen Gedanken machen, um einen etwaigen Finanzierungsbedarf rechtzeitig festzustellen. Hierzu bedarf es einer langfristigen strategischen Planung mit klarer Fokussierung auf die Robustheit des Geschäftsmodells, die anschließend in eine integrierte Planung (Ertrags-, Bilanz- und Liquiditätsplanung) mündet.

2. Anpassungen der Finanzierungsstruktur  
Bereits jetzt, insbesondere im Nachgang eines eventuellen Sanierungsprozesses, ist die gesamte Finanzierungsstruktur eines Unternehmens einem kritischen Review zu unterziehen. Neben der Einplanung von Investitionen oder Ersatzinvestitionen ist darauf zu achten, dass das Unternehmen sinnvoll, also fristenkongruent finanziert ist.

3. Optimierung des Ratings  
Durch die Optimierung des Ratings, z. B. Zufuhr von Eigenkapital oder einer Bilanzverkürzung, lassen sich insbesondere unter den neuen Kriterien von Basel III verbesserte Zinskonditionen für Finanzierungen erlangen.

4. Langfristige Kredite, Förderkredite  
Insbesondere mit Blick auf das aktuelle Zinsniveau, welches öffentliche Förderkredite noch einmal interessanter macht,

sind Unternehmen angehalten, diese Optionen intensiv zu prüfen, um so langfristige Investitionen zu einem günstigen Zinssatz finanzieren zu können.

### Alternativen zur klassischen Fremdfinanzierung rücken ebenfalls in den Fokus des Mittelstandes

Neben der klassischen Finanzierung über die Banken werden dem Mittelstand mittlerweile diverse weitere Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung geboten. Eine Möglichkeit, den langfristigen Finanzbedarf zu decken, ist in diesem Zusammenhang die Emission von Anleihen. Unternehmensanleihen – auch Corporate Bonds genannt – haben in der Regel eine Laufzeit von mindestens fünf Jahren, des Weiteren sind sie während des Zeitraums mit einem festen Zins versehen. Gerade von Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 500 Mio. € werden Anleihen schon heute als wichtiger Baustein in einer ausgewogenen und risikooptimierten Finanzierungsstruktur gesehen.

In den letzten drei Jahren hat sich das Gesamtvolumen der von deutschen Unternehmen aufgelegten Anleihen annähernd verdreifacht. Dies wurde u. a. auch durch Produkte wie Bondm oder m:access getrieben und damit auch für Unternehmen unter 500 Mio. € Jahresumsatz zugänglich gemacht. Hierbei darf aber nicht verschwiegen werden, dass dieser Finanzierungsbau- stein hohe Anforderungen an das Unternehmen stellt und eine längere Vorbereitungszeit benötigt.

Von der Struktur ähnlich wie Unternehmensanleihen, aber auch für geringere Volumina geeignet, sind Schuldscheindarlehen. Schuldscheindarlehen sind damit für Unternehmen, welche den Weg an die Börse (noch) scheuen, eine interessante Alternative zum Bankkredit.

Aus Sicht von W&P sind deshalb schon jetzt die Weichen zu stellen und das Unternehmen auf die veränderten Rahmenbedingungen vorzubereiten, dies bedeutet u. a.:

- Reines Rechnungswesen und Controlling ist nicht ausreichend, es wird ohne Finanzierungskompetenz im Rechnungswesen nicht mehr funktionieren.
- Berichts- und Planungswesen ist weiter zu professionalisieren, auch als Grundbaustein für alternative Finanzierungsformen.
- Systematische Sondierung des Marktes für Unternehmensfinanzierung und Prüfung, welche Finanzierungsform zum Geschäftsmodell des Unternehmens passt.



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

Telefon 0211 542 418 00  
Telefax 0211 542 418 49

und

Nymphenburger Str. 21  
80335 München

Telefon 089 286 23 149  
Telefax 089 286 23 285  
E-Mail richter@wieselhuber.de  
Internet www.wieselhuber.de

# Schlechte Rahmenbedingungen für private Unternehmen in China – trotz Liquiditätsschwemme deutliche Finanzierungsengpässe

Jürgen Astl und Dr. Volkhard Emmrich

Durch die anhaltende Diskussion der europäischen Schuldenkrise fast unbemerkt geblieben sind die zunehmenden Finanzierungsprobleme chinesischer Privatunternehmen, die gerade in den regionalen Hochburgen des Unternehmertums, wie in Wenzhou oder Guangdong, zu heftigen Verwerfungen geführt haben. Jetzt hat die Regierung in Peking mit einem speziellen 5-Jahresplan für KMUs reagiert.

## Die Ursachen des steigenden Finanzbedarfs

Gerade die klein- und mittelständischen Unternehmen Chinas haben ihren Ausgangspunkt zumeist in lohnintensiven, einfachen Wertschöpfungsbereichen mit vergleichsweise billigem oder sogar beigestelltem Material. Es musste fast nichts investiert werden – der Finanzbedarf war entsprechend gering und konnte zumeist aus dem operativen Cashflow befriedigt werden. Mit zwei heute „hinderlichen“ Folgen:

- In den Unternehmen entwickelte sich keine ausreichende „Controlling-Kultur“ und damit keine Transparenz als Basis für eine kredit- oder kapitalmarktbasierende Finanzierung.
- Bankenseitig standen staatliche Betriebe, Kommunen und Infrastrukturinvestitionen im Mittelpunkt. Eine Finanzierungskultur für den Mittelstand hat sich nicht oder nur rudimentär entwickelt.

Die fortschreitende Globalisierung sowie die Weiterentwicklung der Wertschöpfung gingen auch an China nicht spurlos vorüber. Die einfache Wertschöpfung – insbesondere im Textilbereich verlagerte sich in andere Länder, wie Vietnam und Bangladesh.

Steigende Löhne führten zur Notwendigkeit zu automatisieren, d. h. Investitionen sind zu finanzieren.

Steigende Materialpreise und eine tiefere und höherwertigere Wertschöpfung mit längeren Durchlaufzeiten erfordern eine entsprechende Working-Capital-Finanzierung.

So sind die Lohn- und Betriebskosten von KMUs in der Region Guangdong seit 2008 durchschnittlich um 15 % p. a. gestiegen.

Heute sind die Bilanz- und Finanzierungsrelationen im chinesischen Privatsektor ähnlich denen in den USA oder in Europa, nur die Banken- und Finanzmarktstruktur hat sich nicht mitentwickelt.

## Schattenbanken füllen die Lücke

Die starke Fokussierung auf die Konjunkturprogramme in 2009/2010 und die daran anschließende restriktive Geldpolitik der chinesischen Zentralbank zur Verhinderung von Blasen – bei gleichzeitig unattraktiven Zinsen auf der Habenseite – sowie die unsicheren Bonitäten der Unternehmen trockneten den Bereich der Bankenfinanzierung im Privatsektor weiter aus.





deshalb Ende 2011 eine Insolvenzwelle von privaten Unternehmen durchlief, wird das Volumen dieser informellen/illegalen Kredite auf 120 Milliarden Yuan (ca. 14 Milliarden Euro) geschätzt.

Es blieb jedoch nicht beim Bridging – die Möglichkeiten zur Refinanzierung blieben aus. Nicht nur die auch in der deutschen Presse genannten Beispiele zeigen, dass viele Unternehmen die Zinslast nicht tragen können. Dies spiegelt sich auch in der Lebenserwartung von KMUs wider, die sich von durchschnittlich 5 Jahren auf nunmehr 2,7 Jahre reduziert hat.

**Neue Basis durch Bilanzbereinigung im chinesischen Bankensystem**

Historisch standen drei Bereiche im Mittelpunkt der Finanzierungsaktivitäten der chinesischen staatlichen Banken:

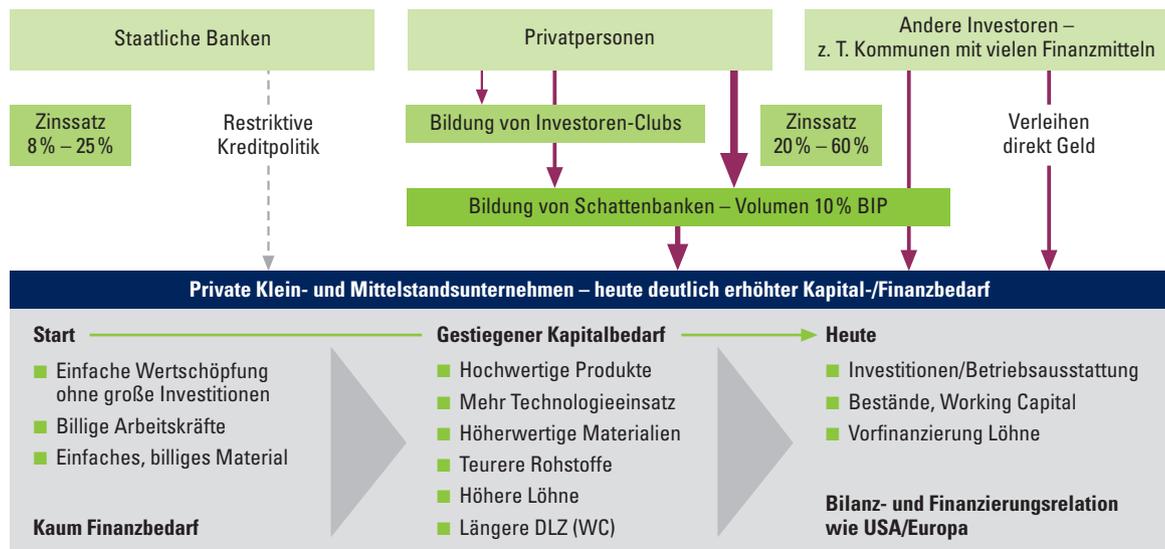
- Meist ineffiziente staatliche Betriebe mit hohen Verlusten
- Städte, Kommunen und Provinzen, die nicht zuletzt durch die Konjunkturprogramme von 2009/2010 hoch verschuldet sind
- Staatliche Fokusbranchen, die durch entsprechende Investitionsprogramme subventioniert („das 2. Buch“) bzw. unterstützt werden.

Wie immer in solchen Fällen, suchte die vorhandene Liquidität nach alternativen Anlagen und fand sie z. B. in Form von „Investoren-Clubs“ und der Ausbildung von Schattenbanken als „Geldsammelstellen“, die dieses Unternehmen ohne große Prüfung kurzfristig und „auf Sicht“ zur Verfügung stellen. Die Darlehensgeber dachten dabei wohl eher an Eigenkapitalrenditen und übersahen, dass diese nur bei Gewinnerwirtschaftung eintreten. Die Unternehmen dachten, sie hätten nur ein temporäres Loch zu „bridgen“ und akzeptierten Zinssätze von 20% bis 60% p. a.

Zwischen 10% und 20% aller neuen Kredite stammten 2011 nach Schätzungen aus diesem informellen Kreditmarkt. Allein in der Region um Wenzhou, die

Das Ergebnis der staatlich bestimmten Fokussierung auf diese Bereiche waren faule Kredite enormen Ausmaßes – bis zu 30% des Kreditportfolios der staatlichen Großbanken waren Non-Performing Loans.

Abb. 1: Klein- und Mittelstandsunternehmen – Finanzierungsbedarf



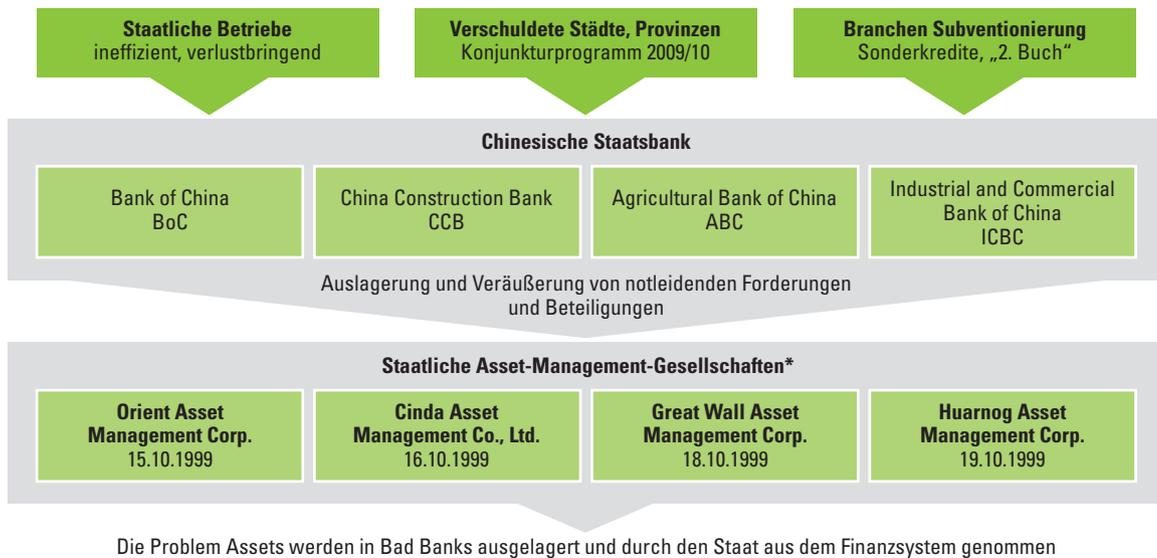


Abb. 2: Chinesisches Bankensystem – Sanierung

\*Ausgestattet mit einem Anfangskapital von je 100 Mrd. Yuan (Euro 11,3 Mrd.)

Erste Schritte zur Reformierung des chinesischen Bankensektors wurden bereits 1997 eingeleitet. Ziel war es, den vier chinesischen staatlichen Banken zum WTO-Beitritt 2001 einem Mindest-Standard, auch hinsichtlich der Asset-Bewertung zu geben. Zuerst wurde der politische Einfluss eingeschränkt und die marktwirtschaftlichen Kräfte gestärkt. Dieser Prozess ist jedoch bis heute nicht abgeschlossen. Er umfasst im Wesentlichen drei Maßnahmen:

- Kommerzialisierung des Bankensektors
- Gründung von Asset Management Companies (AMCs – Bad Banks)
- Einrichtung von Entwicklungsbanken

Die Kreditvergabepolitik orientierte sich schrittweise an Rendite und Risiko und nicht wie bisher nur an politischen Vorgaben.

Voraussetzung für ein wirtschaftliches Arbeiten war jedoch die Befreiung der chinesischen Großbanken von den enormen Lasten der Non-Performing-Loans. Hierfür wurden von der Regierung Asset-Management-Gesellschaften gegründet, die den Banken ihre notleidenden Kredite abkauften. Die AMCs wurden mit Kapital ausgestattet und kauften insgesamt notleidende Kredite im Umfang von ca. USD 169 Mrd. von den Staatsbanken. Viele Transaktionen waren debt to equity und machten die AMCs zu Hauptaktionären vieler Staatsbetriebe. Die AMCs hatten somit die Aufgabe die Sanierung der maroden Staatsbetriebe aktiv voranzutreiben. Trotz vieler Sanierungsbemühungen blieb die Cash-Return-Quote mit 30 % jedoch weit hinter den gesteckten Zielen zurück. Der Ankauf von notleidenden Krediten durch AMCs hatte für die Banken zwei

wesentliche Vorteile. Erstens wurde das Kreditportfolio der Banken bereinigt und zweitens konnten sich die Banken anschließend rekaptalisieren.

Die Restrukturierung des chinesischen Bankensektors hat laut Schätzung der Bank of International Settlement bereits bis 2005 ungefähr 402 Billionen € verschlungen, wovon ca. 85 % durch das Ministry of Finance und die Chinese People's Bank, also von „Staat und Steuerzahler“, getragen wurden. Dieser Wert dürfte in der Zwischenzeit noch deutlich gestiegen sein. Ein nicht zu vernachlässigender zusätzlicher Beitrag wurde aber auch von ausländischen Investoren erbracht, die bei den IPOs der chinesischen Großbanken hohe Aufschläge auf den Nominalwert der Aktien zahlten.

Die Non-Performing-Loan-Ratio der chinesischen Großbanken ist in den letzten Jahren – trotz weiter sehr einseitiger (Immobilien Sektor, Großbetriebe und Kommunen) und expansiver Kreditvergabe – gesunken.

Dies ging, wie eingangs beschrieben, zu Lasten des Mittelstands. Es gibt eben doch das chinesische Sprichwort

„Fette Beamte - dürre Bauern“

### 5-Jahresplan für Wachstum im Privatsektor

Die jüngsten Ereignisse in Wenzhou und Guangdong forderten die Zentralregierung zum Handeln auf und das Ministerium für Industrie und Informationstechnologie erließ den zweiten 5-Jahresplan für Wachstum von Mittelstands- und Kleinunternehmen. Der Plan sieht vor, die steuerlichen und finanziellen Rahmenbedingungen für KMUs grundsätzlich zu verbessern.



Jürgen Astl  
Research Analyst  
Rössliwis 25  
8132 Egg  
Schweiz

Telefon +41 (76) 650 52 96

Dies wird jedoch ein langwieriger Prozess, denn er erfordert nicht nur von den Banken, sondern auch von den Unternehmen Veränderungen, nämlich die Schaffung von Transparenz durch ein funktionierendes Rechnungswesen, durch Planung und Controlling.

Viele KMUs werden dies nicht bzw. nicht schnell genug leisten können, zudem ist eine Refinanzierung der Schattenbankkredite nahezu unmöglich und das Fehlen einer funktionierenden Insolvenzordnung lässt dem „Kräftespiel“ von Gläubigern und Schuldnern derzeit noch freien Lauf.

Bankenseitig wird an dem Aufbau mittelstandsgeeigneter Produkte gearbeitet, dies umfasst auch das Angebot von Factoring, Leasing, Forfaitierung und Reversefactoring.

Parallel dazu wird der Bereich der institutionellen Beteiligungen (quasi als Substitut für die Schattenbanken, aber jetzt eben auf Eigenkapitalebene), der Corporate Bonds sowie anderer kapitalmarktnaher Finanzierungsinstrumente, insbesondere auch zur Eigenkapitalstärkung im neuen 5-Jahresplan, ausgebaut.

Weitere kommunale Kontroll- und Service-Agenturen sollen steuerliche Anreize schaffen und finanzielle Zuschüsse bereitstellen.

Die Öffnung des Kleinunternehmerkreditmarktes für ausländische Banken im Jahr 2011 ist ein weiterer Schritt zur Verbesserung der Rahmenbedingungen. Die spezialisierten Zweigniederlassungen müssen laut gesetzten Vorschriften einen Anteil von 80 % ihres Kreditvolumens für KMUs bereitstellen. Ein Vorreiter ist die britische Standard Chartered, die Finanzierungen mit Zinssätzen in Abhängigkeit von einem individuellen Rating anbietet. Die Bank of East verfolgt hingegen einen standardisierten Ansatz, der einen Aufschlag von 20 % bis 30 % auf eine Benchmark-Rate vorsieht.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Regierung in China – anders als dies in Europa praktiziert wird – ihre Banken nicht verstaatlicht, sondern durch Übernahme der faulen Kredite entlastet. Die Auslagerung in staatliche AMC's hat den Bankensektor international „geschäftsfähig“ gemacht, ohne Angst vor weiteren stillen Lasten oder „toxischen Papieren“ in den Büchern. Nach dem gleichen Muster werden wohl auch fehlgeleitete Finanzierungen im Bereich der Kommunen und Provinzen bereinigt.

Angesichts eines insgesamt nach außen schuldenfreien Staates mit seinen exorbitant hohen Währungsreserven und weiter intakten Wachstumsperspektiven kann der Weg auch – anders als im verschuldeten Europa – beschritten werden, ohne dass Währung und Notenbank Schaden erleiden.

Die Finanzierungslage für KMUs wird aber auch in naher Zukunft noch angespannt bleiben. Wie jedoch ein chinesisches Sprichwort sagt: „Eine lange Reise beginnt mit dem ersten Schritt“, und diesen haben Regierung und Banken getan.



Dr. Volkhard Emmrich  
Managing Partner  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Unternehmensberatung  
Nymphenburger Straße 21  
80335 München

Telefon 089 286 231 05  
Telefax 089 286 232 85  
E-Mail emmrich@wieselhuber.de  
Internet www.wieselhuber.de



# Rolle und Gestaltungsspielraum des Lenkungsausschusses (Steering Committee)

Peter Hoegen

## Ausgangspunkt

Unternehmenskrisen werden aufgrund der internationalen Gruppen- und Finanzstrukturen immer komplexer. Ein Unternehmen unterhält oftmals aus ganz unterschiedlichen Gründen operativ tätige Tochtergesellschaften rund um den Globus. Das Management der Muttergesellschaft hat sich dann in Krisenzeiten über verschiedene Zeitzonen mit ausländischem Gesellschafts- und Insolvenzrecht auseinanderzusetzen. Ein Wandel hat sich aber auch auf der Kreditgeberseite eingestellt, das deutsche Hausbanksystem ist inzwischen in den Hintergrund getreten und internationale Kreditadressen sind selbst im Mittelstandsegment vertreten. Die Finanzstrukturen sind zentral oder dezentral ausgerichtet und insgesamt vielfältiger, man findet in derselben Unternehmensgruppe einen internationalen Konsortialkredit (Syndicated Loan) und bilaterale (Aval)Kredite. Der Cocktail wird noch erweitert um verschiedene Finanzinstrumente, die sich neben dem Kredit im Köcher befinden, wie z. B. die Anleihe, Schuldscheindarlehen, Mezzanine-Programme, Genussrechte oder ähnliche Mischformen von Eigen- und Fremdkapital, und diese jeweils ausgereicht auf unterschiedlichen Gesellschaftsebenen im In- und Ausland. Die Finanzmittel werden von der Muttergesellschaft häufig konzernintern weitergeleitet und wesentliche Tochtergesellschaften sind in einen gruppenübergreifenden Cash Pool einbezogen.

## Lenkungsausschuss als Koordinator zwischen Unternehmen und Finanzierer

Eine internationale Unternehmensgruppe mit dem Mutterschiff in Deutschland, die mit einer solchen vielschichtigen Finanzstruktur in Seenot gerät, benötigt erfahrene Lotsen, die sie durch Wind und Wetter mitbegleiten. Die heraufziehende Krise zeigt sich häufig, wenn Finanzkennzahlen (Financial Covenants) nicht mehr eingehalten werden oder die Liquidität knapp wird. Für das Management beginnt ab diesem Zeitpunkt die Notwendigkeit, in eine enge Kommunikation mit seinen Finanzierern, die ggf. recht unter-

schiedliche Finanzinstrumente ausgereicht haben, einzutreten. Dabei stellt sich sogleich die Frage, wen spricht das Unternehmen an und wie kann es in Zukunft den Kommunikations- und Arbeitsprozess möglichst effektiv gestalten. Dieselbe Frage müssen sich spiegelbildlich auch die Finanzierer stellen, die außerhalb eines Konsortialverhältnisses zwar voneinander wissen, aber nicht miteinander in einem Vertragsverhältnis stehen und vielleicht bisher nicht miteinander kommuniziert haben. Die Finanzierer werden auch im Interesse des Unternehmens überlegen, einen Koordinator zwischen Unternehmen und Finanzierer zu berufen. Sind auf der Kreditgeberseite verschiedene Finanzierer und diese mit unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten anzutreffen, sollte eine Koordinierung, wie im internationalen Kreditgeschäft üblich, durch einen arbeitsfähigen Ausschuss der Finanzierer erfolgen. Häufig wird in diesem Fall von einem Lenkungsausschuss oder einem Steering Committee gesprochen.

## Bildung und Organisation eines Lenkungsausschusses

Der Lenkungsausschuss wird aus dem Kreise der Kreditgeber gebildet und sollte eine arbeitsfähige Größe von ca. fünf bis sieben Mitgliedern nicht überschreiten. Die Kreditgeber schlagen aus ihrem Kreis die Mitglieder vor, die einerseits die unterschiedlichen Interessen der Kreditgebergruppen (z. B. Konsortialkredit, bilateraler Kredit, Schuldscheindarlehen, Pensionsgeschäfte etc.) repräsentieren und andererseits über die erforderliche Expertise und Kapazität zur Begleitung der Restrukturierung über oftmals mehrere Monate verfügen. Für die effektive Bewältigung der anstehenden Aufgaben ist eine enge Verzahnung mit den Agenten (Facility Agent, Security Agent, Standstill Agent etc.) wichtig, zumindest ein Agent sollte im Lenkungsausschuss vertreten sein. Gehören internationale Kreditgeber dem Lenkungsausschuss an, ist die Arbeitssprache nicht selten Englisch. Im Innenverhältnis sind die Mitglieder des Lenkungsausschusses in der Regel gleichberechtigt und wählen bei Bedarf aus ihrem Kreis einen oder zwei Sprecher aus. Die Meinungsbildung erfolgt durch Abstimmung nach Köpfen, wobei im Regelfall Einstim-

migkeit angestrebt wird und nur in (wenigen) Einzelfällen mit Mehrheit entschieden wird.

Das Außenverhältnis zwischen Lenkungsausschuss und den übrigen Finanzierern (All Banks), wie z. B. Aufgabe, Funktion, Informationspflichten, Vertraulichkeit und Organisation des Lenkungsausschusses, wird häufig in einem Bestellungsschreiben (SC Appointment Letter) geregelt. Die Regelungstiefe hängt jedoch vom Einzelfall ab. Eine materielle Prüfungspflicht des Lenkungsausschusses für die anderen Finanzierer sowie eine Haftung der Mitglieder für ihre Mitarbeit im Lenkungsausschuss werden ausgeschlossen. Denn trotz Einsetzung eines Lenkungsausschusses trifft jedes Kreditinstitut seine kreditmateriellen Entscheidungen weiterhin selbst. Die Mitglieder des Lenkungsausschusses werden in der Regel für ihren erheblichen Arbeitsaufwand ein Entgelt erhalten, das entweder nach Köpfen oder Forderungsquote verteilt wird. Das Entgelt sowie die Kosten insbesondere für den Rechtsberater des Lenkungsausschusses werden oft im Rahmen einer Entgeltvereinbarung (SC Fee Letter) von dem Kreditnehmer zu zahlen sein, wobei die anderen Finanzierer für diese Verbindlichkeiten des Kreditnehmers subsidiär haften. Im SC Fee Letter werden zum Teil auch Informations- und Vertraulichkeitsfragen zwischen dem Unternehmen einerseits sowie dem Lenkungsausschuss und den Finanzierern andererseits geregelt, ohne dass allerdings das Unternehmen vom Lenkungsausschuss ein bestimmtes Tun verlangen kann oder der Lenkungsausschuss besondere Verpflichtungen gegenüber dem Unternehmen eingeht. Die in diesem Zusammen-

hang verwandten Vertragstexte sind noch hand made, wengleich sich im internationalen Kreditgeschäft gewisse Standards herausgebildet haben.

Im Fall des Kredithandels (Debt Trading), der bei einem erhöhten Risikoprofil des Kreditnehmers unter den Finanzierern einsetzen kann, sollte der Verkäufer (Seller) die Verpflichtungen aus dem SC Appointment Letter an den Käufer (Buyer) weitergeben.

### Rolle und Aufgabe des Lenkungsausschusses

In der Krise wird der Lenkungsausschuss Fragestellungen und Aufgaben rund um die Restrukturierung der Unternehmensgruppe auf der Kreditgeberseite koordinieren. Er ist in vielen Fällen mehr als eine Koordinierungsstelle, er ist für den Kreditnehmer Sounding Board bei der Entwicklung des finanziellen Restrukturierungskonzepts und bringt im Einzelfall auch seine Überlegungen und Erfahrungen zur erfolgreichen Restrukturierung der Passivseite mit ein. Der Inhalt des Instrumentenkoffers für eine konsensuale Restrukturierung kann variantenreich sein: Zur Abschirmung des Gesellschaftereinflusses kommt die Einschaltung eines Treuhänders in Betracht, auf den die Geschäftsanteile übertragen werden. Von Rangrücktritt, Forderungsverzicht, Forderungsbeschränkung, Kapitalschnitt und Kapitalerhöhung einschließlich der Umwandlung von Fremdkapital in (Wandel-)Genussrechte oder sogar in Eigenkapital reichen die Optionen. Eine besondere Herausforderung stellt die Restrukturierung von Anleihen dar, die einerseits in der Gläubigerkette häufig im Nachrang



stehen, andererseits notwendige Restrukturierungsmaßnahmen oftmals nicht mit Mehrheit beschließen können.

Wenn in der Geschäftsleitung ein Sanierungsmanager (Chief Restructuring Officer) bestellt wurde, wird er das Gespräch und den Austausch mit dem Lenkungsausschuss zu allen Finanzierungsfragen suchen. Ist die Mitwirkung der Finanzierer erforderlich, übernimmt der Lenkungsausschuss häufig zusammen mit den jeweiligen Agenten nicht nur die Organisation, sondern auch die Abstimmung der Finanzierer untereinander in den sog. Bankenrunden (All Banks Meeting/Calls), in denen vor allem das Restrukturierungskonzept vorgestellt und auf seine Konsensfähigkeit überprüft wird. Müssen Kredit- und Sicherheitenverträge (z. B. Restrukturierungskredit und -sicherheiten) und sonstige Vereinbarungen (Treuhandverträge; Stillhalteverträge (Standstill Agreements), Gläubigervereinbarungen (Intercreditor Agreement) etc.) abgeschlossen oder geändert werden, ist er für den Kreditnehmer der erste Ansprechpartner, der häufig gemeinsam mit dem jeweiligen Agenten auch die Koordination und Erstellung der Vertrags- und Abstimmungsdokumentation übernimmt. Der Lenkungsausschuss bedient sich hierzu seines Rechtsberaters, auf diese Weise sollen auch zusätzliche Kosten (Legal Fees) durch Einschaltung weiterer Rechtsberater für die anderen Finanzierer idealiter vermieden werden. Er wird in der Regel ein Finanzierungskonzept nur mitbegleiten, wenn es im Kreise der Finanzierer mehrheitsfähig ist, und er wird in diesem Fall das Unternehmen darin unterstützen, die anderen

maßgeblich Beteiligten (Stakeholder) rechtzeitig in den Prozess einzubinden, wie z. B. Kreditversicherer, Faktor und andere Anleihe- oder Hybridgläubiger.

Im Einzelfall können Rolle und Aufgaben des Lenkungsausschusses in Abhängigkeit vom konkreten Sachverhalt und den anderen Beteiligten variieren. Nicht selten verändert sich während der Erstellung des Restrukturierungskonzepts bis zu seiner Umsetzung die Kreditgeberbasis durch den inzwischen aufgenommenen Kredithandel. Dann finden sich auf der Kreditgeberseite unter Umständen neue Finanzierer, die möglicherweise mit erheblichen Abschlägen Kreditforderungen erworben haben mit der Folge, dass sich die wirtschaftliche Ausgangslage der ursprünglichen Kreditgeber gegenüber derjenigen der neuen Kreditgeber im Hinblick auf künftige Restrukturierungsbeiträge und -ziele grundsätzlich unterscheiden kann. Das kann z. B. bedeuten, dass Letztere neben der Wiederherstellung der Kapitaldienstfähigkeit und Rückzahlbarkeit der Kredite auch ein zusätzliches Up-side-Potenzial realisieren möchten, was ggf. auch eine Übernahme der Unternehmensgruppe im Wege einer Umwandlung von Fremdin Eigenkapital (Debt-to-Equity-Swap) sowie den Einschuss frischen Eigenkapitals beinhalten kann.



Peter Hoegen  
Rechtsanwalt, Partner  
Allen & Overy LLP  
Bockenheimer Landstraße 2  
60306 Frankfurt

Telefon 069 264 850 00  
Telefax 069 264 858 00  
E-Mail germany.marketing@allenoverly.com  
Internet www.allenoverly.com

Um während der Erstellung des konsensualen Restrukturierungskonzepts ein etwaiges „Unruhepotenzial“ durch Kredithandel auf ein Minimum zu reduzieren, sollten Instrumente, wie z. B. eine (interimistische) Verkaufs(selbst)beschränkung (sog. Lock-up) in Betracht gezogen werden, die allerdings die Zustimmung aller Finanzierer voraussetzt. Auf der anderen Seite können neue Finanzierer einen wichtigen Beitrag zur konsensualen Restrukturierung leisten, indem sie nach Öffnung des Lock-ups den Anteil der „ungeduldigen“ Finanzierer übernehmen und das Restrukturierungskonzept im Grundsatz mittragen.

In einer Restrukturierung füllt der Lenkungsausschuss (Steering Committee) eine wichtige Rolle aus, insbesondere bei komplexen Finanzierungsstrukturen. Er ist nicht nur Koordinierungsstelle zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber, sondern auch Sounding Board für das Unternehmen und die anderen Stakeholder. Das Unternehmen hat mit ihm einen konstruktiven Begleiter auf dem Weg einer konsensualen Restrukturierung der Gruppe.

FAZIT

# Der Finanzinvestor als Restrukturierer der Passivseite

Uwe Flach

## Finanzinvestoren sind besser als ihr Ruf

Vielfach werden Finanzinvestoren unter dem Begriff „Hedgefonds, Vulture Fonds oder sogar Heuschrecke“ eingeordnet. Das Klischee lautet: in Schwierigkeiten befindliche Unternehmen zu kaufen und möglichst schnell Profit aus dem Unternehmen zu ziehen. Diese landläufige Meinung in Deutschland entspricht nicht der Realität!



Die auf Restrukturierung spezialisierten Fonds sind normalerweise nicht ein Teil des Problems, sondern ein Teil der Lösung. Sie sind nicht für die bestehenden Schwierigkeiten des Unternehmens verantwortlich, sondern – im Gegenteil – investieren in Problemgesellschaften durch Zufuhr von frischem Eigen- oder Fremdkapital mit dem Ziel, das Unternehmen durch Restrukturierung wieder flott zu machen und von der hohen Verschuldung zu befreien.

In USA hat diese Methode Tradition und wurde z. B. bereits 1890 angewandt, als mutige Investoren mittels

Restrukturierung von finanziell in Not geratenen Eisenbahngesellschaften neu emittierte Aktien erworben haben.

## Restrukturierung ist eine Aufgabe für Spezialisten

Grundsätzlich werden spezialisierte Finanzinvestoren dann aktiv, wenn ein Unternehmen sich durch Fehlentscheidungen in der Vergangenheit selbst in eine schwierige Lage, z. B. durch hohe Fremdverschuldung, Firmenübernahme oder wirtschaftliche Fehlinvestition, manövriert hat. Dies wird typischerweise durch einen konjunkturellen Abschwung verstärkt, wie wir ihn zuletzt 2007/08 gesehen haben.

Während in den USA die Hilfe eines Finanzinvestors gerade in solchen Phasen begrüßt wird, ist in Deutschland nach wie vor eine gewisse Zurückhaltung, insbesondere bei mittelständischen Unternehmen, zu erkennen. In der Vergangenheit wurde die Hausbank gebeten, mit zusätzlichen Krediten, aber mäßigem Erfolg behilflich zu sein. Doch mit der sich verändernden Rolle der Banken ist mit dieser Hilfe nicht mehr zu rechnen. Banken, Beratungsfirmen und Wirtschaftsprüfer drängen Unternehmen mit Finanzierungsbedarf immer häufiger in Richtung Finanzinvestor.

## Warum wird der Restrukturierungsspezialist gebraucht?

In der Phase von überliquiden Kapitalmärkten kommt es zu aggressiven Firmenkäufen, die durch hohe Fremdfinanzierungen ermöglicht werden. Die Refinanzierung der Fremdkapitaltranchen erfolgt verstärkt über den Kapitalmarkt. Bei negativen Marktveränderungen oder schlechten Ergebnisentwicklungen verkaufen die Debt-Investoren ihre Papiere auch unter Realisierung von Verlusten. Damit fällt die Anleihe in ein gewisses Vakuum, welches ein spezialisierter Restrukturierungsinvestor ausfüllt. Oaktree, ein Spezialist für solche Restrukturierungen, führt dem Markt Liquidität zu und ist bereit, dem betroffenen Unternehmen neue Mittel zur Verfügung zu stellen. Dies geschieht in Zusammenarbeit mit den kreditgebenden Banken sowie den Altei-

gentümern. Neben der operativen Restrukturierung erfolgt parallel die Bilanzrestrukturierung. Es gilt vor allen Dingen die verbleibenden Schulden zu reduzieren, um sie in Einklang mit der tatsächlichen Cash-flow-Fähigkeit zu bringen. Dies bedingt in vielen Fällen einen Schuldenverzicht gepaart mit der Wandlung von Darlehen in Eigenkapital (Debt/Equity Swap). Der Restrukturierungsinvestor übernimmt somit eine Leitfunktion, da er in der Lage ist, diese Wandlung und die operative Steuerung der Gesellschaft zu übernehmen. Banken und klassische Anleihe-Investoren können und wollen in der Regel nicht in die Eigenkapitalposition eintreten.

Neben der Bilanzkürzung stellt der Investor die Liquidität sicher, die bei Restrukturierung erforderlich ist. Aufgrund der angespannten finanziellen Situation werden z. B. erforderliche Investitionen nicht getätigt. Auch hierfür muss der Investor weitere Mittel einplanen. Nach der Schuldenreduzierung ist dies der wichtige zweite Baustein, durch den der Investor der Gesellschaft ermöglicht den Fokus auf das eigentliche Geschäft zu lenken. Der dritte Effekt zeigt sich dann auf der Marktseite, denn das Unternehmen kann sich wieder stärker dem Markt widmen und dem Wettbewerb offensiv entgegenzutreten.

### Haltedauer und Renditeerwartung des Finanzinvestors

Finanzinvestoren streben in der Regel eine mehrheitliche Beteiligung an, um möglichst rasch die Restrukturierung der Bilanz und die Maßnahmen zur Ertragswende durchsetzen zu können. Da die Mittel von Finanzinvestoren typischerweise maximal zehn Jahre zur Verfügung stehen und die Geldgeber der Finanzinvestoren (Pensionsfonds, Versicherungen und andere Kapitalsammelstellen) eine angemessene Rendite anstreben, sind gewisse Anforderungen an ein Investment zu stellen.

Sicherlich ist der Investor interessiert einen möglichst günstigen Kaufpreis für das Investment zu erzielen, was typischerweise nur in einem konjunkturellen Abschwung gelingen kann. Allerdings ist ausschlaggebend, wie die Perspektiven nach einer Umstrukturierung und bilanziellen Verbesserung der Passivseite einzuschätzen sind. Dabei werden die Stellung und Chancen des Unternehmens in der entsprechenden Branche, als auch die erwartete Ertrags- und Liquiditätsrechnung der nächsten Jahre eine Rolle spielen. Die Erwartungshaltung der Finanzinvestoren ist es, eine Rendite von ca. 15 % bis 20 % p. a auf das eingesetzte Kapital zu erwirtschaften.

Eine Beteiligung an einem Unternehmen, das die vorerwähnten Merkmale aufweist, kann man in drei Stufen einteilen. Zunächst wird die Zielgesellschaft eingehend analysiert, eine Zukunftsstrategie für das Unternehmen und eine Beteiligungsstrategie des Finanzinvestors erarbeitet und dann ein Kauf/Beteiligungsangebot unterbreitet. Der Annahme des Gebots folgt eine umfangreiche Durchleuchtung des Unternehmens (Due Diligence) mit Hilfe von externen Wirtschaftsprüfern, Juristen und Branchenexperten. In einer zweiten Stufe werden mit dem Management des Unternehmens der beabsichtigte Restrukturierungsplan und die Zukunftsstrategie umgesetzt. Sobald die anvisierten Ertrags-, Verschuldungs- und Liquiditätsziele erreicht wurden, beginnt die dritte Phase des Ausstiegs durch den Finanzinvestor. Dies kann durch den Verkauf der Beteiligung an strategische oder wiederum an Finanzinvestoren erfolgen. Oft wird der Verkauf mittels Börsengang (IPO) über eine längere Zeit gestreckt, da an der Börse nur ein Teilverkauf möglich ist. Maßgeblich sind neben dem Preis insbesondere die Zukunftsperspektiven des Unternehmens bei dem neuen Eigentümer. Die durchschnittliche Haltedauer einer Beteiligung eines Finanzinvestors an einem Unternehmen beläuft sich auf fünf bis sieben Jahre.

### Der Restrukturierungsspezialist hat Zukunft

Der spezialisierte Restrukturierungsinvestor ist heute nicht mehr wegzudenken. Er ist eine natürliche Ergänzung des Kapitalmarktinstrumentariums. Er übernimmt die Aufgabe vorher verursachte Exzesse zu bereinigen und Unternehmen Liquidität und Eigenkapital zuzuführen, die von Banken und herkömmlichen Investoren nicht mehr gewährleistet werden können. Aus volkswirtschaftlicher Sicht garantiert er den Fortbestand von Firmen, ermöglicht ihnen wieder zu investieren und damit Arbeitsplätze zu schaffen. Durch Wandlung von Fremdkapital und Zuführung von Eigenkapital mit Hilfe des Restrukturierungsinvestors wird die Bilanzstruktur für klassische Finanzierungen am Banken- und Kapitalmarkt wieder hergestellt.

In Anbetracht des voraussichtlichen konjunkturellen Abschwungs und der Tatsache, dass Banken Assets abstoßen werden, um ihre Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen, werden auch in Deutschland derartige Restrukturierungsspezialisten benötigt.



Uwe Flach  
Senior Advisor  
Oaktree GmbH  
An der Welle 3  
60322 Frankfurt

Telefon 069 244 339 300 0  
Telefax 069 244 339 319 9  
Internet [www.oaktreecapital.com](http://www.oaktreecapital.com)

# Distressed M&A – Wertpotenziale durch Deal Modelling heben

Christian Groschupp

Die Betrachtung vor insolvenzlichen Unternehmenstransaktionen in der Krise erfolgt meist aus der Risikoperspektive des Käufers. Dabei stehen die Probleme des Akquisitionsprozesses und rechtliche Transaktionsrisiken im Vordergrund der Diskussion. In der Praxis führt dies dazu, dass vor allem die Altgesellschafter, aber teilweise auch die Fremdkapitalgeber hohe Abschläge beim Verkauf eines Krisenunternehmens hinnehmen müssen. Ein Praxisfall aus dem Logistiksektor zeigt, wie ein intelligentes Deal Modelling durch Trennung der Kosten- und Werttreiber zur Kaufpreisteigerung genutzt werden kann.

Eine Unternehmensakquisition in der Krise ist zweifelsohne eine anspruchsvolle Aufgabe für die Käufer- und Verkäuferseite. Die Problemfelder und Besonderheiten eines solchen M&A-Prozesses liegen auf der Hand:

- Der **Zeitdruck**, unter dem ein Transaktionsabschluss steht, ist meist immens – Verzögerungen verschlechtern die Erfolgsaussichten drastisch (z. B. aufgrund des Abwanderns von Know-how-Trägern, Kunden und Lieferanten), der anhaltende Kapital- und Liquiditätsverzehr gefährdet den Going Concern.
- Die Datenlage und **Transparenz** ist bei Krisenunternehmen häufig unzureichend – notwendige Steuerungs- und Planungsinstrumente sind nicht ausreichend aussagekräftig oder fehlen ganz.
- Somit ist auch die **Unsicherheit** für den potenziellen Käufer insgesamt regelmäßig sehr hoch – die tatsächlichen Krisenursachen und Verlustquellen sind nicht ausreichend geklärt, Zusagen von verschiedenen Stakeholdern für Sanierungsbeiträge liegen zum Zeitpunkt der Transaktion noch nicht verbindlich vor (z. B. für Personalmaßnahmen).
- Das Verhalten der **Altgesellschafter** in der Krise ist nicht selten durch Irrationalität und Realitätsverweigerung geprägt – die notwendigen Zustimmungen und Mitwirkungen der Gesellschafterseite sind nicht sicher.
- Das **Finanzierungsrisiko** für den Erwerber kann bei Krisentransaktionen deutlich höher sein – neben dem eigentlichen Kaufpreis (sofern überhaupt ein positiver Kaufpreis bezahlt wird) muss zusätzlich die Durchführung von Sanierungsmaßnahmen und das Tagesgeschäft bis zum Turnaround durchfinanziert werden, Fremdkapitalgeber müssen von dem Geschäftsmodell und dem Sanierungskonzept überzeugt werden.

Neben den prozessualen Problemen des M&A in der Krise stellen die juristischen und steuerlichen Risiken des Verkäufers einen weiteren Schwerpunkt der Betrachtung dar:

- Eingeschränkte Nützlichkeit von aufschiebenden Bedingungen bis zum Vollzug der Transaktion – sog. **MAC-Klauseln** (Material Adverse Change) können trotz wesentlichen nachteiligen Änderungen bis zum Closing für den Käufer nicht durchsetzbar sein.
- Risiken aus der **Insolvenz des Verkäufers** zum Zeitpunkt der Transaktion bzw. zeitnah nach Vollzug der Transaktion, z. B. aufgrund Nichterfüllung oder Rückabwicklung durch den Insolvenzverwalter, Nachfolgerhaftung des Käufers für bestimmte Altverbindlichkeiten trotz Asset Deal.
- Werthaltigkeit der **Verkäufergarantien und Freistellungen** im Kaufvertrag – diese sind abhängig von der Bonität bzw. von dem Insolvenzrisiko des Verkäufers.
- **Steuerrisiken** für den Erwerber aus Sanierungsgewinnen (z. B. aufgrund von Forderungsverzichten) – v. a. bei Untergang von vorhandenen Verlustvorträgen aufgrund des Gesellschafterwechsels.

Die rechtlichen und steuerlichen Probleme von Distressed M&A lassen sich erfahrungsgemäß beherrschen, wenn auch unter der Inkaufnahme eines gewissen Restrisikos für den Käufer.

Aufgrund der Besonderheiten dieser Art von Transaktionen ist der Kreis potenzieller Erwerber deutlich eingeschränkter als bei klassischen Unternehmenskäufen. Krisenerfahrene Investoren verfügen in der Regel über eine höhere Risikoneigung, aber auch über ausreichende Managementkapazitäten zur Umsetzung von Sanierungskonzepten und der Integration der Krisenunternehmen.

Dennoch werden aber gerade auch von diesem potenziellen Interessentenkreis bei der Wertdiskussion die möglichen Risiken und Unwägbarkeiten der Transaktion in den Vordergrund gestellt. Dies hat zum Ergebnis, dass das Eigenkapital häufig nahe Null bewertet wird und das Fremdkapital sich hohen Haircut-Forderungen gegenüber sieht.

Eine nachvollziehbare Analyse der Krisenursachen, die Plausibilität der Planungen und des Geschäftsmodells sowie der Nachweis über bereits erzielte Restrukturierungserfolge stellten die Grundbasis einer Wertfindungsdiskussion dar. Aber eben auch nicht mehr. Die Machtverhältnisse sind bei Unternehmenstransaktionen in der Krise naturgemäß zu Ungunsten der Verkäuferseite verteilt, ein echter Bieterwettbewerb kann häufig gar nicht initiiert werden. Auch Kaufpreisvarianten wie Verkäuferdarlehen oder Earn-Out-Modelle helfen bei hohen Risikoabschlägen der Erwerber nicht größere Unterschiede in den Bewertungsvorstellungen zu überbrücken.

Wie kann nun ein intelligentes Deal Modelling einen positiven Wertbeitrag bei der Kaufpreisfindung leisten? Anhand eines Praxisfalls aus der Logistikbranche soll dies veranschaulicht werden.

Das Logistikunternehmen verfügt über zehn Gesellschaften in Deutschland und Österreich mit 15 Standorten. Der Jahresumsatz beträgt rund 250 Mio. € und ist in den letzten Jahren durch Akquisitionen schnell gewachsen. Die Spedition betreibt einen eigenen Fuhrpark, ist in ein mittelständisches Kooperationsnetzwerk eingebunden und überwiegend im Stückgutverkehr tätig. Der Logistikbereich bietet vorwiegend integrierte Warehousing-Lösungen für die Automobilzulieferindustrie an.

Aufgrund eines hohen Wertberichtigungsbedarfs (Beteiligungen, Forderungen) und operativer Verluste drohte die bilanzielle Überschuldung, die Liquiditätsreserven waren fast völlig ausgeschöpft. Die Wertschöpfungsstruktur und Ergebnissituation der einzelnen Standorte war sehr unterschiedlich. Eine der größten Verlustquellen war ein Speditionsstandort, der in ei-



nem Joint Venture betrieben wurde. Die Expansion im Bereich integrierter Logistikdienstleistungen hatte Anlaufverluste und einen hohen Vorfinanzierungsbedarf zur Folge. Insgesamt war mittelfristig eine Eigenkapitalzufuhr im zweistelligen Millionenbereich notwendig, die aus dem bestehenden Gesellschafterkreis nicht aufgebracht werden konnte. Der Bankenpool stellte die kurzfristig notwendige Liquidität zur Verfügung unter der Auflage der Einrichtung einer doppelnützigen Treuhand und der Beauftragung eines M&A-Beraters.

Im Rahmen der Investorenansprache stellte sich rasch heraus, dass für eine Übernahme nur zwei international agierende Logistikkonzerne ernsthaft in Frage kommen würden. Die wesentliche strategische Motivation war der mögliche Einstieg in das mittelständische Stückgutnetzwerk. Als Problem erwies sich die Fuhrpark-Gesellschaft. Der Trucking-Bereich umfasste fast 100 Fernverkehrs-LKWs mit dem dazugehörigen Personal, eine eigene Werkstatt und Tankstelle. Aufgrund der langen Betriebszugehörigkeit des Fahrpersonals waren zudem hohe Pensionsverpflichtungen aufgelaufen. Dies führte zu hohen Risiko- und Kaufpreisabschlägen durch die potenziellen Erwerber. Auf Basis der Bewertung der Käufer hätte sich ein notwendiger Forderungsverzicht der Fremdkapitalgeber von rund 20 % ergeben (je nach Besicherung), die Altgesellschafter hätten keinen Übererlös aus dem Verkauf erhalten. Dieses Ergebnis



Christian Groschupp  
Senior Manager  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Unternehmensberatung  
Nymphenburger Straße 21  
80335 München

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

war nicht zufriedenstellend, die Verkaufsverhandlungen drohten zu scheitern.

Auf Basis der Risikoargumentation der Investoren wurde ein Konzept für einen gemischten Asset-Share-Deal und ein Fortführungskonzept für die verbleibenden Restaktivitäten erarbeitet. Im Kern hatte das Deal Modelling folgende wesentliche Komponenten:

- Teilfortführung der Aktivitäten des Stammhauses (Fokussierung auf Immobilienmanagement, teilweise Erwerb der Immobilien aus dem Gesellschafterumfeld, langfristige Mietverträge mit dem Erwerber)
- Verkauf des Hauptverluststandortes mit negativem Kaufpreis an den Joint Venture-Partner
- Asset Deal für den Speditionsbereich (Übernahme Sachanlagen, Vorräte, Beteiligungen inkl. Anteil Kooperationsnetzwerk und Personal)
- Share Deal für die Logistik- und Luftfrachtgesellschaften
- Fortführung der Trucking-Gesellschaft durch die Altgesellschafter (enge Anbindung an den Erwerber über einen langfristigen Dienstleistungsvertrag)

Für die durch die Altgesellschafter fortzuführenden Restaktivitäten (Immobilienmanagement, Trucking) wurde ein Geschäftsmodell erarbeitet und durch eine Fortführungsprognose und ein Insolvenzugutachten abgesichert. Über langfristige Verträge mit dem Erwerber konnte die notwendige Planungssicherheit erlangt werden. Das Konzept sah auch Fremdmittel aus dem Bankenpool zur Optimierung des Immobilienportfolios vor. Der dargestellte Cashflow war auch ausreichend, um die verbleibenden Verbindlichkeiten aus dem Asset Deal und die Altlasten aus den Pensionsverpflichtungen abzutragen. Dieses Konzept wurde mit einem der Erwerber „A“ endverhandelt und führte zu einer deutlichen Erhöhung der Kaufpreisbasis. Der andere Investor „B“ blieb zunächst bei seinem ursprünglichen Angebot auf Basis einer Gesamtübernahme.

Quasi „über Nacht“ kam eine überraschende Dynamik in den Verkaufsprozess: Wenige Tage vor dem Notartermin unterbreitete der Investor „B“ ein verbessertes Angebot für die Gesamtübernahme auf Basis des Kaufpreises für den gemischten Asset-Share-Deal. Die Transaktion wurde mit „B“ rasch vollzogen, die Kreditgeber konnten allesamt zu 100% zurückgeführt werden und die Altgesellschafter erhielten einen Übererlös aus der doppelnutzigen Treuhand im hohen einstelligen Millionenbereich.

- Durch die Trennung von Wert- und Kostentreiber mittels Deal Modelling können die Risikoabschläge bei Distressed Transaktionen reduziert und Wertpotenziale für die Stakeholder gehoben werden.
- Dies gilt insbesondere bei Verkäufen von Unternehmen mit heterogenen Geschäftsfeldern und intransparenten Konglomeratsstrukturen.
- Voraussetzung ist eine offene und konstruktive Zusammenarbeit von Bankenpool, Sanierungsberater und M&A-Advisor.

# Früherkennungsindikatoren der Insolvenz

Dr. Volker Grub

Die bevorstehende Insolvenz eines Unternehmens sicher zu erkennen, gehört zu den schwierigsten Aufgaben. Die Tatsachen, die zu einer Insolvenz führen können, sind für die Beteiligten eines Unternehmens sehr unterschiedlich zu erkennen. Das Management und die Gesellschafter haben natürlich einen erheblichen Informationsvorsprung gegenüber außen stehenden Beteiligten wie Geschäftspartnern, Lieferanten, Kreditgebern oder auch Arbeitnehmern. Aber auch diese Gruppen haben in der Regel einen sehr unterschiedlichen Einblick in das betroffene Unternehmen.

Aus der Sicht von Management und Gesellschafter gehört die Früherkennung von Insolvenzursachen und die dann zu treffenden Maßnahmen zu deren Beseitigung zum Kernbereich ihrer unternehmerischen Tätigkeit. Dies in allen Details und für die Vielzahl von Branchen und Gesellschaftsformen darzustellen, ist zu komplex und vielfältig. Darüber hinaus ist es auch immer schwierig, Insolvenzursachen und Insolvenzsymptome sauber zu trennen. Symptome sind keine Entstehungsgründe, sondern stellen lediglich Begleitumstände dar. So kann mangelnde Eigenkapitalausstattung ein ursächlicher Faktor einer Insolvenz sein. Die geringe Kapitalausstattung kann dadurch bedingt sein, dass sie von Anfang an zu gering war. Das Eigenkapital kann jedoch auch durch andere Ursachen, beispielsweise Verlustfinanzierungen, aufgebraucht sein. Im letzteren Fall ist die mangelnde Eigenkapitalausstattung dann nur noch ein Symptom für andere Insolvenzursachen. Das komplexe Problem der Insolvenzursachen wird noch dadurch verstärkt, dass regelmäßig verschiedene Ursachen gleichzeitig auftreten, die sich in ihrer Wirkung dann verstärken.

Zu den Insolvenzursachen gibt es vereinzelt betriebswirtschaftliche Erhebungen, bei denen jedoch nicht klar wird, ob sie tatsächlich repräsentativen Charakter haben, weil sie sich in der Regel auf eine kleinere Anzahl untersuchter insolventer Unternehmen beziehen. Erwähnt werden sollen folgende Untersuchungen:

1. Die Studie des Instituts für Mittelstandsforschung aus dem Jahre 1976, die sich auf 260 kleinere und mittlere Betriebe bezog (Riske/Brandenburg/Mordsiefer,

Insolvenzursachen mittelständischer Betriebe – Empirische Analyse, 1976, Band 70 der Schriften des Instituts für Mittelstandsforschung). Das Datenmaterial wurde sowohl aus Befragung als auch aus Akten der Konkursgerichte gewonnen. Die Studie unterscheidet zwischen inner-, zwischen- und überbetrieblichen Ursachen. Finanzierungsfragen werden dabei dem innerbetrieblichen Bereich, Beziehungen zu Lieferanten oder Kunden dem zwischenbetrieblichen und konjunkturelle Einflüsse dem überbetrieblichen Bereich zugeordnet. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass eine geringe Eigenkapitalquote und mangelnde Betriebsführung dominante Ursachen für Unternehmensinsolvenzen sind.

2. Die Wirtschaftsauskunftei Schimmelpfeng, Frankfurt, hat ebenfalls im Jahre 1976 die Ergebnisse einer Befragung von 172 Konkursverwaltern über Konkursgründe veröffentlicht. Wie bereits das Institut für Mittelstandsforschung kommen die interviewten Konkursverwalter zu dem einheitlichen Tenor, dass Mängel im Management eine Hauptursache für Insolvenzen darstellen. Die Antworten der Konkursverwalter wurden differenziert nach Wirtschaftszweigen erteilt. So wurden Managementfehler im Industrie-, Handels- und Dienstleistungsbereich höher bewertet als im Handwerk, in dem sie nur eine relativ geringe Bedeutung haben (Schimmelpfeng Hrsg. Aktuelle Beiträge über Insolvenzen 1977).



3. In einer Studie von Keiser aus dem Jahre 1966 wurden auf der Basis von Konkursakten und Interviews mit betroffenen Personen 180 mittelständische Einzelhandelsunternehmen untersucht (Keiser, Betriebswirtschaftliche Analyse von Insolvenzen bei mittelständischen Einzelhandlungen 1966). Durch die Unterscheidung in primäre, sekundäre und tertiäre Ursachen stellt Keiser einen kausalen Verlauf der Ursachen dar. In den Primärbereich ordnet Keiser im speziellen „Fehler der Unternehmer“ sowie „Fehler der Mitarbeiter“ ein. Eine schlechte Bilanzstruktur folgt daraus und ist eine tertiäre Ursache. Die Studie kommt zu dem beeindruckenden Ergebnis, dass im Primärbereich 90 % aller untersuchten Fälle das Verhalten des Unternehmers der Insolvenzgrund schlechthin ist. Folge man dem Prinzip der Kausalkette, so lasse sich ohne Weiteres behaupten, dass alle weiteren Ursachen letzten Endes auf diesen Zentralfaktor zurückzuführen seien.
  
4. Im Jahre 2002 hat Wieselhuber 40 Krisenfälle einer detaillierten Analyse unterzogen und auf dieser Basis Krisenursachen und Erfolgsfaktoren der Krisenbewältigung ermittelt (Volkhard Emmrich, Unternehmensmagazin Mai 2002). Auch Wieselhuber hat die Unternehmensführung als wichtigste interne Krisenursache identifiziert. Entscheidungsstau (61 %), Entscheidungsschwäche (50 %) und geringe Faktenorientierung (45 %) wirkten sich als Krisentreiber aus. Dazu kamen Fluktuation auf der Führungsebene (26 %) und zu großes Harmoniestreben (38 %). Über die Hälfte der befragten Unternehmen hätte im Controlling die Intransparenz der Zahlen beklagt. Eine kurzfristige Steuerung des Unternehmens sei dadurch unmöglich. Eine weitere Schwäche liege in der mangelnden Planungsqualität. Die Hälfte der untersuchten Unternehmen hätte keine Liquiditätsplanung ausgewiesen. Als Primärursachen identifiziert Wieselhuber eine übertriebene Sortiments- und Produktkomplexität, fehlende Managementkompetenz, schlechtes Führungsverhalten, zu hohe Struktur- und Overheadkosten, fehlende Kalkulationssysteme und fehlendes Forderungsmanagement. An letzter Stelle steht unzureichende Produktqualität.

Die vorgestellten Studien kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass die dominante Insolvenzursache im fehlerhaften Verhalten des Managements zu suchen ist. Managementfehler sind in den praktischen Erhebungen, aber auch in der betriebswirtschaftlichen Literatur umfassend dargestellt und beziehen sich auf alle Bereiche des unternehmerischen Tuns. Sehr häufig wurden die nachfolgenden Problemfelder identifiziert.

- Investitionen werden häufig aus Gründen der Steuerersparnis oder der Aussicht auf öffentliche Finanzhilfen durchgeführt.
- Die Konzentration auf wenige Lieferanten, Kunden oder Banken kann zu einer einseitigen Abhängigkeit führen. Der Ausfall eines großen Lieferanten oder Kunden kann dann sehr rasch zu einer Insolvenzursache führen.
- Fehlende Controllingssysteme, welche die zielorientierte Steuerung des Unternehmensgeschehens verhindern. Versagen des betrieblichen Finanz- und Rechnungswesens sowie fehlende Vor- und/oder Nachkalkulationen.
- Planlose Produktentwicklung ohne Prioritätenskala und Zeitraster. Zu lange Entwicklungszeiten führen häufig in die Krise.
- Eine zu große Lieferantenzahl führt leicht zu Versorgungsstörungen, weil die Einwirkungsmöglichkeiten zur Sicherung von termintreuer Lieferung beschränkt sind. Darüber hinaus ist der Verwaltungsaufwand im Einkauf und in der Warenannahme größer und die Verhandlungsposition schwächer.
- Mangelhafte Qualitätskontrollen sowohl beim Warenein- als auch beim Warenausgang können zu Kundenverlusten und Regressansprüchen führen.
- Eine ungenügende maschinelle und technische Ausstattung führt zu erhöhten Fertigungskosten und technischen Mängeln.
- Ungenügender After-Sales-Service führt zu Kundenzufriedenheit und Marktanteilsverlusten.
- Ein wichtiger Erfolgsfaktor eines Unternehmens ist die Sortimentsbreite. Ein zu kleines Sortiment liefert dem Kunden möglicherweise keine umfassende Problemlösung; außerdem wird das Marktrisiko nicht gestreut. Andererseits zieht ein zu großes Produktsortiment erhebliche Folgekosten, wie z. B. Ersatzteilhaltung, mit sich. Bei Krisenunternehmen ist oft ein zu großes Sortiment zu beobachten.
- Eine unklare, fehlerhafte Aufbauorganisation bringt Lücken im Verantwortungs-, Handlungs- und Informationsbereich mit sich. Macht- und Autoritätskonflikte sind die Folge.
- Falsche Diversifikationspolitik, sei es innerhalb eines bestehenden Unternehmens oder durch den Er-

werb anderer Firmen, führt zur Bindung und Aufklärung von finanziellen Ressourcen und Managementkapazitäten. Sehr häufig führt der Zukauf anderer Unternehmen unmittelbar in die Insolvenz, weil die Integration in das aufnehmende Unternehmen nicht gelingt, sich bietende Synergieeffekte nicht genutzt und Zinslasten, die durch einen fremdfinanzierten Unternehmenskauf entstehen, nicht bewältigt werden.

- Oftmals ist bei Führungskräften mangelnde Berufserfahrung festzustellen, häufig fehlen auch Branchen- und Marktkenntnisse.
- Eine ungünstige Belegschaftsstruktur ist oft bei Unternehmen anzutreffen, die ihren Personalbestand an gesunkene Umsätze anpassen müssen. Geht die Unternehmensführung den Weg des geringsten Widerstandes und entlässt vor allem die jungen Arbeitnehmer, deren Kündigung keine arbeitsrechtlichen Probleme aufwirft und nur geringe Abfindungssummen erfordert, verbleiben vor allem Arbeitnehmer mit Kündigungerschwernissen wie Betriebsräte, Schwerbehinderte, Schwangere oder altersgeschützte Arbeitnehmer.
- Charakterliche Mängel der Führungskräfte, die sich beispielsweise in Protektionismus, ungerechtfertigter oder verletzender Kritik Untergebener auswirkt. Ursache für das Fehlverhalten der Führungskräfte können auch gesundheitliche Probleme sein wie Alkoholismus oder auch familiäre Streitigkeiten. Eine „Herr-im-Haus-Mentalität“ kann für die Mitarbeiter motivationshemmend wirken. Bei eigentümergeführten Unternehmen fehlt sehr häufig die Bereitschaft, Entscheidungsbefugnisse an Mitarbeiter zu delegieren.
- Hohe Gesellschafterentnahmen und Darlehen an Gesellschafter durch das Unternehmen.
- Ein besonderes Problem stellt sich immer wieder in Familienunternehmen durch die von den Gesellschaftern erwünschte Mitarbeit von Familienmitgliedern. Fehlt diesen die fachliche Qualifikation, werden sie von der Belegschaft abgelehnt. Die Familienmitglieder werden an Fremdmanagern gemessen. Die unzureichende Qualifikation der Familienmitglieder ist ein latenter Krisenherd.
- Umsatzexpansion zu Preisen unter Selbstkosten können Krisenauslöser sein, gleichgültig ob es sich um bewusst eingesetzte Kampfpreise oder nur um fehlerhafte Kalkulationen handelt.

- Verlustbringende Leuchtturm-/Großprojekte können existenzvernichtende Krisen auslösen.

Häufig kommen zu betrieblichen Krisenursachen auch außerbetriebliche Schwierigkeiten, so genannte exogene Insolvenzursachen, wie eine schlechte Wirtschaftslage, ausländische Konkurrenz, ein zu hohes Zinsniveau oder zu hohe Lohnforderungen. Beispielsweise hat die Krise der Automobilindustrie in den Jahren 2008 und 2009 eine ganze Reihe von Automobilzulieferbetrieben mangels hinreichender Auslastung in die Insolvenz und zur Liquidation geführt. Aber auch technische Weiterentwicklungen führen zu einem natürlichen Ende der Lebenszyklen von Produkten. Werden solche Entwicklungen verschlafen oder fehlen die finanziellen Ressourcen, diese Entwicklungen mitzumachen oder durch andere Produkte zu ersetzen, so führt dies zu einem sicheren Aus des Unternehmens. Zu finanziellen Problemen führen aber auch häufig Katastrophen wie Hochwasser, Feuer oder sonstige Havarien, Verletzung von Patent- und Markenrechten, erhöhte Zinsen oder Wechselkursveränderungen.

Die vorstehende Aufstellung endogener und exogener Krisenursachen ist nur beispielhaft und bei weitem nicht vollständig. Diese Krisenursachen zu beobachten und Gegenmaßnahmen zu ergreifen, ist eine ständige Aufgabe von Management und Gesellschafter und gehört zum Kernbereich unternehmerischer Tätigkeit. Je früher diese Krisenursachen erkannt werden, desto besser kann gegengesteuert werden.

Für Außenstehende wie Lieferanten oder Kreditinstitute sind derartige Insolvenzursachen nicht ohne Weiteres erkennbar, insbesondere nicht mit ihren finanziellen Auswirkungen. Diese haben jedoch die Möglichkeit, veröffentlichte oder auch vom Management zur Verfügung gestellte Bilanzen einzusehen und zu analysieren. Häufig geben die Bilanzen eindeutige Hinweise auf die Krise eines Unternehmens. Indikatoren sind u. a.:

1. Aufnahme stiller Gesellschafter zur Stärkung der Eigenkapitalbasis wie Bürgschaftsbanken oder sonstigen Mittelstandsförderungsinstituten.
2. Mezzanine-Kredite, die bilanziell wie Eigenkapital ausgewiesen werden, das Unternehmen jedoch mit außerordentlich hohen Zinsen belasten.
3. Immaterielle Werte werden unter Ausnutzung von Bilanzwahlrechten in besonderem Maße aktiviert, wie Ingangsetzungskosten, technische Entwicklungen oder auch Marken- und Patentrechte.

4. Im Anlagevermögen werden stille Reserven gehoben, indem Grundstücke und Gebäude in Grundstücksgesellschaften zu ihren aktuellen Verkehrswerten ausgegliedert und dann zu den höheren Verkehrswerten in den Finanzanlagen ausgewiesen werden.
  5. Sale-and-lease-back-Verfahren für Betriebsanwesen belasten in den Folgejahren mit hohen Leasingraten.
  6. Der Maschinenpark, der der Produktion dient, wird nicht eigenfinanziert, sondern auf Leasingbasis erworben.
  7. Kundenforderungen werden an eine Factoring-Gesellschaft veräußert.
  8. Das Umlaufvermögen an Vorräten und Forderungen steht in einem krassen Missverhältnis zu den Umsätzen. Sind die Vorräte zu hoch in der Bilanz ausgewiesen, kann dies ein Hinweis sein, dass notwendige Wertberichtigungen nicht durchgeführt wurden. Sind die Außenstände zu hoch, kann dies ein Hinweis sein, dass es das Unternehmen unterlassen hat, die notwendigen Wertberichtigungen durchzuführen.
  9. Die Aufteilung von Betriebsbereichen in eine Vielzahl von Einzelgesellschaften ist ein deutlicher Hinweis dafür, dass kaufmännische Risiken ausgegliedert werden sollen. Der Überblick über das gesamte Unternehmen wird dadurch erschwert. Die Konsolidierung der Finanzzahlen der Einzelgesellschaften zu einer Konzernbilanz ist für den Unternehmer in der Regel nicht auf den ersten Blick zu erfassen.
  10. Aufnahme von Krediten kurz vor Bilanzstichtag zur Liquiditätsverbesserung (Windowdressing).
  11. Erhöhte außerordentliche Erträge infolge einer Auflösung von Rückstellungen, Rücklagen oder Wertberichtigungen.
  12. Ermäßigte Abschreibungen infolge einer Abänderung der Abschreibungsmethoden, damit verbunden oftmals deutlich geringere Investitionsquoten.
  13. Verschiebung von Bilanzstichtagen etwa bei Konzerngesellschaften, wenn hierdurch unterschiedliche Stichtage bei Mutter- und Tochtergesellschaften entstehen. Damit wird die Vergleichbarkeit erschwert und Verschiebungen in der Liquidität ermöglicht.
  14. Eingeschränkt oder gänzlich fehlende Testate der Wirtschaftsprüfer und Steuerberater.
  15. Verspätete Vorlage von Jahresabschlusszahlen.
- Aber auch außerhalb von Bilanzanalysen ergeben sich häufig Hinweise auf Krisensituationen:
16. Das Unternehmen weigert sich, vollständige Prüfungsberichte und Bilanzen aus der Hand zu geben und begnügt sich mit Geschäftsberichten und Bilanzkurzfassungen.
  17. Das Unternehmen hat auf der Grundlage von Betriebs- oder Tarifvereinbarungen die Arbeitszeit ohne Lohnausgleich erhöht.
  18. Qualifizierte Arbeitskräfte wandern ab.
  19. Im Zahlungsverkehr kommt es zu Stockungen. Es wird von Scheck- auf Wechselzahlungen umgestellt, Ausstellung vordatierter Schecks und Lastschriftrückgaben mangels Deckung.
  20. Warenkreditversicherer verweigern Kreditzusagen für das betroffene Unternehmen.
- Treten die vorgenannten Ereignisse kumulativ auf, sollten die Geschäftspartner des Unternehmens Vorsicht walten lassen. Lieferanten sollten dafür Sorge tragen, dass der Eigentumsvorbehalt mit seinen Verästelungen des verlängerten und erweiterten Eigentumsvorbehaltes rechtswirksam vereinbart wird, Zahlungen gesichert sind und Zahlungsfristen überwacht werden. Kunden müssen darauf achten, dass Liefertermine eingehalten werden und ggf. auch Ersatzlieferanten einspringen können. Selten wird ein Insolvenzverfahren für die Beteiligten überraschend angemeldet.
- Zusammenfassend gibt es also zahlreiche Ursachen der Insolvenz – aber genauso viele Maßnahmen, sie zu verhindern. Und es zeichnet den guten Unternehmensleiter aus, beides zu erkennen und darauf zu reagieren.



Dr. Volker Grub  
Rechtsanwalt  
Grub Brugger  
Rechtsanwälte  
Reinsburgstr. 27  
70178 Stuttgart

Telefon 0711 966 89 0  
Telefon 0711 966 89 19  
E-Mail v.grub@grub-brugger.de  
Internet www.grub-brugger.de

# ESUG = Die Erwartungen Sind Unangemessen Groß

## Die Chancen des ESUG aus insolvenzrichterlicher Sicht betrachtet

Dr. Thorsten Graeber

Über das ESUG wurde viel verhandelt und viel geschrieben. Nach all diesen Kämpfen wurde es am 13.12.11 verkündet und wird mit dem 01.03.2012 in Kraft treten. Dass es eine große Auswirkung auf die Praxis haben wird, kann bezweifelt werden.

Eine tatsächliche Beteiligung der Insolvenzgläubiger insbesondere im Rahmen der Auswahl des Insolvenzverwalters stellt bislang eine Ausnahme dar und wird es trotz der Änderungen der Insolvenzordnung wohl auch bleiben. Denn die hierbei notwendigen Vorarbeiten und Vorbereitungen durch die Berater des Insolvenzschuldners bzw. eines interessierten Gläubigers sind recht umfangreich und rechtfertigen den Einsatz von Zeit und Geld nur in sehr großen, wirtschaftlich bedeutsamen Insolvenzverfahren. In solchen Verfahren war aber auch bisher der Einfluss kompetenter Berater in der Vergangenheit sehr groß. Für diese Verfahren

gab es keinen Änderungsbedarf in diesem Bereich. Und in den Verfahren, in denen für die Gläubiger weniger zu gewinnen bzw. zu erhalten ist, wird es auch weiterhin an einem wirtschaftlichen Interesse fehlen, einen Verlust durch einen zusätzlichen Arbeitsaufwand zu vergrößern. Für die Insolvenzgerichte ändert das ESUG daher wohl eher die formelle Art und Weise der bislang bereits erfolgten Zusammenarbeit mit den gewichtigen Insolvenzgläubigern vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens. In den mittleren und kleineren Insolvenzverfahren werden die Insolvenzgläubiger sicherlich weiterhin unbeteiligt bleiben.

Eine Verbesserung scheint vielleicht das sog. Schutzschirmverfahren zu bieten. Dieses wird aber auch nur dann funktionieren, wenn der Insolvenzschuldner einen eigenen Insolvenzantrag vor einer Zahlungsunfähigkeit stellt. Auch hier zeigt die Praxis, dass zwar noch relativ häufig ein Eigenantrag mit einer erst noch drohenden Zahlungsunfähigkeit begründet wird, die Ermittlungen des Insolvenzgerichts aber fast ausschließlich ergeben, dass nach den insolvenzrechtlichen Regelungen eine Zahlungsunfähigkeit lange vor dem Antrag eingetreten ist. Die teilweise dem Eigenantrag beigefügten Bewertungen der Berater des Insolvenzschuldners sind nur selten zutreffend. Dass der § 270b Abs. 1 InsO die Qualität solcher Bewertungen grundlegend ändern wird, ist zweifelhaft. Dort, wo in der Vergangenheit Eigenanträge tatsächlich sachkundig vorbereitet worden waren, gab es auch keine Probleme aus dem Miteinander einer Unternehmensfortführung und den evtl. notwendigen Anordnungen vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens. Auch hier scheint das ESUG das normieren zu wollen, was in der bisherigen Praxis unproblematisch war. Eine Ausweitung der erfolgreichen Praxis auf etwas kleinere Insolvenzverfahren bewirkt dies jedoch nicht, da der Missstand eher psychologischer Natur ist.

Kurz- und mittelfristig betrachtet sind insbesondere die Änderungen für die Insolvenzrichter und Insolvenz-





Dr. Thorsten Graeber  
Präsident des Deutschen  
Privatinsolvenztages  
Vorsitzender des Berlin/Brandenburger  
Arbeitskreises für Insolvenzrecht e.V.  
c/o Amtsgericht Potsdam  
Jägerallee 10-12  
14467 Potsdam

Telefon 0331 280 116 6  
Telefon 0331 280 116 8  
E-Mail [info@privatinsolvenztag.de](mailto:info@privatinsolvenztag.de)

rechtspfleger wenig sinnvoll. Danach geht ja die Zuständigkeit für die nun wohl anspruchsvoller gewordenen Insolvenzpläne, auf die ab dem 01.03.2012 gehofft wird, erst ab 01.01.2013 auf die Insolvenzrichter über. Mit welcher Begründung sich die Rechtspfleger neun Monate lang mit dem Depto-Equity-Swap befassen sollen, bevor am 01.01.2013 der vermeintlich kompetentere Insolvenzrichter die ausschließliche Zuständigkeit erhalten soll, ist ebenso wenig verständlich wie es fraglich erscheint, wie die nun eingeführten besonderen fachlichen Voraussetzungen für das Amt als Insolvenzrichter und Insolvenzrechtspfleger beachtet werden sollen. So in diesen Regelungen die Hoffnung Ausdruck findet, die Insolvenzrichter würden sich nunmehr mit den verschiedenen Rechtsmaterien des Insolvenzrechts auseinandersetzen und sich notfalls darin ausbilden lassen, wird

übersehen, dass dies eher als eine erhebliche Belastung als eine Aufwertung des Amtes gesehen werden wird. Diejenigen Richter und Rechtspfleger,

die sich bislang darum bemüht haben, den Anforderungen ihres Amtes gerecht zu werden, benötigen eine gesetzliche Aufforderung nicht, allenfalls zusätzliche Fortbildungsangebote. Andere, welche ihr Amt allein mit ihrer Grundausbildung als Richter oder Rechtspfleger bewältigen wollen, werden auch über die Änderung des GVG und RPfLG nicht gezwungen werden können, an Zwangsförderungen teilzunehmen. Hier sei die Unabhängigkeit der Richter und Rechtspfleger vor. Da eine bundesweite Konzentration der Insolvenzgerichte abgelehnt wurde, wird es auch nicht zu einem Erfahrungszuwachs durch eine vermehrte Bearbeitung von Insolvenzverfahren kommen.

Erst langfristig wird sich vielleicht das Gerichtspersonal durch die Änderungen in GVG und RPfLG ändern. Bis dahin werden es wohl die gleichen guten und schlechten Insolvenzrichter und Rechtspfleger sein, die die durch das ESUG komplizierter gewordene Insolvenzordnung anzuwenden haben. Solange diese die mit dem ESUG gewünschten Ziele nicht persönlich mittragen, wird sich die Praxis nur in einigen, wenigen Verfahren ändern. Der Aufwand bei der Erarbeitung des ESUG, seiner Diskussion und den vielen Fortbildungsveranstaltungen steht voraussichtlich nicht in einem angemessenen Verhältnis zu den mittelfristig zu erwartenden Verbesserungen. Schade.



# Checkliste Insolvenzplan

Kai Dellit

In sich verschärfenden Krisenszenarien nehmen sowohl die Kosten der Finanzierung der Sanierung als auch die Risiken bei Ausreichung oder Prolongierung der finanziellen Mittel zu. Die Lasten dieser Finanzierung sind regelmäßig ungleich verteilt. Neben Eigenkapital, das häufig nur unzureichend vorhanden ist, wird Fremdkapital meist bei den beteiligten Kreditinstituten, aber auch bei Kunden abgefragt.

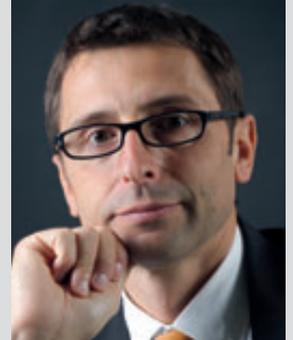
Ist die Krise schon so weit vorangeschritten, dass die Zuführung frischer Mittel allein nicht mehr ausreicht, sondern auch Stundungen und Erlasse erforderlich sind, stellt sich die Frage, welche Stakeholder Beiträge leisten. In Betracht kommen neben den Kreditinstituten Leasinggeber, Vermieter/Verpächter, Dienstleister/Lieferanten, die Bundesagentur für Arbeit, die Finanzverwaltung, Arbeitnehmer, der PSVaG (Pensionssicherungsverein) und sonstige Gläubiger.

Diese Sanierungsbeiträge müssen jeweils bilateral mit den einzelnen Beteiligten verhandelt werden. Ungeachtet des damit verbundenen erheblichen Aufwands sind selten alle Stakeholder bereit, sich an den Sanierungsmaßnahmen zu beteiligen. Dies führt dazu, dass Gläubiger, insbesondere Körperschaften des öffentlichen Rechts, etwa die Länder, vertreten durch die Finanzämter eigene Beiträge aufgrund der Ungleichbehandlung ablehnen.

Die fehlenden Sanierungsbeiträge der der Sanierung ablehnend gegenüberstehenden Stakeholder müssen aber durch diejenigen ausgeglichen werden, die sanierungsbereit sind.

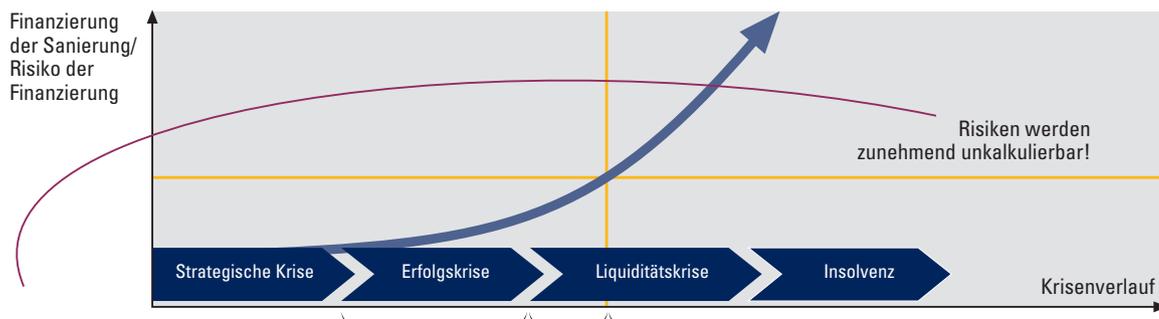
Ab einem bestimmten Krisenstadium überwiegen die Risiken die Chancen der Sanierung (vgl. Abbildung 1). Deutlich vor diesem Zeitpunkt sollten die Stakeholder, die bereit sind, die Sanierung zu tragen, daher eine Entscheidung über die beste Art der Sanierung treffen (können). Hierzu bedarf es eines Sanierungsgutachtens, in dem sämtliche in Betracht kommenden Sanierungsalternativen darzustellen sind. Neben der außergerichtlichen Sanierung sollte dort insbesondere auch – bei Sinnhaftigkeit und Machbarkeit – das Insolvenzplanszenario gerechnet werden.

Der Insolvenzplan, ein insolvenzrechtliches Sanierungsinstrument, der in ein strukturiertes Insolvenzverfahren (vgl. zum strukturierten Insolvenzverfahren Abbildung 1) eingebunden werden muss, wird in Sanierungsgutachten meist geflissentlich übergangen. Das liegt auch daran, dass sich die Unternehmen häufig schwer tun, die Berechnung insolvenzrechtlicher Sze-



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

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



Daher rechtzeitig:

**Schritt 1:** Erstellung Sanierungsgutachten etwa auf Initiative eines Kreditinstituts einschließlich Insolvenzplanrechnung

**Schritt 2:** Insolvenzplan erstellen + Abstimmung mit Großgläubigern

**Schritt 3:** Bestellung eines insolvenzverfahrens Sanierungsvorstandes + Insolvenzantrag + Einreichung des Insolvenzplans

**Schritt 4:** Begleitung des schuldnerinitiierten Insolvenzplans/Restrukturierung

Abb. 1: Risiken der Finanzierung bei sich verschärfender Krise. Strukturiertes Insolvenzverfahren

narien zu beauftragen. Hier bedarf es aber klarer Vorgaben durch die sanierungsbereiten Stakeholder oder aber der eigenen Beauftragung von Ergänzungsgutachten. Erst dann ist überhaupt eine objektive Entscheidung möglich.

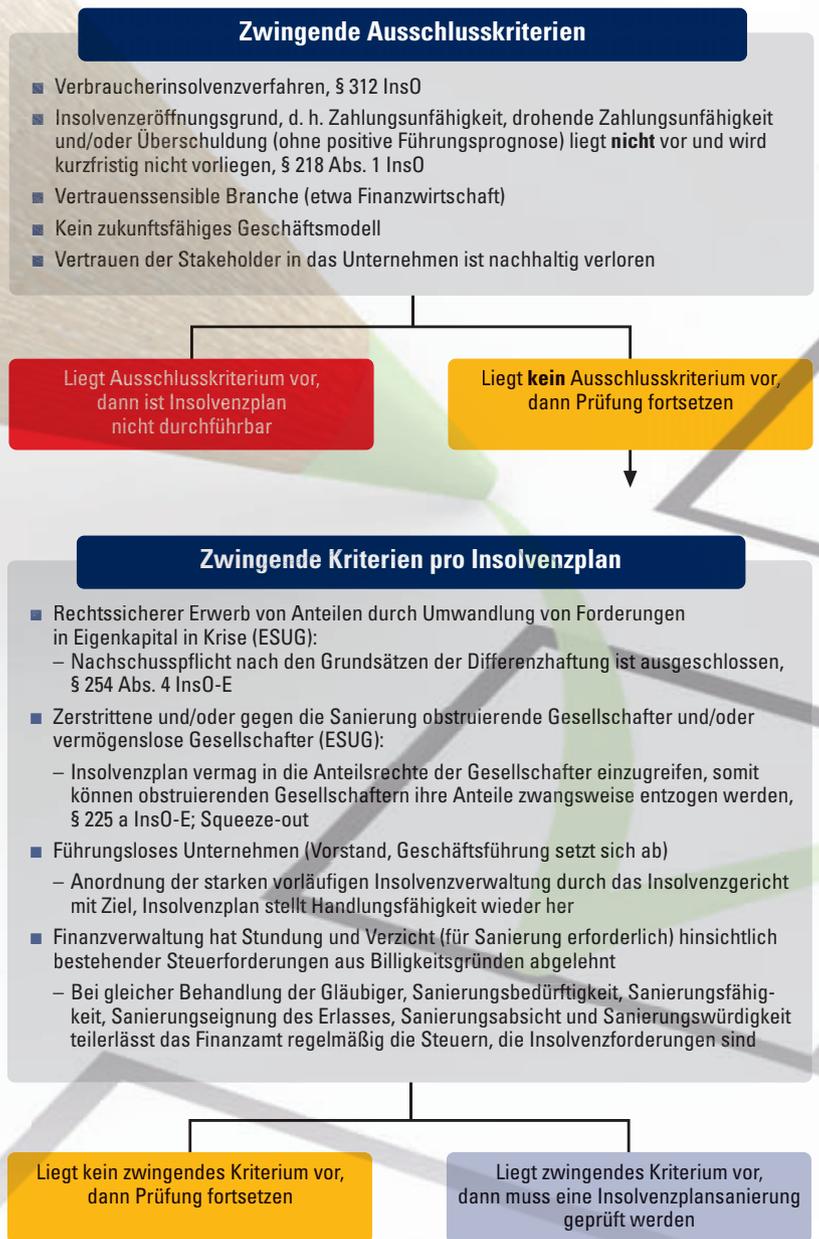
In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, bei Vorliegen welcher Kriterien die Berechnung eines Insolvenzplanszenarios zwingend oder zumindest sinnvoll ist und wann dies nicht angezeigt ist.

Die in Abbildung 2 dargestellte Checkliste soll diese Entscheidung erleichtern.

Grundsätzlich orientiert sich diese an den besonderen insolvenzspezifischen Sanierungsinstrumenten, die bei außergerichtlicher Sanierung nicht zur Verfügung stehen.

Beispielhaft sei hier genannt, dass auch die so genannten Akkordstörer, also eine nicht zur Sanierung bereite Minderheit, durch den Insolvenzplan (ohne dass eine Vielzahl von bilateralen Verhandlungen erforderlich wäre) zu Sanierungsbeiträgen gezwungen werden können, die Last der Finanzierung der Sanierung also auf den Schultern sämtlicher (ungesicherter) Gläubiger verteilt wird.

Das zum 01.03.2012 in Kraft getretene ESUG bietet neben optimierten leistungs- und finanzwirtschaftlichen nun auch von den Restrukturierungspraktikern seit langem geforderte insolvenzspezifische gesellschaftsrechtliche Sanierungsinstrumente, die erstmals Eingriffe in die Rechte der Anteilshaber ermöglichen.



### Sonstige Kriterien pro Insolvenzplan

- Arbeitsplatzabbau oder sonstige arbeitsrechtliche Maßnahmen erforderlich:
  - Sonderkündigungsfristen gemäß § 113 InsO (max. 3 Monate)
  - Sozialplanansprüche sind auf max. 2,5 Monate begrenzt, § 123 Abs. 1 InsO
  - Schnelles Handeln des Betriebsrates
- Hohe Personalkosten:
  - Insolvenzgeldzahlung durch die Bundesagentur für Arbeit (und dessen Vorfinanzierung) eröffnet für max. 3 Monate die Möglichkeit der Beschäftigung des Personals, ohne dass hierfür die Liquidität des Unternehmens aufgewendet werden müsste
  - Moderate Forderungen der Arbeitnehmer nach Lohnerhöhung (langfristig niedrigere Personalkostenquote)
- Hohe Pensionsrückstellungen:
  - PSVaG übernimmt für begrenzte Zeit die Zahlungsverpflichtungen
- Ausreichung von neuen Krediten bei hohem Liquiditätsbedarf ist mit Risiken verbunden:
  - Risiken der Anfechtung, mangelnder Sicherheiten sowie der Haftung aus Eigenkapitalersatz werden durch Insolvenzplan ausgeschlossen
- Insolvenzplanverfahren fordert „automatisch“ Sanierungsbeiträge Dritter ein:
  - Verteilung der Finanzierungslast der Sanierung auf vielen Schultern; Akzeptanz durch die Gläubiger, insbesondere den meist beteiligten Fiskus
- Inhomogene Struktur der finanzierenden Kreditinstitute:
  - Insolvenzverwalter als Moderator bei Streitigkeiten zwischen finanzierenden Kreditinstituten und Druck auf obstruierende Kreditinstitute durch Insolvenzverfahren (vom Einzelfall abhängig)
- Fortgeschrittene Liquiditätskrise/Übertragende Sanierung kommt nicht in Betracht:
  - Insolvenzplan erhält sämtliche Vertragsverhältnisse, Lizenzen, öffentlich-rechtliche Genehmigungen
- Es bestehen nicht betriebsnotwendige Dauerschuldverhältnisse, etwa Miete/Leasing:
  - Insolvenzverfahren bietet Sonderkündigungsmöglichkeiten (etwa bezüglich Grundstücksmietverträgen maximal 3 Monate, § 109 InsO oder aber die Möglichkeit des Nichteintritts in die Verträge, § 103 InsO)
- Dritte betreiben intensiv die Zwangsvollstreckung:
  - Insolvenzverfahren bietet Schutz vor Einzelzwangsvollstreckung, keine Zahlung auf Insolvenzforderungen gemäß § 38 InsO, Liquidität kann vorübergehend ohne Einzelverhandlungen (Moratorien) auf die Restrukturierung konzentriert werden
- Gläubiger sind zerstritten oder wollen sich an Sanierung nicht beteiligen:
  - Restrukturierung kann mittels Insolvenzplan in den Grenzen der §§ 245, 251 InsO auch gegen den Willen einzelner Gläubiger (Akkordstörer) durchgesetzt werden und bedarf somit im Verhältnis zur außergerichtlichen Sanierung deutlich weniger Kompromisse
  - Insolvenzspezifisches Sanierungsinstrumentarium zwingt die Gläubiger zu Sonderbeiträgen (s. o. etwa verkürzte Kündigungsfristen bei Immobilienmietverträgen)
- Beteiligung des Fiskus an Sanierung:
  - Steuersparmodell Insolvenzplan, Beispiel: Abschreibung
  - Quote auf Steuern, sofern Insolvenzforderung

Liegen weitere sonstige Kriterien vor?

Liegt sonstiges Kriterium vor,  
dann sollte eine Insolvenzplansanierung  
geprüft werden



# Immobilien in der Krise – Wege zur geordneten Krisenbewältigung

Thorsten Prigge und Dr. Michael Löser

Mit einem Anteil von 58 % aller Kredite an Privatpersonen und Unternehmen sowie einem Gesamtvolumen von 1,35 Billionen Euro (Stand 2008) stellen Immobilienfinanzierungen nach wie vor eine wesentliche Säule des deutschen Kreditgeschäftes dar.

Zwar lassen die wirtschaftlichen Indikatoren in Deutschland und Europa derzeit nicht auf eine umfassende Krise des Immobilienmarktes schließen. Den-

noch wird nicht zuletzt aufgrund der weiteren Verschärfungen der Eigenkapitalrichtlinien für Banken gemäß Basel III erwartet, dass ein maßgeblicher Anteil bestehender Immobilienfinanzierungen zukünftig als Krisenengagement zu bewerten ist.

Der nachfolgende Beitrag zeigt Lösungsansätze, die dem betroffenen Kreditinstitut einen geordneten Weg aus einer Immobilien(finanzierungs)krise ebnen können.

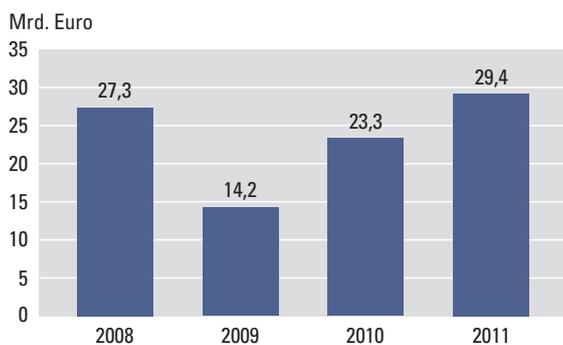


Abb. 1: Gesamttransaktionsmarkt Deutschland (in Mrd. €)

## I. Hintergrund

Neueste statistische Erhebungen für das Jahr 2011 weisen auf eine erneute Belebung des deutschen Immobilienmarktes hin. Als wesentlicher Indikator für die sich abzeichnende Trendwende kann insoweit auf das Gesamttransaktionsvolumen (Gewerbe und Wohnen) in Deutschland abgestellt werden (Abb. 1).

Dieses wird für das Jahr 2011 auf insgesamt ca. 29 Milliarden Euro geschätzt. Im Vergleich zum Jahr 2009 (14,2 Milliarden Euro) hat sich das Immobilientrans-

aktionsvolumen in den vergangenen zwei Jahren verdoppelt. Damit klettert das Transaktionsvolumen 2011 wieder auf das Niveau des Jahres 2008.

Trotz dieser positiven Gesamtentwicklung ist zugleich ein stetig wachsendes Volumen des Marktes für Non-Performing-Loans (NPLs) zu verzeichnen, indem notleidende Kreditforderungen mit einem Abschlag vom Nominalwert veräußert werden. Jüngsten Schätzungen zufolge beläuft sich der Bestand an NPLs in Deutschland aktuell auf ein Volumen von rund 250 Milliarden Euro (Stand 2011) und liegt damit weit höher als in anderen europäischen Ländern. Ein großer Teil bezieht sich dabei auf notleidende Immobilienfinanzierungen.

Der hohe Bestand an NPLs bei deutschen Kreditinstituten ist unseres Erachtens unter anderem darauf zurückzuführen, dass diese bisher noch keine Notwendigkeit sahen, die betroffenen Kreditengagements zu veräußern oder abzuwickeln. Geforderte Eigenkapitalquoten konnten – nicht zuletzt aufgrund staatlicher Unterstützung – noch erfüllt werden.

## II. Verkauf versus Eigenverwaltung von NPLs

Wird ein Immobilienkredit notleidend, so geht dieser Entwicklung zunächst grundsätzlich eine Krise der finanzierten Immobilie bzw. des Immobilienportfolios voraus. Diese Immobilienkrise manifestiert sich im Allgemeinen anhand nachfolgender Indikatoren:

- Kapitaldienst kann nicht/nicht mehr aus Erträgen der Immobilie gedeckt werden;
- Veräußerungserlös würde bestehende Belastungen nicht abdecken;
- Ordnungsgemäße Bewirtschaftung der Immobilie auf Grund zu geringer Erträge nicht sichergestellt;
- Einleitung von werterhaltenden Maßnahmen mangels Liquidität/Kreditfähigkeit des Objektes nicht möglich;
- Weiterer Verfall des Immobilienwerts.

In einem derartigen Fall hat das betreffende Kreditinstitut zunächst die grundlegende Entscheidung zu treffen, ob das notleidende Kreditengagement veräußert wird oder ob eine interne Bearbeitung durch die jeweilige Sanierungsabteilung erfolgen soll.

Als Vorteile einer kurzfristigen Veräußerung des Engagements am NPL-Markt sind insbesondere die soforti-

gen positiven Auswirkungen auf die Eigenkapitalquote durch Verkürzung der Bilanzsumme zu nennen. Darüber hinaus werden keine personellen Ressourcen im Rahmen der Sanierung gebunden.

In der hiesigen Betrachtung soll demgegenüber die Eigenverwaltung des notleidenden Engagements im Vordergrund stehen. Nur in diesem Fall bietet sich dem Kreditinstitut die Chance, an einer gelungenen Sanierung bzw. Abwicklung zu partizipieren und entsprechende Wertzuwächse zu generieren.

## III. Handlungsoptionen im Rahmen der Eigenverwaltung des Engagements

Im Rahmen der Eigenverwaltung des notleidenden Immobilienkredites stehen dem Kreditinstitut grundsätzlich drei Handlungsoptionen zur Verfügung:



Abb. 2: Handlungsoptionen bei der Eigenverwaltung

- Beantragung eines Insolvenzverfahrens
- Einleitung eines Zwangsvollstreckungsverfahrens außerhalb der Insolvenz sowie
- Einvernehmlicher Sanierungsversuch im Schulterchluss mit dem Kunden.

### 1.) Insolvenz und Zwangsvollstreckung

Die Abwicklung eines Engagements im Wege von Insolvenz bzw. Zwangsvollstreckung ist üblicherweise mit nicht unerheblichen Nachteilen für das jeweilige Kreditinstitut behaftet. Diese manifestieren sich vor allem in den vergleichsweise hohen anfallenden Verfahrenskosten, den geringen Einflussmöglichkeiten sowie den zumeist langen Verfahrensdauern, die häufig mit einem (weiteren) Verfall des Immobilienwertes aufgrund mangelhafter Bewirtschaftung einhergehen.

Vor diesem Hintergrund dürfte unter wirtschaftlicher Betrachtungsweise die Einleitung der Insolvenz oder der Zwangsvollstreckung ausschließlich in letzter Instanz und nur in den Fällen im Fokus stehen, in denen eine Mitwirkung des Schuldners sowie der weiteren Stakeholder an einem einvernehmlichen Verfahren nicht gewährleistet werden kann.

2.) Einvernehmliche, geordnete Sanierung bzw. Abwicklung

Zentrales Argument für einen einvernehmlichen Sanierungsversuch ist, dass auf diesem Wege der Immobilienwert – und damit in der Regel der wesentliche Wert der Sicherheiten – bestmöglich erhalten werden kann. Gerade bei schwierig zu vermarktenden Immobilien ermöglicht zudem die einvernehmliche Einbindung des Eigentümers oftmals aufgrund dessen spezifischer Kenntnis sowohl der Immobilie als auch des Marktes die Chance, nachhaltig positive Ergebnisse zu erzielen.

**IV. Voraussetzungen einer geordneten Sanierung**

Das Gelingen der einvernehmlichen Sanierung steht insbesondere vor folgender Herausforderung: Der Schuldner bzw. Geschäftsführer des schuldnerischen Unternehmens hat üblicherweise kein gesteigertes Eigeninteresse an der Erzielung eines bestmöglichen Verwertungserlöses. Dies insbesondere, weil ihm die generierten Vermögenszuwächse in Krisenengagements üblicherweise nicht selbst zufließen, sondern dem finanzierenden Kreditinstitut.

Vor diesem Hintergrund gilt es, die handelnden Personen durch Schaffung von Anreizen und Perspektiven zu motivieren. Nur so kann es gelingen, den bestmöglichen Wertzuwachs und damit einhergehenden Erfolg einer einvernehmlichen Sanierung zu erzielen.

In der Praxis kann bei einer persönlichen Haftung des Schuldners oder Geschäftsführers für den Fall der konstruktiven Unterstützung eine Restschuldbefreiung in Aussicht gestellt werden, wenn trotz bestmöglicher Verwertung die Verbindlichkeiten nicht vollständig zurückgeführt werden können. Darüber hinaus werden häufig in angemessenem Maß entstehende Aufwendungen ersetzt bzw. Vergütungen geleistet.

Demgegenüber ist aber auch sicherzustellen, dass der Geschäftsführer oder Schuldner das in ihn gesetzte Vertrauen nicht missbraucht. Häufig sehen Finanzierer das Risiko, dass Immobilien gegebenenfalls unter Wert veräußert werden. Diesem Risiko kann entgegengetreten werden, indem Sachverständige in den Veräußerungspro-

zess eingebunden werden. Dem Bedenken, dass die Mitwirkung bei einer Verwertung verweigert wird, um Druck aufzubauen, kann begegnet werden, indem notarielle Verkaufsvollmachten zu Gunsten des Sanierungsberaters oder eines sonstigen neutralen Dritten ausgestellt werden.

Um die bestmöglichen Voraussetzungen für das Gelingen eines einvernehmlichen Sanierungsversuchs zu schaffen sowie etwaige Haftungsrisiken zu minimieren, sollte das jeweilige Kreditinstitut insgesamt folgende Punkte berücksichtigen:

- Einschaltung eines erfahrenen Sanierungsberaters;
- Prüfung und ggf. Anpassung der Immobilienbewirtschaftung sowie
- Erstellung eines einvernehmlichen Gesamtkonzepts in Anlehnung an den IDW S6 Standard.

Unserer Erfahrung nach hat sich – je nach Umfang eines Immobilienportfolios – eine interdisziplinäre Zusammenarbeit zwischen Rechtsanwälten, Unternehmensberatern, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern bei der Erstellung entsprechender Sanierungskonzepte bewährt.

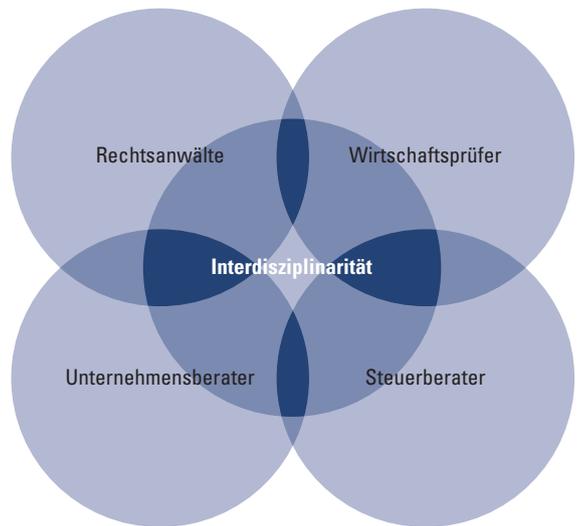


Abb. 3: Interdisziplinarität

Erfahrungsgemäß ist es möglich, in Abstimmung mit den Finanzierern sowie den weiteren Stakeholdern eine bestmögliche Verwertung der Immobilien und damit einhergehende Rückführung der Kreditverbindlichkeiten zu erreichen. Die erzielten Werte liegen dabei üblicherweise deutlich über den Erlösen, die im Wege einer Zwangsvollstreckung oder eines Insolvenzverfahrens erreicht werden können.



Thorsten Prigge  
Rechtsanwalt  
Geschäftsführender Gesellschafter  
Aderhold Rechtsanwalts-gesellschaft mbH  
Speditionstr. 23  
40221 Düsseldorf

Telefon 0211 447 333 00  
Telefax 0211 447 333 07  
E-Mail t.prigge@aderhold-legal.de  
Internet www.aderhold-legal.de



Dr. Michael Löser  
Rechtsanwalt  
Partner  
Aderhold Rechtsanwalts-gesellschaft mbH  
Speditionstr. 23  
40221 Düsseldorf

Telefon 0211 447 333 20  
Telefax 0211 447 333 07  
E-Mail m.loeser@aderhold-legal.de  
Internet www.aderhold-legal.de

# Mehr Umsatz durch mehr Absatz

Robert Händler

Das Thema grenzüberschreitende „Absatzfinanzierung“ gewinnt durch die Globalisierung der Märkte in Verbindung mit einer immer stärker regulierenden Bankenaufsicht (Basel III) sowie einem zunehmenden internationalen Wettbewerb seit Jahren an Bedeutung. Gerade in Schwellenländern ist die Bereitstellung einer Absatzfinanzierung oftmals entscheidend für den Verkaufserfolg, da es dort keinen funktionierenden Bankenmarkt gibt.

Deutsche Kredit- bzw. Finanzierungsinstitute sehen sich häufig nicht in der Lage Lieferanten grenzüberschreitend bei der Absatzfinanzierung zu unterstützen, da sie über wenig Erfahrung bei der Verwertung von Objekten aus notleidenden Finanzierungsverträgen verfügen und rechtliche Themen wie etwa die Vereinbarung eines wirksamen Eigentumsvorbehalts scheuen. Zudem ist die Bonität des Endkunden oftmals nicht ausreichend.

*„Wenn du den Wert des Geldes kennenlernen willst, versuche, dir welches zu leihen.“*

*Benjamin Franklin*

Da Industrieunternehmen in der Regel nicht in der Lage und willens sind ihren Kunden langlaufende

Zahlungsziele zu gewähren, kommt dem Thema grenzüberschreitende Absatzfinanzierung über spezialisierte Finanzierungsgesellschaften im Vertriebsgeschehen zunehmend eine bedeutende Rolle zu – insbesondere dann, wenn sich der Markt abschwächt und Verkäufe nur unter Zugeständnissen möglich sind.

In Deutschland gibt es eine Vielzahl von Finanzierungs-/Leasinggesellschaften, die ihre Dienste anbieten. Aufgrund des dadurch vorhandenen Wettbewerbsdrucks erhält man bei Geschäften innerhalb der EU i. d. R. zu günstigen Konditionen eine Finanzierung, soweit die Bonität ausreichend ist. Rechtliche Problemstellungen existieren normalerweise nicht.

Wenn es jedoch um den Vertrieb hochpreisiger Investitionsgüter in Schwellenländer außerhalb der EU geht, sieht die Sache anders aus. In diesen aufstrebenden und zumeist volatilen Märkten ist die Bereitstellung einer passenden Absatzfinanzierung oftmals verkaufsentscheidend. Doch findet sich bei mäßiger Bonität der Endabnehmer in der Regel leider kein Finanzierungsinstitut, das die Absatzfinanzierung übernehmen möchte.

Die Folge ist, dass Lieferanten hochwertiger Investitionsgüter mit potenziell vielversprechenden Kunden in



aufstrebenden Märkten keine ausreichenden Umsätze realisieren können.

Diese Tatsache kann dauerhaft gefährlich werden. Vor allem dann, wenn lokale Konkurrenten staatlich unterstützt und gefördert werden – wie dies seit einiger Zeit etwa in China geschieht.

Um diesen Problemen aktiv entgegenzutreten, hat das Haus STOLL – renommierter Hersteller von Textilmaschinen – im Jahre 2001 die Stoll Financial Services GmbH (SFS) ins Leben gerufen.

**Wir machen Dinge, die andernorts als nicht finanzierungsfähig direkt im Papierkorb landen. Mit uns landen sie in Ihren Auftragsbüchern**

Die Stoll Financial Services GmbH wurde als 100 %-ige Tochter der H. Stoll GmbH & Co. KG gegründet, um zusätzliche Absatzpotenziale für die STOLL-Gruppe zu heben, die ansonsten an den Wettbewerb verlorengegangen wären, da am Markt keine adäquaten Lösungen erhältlich waren.

Der Erfolg dieser Maßnahme hat mit dazu geführt, dass die STOLL-Gruppe in einer sich ständig konsolidierenden Branche Marktführer im Premium-Segment wurde und ihren Maschinenabsatz von 2.000 Maschinen auf über 9.000 Maschinen kontinuierlich steigerte.

In den vergangenen zehn Jahren wickelte die Stoll Financial Services GmbH ein Finanzierungsvolumen von über 1 Mrd. EUR in vielen Ländern der Erde erfolgreich ab.

Möglich wurde dies durch eine enge und sehr erfolgreiche Kooperation mit namhaften Kreditversicherungen sowie Finanzierungsinstituten.

Dieser Erfolg hat die Stoll Financial Services GmbH dazu bewogen, sich für weitere Kooperationspartner zu öffnen, um das gewonnene Know-how zur Absatzsteigerung für zusätzliche Partner gewinnbringend einzusetzen.

**Holen Sie sich die eigene Finanzierungsabteilung ins Haus**

Als industriell orientierter Finanzdienstleister weiß die SFS um die Befindlichkeiten mittelständischer Unternehmen im In-

und Ausland und „strickt“ in Zusammenarbeit mit dem Vertrieb entsprechende Finanzierungsangebote.

Ziel ist es, den Absatz renommierter Unternehmen durch den bewussten Einsatz maßgeschneiderter Finanzierungen signifikant zu erhöhen, um die Produktion möglichst voll auszulasten und damit die Ertragssituation der Hersteller deutlich zu verbessern.

**Wann lohnt sich eine Zusammenarbeit mit der SFS?**

SFS steht Kooperationen mit Herstellern von fungiblen Investitionsgütern offen, die weitere Marktpotenziale haben, welche sie nur durch den gezielten Einsatz von Finanzierungsangeboten heben können.

Die SFS hat sich auf Auftragswerte zwischen 500 TEUR und 5.000 TEUR spezialisiert, bei denen der Endabnehmer seinen Sitz im fernerem Ausland hat. Wir sprechen Unternehmen an, die das Thema Strukturierung einer Absatzfinanzierung kennen und bewusst ausgelagert wissen wollen, weil sie sich auf ihre Kernkompetenzen Entwicklung und Vertrieb konzentrieren möchten und das Thema Debitoren-Management bewusst in fremde Hände legen.

**Wie funktioniert die Abwicklung mit der SFS?**

Die SFS tritt in der Regel in den Kaufvertrag zwischen Hersteller und Endkunde ein und kauft dem Hersteller das Investitionsgut als neuer Vertragspartner (mit Sitz in Stuttgart) ab, der sein Geld ohne Abzüge somit sofort nach Auslieferung erhält.

Gleichzeitig schließt die SFS einen Finanzierungsvertrag mit dem Endkunden, der den Kaufpreis inkl. Zinsen über den vereinbarten Finanzierungszeitraum an die SFS zurückerstattet. Dieser Endkunde erhält ein Kreditlimit, so dass ggf. weitere Finanzierungen möglich sind.

**Wie können Sie Kontakt zu uns aufnehmen, um von einer Kooperation zu profitieren?**

Weitere Informationen und Beschreibungen des Geschäftsmodells finden Sie unter: [www.stoll-financial-services.com](http://www.stoll-financial-services.com).

Für ein persönliches Gespräch stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Bitte kontaktieren Sie uns in diesem Fall unter Telefon 0711 907 226 0 zur Abstimmung eines Termins.



Robert Händler  
Geschäftsführer  
Stoll Financial Services GmbH  
Löffelstraße 40  
70597 Stuttgart

Telefon 0711 907 226 0  
Telefax 0711 907 226 29  
E-Mail [robert.haendler@stoll.com](mailto:robert.haendler@stoll.com)  
Internet [www.stoll-financial-services.com](http://www.stoll-financial-services.com)

# W&P realisiert eigenes CRO-Konzept

## Umsetzung von Sanierungskonzepten in organschaftlicher Verantwortung

Die Entscheidung ist gefallen, W&P erweitert sein Leistungsspektrum und bietet die Umsetzung von Sanierungskonzepten und die Neuausrichtung von Geschäftsmodellen auch mit der Übernahme organschaftlicher Verantwortung an.

W&P sieht sich dabei nicht als „Provider“ für Interim-Manager – mit einem kleinen, handverlesenen und hochqualifizierten Team von erfahrenen Sanierern und Krisenmanagern steht W&P für eine schnelle, konsequente und geräuschlose Umsetzung von Sanierungskonzepten. Die neue Tochtergesellschaft von W&P hat dafür alle notwendigen unternehmerischen Freiheiten. Ihr Einsatz ist nicht auf Sanierungsmandate von W&P beschränkt. Das Management-Team steht auch dann zur Verfügung, wenn entweder nur Umsetzungsunterstützung und kein Gutachten gefragt ist, oder aber bereits ein Sanierungskonzept vorliegt, der Engpass jedoch in der Umsetzung liegt.

Das Team konzentriert sich auf die Positionen CRO/CFO als verantwortliche Treiber und Umsetzer im Unternehmen entweder mit einer Generalvollmacht oder in organschaftlicher Verantwortung als Geschäftsführer oder Vorstand.

Wir setzen dabei auf teamfähige, analytisch und konzeptionell denkende Umsetzer mit operativer Industrieerfahrung – und nicht auf „bauchgesteuerte“ Einzelkämpfer – denn angesichts immer komplexerer Aufgabenstellungen und Stakeholder-Konstellationen sind die „Haudegen alter Schule“ aus unserer Sicht nicht mehr in jedem Fall „State of the Art“.

Gemeinsam mit den Restructuring & Finance-Spezialisten sowie den Branchenexperten von W&P steht das CRO-Team für Konzeption und Umsetzung aus einer Hand mit der klaren Ausrichtung auf die Weiterentwicklung des Geschäftsmodells. Die Nachhaltigkeit der Sanierung steht im Mittelpunkt, d. h. die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells, ausreichende Robustheit und vor allem der Nachweis der Zukunftsfähigkeit.



Dies geht weit über das Standardprogramm raschen Personalabbaus und schneller Kostensenkungen hinaus, denn dadurch wird nur die notwendige Basis für die Veränderung des Geschäftsmodells geschaffen und nicht die eigentlichen Krisenursachen beseitigt bzw. die notwendigen Weichenstellungen vorgenommen.

Hat W&P das Sanierungskonzept erstellt, so gewährleisten Bankenreporting und Lenkungsausschuss den Finanzierern, dass das Unternehmen konzeptkonform auf Kurs gebracht wird.

Der CRO stellt die Umsetzung der notwendigen Maßnahmen im Unternehmen sicher und berichtet im Lenkungsausschuss über den Realisierungsstand. Bei Abweichungen vom Sanierungspfad werden bereits definierte „Schuldabbaumaßnahmen“ aktiviert oder neue Gegenmaßnahmen erarbeitet.

Defizite in den Bereichen Finanzen, Rechtswesen und Controlling werden beseitigt und damit die notwendige Transparenz aus dem Unternehmen selbst heraus geschaffen.

Über unser detailliertes Angebot halten wir unsere Geschäftspartner kontinuierlich auf dem Laufenden.

# Interview mit Werner Heer

## Mitgestalter und Kopf des W&P CRO-Konzeptes



Werner Heer  
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH  
Unternehmensberatung  
Nymphenburger Straße 21  
80335 München

Telefon 089 286 232 40  
Telefax 089 286 232 85  
E-Mail [heer@wieselhuber.de](mailto:heer@wieselhuber.de)  
Internet [www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)

### W&P:

Was bewegt Sie nach einer erfolgreichen Industriekarriere, in das harte und wechselhafte CRO-Geschäft einzusteigen?

### Heer:

Innerhalb der letzten 15 Jahre meiner Tätigkeit hat es mich immer wieder zu Unternehmen unterschiedlichster Branchen hingezogen, die in Schieflage waren. Dies waren Unternehmen aus den Bereichen Fördertechnik, Sonnenschutz, Großanlagen für Bäckereien, Nähmaschinen u. a. Diese Unternehmen waren alle international aufgestellt und verfügten teilweise auch über ausländische Produktionen sowohl in Europa, Amerika und auch Asien.

Meine damit verbundene langjährige Sanierungserfahrung umfasste dabei Unternehmen unterschiedlichster Größenordnungen und Klassen

### W&P:

Was sind Ihre wesentlichen bisherigen Restrukturierungserfahrungen?



### Heer:

Hier möchte ich besonders die letzten Jahre bemühen. Im Jahre 2005 beschloss INA Schöffler, im Rahmen der Übernahme der FAG Kugelfischer die Mehrheit am börsennotierten Unternehmen Dürkopp Adler an einen chinesischen Nähmaschinenkonzern abzugeben. Dürkopp Adler war zu diesem Zeitpunkt bereits in Schwierigkeiten. Häufige Vorstandswechsel und ein sehr volatiler Markt bereiteten erhebliche Schwierigkeiten. Es musste somit zum einen dafür Sorge getragen werden, das Unternehmen wieder zu stabilisieren, und zum anderen darauf geachtet werden, das Merging der Kulturen chinesisch/deutsch für alle Seiten verträglich zu gestalten. Die Sanierung des Unternehmens erfolgte in diesem Rahmen darüber hinaus unter sehr engen Liquiditätsrestriktionen.

### W&P:

Können wir das Thema Konzernsanierung noch etwas vertiefen und was verstehen Sie konkret darunter?

### Heer:

Kommt in einem Konzern eine Tochtergesellschaft in Schieflage, wird ein Restrukturierungskonzept erstellt und verabschiedet. Dies umfasst auch seine Durchfinanzierung.

Anders als bei EK- oder Liquiditätsengpässen spielen Banken nur selten eine Rolle. Konzernsanierung kennt das Kräftespiel der Passivseite nicht. Unsere CROs sind keine Konzernsanierer, für sie stehen Liquidität und die Interessen der Stakeholder der Passivseite im Vordergrund.

### W&P:

Wie werden Sie im Markt jetzt konkret vorgehen?

### Heer:

Selbstverständlich wird W&P noch stärker als bisher bei bestehenden Mandaten und Projekten die Umsetzung anbieten. Ich sehe es jedoch als meine primäre Aufgabe an, das CRO-Team von W&P eigenständig im Markt zu positionieren und werde dazu meine eigenen Kontakte sowie die bestehende W&P Empfehler-Plattform nutzen.

W&P: Vielen Dank!

# Problemlösung durch vernetztes Expertenwissen

Gerade in Krisensituationen sind bei operativen und strukturellen Veränderungen juristische Aspekte zu berücksichtigen oder gesellschafts-, vertrags-, haftungs- bzw. insolvenzrechtliche Fragestellungen zu beantworten.

Nicht erst seit der Einführung des ESUG stellt sich die Frage nach einer Sanierung aus der Insolvenz. Konzepte sind hinsichtlich der Alternative der Sicherheitenverwertung zu bewerten, Moratorien müssen juristisch belastbar formuliert sein und auch die Frage einer eingetretenen bzw. nicht eingetretenen Zahlungsunfähigkeit bedarf einer juristischen Bewertung.

Für die Treffsicherheit und die Belastbarkeit der Antworten sind neben Geschwindigkeit vor allem Expertenwissen und dessen Vernetzungsgrad entscheidend.

Deswegen arbeitet W&P in einem eng vernetzten Expertenteam, insbesondere mit:

München: Grub Brugger Rechtsanwälte  
Prannerstr. 6  
80333 München  
[www.grub-brugger.de](http://www.grub-brugger.de)

**GRUB BRUGGER**

Düsseldorf: Aderhold  
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Speditionstraße 23  
40221 Düsseldorf  
[www.aderhold-legal.de](http://www.aderhold-legal.de)

**Aderhold**  
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Hamburg: Dr. Matzen & Partner  
Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer  
Steuerberater  
Neuer Wall 55  
20354 Hamburg  
[www.matzen-partner.de](http://www.matzen-partner.de)

**M&P**

Überregional: hww wienberg wilhelm  
Rechtsanwälte  
Giesebrechtstraße 1  
10629 Berlin  
[www.hww.eu](http://www.hww.eu)

**hww**  
**wienberg wilhelm\***  
RECHTSANWÄLTE

Schultze & Braun  
Rechtsanwaltsgesellschaft  
für Insolvenzverwaltung mbH

**Schultze & Braun**

Schultze & Braun GmbH  
Rechtsanwaltsgesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Eisenbahnstraße 19 - 23  
77855 Achern  
[www.schubra.de](http://www.schubra.de)

# Spezielle Instrumente in der Restrukturierung V

05.03.2012 Frankfurt a. M.  
28.03.2012 Düsseldorf  
07.05.2012 München  
11.06.2012 Berlin  
02.07.2012 Stuttgart  
04.02.2013 Hamburg

## Inhaltsübersicht

- Die richtigen Szenarien frühzeitig prüfen
- Der Gesellschafter in der Sanierung (Gesellschafterposition und ihre wesentlichen rechtlichen Stützen)
- Das neue ESUG – ein Überblick
- Treuhand oder Eingriffe in die Gesellschafterrechte gem. ESUG – eine Gegenüberstellung
- Sanierung unter den Bedingungen des Schutzschirms – endlich ein Chapter 11?
- ESUG – neue Risiken für Banken?
- Aktuelle Rechtsprechung

# Sanierung und Insolvenz X

24.09.2012 Frankfurt a. M.  
22.10.2012 Düsseldorf  
05.11.2012 Hamburg  
12.11.2012 Berlin  
14.01.2013 Stuttgart  
21.01.2013 München

## Inhaltsübersicht

Die strukturierte Finanzierung in der Sanierung:

- Legal Opinion – Rolle, Aufgaben, Zusammenspiel
- Agency – Rolle, Aufgaben, Zusammenspiel
- Neue Knackpunkte und Stolpersteine
- Zusätzliche Anforderungen an den Berater
- Entscheidungsrelevante Fragestellungen

**Gerne senden wir Ihnen unser ausführliches Seminarprogramm zu.**

### Weitere Informationen:

Susanne Grandy, Assistentin der Geschäftsführung, Dr. Wieselhuber & Partner GmbH, Unternehmensberatung  
Nymphenburger Straße 21, D-80335 München, Telefon: 089 286 232 40, Telefax: 089 286 232 85  
E-Mail: [grandy@wieselhuber.de](mailto:grandy@wieselhuber.de), [www.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](mailto:info@wieselhuber.de)  
Internet [www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)

### Redaktion

Britta von Sachs  
Telefon 089 286 231 16  
Telefax 089 286 232 85  
E-Mail [sachs@wieselhuber.de](mailto:sachs@wieselhuber.de)

### Design & Layout

Werbeagentur Kinzel,  
München

### Der W&P-Newsletter Restructuring & Finance

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

### Bildrechte

© istockphoto, fotolia

# Faxantwort

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

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

80335 München

## Ihre Meinung ist uns wichtig ...

Anregung, Lob, Kritik:

	Ja 1	Teilweise 2	Nein 3
Ich würde eine E-Mail-Ausgabe bevorzugen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die Themenschwerpunkte sind ausgewogen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bitte stellen Sie mir Informationen, z. B. Sonderdrucke etc., per E-Mail zur Verfügung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Mir fehlt:

---

Ich wünsche mir einen Beitrag zum Thema:

---

Sonstiges:

---

Bitte nehmen Sie mich  
in den Verteiler auf:

Ja  Nein

Ihr Name und Ihre Adresse:

---

---

---

---

# WIR GESTALTEN ERFOLGE



**Dr. Wieselhuber & Partner (W&P)** ist eine unabhängige, branchenübergreifende Top-Management-Beratung für Familienunternehmen sowie öffentliche Institutionen. Im Fokus der Beratungsleistung stehen die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie und Innovation, Führung und Organisation, Marketing und Vertrieb, Produktentstehung und Supply Chain, sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Restrukturierung und Finance. Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

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

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

STRATEGIE & INNOVATION

---

ORGANISATION & FÜHRUNG

---

MARKETING & VERTRIEB

---

PRODUKTENTSTEHUNG

---

SUPPLY CHAIN MANAGEMENT

---

RESTRUCTURING & FINANCE



**Dr. Wieselhuber & Partner GmbH**

Unternehmensberatung

[info@wieselhuber.de](mailto:info@wieselhuber.de)

[www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)