

PRÄVENTION

- ▶ Präventive Restrukturierung
- ▶ Leistungssteigerung in Unternehmen

Seiten 3 | 15

BEST PRACTICE & TRANSFORMATION

- ▶ Erfolgreicher Turnaround
- ▶ Zukunftsfähigkeit bei Digitalisierung und Industrie 4.0

Seiten 4f. | 8f.

FINANZIERUNG

- ▶ Kapitalbeschaffung
- ▶ Financial Advisory
- ▶ Direct Lending
- ▶ Schiffsfinanzierung

Seiten 10 | 11 | 13 | 16

INSOLVENZRECHT

- ▶ Stadtwerke
- ▶ US 363 Bankruptcy
- ▶ Konzerne und Krankenhäuser

Seiten 6 | 12 | 18

HandelsblattJournal

Sonderveröffentlichung von Handelsblatt und Euroforum

November 2015
www.handelsblatt-journal.de

RESTRUKTURIERUNG SANIERUNG – INSOLVENZ



**Eigenverantwortung und
Zukunftsfähigkeit durch
Prävention und Transformation**

Wettbewerbsfähigkeit sichern

Die Themen dieser Ausgabe

PRÄVENTION

Präventive Restrukturierung im Vorfeld einer möglichen Insolvenz	3
Erfolgreiche Leistungssteigerung bei Unternehmen	15

BEST PRACTICE

Primacom - Ende gut, alles gut!	4
---------------------------------	---

INSOLVENZRECHT

Stadtwerke und Insolvenz	6
Das kranke Krankenhaus	7
The trend in US 363 Bankruptcy Sales and points of interest for the European Market	12
Was lange währt - der lange Weg zu einem deutschen Konzerninsolvenzrecht	18

TRANSFORMATION

Zukunftsfähigkeit von Unternehmen in Zeiten von Digitalisierung und Industrie 4.0	8
---	---

FINANZIERUNGEN

Die Restrukturierung von Einschiffsgesellschaften	10
Sale & Lease Back: Kapitalbeschaffung in der Krise	11
Financial Advisory in Unternehmenskrisen	13
Direct Lending durch Kreditfonds	16

SOZIALER RAHMEN

„Best Owner“-Vereinbarungen vor Signing	14
---	----

Diese Veranstaltungen sollten Sie nicht verpassen

Handelsblatt Zertifikatslehrgang

Der Restrukturierungs- und Sanierungsberater

30. November bis 4. Dezember 2015, Nürnberg

<http://veranstaltungen.handelsblatt.com/restrukturierungsberater>

Handelsblatt Konferenz

Direct Lending Funds in der Restrukturierung

2. Dezember 2015, Frankfurt/Main

<http://veranstaltungen.handelsblatt.com/kreditfonds>

1. Handelsblatt

Konjunkturgespräch

9. Dezember 2015, Sofitel Berlin Kurfürstendamm

<http://veranstaltungen.handelsblatt.com/konjunkturgesprach>

12. Handelsblatt Jahrestagung

Restrukturierung 2016

28 und 29. April 2016 (27. April 2016 PRE-CONFERENCE und PRE-WORKSHOP)

www.handelsblatt-restrukturierung.de

Impressum

Herausgeber

Euroforum Deutschland SE
Prinzenallee 3, 40549 Düsseldorf
Tel.: +49 (0)211/96 86 - 37 60
Fax.: +49 (0)211/96 86 - 47 60
E-Mail: petra.leven@euroforum.com
www.handelsblatt-journal.de

Projektleitung (V.i.S.d.P.)

Petra Leven, Euroforum Deutschland SE

Redaktionsleitung

Dr. Angela Spanaus, Euroforum Deutschland SE

Art Direction & Layout

Kommunikationsdesign Kosmalla, Köln
E-Mail: info@einraumbuero.de

Druck

Axel Springer SE
Offsetdruckerei Essen-Kettwig

Titelbild

iStock.com/akindo

Präventive Restrukturierung im Vorfeld einer möglichen Insolvenz

von Christopher Seagon

Nach den Neuerungen durch das ESUG im Jahre 2012 sieht sich das deutsche Insolvenzrecht einer weiteren gravierenden Reform gegenüber. Die Europäische Kommission verfolgt aktuell das Bestreben auf europäischer Ebene das Restrukturierungsverfahren durch die Einführung eines sogenannten „präventiven Restrukturierungsrahmens“ zeitlich vorzulegen. Dieses Vorhaben der Europäischen Kommission war bereits im vergangenen Jahr Gegenstand einer Empfehlung und ist nun auch Teil des „Aktionsplanes zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“. Dem, von der damaligen Vizepräsidentin der Europäischen Kommission, Viviane Reding, geprägten Credo „Justice for Growth“ folgend, zielt diese Initiative auf die weitergehende Harmonisierung der unterschiedlichen europäischen Insolvenzordnungen ab. Statt wie in der Vergangenheit mehrerer einzelner Initiativen, beabsichtigt die Kommission in diesem Fall ein komplettes Maßnahmenpaket auf den Weg zu bringen. Die Einführung eines präventiven Restrukturierungsrahmens ist dabei ein Teil dieses Maßnahmenpaketes.

Ziel dieses präventiven Restrukturierungsverfahrens ist die effiziente Förderung von Unternehmenssanierungen wirtschaftlich bestandsfähiger Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten. Hierzu sollen „Hindernisse abgebaut werden, die dem reibungslosen Funktionieren des Binnenmarktes entgegenstehen“. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Kommission bereits in ihrer Empfehlung im März 2014 den Mitgliedstaaten nahegelegt, die nationalen Insolvenzordnungen anzupassen und präventive außergerichtliche Restrukturierungsverfahren zu ermöglichen. Nach der Kommissionsvorstellung soll dadurch eine gesetzlich geschützte Restrukturierung bereits zu einem Zeitpunkt ermöglicht werden, in dem die Stellung eines Insolvenzantrags noch erfolgreich abwendbar ist.

Konkret ist vorgesehen, dass das sanierungsbedürftige Unternehmen in die Lage versetzt wird, die Restrukturierung bereits dann vorzunehmen, wenn „offensichtlich ist, dass die Möglichkeit einer Insolvenz besteht“. Dabei soll der Schuldner die „Kontrolle über den täglichen Betrieb seines Unternehmen“ behalten. Auch soll er berechtigt sein, „die zeitweise Aussetzung von Durchsetzungsmaßnahmen beantragen [zu] können“. Voraussetzung, um in den „Genuss“ eines solchen Verfahrens zu kommen, soll es sein,



Christopher Seagon, Partner, Wellensiek Rechtsanwälte

„Ziel eines präventiven Restrukturierungsverfahrens ist die effiziente Förderung von Unternehmenssanierungen wirtschaftlich bestandsfähiger Unternehmen.“

dass das Unternehmen einen Restrukturierungsplan erarbeitet, welchem die Gläubiger zustimmen müssen. Sollten nicht alle Gläubiger zustimmen, muss ein Gericht den Plan bestätigen, damit dieser gegenüber allen Gläubigern Verbindlichkeit erlangen kann. Rechtshandlungen, die der Finanzierung der Restrukturierung dienen, sollen von der Insolvenzanfechtung ausgeschlossen sein, sollte dies „der Gesamtheit der Gläubiger schade[n]“. Die Einbeziehung des Gerichts soll auf das „[minimal]erforderliche Maß“ begrenzt werden. Nur dort, wo die Rechte von Gläubigern und anderen vom Restrukturierungsplan Betroffenen gefährdet sind, soll der gerichtliche Eingriff verhältnismäßig sein.

Tatsächlich wurde diese Empfehlung selbst in den Mitgliedstaaten, die Reformen auf den Weg

gebracht haben, nur teilweise umgesetzt. Erwartungsgemäß hat die Europäische Kommission deshalb diese Empfehlung nach Ablauf des achtzehnmönatigen Zeitraums in ihren aktuellen Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion aufgenommen. Darin betont sie („Doing-Business“-Bericht 2015), dass die voneinander abweichenden und unterschiedlich starken nationalen Insolvenzordnungen zu „Ineffizienzen und Divergenzen“ führen. Diese würden die Bewertung von Kreditrisiken für Anleger erschweren und einem gut funktionierenden Kapitalmarkt entgegenstehen.

Angesichts solch pauschaler Annahmen darf mit Blick auf ein in Deutschland im Vergleich zu anderen Sanierungs-/ Insolvenzordnungen in Europa bereits sehr gut funktionierendes Recht erhebliche Detail- und Harmonisierungsarbeit erwartet werden, um die Errungenschaften und Fortschritte insbesondere seit dem ESUG nicht zu gefährden. Vieles wird zu hinterfragen sein: So zum Beispiel unter welchen genauen tatbestandlichen Voraussetzungen ein Unternehmen ein solches, präventives Restrukturierungsverfahren beantragen kann. Wie soll sich ferner das Verhältnis zu dem sich in der Praxis etablierenden „Schutzschirmverfahren“ der Insolvenzordnung darstellen, welches dem Restrukturierungsbedürftigen Unternehmen bereits heute eine interessante Möglichkeit der gerichtlichen Restrukturierung vor Eintritt der Insolvenzantragspflicht bietet? Überdies stellt sich die Frage mit welchen Befugnissen die nach der Kommissionsvorstellung einzusetzenden „Mediatoren“ oder „Beauftragten“ ausgestattet werden sollen. Wenn es um den unfreiwilligen Eingriff in Rechte und Ansprüche von Vertragspartnern geht, sind unter anderem Fragen des verfassungsrechtlich gebotenen Eigentumsschutzes betroffen. Erforderliche Eingriffsbefugnisse bedürfen dann der genau definierten Ausgestaltung. Kommt es schließlich doch zur späteren Insolvenz bedarf es auch der Klärung etwaiger Privilegierung der im Rahmen des außergerichtlichen Verfahrens erfolgten Sanierungsmaßnahmen und -einschnitte vor allem mit Blick auf das Haftungs-/und Anfechtungsrecht.

Wichtige Struktur- und Detailfragen werden die Diskussion um diesen aktuellen Vorstoß aus Brüssel begleiten. Wenn es denn am Ende tatsächlich zu messbar besseren Sanierungsergebnissen für alle Sanierungsbeteiligte gegenüber dem jetzigen Zustand führt, ist die Initiative nur zu begrüßen.

Primacom - Ende gut, alles gut!

von Asmus Ohle & Wolf Waschkuhn

5. Juli 2010 - geplante Versteigerung der Anteile an der Primacom Management GmbH im Berliner Hotel Intercontinental. Doch um 9.00 Uhr tritt der Gläubigerversammlung zusammen und beschließt den Verkauf der Anteile an der operativen Tochter der insolventen Holding Primacom AG an den Luxemburger Investor Medfort S.à r.l. im freihändigen Verkauf.

16. Juli 2015 - Verkauf der Primacom Holding GmbH (der früheren Primacom Management GmbH) an Telecolumbus AG, für € 710 Mio., entsprechend etwa 11 x EBITDA 2015. Abzüglich einer Kapitalerhöhung hatte der finanzielle und operative Restrukturierungsprozeß der vergangenen fünf Jahre einen Wert von über € 400 Mio. geschaffen!

Die Vorgeschichte zum 5. Juli 2010 war langwierig, spitzte sich allerdings im Mai 2010 zu. Besicherte Gläubiger und die Konzernmutter Primacom AG konnten sich auch in intensiven Verhandlungen nicht auf ein Restrukturierungskonzept einigen. Daraufhin wurde die vorbereitete Rückfalloption einer Zwangsvollstreckung in die verpfändeten Titel der operativen Gesellschaft Primacom Management GmbH gezogen. Die Gläubiger versicherten der Geschäftsführung, daß sie die operative Gesellschaft mit Hilfe zusätzlicher Liquidität und des Nichteinforderns von garantierten Verbindlichkeiten aus der Insolvenz halten wollten.

One Square Advisors als Finanzrestrukturierungsberater hatte im Vorfeld zur Zwangsvollstreckung einen Investor in Gibraltar, Yellow Bridge Partners Ltd, identifiziert, der erheblichen Wert in der Primacom sah. Yellow Bridge Partners gründete im Mai 2010 das Zweckvehikel Medfort, welches als Käufer und Restrukturierungsgesellschafter, im Branchenjargon auch RIVA genannt, auftreten sollte.

Vorteile gegenüber der Treuhand

Gleich im Anschluß an den Kauf zeigten sich die Vorteile einer solchen gläubigerfreundlichen Lösung gegenüber einer doppel-nützigen Treuhand. Der neue Gesellschafter konnte kraftvoll und strategisch agieren, ausgestattet mit allen Gesellschafterrechten und ohne Rücksicht auf noch vorhandene Treugeber. Innerhalb weniger Wochen wurde ein sogenanntes Operations Council

etabliert und genehmigungspflichtige Geschäfte definiert, um dem Management einen klaren operativen Handlungsrahmen vorzugeben. Das Operations Council war das Forum für Diskussionen der Gesellschafter Medfort mit der Geschäftsführung der Primacom Gruppe und die Verabschiedung von weitreichenden operativen Weichenstellungen. Unmittelbar nach der Übernahme wurden Gespräche mit den Finanzgläubigern gesucht, um zu einer konsensualen Einigung zu kommen. Medfort wurde während der Phase der finanziellen Restrukturierung von One Square Advisors beraten.

Radikale Schritte notwendig

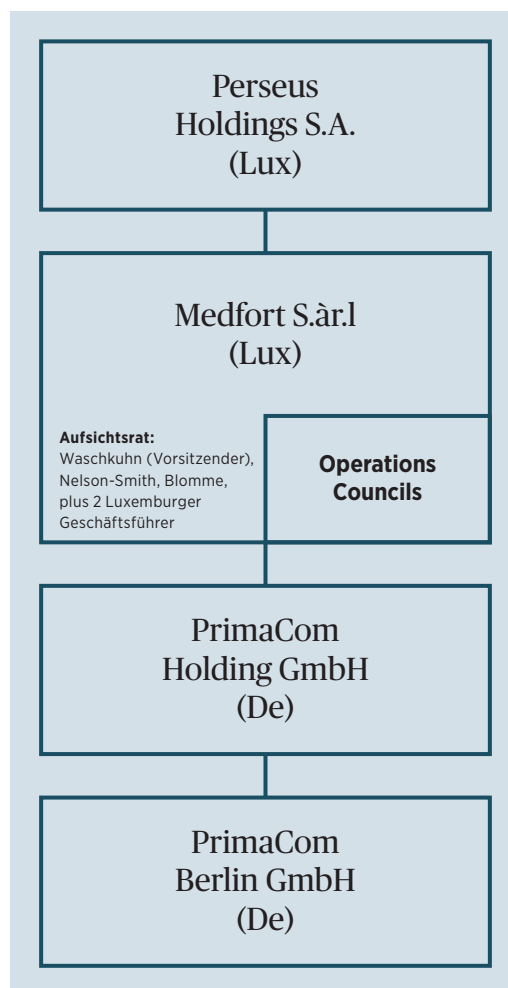
Schnell wurde klar, daß das vorhandene Management den notwendigen, fundamentalen Wandel nicht bewerkstelligen könnte. Primacom war unter der Führung des Managements zu einem Selbstbedienungsladen erster Güte gekommen, alle industriespezifischen KPIs waren unterdurchschnittlich. Innovationsfähigkeit und Kostenstruktur waren langfristig nicht wettbewerbsfähig. Die Last gebrochener Investitionsversprechen gegenüber den sogenannten Gestattungsgebern, also Wohnungsgesellschaften, mit denen Kabelnetzbetreiber langfristige Verträge zur Signallieferung abschließen, wog schwer und nachhaltig. Der industrieweite Trend schrumpfender Einnahmen aus der Grundversorgung mit analogem Fernsehsignal verstärkte den Abwärtstrend noch.

Phase Januar - November 2011

Im Januar 2011 wurde die erste Phase der finanziellen Restrukturierung vollzogen. Medfort übernahm per unwiderruflicher Schuldübernahme ca. € 115 Mio. Finanzschulden der nachrangigen Gläubiger, ohne daß diese einen formalen Verzicht aussprechen mußten. Die Schuldübernahme machte bilanzmäßig Platz für ein neues € 30 Mio. Darlehen. Der ursprüngliche Investor Yellow Bridge Partners entschied, Medfort an eine von einigen Finanzgläubigern beherrschte Gesellschaft in Luxemburg zu verkaufen. Das in Medfort vorhandene Management blieb erhalten und konnte sich nun auf die operative Restrukturierung konzentrieren. Der Austausch der 1. und 2. Linie des Managements erfolgte Schlag auf Schlag. Eine erste Großinvestition in Berlin, der Austausch der Medienberateragentur, erhöhte Provisionen und die Wiederaufnahme von Marketinginvestitionen folgten. Im Juli 2011 wurde mit Joachim Grendel, ehemaliger COO von Unity Media, ein Manager als neuer CEO gewonnen, der die richtige Mischung aus operativer Detailkenntnis, Härte und Teamgeist mitbrachte. Das Managementteam wurde durch einen neuen CFO und Vertriebsleiter weiter verstärkt.

Scheme of Arrangements

Das im Zuge der finanziellen Restrukturierung erstellte Sanierungsgutachten hatte ein zu optimistisches Bild der finanziellen Entwicklung entworfen. Es wurde daher Mitte 2011 klar, daß eine



Gesellschafterstruktur nach Verkauf an Medfort und Verkauf von Yellow Bridge Partners Ltd (Quelle: One Square Advisors)

	Vor Restrukturierung	Nach 1. Restrukturierung (Debt / Equity Swap)	Nach 2. Restrukturierung (Scheme of Arrangement)	
€ Mio.	31.12.10	31.01.11	31.12.12	Delta
Mezzanine Darlehen	140	46	10	(130)
Gesamtverschuldung bei Finanzinstituten	215	194	219	4
RCF Darlehen	15	–	–	(15)
Gesellschafter Darlehen	22	–	–	(22)
Altverschuldung	392	241	229	(163)
Neue Second Lien Linie	–	30	–	–
Neue Super Senior Linie	–	–	22	22
Gesamtverschuldung	392	271	251	(141)
Eigenkapital	(91)	27	12	102

Entwicklung der Finanzierungsstruktur während der Finanzrestrukturierung

zweite finanzielle Restrukturierung mit weiterer Schuldübernahme und weiterem Einschluß frischen Geldes notwendig werden würde.

Wegen der erneuten Notwendigkeit einer finanziellen Restrukturierung in kurzer Frist brach die Einigkeit im Kreise der Gläubiger. Im Gegensatz zur vorhergehenden Bilanzrestrukturierung war ein konsensualer Weg unmöglich. Deshalb entschied sich das Management, den Weg des sogenannten Schemes of Arrangement, einem außerinsolvenzlichen Verfahren zur Mehrheitsfindung unter dem englischen Company Act, zu gehen. Ein Scheme of Arrangement nach englischem Recht war statthaft und möglich, weil die Kreditverträge englischem Recht unterlagen und die Mehrheitsfindung sich ausschließlich im Kreise der Finanzgläubiger abspielte. Die gesellschaftsseitige Führung durch dieses Verfahren übernahm der als CRO agierende Aufsichtsratsvorsitzende, einer der Autoren dieses Artikels.

Das Scheme of Arrangement wurde nach intensiven Wochen im Dezember 2011 und Januar 2012 erfolgreich abgeschlossen. Es eröffnete den Weg zur einer weiteren Schuldübernahme i.H.v. € 37 Mio. durch Medfort und einem Kapitalzufluss i.H.v. € 20 Mio. in Form eines sogenannten Super Senior Darlehens. Ende 2012 wurde auch noch das im Rahmen der 1. Restrukturierung gewährte Second Lien Darlehen durch Medfort übernommen.

Februar 2012 – Dezember 2013

Die Zeit von Februar 2012 - Dezember 2013 war geprägt durch durchgreifende operative Maßnahmen, wie zum Beispiel dem stückweisen Wiederaufbau des Vertrauens bei Gestattungsgebern, dem kompletten Neuaufbau des Kundendienstes, dem Abbau immer noch schwebender, erheblicher Gewerbesteuerverbindlichkeiten aus einer früheren Restrukturierung, und der kompletten Neuausrichtung der Führungsebenen. Eine Reihe von sogenannten „strategic initiatives“ hatte die Verringerung variabler Kosten zum Ziel, um

in der Folge des geplanten organischen und akquisitorischen Wachstums Hebeleffekte im Ergebnis zu erzielen.

Dezember 2013 – April 2015

Nach wiedergefundenem wirtschaftlichen Fundament und Selbstvertrauen der Organisation begannen die Verhandlungen zum Kauf des Wettbewerbers Deutschen Telekabel (DTK), deren Kauf im April 2014 abgeschlossen wurde. Wenige Tage später setzte der Integrationsprozess ein und Ende des Jahres 2014 konnte das Manage-



Asmus Ohle, One Square Advisors Ltd



Wolf Waschkuhn, One Square Advisors GmbH

ment dann Vollzug vermelden - innerhalb von 7 Monaten hatte man mehr als 20% des beim Verkaufszeitpunkt kombinierten EBITDA als Synergien gehoben.

Die einhergehende Ergebnisverbesserung bildete die Grundlage zum zweiten, wesentlichen Schritt, der letzten Endes den erfolgreichen Verkauf im Juli 2015 ermöglichte. Im November 2013 hatte sich der Aufsichtsrat entschlossen, einen neuen CFO mit größerer Erfahrung im internationalen Kapitalmarktgeschäft und Akquisitionen an Bord zu holen: Jens Müller, ehemaliger Co-CFO des Wettbewerbers Unity Media. Dieser betrieb vom August 2014 die Refinanzierung der bestehenden Kapitalstruktur. Die Refinanzierung führte neben einer Zinsreduzierung zu einer Vereinfachung der mittlerweile sehr komplex gewordenen Darlehensverträge und wurde im April 2015 vollzogen.

Im Januar 2015 ging die ehemalige Schwester Telecolumbus AG an die Börse. Erwartungen im Kurs enthielten auch weitere Akquisitionen, um die Stellung als drittgrößter deutscher Kabelnetzbetreiber zu konsolidieren. Deswegen war es wenig überraschend, daß Gespräche zwischen Telecolumbus und Primacom begannen. Die große regionale Überlappung nährte die Hoffnung auf erhebliche Synergien, deren Hebung das Management der Primacom gerade mit der Integration der DTK eindrucksvoll bewiesen hatte.

Die Gespräche mündeten am 16. Juli 2015 im Verkauf der Primacom an Telecolumbus. Der Kaufpreis von € 710 Mio. hatte für die ehemals nachrangigen Gläubiger und jetzigen Gesellschafter einen Wert von über € 400 Mio. geschaffen!

Viele Lehren lassen sich aus diesem höchst erfolgreichen Turnaround ziehen:

- Die RIVA Struktur erlaubte den Gläubigern, die Sanierungsprämie zu erhalten, die ihnen aufgrund ihres faktischen Eigenkapitalrisikos auch zustand.
- Werterhaltung und Wertsteigerung wurde durch eine straffe Führung der Restrukturierungsprozesse durch die Gesellschaft und die Gesellschaft erzielt.
- Die von der jeweiligen Turnaroundphase abhängige Zusammensetzung des Aufsichtsrates war wesentliches Element des Erfolges.



www.onesquareadvisors.com

Stadtwerke und Insolvenz

Horrorszenario oder Chance für den Neuanfang?

von RA Dr. jur. Michael Jaffé

Am 01.10.2014 wurde das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Stadtwerke Gera sowie der Geraer Verkehrsbetriebe eröffnet. Beide Verfahren erfahren bis heute große Aufmerksamkeit, da die Insolvenz eines größeren deutschen Stadtwerkekonzerns bis zum Sommer 2014 allenfalls als eine theoretische Möglichkeit erschien. Erst mit dem Zusammenbruch der Stadtwerke in Gera, der mit ca. 95.000 Einwohnern drittgrößten Stadt Thüringens, wurde der breiten Öffentlichkeit bewusst, dass die deutsche Insolvenzordnung keine Ausnahme für privatwirtschaftlich organisierte Stadtwerke anordnet, ein Insolvenzverfahren über deren Vermögen also nicht unzulässig ist. Die Bedeutung der Verfahren in Gera geht weit über den Einzelfall hinaus.

Ein Grund dafür ist, dass Kredite im kommunalen Umfeld seitens der kreditgebenden Banken in der Vergangenheit häufig nicht mit Eigenkapital unterlegt werden mussten, da - so das Credo - kein Kreditausfallrisiko bestehe. Was geschieht aber, wenn sich ein angeblich nicht vorhandenes Risiko verwirklicht? Die Reaktionen hierauf sind je nach Interessenslage sehr unterschiedlich. In Zeiten, in denen Krisen und Insolvenzen in der Privatwirtschaft aufgrund guter Konjunktur und der niedrigen Zinsen einen historischen Tiefpunkt erreicht haben, erhofft sich die Sanierungsbranche im öffentlich-rechtlichen Umfeld, insbesondere bei den deutschen Stadtwerken, lukrative neue Geschäftsfelder. Demgemäß verwundert es nicht, dass kurz nach dem Zusammenbruch der Stadtwerke in Gera umfangreiche Studien namhaf-



RA Dr. jur. Michael Jaffé,
Jaffé Rechtsanwälte,
Insolvenzverwalter

ter Unternehmensberatungsgesellschaften, u.a. Roland Berger und BCG, erschienen, die einem großen Teil der rund 1.000 bundesdeutschen Stadtwerke düstere Zeiten mit einer Vielzahl von Insolvenzen voraussagten. Die übereinstimmende Reaktion der Kreditwirtschaft und der Stadt- oberhäupter auf diese provokanten Thesen ließ nicht lange auf sich warten: Diese hielten dagegen, dass es sich bei dem Schicksal Geras um einen bedauerlichen Einzelfall handelt, der sich in dieser Form in Deutschland nicht wiederholen wird.

Für den Insolvenzverwalter, der für die Stadtwerke Gera und die Geraer Verkehrsbetriebe tagtäglich verantwortlich ist, stellt sich die reale Situation vielschichtig dar, da an der Schnittstelle zwischen Insolvenz- und öffentlichem Recht auch noch heute vielfach Neuland beschritten werden muss, hinzu kommen komplexe haus-

halts- und europarechtliche Fragestellungen. Gleichzeitig gibt die Insolvenzordnung vor, dass die Gläubigerinteressen zwingend beachtet werden müssen. Es lässt sich nach mehr als einem Jahr nach dem Eintritt der Insolvenz als erfreuliches Zwischenfazit festhalten, dass keines der anfangs befürchteten Horrorszenarien, die im letztjährigen Landtagswahlkampf in Thüringen umfangreich medial thematisiert wurden, eingetreten ist. So funktionieren Strom, Gas, Wasser, Wärme, Kälte, Müllabfuhr- und Müllentsorgung sowie der Verkehrsbetrieb ohne jegliche Einschränkungen für die Be-

völkerung. Der anfangs befürchtete Dominoeffekt und damit das unkontrollierte Übergreifen der Insolvenz der Stadtwerke Gera auf nicht insolvente Konzerngesellschaften und deren Kollaps wurde nicht nur in Gänze verhindert, sondern die Konzerngesellschaften sind nach Trennung der Infrastrukturen heute in einem besseren Zustand als vor der Insolvenz. Die eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen greifen erfolgreich. Vor der Insolvenz waren ernsthafte Sanierungsbemühungen politisch nicht durchsetzbar, da es im Stadtrat hierfür keine Mehrheiten gab. Die operativen Verluste bei dem Geraer Verkehrsbetrieb wurden seit Insolvenzeröffnung deutlich über Plan reduziert und die Stadtverwaltung hat im letzten Jahr einen Spielraum bekommen, um die Zukunft der Stadt Gera planen zu können, anstatt immer nur alte Löcher stopfen zu müssen.

Ein Jahr nach Insolvenzeröffnung ist die Tatsache, dass der Insolvenzverwalter Teile der öffentlichen Infrastruktur im Hintergrund steuert, aus Sicht der Bürger kaum wahrnehmbar. Die Verkäufe nicht daseinsvorsorgerelevanter Geschäftsbereiche sind eingeleitet bzw. teilweise bereits erfolgt. Für die insoweit relevanten Bereiche, u.a. die Geraer Verkehrsbetriebe, wird gemeinsam mit der Stadt Gera und dem Freistaat Thüringen unter Einbeziehung privatrechtlicher Investoren an einer langfristig tragfähigen Lösung gearbeitet, welche aller Voraussicht bis Herbst 2016 gefunden sein wird. Erfreulicherweise hat die Stadt Gera nach Überwindung einer anfänglichen Schockstarre erkannt, dass diese schmerzliche Erfahrung viele Chancen und vor allem Gestaltungsmöglichkeiten eröffnet, die ohne einen radikalen Schnitt niemals möglich gewesen wären. Es bietet sich der Stadt Gera nun die - unfreiwillige, aber einmalige - Chance auf einen Neubeginn im Interesse ihrer Bürger. Es bleibt abzuwarten, ob der wirtschaftliche Neubeginn der Stadt Gera zu einem positiven Ergebnis führt, es ist jedoch bereits eine große Wegstrecke erfolgreich bewältigt worden. Viele Stadtverwaltungen und Oberbürgermeister in Deutschland werden die Entwicklungen in Gera weiterhin intensiv beobachten, da die Energiewende die sicheren Erträge, mit denen ein Querverbund kommunaler Unternehmen über Jahrzehnte hinweg funktionierte, massiv erodieren lassen und alternative Ertragsquellen nicht ersichtlich sind. Das im Jahre 2012 modernisierte deutsche Insolvenzrecht bietet u.a. mit Schutzschirmverfahren, Eigenverwaltung, Insolvenzplänen, etc. heute eine Vielzahl von praxisbewährten Instrumenten, um anstatt immer nur mit dem Rücken zur Wand agieren zu müssen, auch einen Neubeginn, zumindest für gesellschaftsrechtlich abgrenzbare Geschäftsbereiche, zu erwägen. Es ist heute nicht unwahrscheinlich, dass sowohl die Gläubiger ein sehr gutes Ergebnis erreichen als auch die Stadt Gera in einigen Jahren - auch im Vergleich zu vielen anderen deutschen Kommunen - wirtschaftlich besser aufgestellt sein wird, als dies ohne das Extremereignis einer Insolvenz möglich gewesen wäre.

© Michael Schütze/fotolia.com



Marktplatz Gera

Das kranke Krankenhaus



Rechtsanwalt **Joachim Voigt-Salus** beim Insolvenzrechtssymposium des Handelsblattes in Düsseldorf am 9.10.2015

Im Fokus des diesjährigen Symposiums „Insolvenzrecht“ des Handelsblattes stand die Krise der Krankenhäuser. Joachim Voigt-Salus referierte dort zur Krankenhausfinanzierung und den Besonderheiten einer Insolvenz.

Herr Voigt-Salus, Sie sagten bei der Handelsblatt-Tagung ein verstärktes Krankenhausterben in den nächsten Jahren voraus, warum?

Joachim Voigt-Salus: Die Krankenhäuser sind auf ihrer Einnahmenseite einem strengen und regulatorischen Fallpauschalenregime ausgesetzt, während auf der Ausgabenseite insbesondere bei Löhnen und Investitionen die typischen marktwirtschaftlichen Bedingungen herrschen. So kommt es, dass trotz steigender Patientenzahlen die Erträge sinken. Nur die Häuser, die diesem steigenden Kostendruck standhalten, können bestehen. Jedes zweites Krankenhaus macht inzwischen Verluste. Auch das neue Krankenhausstrukturgesetz, mit dem ab dem nächsten Jahr die Vergütung auch an Qualitätsstandards geknüpft werden soll, wird daran nichts ändern.

... und das führt zu vermehrten Insolvenzen?

Joachim Voigt-Salus: Sicherlich werden wir künftig öfter erleben, dass Krankenhäuser insolvent werden. Einen massenhaften Anstieg erwarte ich jedoch nicht. Viele Marktaustritte werden durch Schließungen bewerkstelligt werden. Zugleich wird sich der Trend zu einer veränderten Krankenhauslandschaft verstärken. Der Anteil von größeren Häusern wird zunehmen, weil es diesen meist einfacher fällt, Effizienzen zu entwickeln. Private, gewinnorientierte Träger - oft große Konzerne - werden ihren Marktanteil vor allem zu Lasten der kommunalen Träger ausbauen. Das mag man bedauern; es ist aber das Ergebnis der

„Jede Einleitung eines Insolvenzverfahrens, das die Sanierung zum Ziel hat, bedarf einer klugen und guten Vorbereitung.“

von der Politik im Kosteninteresse der Krankenkassen geschaffenen Vergütungsstrukturen.

Sie werden oft als Insolvenzverwalter von Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen bestellt und beraten Krankenhäuser in der Krise. Kann das Insolvenzrecht bei der Restrukturierung dem Krankenhaus helfen?

Joachim Voigt-Salus: Ja, selbstverständlich! Vor allem mit den Instrumenten des ESUG, also dem Schutzschirm- und Insolvenzplan-Verfahren, bietet das gerichtliche Verfahren zahlreiche Optionen, eine finanzwirtschaftliche Sanierung zu bewerkstelligen. Auch etwaige Personalmaßnahmen können effizienter und oft auch kostengünstiger umgesetzt werden. Zudem bietet das Verfahren eine Chance, neue Investoren aufzunehmen oder Zusammenschlüsse zu organisieren. Diese Erfahrung habe nicht nur ich gesammelt. Auch auf unserer Tagung sind dazu weitere überzeugende Beispiele vorgestellt worden.

Die Sanierung mit dem Plan zielt vor allem darauf ab, dass die Passivseite restrukturiert wird. Die Investitionsgüter des Krankenhauses sind doch aber mit den Landesfördermitteln ausfinanziert, was nützt dann der Insolvenzplan?

Joachim Voigt-Salus: Das müsste jedenfalls für das im Landeskrankenhausplan aufgenommene Haus gelten. Leider ist die Realität jedoch anders. Die Bundesländer haben ihre Fördermittel seit Jahren drastisch reduziert. Es bestehen zum Teil deutliche Investitionsstaus. Viele Krankenhäuser haben deshalb einige Investitionen mit Fremdkapital finanziert. Nun können sie angesichts der knappen Vergütungsentgelte die Zinsen und Tilgungen nicht mehr verdienen. Manche Häuser waren sogar gezwungen, Verluste oder Vorfinanzierungslasten mit Fremdkapital auszugleichen. Somit ist selbst im Krankenhausbereich der mit der Insolvenz wirkende Kapitalschnitt eine wichtige Entlastung, die einen Neuanfang ermöglicht.

Was muss im Vorfeld einer gerichtlichen Krankenhaussanierung beachtet werden?

Joachim Voigt-Salus: Jede Einleitung eines Insolvenzverfahrens, das die Sanierung zum Ziel hat, bedarf einer klugen und guten Vorbereitung. Doch zahlreiche Besonderheiten sind bei einem Krankenhaus zu beachten, die eine konzeptionelle und organisatorische Vorbereitung noch mehr als im Normalfall erzwingen. Vor allem ist eine enge Abstimmung mit den Krankenkassen und Behörden nötig. Bei dieser Vorbereitung ist auch darauf zu achten, mit welcher Person das Insolvenzverfahren gesteuert werden soll. Diese sollte nicht nur das insolvenzrechtliche Instrumentarium beherrschen, sondern zugleich Erfahrung im Management von Krankenhäusern haben. Eine solche Auswahl wird das Gericht meist dankbar aufgreifen. Wird eine solche Person zusammen mit den Gläubigern ausgesucht oder in einem Schutzschirmverfahren dem Gericht präsentiert, ist dieser Vorschlag sogar bindend. Dies ist eine sehr gute Grundlage, um ein so schwieriges Projekt wie die Sanierung eines Krankenhauses in einem gerichtlichen Verfahren planbar und verlässlich zu gestalten.

VOIGT SALUS.

Wir haben Erfahrung als Sanierer

Berlin • Dresden • Frankfurt a.M. • Köln • Leipzig

www.voigtsalus.de

Zukunftsfähigkeit von Unternehmen in Zeiten von Digitalisierung und Industrie 4.0

von Stefan Huber

Skandale bei Großkonzernen, humanitäre und ökonomische Konsequenzen der Flüchtlingskrise, geopolitische Herausforderungen sowie Sorgen um die Konjunktur in China und weiteren Schwellenländern beherrschen aktuell die Schlagzeilen in der Tages- und Wirtschaftspresse.

Nur hin und wieder sorgen Berichterstattungen über selbstfahrende Autos, ob von Google oder Daimler, für ein kurzes Aufhorchen. Nicht dass Schwellenländer, Krisen oder in Verruf geratene Verbrennungstechnologien (oder der entspre-

chende Einsatz von Software) keinen Einfluss auf unsere wirtschaftliche Entwicklung haben werden, aber sich abzeichnende oder bereits sichtbare technologische Veränderungen werden die Art und Weise, wie unsere Wirtschaft künftig funktioniert, in den nächsten zehn Jahren deutlich stärker prägen.

Unabhängig davon, wie lange es dauern wird, bis neue Technologien zu breiter Anwendung gelangen werden, zeigt sich schon heute erhebliches Potenzial für gravierende wirtschaftliche Veränderungen. Die langfristigen Auswirkungen auf Be-

schäftigung, Wohlstand und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und Regionen dürfen dabei keinesfalls unterschätzt werden.

Aktuell sind selbstfahrende Autos und Drohnen zur Auslieferung von Paketen in weiten Teilen noch Zukunftsmusik. Definitiv keine Zukunftsmusik, sondern Realität ist jedoch, dass Rechenleistung und Rechengeschwindigkeit in den letzten Jahren so zugenommen haben, dass die Integration sehr unterschiedlicher Systeme in einem noch vor wenigen Jahren unvorstellbaren Ausmaß möglich ist.

Der heute mögliche Datenaustausch zwischen Kunden, Produzenten und Lieferanten sowie eine wesentlich gesteigerte Transparenz aller Marktteilnehmer verändert die Aufgaben und Bedeutung vieler Funktionen in ungeahntem Maße. Etablierte Geschäftsmodelle werden in Frage gestellt. Mehr noch als früher sind viele Veränderungen stark technologiegetrieben.

Ein Großhändler beispielsweise muss folgende Fragen stringent beantworten können: Wie sehen die Vertriebsmodelle der Zukunft aus? Braucht es noch den „klassischen“ Außendienstmitarbeiter in einer digitalisierten Welt? Wie differenziert sich ein Großhändler gegenüber den Vertriebsmodellen, die Hersteller selbst darzustellen in der Lage sind? Haben mehrstufige Vertriebssysteme überhaupt noch eine Zukunft? Welche Leistungsversprechen erzielen eine bestmögliche Kundenbindung? Wie muss meine Logistik optimal gestaltet werden? Stimmen meine „Make or Buy“ Prämissen noch? Wie lassen sich Skaleneffekte bestmöglich realisieren? Wo ist regionale Kundennähe tatsächlich ein Verkaufsargument? Wie viel darf die Handelsfunktion kosten? Wie lassen sich interne Arbeitsschritte automatisieren? Weiß ich genug über meine Kunden?

Wie gehe ich mit der gefährlichsten Bedrohung um?

Diese Fragen waren auch vor 20 Jahren schon von Bedeutung, allerdings waren die Möglichkeiten der anderen Marktteilnehmer deutlich geringer. Weder den Einkäufern der Abnehmer noch den Verkäufern der Lieferanten standen systemseitig die gleichen Möglichkeiten offen.

Gegenwärtig jedoch prüfen zahlreiche Hersteller die Möglichkeit des Direktvertriebs in unbekanntem Ausmaß, Einkaufsabteilungen evaluieren Möglichkeiten des Direktbezugs möglichst vieler Teile - dies hat zur Folge, dass das Leistungsversprechen vieler Handelsunternehmen neu definiert werden muss. Hieraus resultiert die entscheidende Frage, wie genau damit umgegangen werden muss. Eine passende Analogie hierfür liefert die militärische Entscheidungsfindung und Entschlussfassung: „Wie gehe ich mit der gefährlichsten Bedrohung um“ hilft hierbei wahrscheinlich eher weiter als „was ist die wahrscheinlichste Bedrohung“.



© Mimi Potter/fotolia.com

Wie beispielsweise sieht das Leistungsportfolio des typischen Maschinenbauers der Zukunft aus? Wie weit ist die Maschinensteuerung in weitere Systeme der Unternehmenssteuerung integriert? Erschöpft sich das Leistungsspektrum in der Maschinenlieferung und anschließendem Servicegeschäft oder organisiert der Maschinenhersteller eine Kapazitätsplattform unter all seinen Kunden und optimiert dabei die Gesamtauslastung aller seiner Partner?

Selbst Kaffeemaschinen sind teilweise bereits vernetzte Geräte: Nicht nur um Serviceintervalle optimal zu bestimmen, sondern um Kaffeehausketten abhängig von der Kundenfrequenz und vom Käuferverhalten gezielt Verkaufs- und Marketingmaßnahmen am Point of Sale zu ermöglichen.

Digitalisierung von Geschäftsmodellen ist nicht auf e-commerce im privaten oder geschäftlichen Umfeld reduziert. Die Digitalisierung gestaltet Geschäftsmodelle teilweise komplett um, lässt dabei einige obsolet werden und schafft gleichzeitig neue.

Interessant hieran ist vor allem, wie Unternehmen mit diesen neuen Möglichkeiten umgehen. Viele unserer erfolgreichen Mandanten gehen das Thema Digitalisierung und Industrie 4.0 sehr proaktiv an, hinterfragen ihre Fähigkeiten, spüren Kompetenzlücken auf und suchen gezielt nach Möglichkeiten diese zu schließen. Nicht die Absicherung der bestehenden Wettbewerbsposition, sondern die Erschließung von Wachstumschancen steht dabei im Vordergrund. Diese proaktive Vorgehensweise ist sehr zu begrüßen; eines jedoch ist klar erkennbar: die Strategien vieler Player ähneln sich sehr und in Analogie zum Technologieshock Ende der Neunzigerjahre wird das kurzfristig erreichbare Marktvolumen zum Teil deutlich überschätzt. Nur die rasche Anpassung an relevante Gegebenheiten, auch bei verhaltener Entwicklung, helfen ihre Wettbewerbsfähigkeit zu sichern.

Anders sieht es bei unseren Kunden aus, die sich in Restrukturierungssituationen befinden. Die Lösung von Problemen der Vergangenheit absorbiert in der Regel schon mehr als die vorhandenen Ressourcen - die Auseinandersetzung mit dem Thema Zukunftsfähigkeit und den Chancen und Bedrohungen neuer Technologien spielt meistens keine oder nur eine untergeordnete Rolle. Ressourcen finanzieller und personeller Art können oder werden nicht bereitgestellt. Die Awareness für diese Themen ist in der Regel sehr niedrig.

Traditionelle Restrukturierungsansätze greifen in Zeiten von fundamentalen Veränderungen der Geschäftsmodelle nicht oder nicht nachhaltig. Kostensenkung, Prozessoptimierungen, Standortverlagerungen und Overheadoptimierung lindern zwar die Symptome oder beheben die Probleme der Vergangenheit. Die dringend notwendigen Anpassungen an die Zukunft müssen jedoch deutlich weitergehen.



Stefan Huber, CEO, Partner,
Helbling Business Advisors

„Traditionelle Restrukturierungsansätze greifen in Zeiten von fundamentalen Veränderungen der Geschäftsmodelle nicht oder nicht nachhaltig.“

Dies stellt auch an die Berater der Krisenunternehmen erheblich höhere Anforderungen. Ohne vertiefte Kenntnis der Technologietrends im Allgemeinen, der Möglichkeiten der IT im Besonderen und deren Auswirkungen auf die Branche des Kundenunternehmens ist ein nachhaltiger Sanierungsplan nicht darstellbar.

Neue Marktteilnehmer mit anderen Spielregeln

Die Beurteilung, ob ein Unternehmen „4.0“ oder „Digitalisierungs-proof“ ist, ist nicht einfach, aber unabdingbar. Technologische Obsoleszenz, nicht primär nur im Sinne der angebotenen Produkte und Dienstleistungen, sondern im Sinne der Wertschöpfungs- und Vermarktungsprozesse, wird deutlich an Bedeutung gewinnen. Deshalb gilt es, dies sowohl bei der Beurteilung von Unternehmen als auch bei Finanzierungsentscheidungen verstärkt zu beachten.

Und noch ein weiteres Phänomen gewinnt an Bedeutung: Neue Marktteilnehmer mit anderen Spielregeln. Die Leute von Uber kommen nicht aus dem Taxigewerbe, die Gründer von AirBnB

nicht aus der Hotelindustrie und Elon Musk als Gründer von Tesla hatte vor dem Start des Unternehmens kaum Berührungspunkte zur Automobilindustrie. Weitere solche Beispiele gäbe es zuhauf. Auch wenn der nachhaltige Erfolg dieser Unternehmen noch lange nicht ausgemacht ist, sind folgende Ausprägungen bedeutsam:

- Innovationen werden sehr oft nicht von etablierten Marktteilnehmern geprägt, sondern von visionären Unternehmen außerhalb der etablierten Wertschöpfungs-systeme.
- Diese neuen Player streben nicht nach einem kleinen Stück des Kuchens, sondern haben neben der Marktdominanz die Etablierung von Standards zum Ziel. Die Geschichte lehrt, dass nicht immer die beste Lösung gewinnt, sondern die, die sich zuerst als Standard etablieren kann.
- Die Venture-Capital-basierten Finanzierungsstrukturen solcher „Revolutionäre“ sind zumindest für den Anfang nicht auf nachhaltige Gewinnerzielung ausgelegt, sondern auf raschen Marktanteilsgewinn. Die finanziellen Möglichkeiten etablierter Anbieter und ihre Kostenstrukturen sind dieser Wettbewerbssituation unterlegen. Ein „Financial“ Fairplay, wie es im Sport die Regel ist, existiert in der Unternehmenswelt nicht.

Zusammengefasst: Die technischen Möglichkeiten, insbesondere der IT, ermöglichen neue Geschäftsmodelle und bedrohen die bestehenden in bisher unbekanntem Ausmaß und neuer Geschwindigkeit. Heute erfolgreiche (Industrie-)Unternehmen verstehen die neuen Möglichkeiten als Chance zur Geschäftsausweitung. Selbst wenn sich diese Chancen nicht alle realisieren lassen, sichert die umfassende Auseinandersetzung mit den neuen Trends jedoch eine rechtzeitige Abwendung möglicher Gefahren.

Im Gegensatz dazu ignorieren in der Regel weniger erfolgreiche Unternehmen diese Herausforderungen, sei es aus finanziellen oder personellen Engpass-situationen. Restrukturierungskonzepte ohne Berücksichtigung der Themen Digitalisierung und Industrie 4.0 werden nicht nachhaltig sein. Damit verbunden steigen Anforderungen an Berater und Beurteiler auf der Finanzierseite. Die Gefahr, dass bestehende Geschäftsmodelle durch branchenfremde bedroht werden, steigt beträchtlich. Die Finanzierungsreserven einiger Player schaffen diesen Neueintretenden klare Vorteile.

helbling

www.helbling.de

Die Restrukturierung von Einschiffsgesellschaften



© Nightman965/fotolia.com

von Dr. Stefan Rindfleisch

Die deutsche Schifffahrt ist in den vergangenen sieben Jahren durch eine schwere Krise gegangen, deren Ende sich in einigen wenigen Marktsegmenten jüngst vorsichtig abzeichnet. Auslöser für diese Krise waren u.a. Überkapazitäten bei der Neubautonnage während Charraten gleichzeitig sanken, die sich nach dem Zusammenbruch der Lehman Bank einstellende Kreditklemme sowie stetig steigende Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung und Risikovorsorge der Banken.

In Deutschland sind Eigner der Schiffe ganz überwiegend Einschiffsgesellschaften in Form der GmbH & Co. KG. Seit Beginn der Krise hat es - vorsichtig geschätzt - über 400 Insolvenzen solcher Gesellschaften gegeben. Auch einige Reedereien und Bereederungsunternehmen mussten Insolvenz anmelden, ihr Geschäft aufgeben oder wurden auf andere Gesellschaften verschmolzen. Vor allem aber wurden während der Krise die Finanzierungen von hunderten Einschiffsgesellschaften restrukturiert.

Restrukturierungen von Schiffsfinanzierungen folgen ihren eigenen Regeln, denn Einschiffsgesellschaften unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht von anderen Gesellschaften, auch anderen Fondsgesellschaften. Klassische Restrukturierungs-

maßnahmen von der Ausgliederung von Geschäftsbereichen, der Änderung der Marktausrichtung oder der Optimierung von Geschäftsprozessen bis hin zur Entlassung von Mitarbeitern funktionieren bei Einschiffsgesellschaften nicht. Das Schicksal der Einschiffsgesellschaft ist untrennbar mit dem Betriebserfolg ihres einzigen Wirtschaftsgutes, des Schiffes, verknüpft. Die schiffahrtstypische Volatilität bei Charraten und Marktwerten schlägt unmittelbar auf die Gesellschaft durch. Selbst wenn das Schiff auskömmlich in einer Langzeitcharter beschäftigt ist, kann es aufgrund des Absackens des Marktwertes des Schiffes zu einer Pflichtverletzung unter dem Darlehensvertrag kommen. Nach dem Erwerb des Schiffes sind Korrekturen am Schiffsbetrieb oder sogar dessen Neuausrichtung so gut wie unmöglich. Einsparungen im Bereich der Personalkosten sind ausgeschlossen, da die Mindestanzahl der Besatzungsmitglieder durch den Flaggenstaat vorgegeben ist. Nicht zuletzt ist häufig auch das Einsparpotential durch einen Bereedererwechsel begrenzt, denn die Betriebskosten lassen sich in vielen Fällen nicht nennenswert reduzieren, ohne den Schiffswert oder die Sicherheit des Schiffsbetriebs zu beeinträchtigen.

Ferner unterscheidet sich die Einschiffsgesellschaft in ihrer Gläubigerstruktur. Die Gesellschaft

hat zwar nicht viele, dafür aber internationale und schwer in die Restrukturierung einzubindende Gläubiger.

Mit der sie finanzierenden Bank hat die Gesellschaft typischerweise zunächst einen Hauptgläubiger, der nicht selten Inhaber von über 90% aller Forderungen ist. Zur Besicherung des von der Bank gewährten Darlehens ist zu ihren Gunsten eine Schiffshypothek eingetragen. Damit steht die Bank bei der Restrukturierung im Mittelpunkt. Nicht selten ist sie überhaupt der einzige Gläubiger, der ein wirtschaftliches Interesse an der Restrukturierung hat.

Neben der Bank existiert eine überschaubare Anzahl von Kleingläubigern. Die Forderungen einiger dieser Gläubiger, z.B. der Seeleute, Hafenbehörden, Sozialversicherungsträger, sind durch Schiffsgläubigerrechte, dingliche Rechte am Schiff, bevorrechtigt. Diese Gläubiger sind immer vollständig zu befriedigen, denn sie haben aufgrund ihrer Vorrangstellung keine Veranlassung, auf etwas zu verzichten.

Daneben sind weitere, wenngleich nicht durch Schiffsgläubigerrechte besicherte Gläubiger im Rahmen der Restrukturierung zu berücksichtigen: Die meisten dieser Gläubiger haben im in-

ternationalen Kontext als Inhaber einer Seeforderung das Recht, das Schiff in einem beliebigen Hafen mit einem Arrest zu belegen. Ein solcher Arrest wirkt sich negativ auf die Erfolgsaussichten der Restrukturierung aus, da die Betriebslöse während des Arrests wegbrechen und hohe Kosten entstehen.

Eine weitere Besonderheit der Restrukturierung der typischen Einschiffsgesellschaft als Fondsgesellschaft liegt darin, dass sie regelmäßig keinen Hauptgesellschafter oder gar eine leistungsstarke Holding hat, die ein gesteigertes Interesse am Erfolg der Restrukturierung haben könnte. Üblicherweise hat die Einschiffsgesellschaft einen mehr oder weniger großen Kreis von Kommanditisten, welche vom Schifffahrtsbetrieb als solchem recht weit entfernt sind. Frisches Eigenkapital hat es zu Beginn der Schifffahrtskrise von Seiten der Kommanditisten immer wieder gegeben. Im achten Jahr der Krise ist die Bereitschaft der Kommanditisten, sich mit frischem Geld an der Restrukturierung zu beteiligen, allerdings nur noch wenig vorhanden.

Angesichts der dargestellten Besonderheiten sind die Möglichkeiten der Restrukturierung von Einschiffsgesellschaften begrenzt. Meist wird mangels Alternativen das Tilgungsprofil an die Leistungsfähigkeit der Gesellschaft angepasst („pay



Dr. Stefan Rindfleisch,
EHLERMANN RINDFLEISCH GADOW,
Rechtsanwälte Partnerschaft mbB

as you earn“) und die Vorschrift im Darlehensvertrag, wonach der Schiffswert nicht unter einen bestimmten Prozentsatz der Bankforderungen sinken darf, wird - zumindest für eine begrenzte Zeit - außer Kraft gesetzt. Daneben verständigen sich die Parteien regelmäßig auf flankierende Maßnahmen wie z.B. Ausschüttungssperren zur Erhaltung der Liquidität, gegebenenfalls die Stundung von Teilen der Bereederungsgebühren, und, sofern möglich, die Erhöhung des Eigenkapitals.

Der Erfolg der Restrukturierungen ist maßgeblich von der Marktentwicklung abhängig. Ein gutes Bereederungs- und Beschäftigungskonzept tut sein Übriges. Entwickeln sich aber die Märkte nicht wie von den Restrukturierungsbeteiligten erwartet bzw. erhofft, droht (wieder) die Insolvenz. Dann bleiben häufig nur der Schiffsverkauf oder die Versteigerung des Schiffes.

**EHLERMANN
RINDFLEISCH
GADOW**

www.erg-legal.com

Sale & Lease Back: Kapitalbeschaffung in der Krise

von Carl-Jan von der Goltz

Bei jeder Sanierung - ob außergerichtlich oder gerichtlich - ist die Sicherung der Liquidität eine Herausforderung. Die meisten mittelständischen Unternehmen setzen bei der Finanzierung immer noch auf einen Kredit bei der Hausbank. Für Firmen in Krisensituationen hat sich jedoch der Zugang zu Bankkrediten deutlich erschwert. Eine anstehende Sanierung führt in der Regel zu einer Verschärfung der Kreditanforderungen seitens der Fremdkapitalgeber - Kreditlinien werden eher gekürzt, neue finanzielle Mittel können kaum bereitgestellt werden. Doch wie lässt sich der Geschäftsbetrieb aufrechterhalten und die dringend benötigte Umstrukturierung finanzieren?

Sale & Lease Back erhöht finanziellen Spielraum
Für produzierende Unternehmen kann das Finanzierungsmodell Sale & Lease Back eine Lösung sein: Dabei werden gebrauchte Maschinen und Anlagen an eine Leasinggesellschaft verkauft und sofort zurück geleast. Der Kaufpreis steht dem



Carl-Jan von der Goltz,
Geschäftsführer, Maturus Finance GmbH

Unternehmen schnell und ohne Einschränkungen zur Verfügung - zum Beispiel für den Schuldenabbau. Da Sale & Lease Back eine reine Objektfinanzierung ist und die Bonität nachrangig betrachtet wird, funktioniert das Modell in der Sanierung und unter bestimmten Voraussetzungen auch in der Insolvenz. Entscheidend ist die Werthaltigkeit und Fungibilität der Maschinen. Immer öfter kommt Sale & Lease Back so auch für die Finanzierung des Insolvenzplanes zur Anwendung. Nicht zu unterschätzen ist zudem der „Hebeleffekt“: Geht ein alternativer Finanzierer bei einem Sanierungsengagement mit ins Boot, lassen sich meist leichter weitere Geldgeber finden.

MATURUS
FINANCE GMBH

www.maturus.com

The trend in US 363 Bankruptcy Sales and points of interest for the European Market

by Michele Michaelis & Carren Shulman

Since the onset of the worldwide financial crisis, the nature and structure of Chapter 11 bankruptcies in the U.S. has changed, creating opportunities for foreign companies and investors to expand their footprint or break into the market. Historically, Chapter 11 debtors took advantage of the breathing room offered by the bankruptcy process to either restructure debt or sell assets over time. Today, the once frowned upon immediate sale following a filing has become the norm largely due to economic conditions: (i) lack of liquidity creating a cash crunch, (ii) increased bank regulation/oversight stymying bank lending, (iii) rise of non-traditional lenders who place greater restrictions on management's freedom to exercise business judgment, and (iv) opportunity for consolidation. Chapter 11 debtors now enter bankruptcy with: (i) a pre-packaged/pre-negotiated plan supported by its secured creditors, (ii) a proposed sale of substantially all assets, and/or (iii) a "new" loan or agreement with secured lenders to use cash only short-term, requiring a quick sale or liquidation. The sale process is quick, but open to any bidder who meets the qualifications set and therefore presents a great opportunity for foreign buyers.

363 Sale Benefits: The sale of assets described above is typically governed by Section 363 of Title 11, Chapter 11 of the United States Code (the "Code"). The hallmark of a "363 Sale" is the ability to sell assets free and clear of liens, claims and encumbrances on an expedited basis providing the buyer with a court order protecting it from future liabilities, provided the sale is properly documented.

The Process: Bid procedures establish: who may qualify as a prospective buyer, required deposits, due diligence review rights, minimum and overbid amounts, due dates for submission of a qualified bid, and the auction process, among other things. An existing foreign secured lender may "credit bid" its own secured debt towards the purchase, though additional investment will be necessary to cover the costs of a bankruptcy process (e.g. professional fees and administrative

"Sales are never without risk, even sales that are free and clear of liens, and therefore any prospective buyer should consult professionals knowledgeable in the 363 sale process."

costs during bankruptcy). An interested buyer may seek to become the "stalking horse bidder", or benchmark bid and asset purchase agreement ("APA") against which all other competing bidders will be measured. A stalking horse typically is selected before bankruptcy so the debtor may enter bankruptcy with a buyer and "floor" price, and usually affords the stalking horse compensation if they are not ultimately the successful bidder. Alternatively, an interested purchaser may submit a qualified bid and attend the auction. Foreign buyers will, of course, need to address any regulatory or legal issues associated with owning the assets prior to closing, preferably during the diligence process. Also limited "outs" should be drafted in the form of proposed APA.

Timing: The 363 sale process is quick; potentially occurring in less than 1-3 months, from approval of the bid procedures to the court's entry of a sale order following an auction. An interested buyer must quickly evaluate the market and industry players, identify potentially appealing distressed assets (a buyer need not offer to buy all assets; the sale may be piecemeal), synergies that could be gained, and operational nuisances, as well as assess license rights, existing debtor contracts it wishes to have assigned including termination clauses, and employees needed for a transition. Due diligence is often access to a virtual document room with all of the debtor's documents, along with access to the debtor's investment banker or financial advisor who can answer questions, and potentially interviews with management/key employees, all of which need to occur within the tight time frame. Foreign buyers must also be cognizant of the political climate as transactions have fallen through based on regulatory restrictions that require time for approval. For example, the U.S. government can stop sales of U.S. assets on the grounds of national security. Although not mandatory, a review is conducted by the Committee on Foreign Investments in the U.S. (CFIUS), which has the authority to unwind transactions. Reviews can take 30-90 days, so it is critical to engage with CFIUS early.

More information on recent 363 sales with successful foreigner buyers

Sale of A123 Systems to Wanxiang Auto - A123 Systems, an American battery and energy storage systems developer, filed bankruptcy in October 2012. Wanxiang won the auction sale. Wanxiang's bid was subject to review by CFIUS, amid concerns that some of the technology being transferred would pose a national security risk, among other things. Wanxiang excluded the firm's government business from its bid, which was subsequently sold to a U.S. firm for \$2.25 million, resulting in approval of the bid following government review.

Sale of Brookstone to Sailing Innovation - Sailing was a consortium formed by Sailing Capital, an investment group backed by the Chinese government to help Chinese companies invest internationally, and Sanpower, a Chinese conglomerate that hoped to expand its retail presence. Brookstone was a retailer known for unique gadgets/gifts. This was a strategic acquisition for Sailing, as Sanpower could establish a U.S. presence and was able to do so quickly through an established company like Brookstone, with the expectation that Brookstone could likewise be expanded to the Asian and European markets.

Cancelled transactions: Creating "outs" in the asset purchase agreement was important in the case of Sichuan Tengzhong's attempt to purchase Hummer from General Motors in 2010. The deal was called off due to political and financial reasons based, among other things, on declining fuel prices, and the Chinese government's goals regarding reliance on foreign fuel and environmental concerns.

Conclusion: The rise in bankruptcy cases linked to quick sales necessitated in part by the financial climate, presents opportunities for foreign buyers who are able to quickly assess the assets and liabilities and willing to take advantage of the opportunity. Sales are never without risk, even sales that are free and clear of liens, and therefore any prospective buyer should consult professionals knowledgeable in the 363 sale process to avoid pitfalls and ensure they are getting the full benefit of the bargain.



Michele Michaelis,
BDO Consulting



Carren Shulman, Sheppard,
Mullin, Richter, Hampton LLP

Financial Advisory in Unternehmenskrisen

Interview mit Finanzierungsexperten der DUKAP Deutsche Unternehmenskapital GmbH

Krisenursachen liegen meist in Führung, Absatz oder Kosten. Welchen Nutzen bringt ein Financial Advisor dann, Herr Servais?

Größte Herausforderung in Krisen ist die Sicherung der Zahlungsfähigkeit. Der Financial Advisor setzt hier an und verschafft dem Management die notwendige Zeit, um Krisenursachen zu bekämpfen und das Unternehmen wieder zum Erfolg zu führen. Er sucht interne Liquiditätsreserven und externe Finanzierungsquellen. Anhand einer plausiblen Darstellung der Handlungsoptionen entwickelt er eine vertrauensbildende Kommunikationsstrategie und übernimmt die Moderation zwischen dem Schuldner und seinen untereinander oft rivalisierenden Gläubigern. Darauf aufbauend erarbeitet er tragfähige Finanzierungslösungen und gewinnt Investoren.

Wieso sind Kommunikation und Vertrauen so wichtig, Herr Dr. Mentges?

Zu Krisenbeginn überwiegt meist die Hoffnung auf eine kurzfristige Lösung. Unternehmen kommunizieren entsprechend spät, zu optimistisch und bruchstückhaft. Wir erleben leider meist, dass in der Folge Konflikte zwischen Kreditnehmern und Gläubigern eskalieren, die eine konstruktive Lösungssuche erheblich erschweren. Diese Konflikte resultieren aus dem Vertrauensverlust der Gläubiger in das Management. Es ist

gut, sich an den lateinischen Ursprung des Wortes „Kredit“ zu erinnern, nämlich „credo“, also „Vertrauen schenken“ und sich in die Lage der Geldgeber zu versetzen. Financial Advisors sorgen durch adäquate Kommunikation für Vertrauen in das Unternehmen.

Kann der CFO das nicht auch, Herr von Maltzahn?

Grundsätzlich ja, allerdings haben wenige CFOs Erfahrung mit existentiellen Krisen. Wenn Bankakquisiteure durch Restrukturierer abgelöst werden und Lieferanten Vorkasse verlangen, weil Kreditversicherer Linien streichen, wenn unterschiedliche Stakeholder wöchentliches Reporting und Alternativszenarien verlangen, ist keine Zeit für Experimente. Das Arbeitspensum explodiert und berechnete Interessen müssen durchgesetzt werden. Gleichzeitig sind potentielle Liquiditätsquellen sowie Einsparpotentiale abzuklopfen. Und letztlich muss den Gläubigern der Weg aus der Krise glaubhaft dargelegt werden. Dabei helfen die Mitarbeit, die Erfahrung und das Netzwerk eines Financial Advisors.



www.dukap.de



„Best Owner“- Vereinbarungen vor Signing

von Dr. Burkard Göpfert LL.M.

Sowohl bei Unternehmens(teil)verkäufen, besonders aber bei vorbereitenden „Carve Outs“ mit anschließendem Verkauf oder Einbringung in ein Joint Venture stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die typischen „Arbeitnehmerforderungen“ adressiert werden. Dabei geht es meist um die Themen Standortausgaben, Beschäftigungszusagen, Beibehaltung von Mitbestimmung und Tarifbindung, Schutz von Arbeitsbedingungen und die Absicherung von Pensionen.

Üblich ist es, diese Themen auf Ebene des Zielunternehmens (also zwischen Geschäftsleitung und Betriebsräten/Gewerkschaften) nach Signing zu verhandeln, also dann, wenn der künftige Inhaber zumindest schuldrechtlich „feststeht“. In der Praxis haben sich dafür neben den üblich gewordenen „Überleitungsvereinbarungen“ Begriffe wie „Sozialer Rahmen“, „Soziale Leitplanken“ oder „Sozialcharta“ durchgesetzt.

Die Vorgehensweise hat Vor- und Nachteile. Während sich Themen wie die künftige Tarif- und Mitbestimmungsstruktur, aber auch ggf. anstehende Restrukturierungen natürlich besser adressieren lassen, wenn ein Erwerber feststeht, bringen sich die Parteien zwischen Signing und Closing auf diese Weise oft unter erheblichen Zeit- und damit Verhandlungsdruck, häufig zu Lasten der Arbeitgeberseite, zumal dann, wenn in mehreren Ländern Konsultationsverfahren durchzuführen sind, wie etwa das deutsche Interessenausgleichsverfahren. Die Durchführung der Maßnahmen steht dann unter dem Vorbehalt des Abschlusses dieser Konsultationen. Außerdem muss quasi „im Dreieck“ verhandelt werden, denn jede Antwort auf eine Forderung bedarf der Vorabstimmung mit dem künftigen Erwerber.

Dem stellen Transaktionen vor allem aus dem PE Bereich in letzter Zeit ein Verfahren gegenüber, das als „Best Owner“ bekannt geworden ist. Dabei geht der Erwerber bereits vor Signing, oft im Rahmen eines Auktionsverfahrens, direkt gegenüber Gewerkschaften und Betriebsräten arbeitsrechtliche und personalpolitische Mindestverpflichtungen ein. Seitens der Gewerk-



Dr. Burkard Göpfert LL.M., Partner,
Baker & McKenzie, München

„Best Owner-Vereinbarungen sind ein sinnvolles Instrument, die personalpolitischen Fragen einer Transaktion zwischen den Beteiligten gleich zu Beginn klar zu adressieren.“

schaften, die diese Lösungen oft favorisieren, werden hierzu mittlerweile detaillierte Musterregelungen vorgehalten. Gerade im Umfeld mitbestimmter Aufsichtsratsentscheidungen wird so der „soziale Rahmen“ quasi „vorverlegt“ und zwischen den Beteiligten im Vorweg „unstreitig“ gestellt. Das hat besondere Bedeutung, gerade dann, wenn etwaige Widerspruchsrisiken nach 613a BGB gemindert oder schlicht Führungs- und Schlüsselpersonal im Prozess stabilisiert werden müssen.

Die dabei gewerkschaftsseitig vorgelegten Muster haben aber ihre Tücken. So werden neben den üblichen Forderungen - Tarifbindung, Mitbestimmung, Absicherung der Konditionen - häufig enge Korsetts für künftige Restrukturierungsmaßnahmen hochgezogen, ohne dass dem - wie sonst bei Sanierungsfällen üblich - Gegenleistungen gegenüber stehen. Die Drucksituation - „Eintrittskarte in die Auktion“ - wird so verhandlungstaktisch genutzt, ohne dass wichtige Themen, wie die interessenausgleichspflichtigen Spaltungsmaßnahmen oder die erforderlichen Anpassungen in Gehalts- und Arbeitszeitstrukturen angemessen adressiert werden können.

Auch im internationalen Kontext stellen sich dabei Herausforderungen. Die derzeit oft vorgelegten Gewerkschafts-Muster sind rein national, so dass es oft zu einer Art „Wettlauf“ mit ausländischen Standorten kommt, wo Gewerkschaften (unterstützt von der lokalen Politik) oft viel schneller vergleichbare Lösungen suchen (z.B. in Frankreich, aber auch in Skandinavien). Das bedarf der proaktiven Koordination und Gestaltung. Auch den Beratungen der europäischen Gremien (Europ. Betriebsrat / SE-Betriebsrat) und lokaler Konsultationspflichten kann ggf. so unzulässig vorgegriffen werden. Schließlich muss oft kartellrechtlich geprüft werden, in welchem Umfang derartige Vereinbarungen vor Signing zulässig sind.

Dennoch sind „Best Owner“-Vereinbarungen ein sinnvolles Instrument, die personalpolitischen Fragen einer Transaktion zwischen den Beteiligten gleich zu Beginn klar zu adressieren. Die entscheidende Herausforderung auf Arbeitgeberseite liegt dann darin, legitime Forderungen der Arbeitnehmerbank mit dem Anspruch an Rechtssicherheit (wirksame Vereinbarungen - Rechtssicherheit eines Tarifvertrags?), Ausgewogenheit (klare Beschreibung der anstehenden Konsultationen und deren Ablauf) und Möglichkeiten künftiger Flexibilisierung zu verbinden. Wenn dann noch vermieden wird, dass die Interessen der Belegschaften verschiedener Länder gegeneinander ausgespielt zu werden drohen, kann eine „Best Owner“ Regelung gerade auf Ebene des Europäischen Betriebsrats oder auf Ebene eines deutschen mitbestimmten Aufsichtsrats eine sehr nützliche Maßnahme sein, die den gesamten weiteren Prozess zwischen Signing und Closing personalpolitisch stabilisiert.

Erfolgreiche Leistungssteigerung bei Unternehmen

von Dr. Maximilian Pluta

Wie Sportler wollen auch Unternehmen ihre Leistungsfähigkeit steigern. Dies gilt nicht nur für akut gefährdete Krisenunternehmen, sondern auch für Firmen, die sich in Schwächephasen befinden. Hierbei sind leistungswirtschaftliche Maßnahmen aus dem Instrumentarium der Restrukturierung geeignet, um auf die Erfolgsspur zurückzukommen.

Von der Champions League in den Abstiegskampf. Nicht nur bei erfolgreichen Fußballmannschaften, sondern auch in der Wirtschaft kommt es immer wieder vor, dass einstige Champions in ihrer Entwicklung stagnieren oder sogar mit Gewinnrückgängen zu kämpfen haben - obwohl sie zuvor jahrelang als Branchen-Champion gefeiert wurden. Ähnlich wie einst erfolgreiche Fußballmannschaften bringen sie nicht mehr Top-Ergebnisse. Stichwort ist in diesem Zusammenhang der englische Begriff Performance Improvement. Zu deutsch: eine Leistungssteigerung ist notwendig, um den erfolgreichen Weg der Vergangenheit fortzusetzen.

Nicht nur bei Mittelständlern, sondern auch bei großen Konzernen ist derzeit ein Trend erkennbar, dass sie die Performance von Tochterunternehmen verbessern wollen, die nicht den gewünschten Renditebeitrag liefern und leistungsmäßig schwächeln. In solchen Fällen ist das Handwerkszeug der Restrukturierung sehr hilfreich. Idealerweise werden dabei nicht nur finanzwirtschaftliche, sondern insbesondere leistungswirtschaftliche Maßnahmen durchgeführt. Es geht um die Neustrukturierung des Betriebs im Inneren. Das heißt, im Unternehmen werden Produktions- und Vertriebsprozesse auf den Prüfstand gestellt, Abteilungen untersucht und die Strategie hinterfragt.

Schon manch traditionsreiche Firma stand bereits wenige Jahre nach einer vermeintlich erfolgreichen Neuausrichtung wieder in den Schlagzeilen. Der entscheidende Grund: Die Unternehmen haben zwar die Kosten gesenkt und frisches Geld, arbeiten aber oft mit den gleichen Strukturen und einer nur graduell veränderten Strategie.

Ursachen von Fehlentwicklungen beseitigen

Kernaufgabe des Leistungssteigerungsprozesses ist es, die Ursachen einer Fehlentwicklung zu beseitigen. Sämtliche Maßnahmen dienen dazu, dass ein Unternehmen seine Wettbewerbsfähig-



Dr. Maximilian Pluta, Geschäftsführer und Leiter des Geschäftsbereichs Sanierung & Restrukturierung bei der PLUTA Rechtsanwalts GmbH

„Wer langfristig erfolgreich am Markt sein will, muss sich ständig weiterentwickeln und manchmal sogar neu erfinden.“

keit steigert und am Markt eine branchenübliche Rendite erzielen kann. Die Analyse der Ursachen ist oft mühsam, denn häufig kommen eine veraltete Produktion, eingefahrene Vertriebswege, ein vernachlässigtes Controlling und andere Faktoren zusammen. Nur wer den Mut hat, die bisherigen Pfade zu verlassen und seine Organisation zu verändern, kann dauerhaft auf die Erfolgsspur zurückkehren. Ohne den Einsatz externer Berater bleibt eine solche Analyse häufig auf halbem Wege stecken. Und auch bei der nachfolgenden Umsetzung fällt es Externen leichter, alte Strukturen zu lösen und einen Betrieb zu modernisieren.

Die Maßnahmen selbst entfalten erst nach einiger Zeit ihre volle Kraft, wenn neue Prozesse greifen, neue Produkte auf den Markt kommen und neue Vertriebswege eingespielt sind. Innerhalb von einem Vierteljahr kann man eine Firma nicht grundlegend neu ausrichten. Die Effekte, die nach leistungswirtschaftlichen Kriterien erfolgen, zeigen sich erst in den folgenden Quartalen. Die Umsetzungskompetenz hat dabei entscheidende Bedeutung für den Erfolg.

Entscheidende Rolle der integrierten Planung

Ein sehr wichtiges Werkzeug in solchen Phasen ist eine integrierte Unternehmensplanung. Die integrierte Planung verknüpft die unterschiedlichen Planungen für Themen wie Absatz, Investitionen und Personal und leitet sie in eine integrierte Ertrags-, Vermögens- und Liquiditätsplanung über. Nur wenn alle wesentlichen wechselseitigen Auswirkungen in die Planung einbezogen werden, lässt sich ein verlässliches und zieladäquates Ergebnis erzielen. Der Detaillierungsgrad sowie die Organisation und Intensität der Planung hängen von Faktoren wie Unternehmensgröße und Komplexität ab. Ganz entscheidend dabei ist, dass die Ziele genau definiert und ein controllingfähiger Maßnahmenplan erstellt werden.

Der Vorteil von Performance Improvement Programmen: Unternehmen können ohne Zeitdruck die eigene Organisation auf Vordermann bringen. Wer langfristig erfolgreich am Markt sein will, muss sich ständig weiterentwickeln und manchmal sogar neu erfinden. Die Performance hängt nicht nur von betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Faktoren ab, sondern auch von strategischen Entscheidungen. Nur mit der richtigen Strategie, die laufend hinterfragt wird, spielen Unternehmen nicht nur kurzzeitig in der Champions League, sondern sind auch längerfristig erfolgreich.

PLUTA

www.pluta.net

Direct Lending durch Kreditfonds

Neue Finanzierungspartner – auch in der Restrukturierung

von Prof. Dr. Detlev Hummel

Kreditfonds erhalten aktuell auch in Deutschland als alternative Kapitalgeber eine bestimmte Aufmerksamkeit. Es handelt sich um eine Form des Direct Lending, da solche Fonds unabhängig von Banken Fremdkapital zur Verfügung stellen. Alternative Investment Fonds (AIF) betreiben das Geschäft insbesondere nach der Finanzkrise mit wachsendem Erfolg. Seit die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Mai 2015 auch die direkte Kreditvergabe aus solchen Fonds heraus erlaubt, entfällt eine sog. Fronting Bank, die dafür Gebühren erhob. Das dürfte die Finanzierungskosten verringern. Auch Banken und Sparkassen erhalten über Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs) eine neue Chance mittels Spezialfonds, Unternehmen ohne eigenen Kapitalmarktzugang frisches Fremdkapital bereit zu stellen. Hier geht es – im Gegensatz zu Bankkrediten oder Corporate Bonds am Kapitalmarkt – um High-Yield Investments, da die Kuponzahlungen entsprechend dem Risiko über dem üblichen Marktzins für Fremdfinanzierungen liegen.

Hintergründe

Vergleicht man die Struktur des europäischen Kapitalmarktes mit den USA, kommen gravierende Gegensätze zum Vorschein: Bankkredite dominieren hier, Anleihen und Verbriefungen dort. Auch Investitionen in Private Equity und Venture Capital sowie M&A-Transaktionen, Börsengänge, High Yield Bonds und Leverage Loans fallen im Euroraum ebenso geringer ins Gewicht, wie auch Finanzierungen über Aktien oder Nachrangkapital.

Trotz der Erfolgsstory des deutschen Pfandbriefes (Covered Bonds), sowie des starken Interesses der Investoren für langfristige Projekt- und Infrastrukturanleihen, ebenso wie für sog. Greenbonds, hält sich die Kapitalmarktfinanzierung bei uns in engen Grenzen. Börsengänge und Aktienemissionen bilden nur die Ausnahme. Auch auf dem deutschen Markt für Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) sieht es nicht viel besser aus, insbesondere seit Ausfälle von Mittelstandsanleihen dieses hoffnungsvolle Marktsegment beschädigten.

Mit der europäischen Kapitalmarktunion sollen Hindernisse verringert und Anreize für weniger bankenbezogene Finanzinstrumente gesetzt werden. Dies betrifft nicht nur die Nutzung von Kapitalmarktinstrumenten wie Verbriefungsanleihen (ABS, aber auch CLN), an die qualitativ höhere Anforderungen gestellt werden als vor der

Finanzkrise, sondern auch die Förderung von Direktinvestitionen in KMU. Durch neue europäische Rahmenbedingungen für Privatplatzierungen – eher marktgetrieben als von der Politik initiiert – eröffnen sich interessante Chancen für das sog. Direct Lending nun auch in Deutschland.

„Mit der europäischen Kapitalmarktunion sollen Hindernisse verringert und Anreize für weniger bankenbezogene Finanzinstrumente gesetzt werden.“



Prof. Dr. Detlev Hummel, Universität Potsdam, Lehrstuhl Finanzierung und Banken

Schattenbanken – Teufelszeug und Heuschrecken?

Erfreulich, dass die BaFin die „Schattenbank-Problematik“ nun etwas eingrenzt, da sie offensichtlich nicht mehr in jedem Falle die Gefahr einer Systemdestabilisierung sieht. Sog. „Hedgefonds“ mit sehr erfolgreichen, außerordentlich vielfältigen, allerdings nicht immer transparenten Geschäftsmodellen waren in der Öffentlichkeit sowie bei den Aufsichtsbehörden weltweit in Kritik geraten. Dabei haben diese die Finanzkrise 2008 weder ausgelöst noch verursacht. Der Financial Stability Board (FSB) betrachtete den tendenziösen Begriff „Schattenbank“ bisher relativ weit gefasst, als eine Form der Kreditintermediation außerhalb des regulären Bankensystems. Damit galten auch Debt-Funds als Schattenbanken und sind es nach dieser Definition noch immer. Wir sollten allerdings genau hinschauen und deren Rolle differenziert betrachten. Finanzmärkte brauchen kreative Köpfe und Marktteilnehmer, die mit den Risiken der Welt umgehen und passende Finanzierungen und Anlageprodukte kreieren können. Allerdings müssen die klassischen Depositen-Banken davon fern gehalten werden.

Die BaFin erleichtert nun Fremdkapitalgebern ohne Bankenlizenz (Kreditfonds sind durch KVGs gemanagte Spezialfonds), die Kreditvergabe an Unternehmen in Deutschland: Die neue Regelung ändert die Verwaltungspraxis für Alternative Investmentfonds (AIFs) und passt diese an das EU-Recht an. Den AIFs wird somit offiziell die eigene Vergabe von Krediten erlaubt. Allerdings bestehen hier noch eine Reihe von Fragen, die bis 2016 geklärt und in einen gesetzlichen Rahmen gestellt werden. Trotz gewisser Unsicherheiten über den Ausgang des nunmehr vorliegenden Regierungsentwurfs vom September 2015 zum OGAW V – der die weitere Umsetzung europäischer Richtlinien in deutsches Recht einleitet – dürften die positiven Aussichten für deutsche Kreditfonds überwiegen. Der Wettbewerb im Finanzierungs- und Anlagemarkt wird belebt und die Unternehmen können riskantere Wachstumsprojekte finanzieren, ohne Beteiligungen verschleudern zu müssen.

Eine andere Sache sind offene Publikumsfonds für das Retailgeschäft oder insbesondere die Kreditvermittlungsportale, welche Fremdfinanzierungen mittels Crowdfunding an kleine und mittelständische Unternehmen vermitteln. Wenn bei solchen Varianten des Direct Lending zunehmend Privatpersonen als Gläubiger auftreten, stellt sich die Frage nach dem geeigneten Anlegerschutz.

Boom des Direct Lending und der Kreditfonds

Im Ausland sahen wir in den letzten Jahren einen gewissen Boom des Direct Lending. „Private Debt“ ganz ohne Banken gewinnt als Finanzierungs- wie auch als Anlageform international an Bedeutung. Im Gegensatz zu den USA und Großbritannien sind bei uns die Hausbanken und Förderbanken allgegenwärtig. Eine Basis für Mittelstandsfinanzierung, um die uns viele Länder beneiden. Im Geschäftsfeld Direct Lending durch Debt Funds sind vorwiegend institutionelle Investoren aktiv, welche global und nach Kapitalmarktkalkülen agieren. In Deutschland dürften die streng beaufsichtigten KVGs die Hauptakteure des neuen Geschäftsfeldes sein. Interessant und wichtig, dass es sich dabei vorrangig um Fremdkapital im Bereich „Non Investmentgrade“ handelt. Es geht also um Segmente im Finanzierungs- und Anlagemarkt, welche für die etablierte Kredit- und Versicherungswirtschaft außerhalb des Fondsgeschäfts nicht in Frage kommen.

Wettbewerb der Rating-Agenturen gefordert

Gerade im andauernden Niedrigzinsumfeld sind Spezialfonds für Institutionelle auf alternative Investments angewiesen. Versicherer, Versorgungswerke, Pensionskassen und Stiftungen bieten ein enormes Finanzierungspotential für die deutsche Wirtschaft und könnten produktive Investitionen anregen. Um die Stabilität solch tragender Bereiche des Finanzsektors nicht zu gefährden, bedarf es einer angemessenen Transparenz über die Risiken in den Kreditfonds. Hier ist neben dem Asset Management der Fondsgesellschaften weitere unabhängige Kompetenz gefragt. Auch wenn Ratingagenturen in der Finanzkrise vielfach im Kreuzfeuer der Kritik standen: Um einen risiko-

transparenten und damit liquiden Markt für Kreditfonds aufzubauen sind diese unbedingt notwendig - übrigens eine gute Chance für neue Rating-Wettbewerber. Die Weichen dafür sind gestellt, eine positive Rolle der Rating-Agenturen ist in mittlerweile drei EU-Richtlinien fixiert.

Wir sehen Direct Lending bisher vor allem im Rahmen von LBOs und M&A - Deals. Die Schuldner profitieren bei der Umgestaltung von Unternehmen insbesondere von der höheren Flexibilität der Kreditfonds. Die neue Verwaltungspraxis der BaFin sowie die bevorstehenden gesetzlichen Anpassungen sind ein notwendiger Schritt in Richtung Nichtbankenfinanzierung, denn in anderen Ländern gehört Direct Lending zur etablierten Finanzierungspraxis. Allerdings gab es auch in Deutschland bisher schon Mittel und Wege für Debt Funds, Kredite an Unternehmen zu vergeben. Entweder über eine Fronting-Bank oder über Verbriefungen durch eine Investmentbank. Zudem sind nationale Schranken begrenzt, wenn ein Kreditnehmer selber mit einem ausländischen Anbieter von Fremdkapital ins Geschäft kommt. Man kann geteilter Meinung sein, ob eine Regulierung der Kreditvergabe - also ein Schutz von institutionellen Gläubigern ohne Depositen-geschäft - überhaupt sinnvoll ist. In der Praxis vereinfacht die Anpassung an europäische Standards das Direct Lending; die Risiko-Fremdfinanzierung sollte damit transparenter und kostengünstiger werden.

Weniger ein Verdrängungswettbewerb, eher eine Bereicherung am Finanzmarkt

Es geht hier folglich weniger darum, Banken als wichtige Akteure am Finanzmarkt zu verdrängen, sondern darum, neue flexible und mit dem Vor-

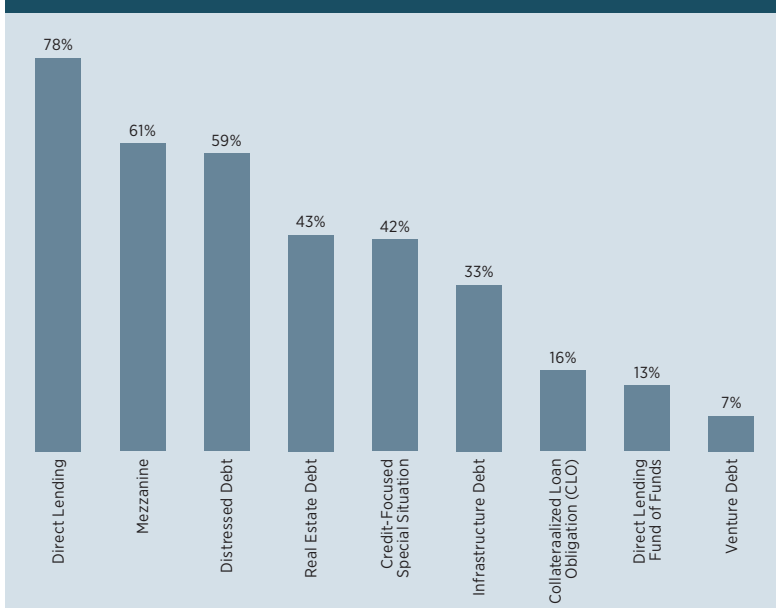
zug der Risikoteilung versehene Finanzierungsquellen, durch Einbeziehung global aktiver Investoren zu erschließen. Die Bankenregulierung dient vor allem dazu, systemrelevante Banken und die Einlagen breiter Bevölkerungsschichten zu schützen. Damit müssen traditionelle Banken intensiver als bisher nach neuen Geschäftsmodellen Ausschau halten und möglicherweise neue Finanzierungspartner - gerade im Firmenkundengeschäft - akzeptieren.

Die Bereitstellung von Fremdkapital durch Fondsinvestoren steht auch kaum in Konkurrenz zu den neuen Verbriefungsinitiativen, welche seit geraumer Zeit die Unterstützung der europäischen Aufsicht haben. Die EBA - Vorschläge zur Förderung qualitativ hochwertiger Verbriefungen sollen Bankbilanzen entlasten und neue einfacher zu bewertende Investmenttranchen in den Markt bringen. Bei Direct Lending sind das fondsbezogene Finanzierungsmodell und die Risikostruktur gänzlich andere.

Andererseits ist in unserer Finanzkultur nicht zu erwarten, dass Debt-Funds massiv aus dem Nischendasein herauskommen. Kreditfonds stellen sehr hohe Anforderungen im Bereich der Due Dilligence und erheben entsprechende Risikoaufschläge. Dies macht Direct Lending per se nur für außergewöhnliche Unternehmenskonzepte und schwierige Finanzierungsphasen (Restrukturierung) oder spezielle Projekte attraktiv.

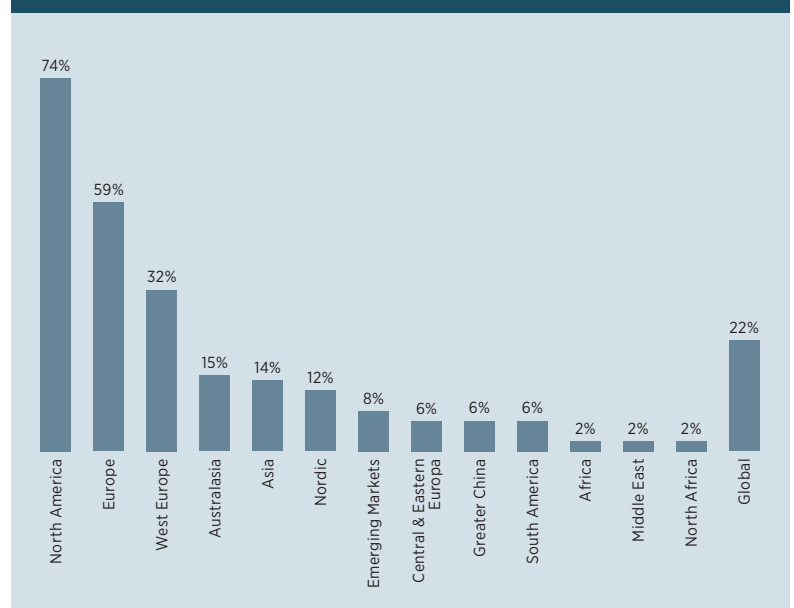
Wenn sich internationale Investoren im Wettbewerb der Assetklassen anstelle von ABS, Covered Bonds oder Schuldscheindarlehen für Debt Funds entscheiden, so liegt dies an den besonderen Rendite-Risiko-Profilen.

Institutional investors' private debt fund type preferences



Quelle: Preqin Investor Survey, März 2014

Institutional investors' geographic preferences when investing in private debt



Was lange währt - der lange Weg zu einem deutschen Konzerninsolvenzrecht

von Prof. Dr. Lucas F. Flöther

Der Eröffnung von Insolvenzverfahren über das Vermögen konzernverbundener Unternehmen wird regelmäßig ein besonderes mediales Interesse zuteil. Der Baukonzern Phillip Holzmann, die Kirch Media-Gruppe, Arcandor/Quelle, die Praktiker-Baumarktgruppe oder jüngst die Insolvenz des Imtech-Konzerns sind nur einige prominente Beispiele. Jeder dieser Fälle hat die Verfahrensbeteiligten vor überaus komplexe Herausforderungen gestellt. Dabei sind die mit der Insolvenz einer Unternehmensgruppe verbundenen betriebswirtschaftlichen und insolvenzrechtlichen Fragestellungen keineswegs auf spektakuläre Großverfahren beschränkt. Ganz im Gegenteil: Sie können sich vielmehr in sämtlichen Situationen ergeben, in denen Unternehmen zu einem Verbund zusammengeschlossen sind und simultan oder sukzessive in eine wirtschaftliche Schieflage geraten. Schätzungen zeigen, dass bereits in der Mitte der neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts die Mehrzahl der als AG oder GmbH verfassten Kapitalgesellschaften in einen Unternehmensverbund eingegliedert war. Nach einem Gutach-



Prof. Dr. Lucas F. Flöther, Flöther & Wissing

ten der Monopolkommission entfielen im Jahr 2007 rund 53 % aller Beschäftigten auf konzernintegrierte Unternehmen. Ihr Anteil am Umsatz sämtlicher Unternehmen in Deutschland wurde seinerzeit mit etwa 70 % beziffert - ein aus volkswirtschaftlicher Sicht beachtlicher Wert, der mittlerweile nach oben zu korrigieren sein dürfte und nicht zuletzt verdeutlicht, dass auch die Konzerninsolvenz im Alltag des Insolvenzgeschehens angekommen ist.

Umso mehr verwundert es den unbefangenen Beobachter, dass das deutsche Recht bislang keine besonderen Regelungen für die Insolvenz einer Unternehmensgruppe vorsah. Die Insolvenzordnung geht von einer isolierten Verfahrensabwicklung hinsichtlich der Unternehmen eines Konzernverbundes aus. Es gilt der Grundsatz: „Ein Rechtsträger, ein Vermögen, ein Verfahren“. Ob der Schuldner Teil eines Unternehmensverbundes ist, spielt auch bei der Auswahl des Insolvenzverwalters grundsätzlich keine Rolle. Schwierigkeiten ergeben sich deshalb immer dann, wenn der Konzern eine wirtschaftliche

Letzter Strohhalm für Praktiker

von: Patrick Schulz • Tagesspiegel | Datum: 11.07.2013 • 12:37 Uhr

Die Totengräber von Max Bahr

von: Martin Dowideit | Datum: 26.07.2013 • 15:09 Uhr

Verdacht auf Insolvenzverschleppung bei Praktiker

von: dpa • dha | Datum: 10.07.2014 • 7:37 Uhr

Arbeitnehmer nicht über Verkaufspläne informiert

von: Reuters | Datum: 06.08.2012 • 13:30 Uhr

„Die Insolvenz wäre eine Katastrophe“

von: David C. Lerch • Tagesspiegel | Datum: 07.06.2009 • 19:06 Uhr

Heuschrecken wollen Praktiker retten

von: rick • Reuters • dpa | Datum: 18.07.2013 • 15:53 Uhr

Die endlose Karstadt-Seifenoper

von: Martin Dowideit | Datum: 26.07.2013 • 15:09 Uhr

Chronik eines beispiellosen Absturzes

von: Sönke Iwersen • Massimo Bognanni | Datum: 17.08.2015 • 11:55 Uhr

Pleite-Warnung: Arcandor-Aktie bricht ein

Datum: 25.05.2009 • 12:54 Uhr

Die Pleite nach der Pleite

von: Joachim Hofer | Datum: 09.06.2015 • 15:39 Uhr

Imtechs Finanznot belastet Commerzbank

von: Reuters | Datum: 10.08.2015 • 11:20 Uhr

Einheit bildet. Es entsteht ein Spannungsverhältnis zwischen der rechtlich vermittelten Eigenständigkeit der gruppenangehörigen Gesellschaften und der wirtschaftlichen Realität. Durch die Aufspaltung der Konzernleitungsmacht und der Beteiligung verschiedener Insolvenzverwalter und Gerichte wird es enorm schwierig, die wirtschaftliche Konzerneinheit aufrechtzuerhalten. Hinderlich ist dies vor allem im Kontext der Unternehmenssanierung. Reibungsverluste drohen hier insbesondere durch nicht aufeinander abgestimmte Verfahrensstrategien und gruppeninterne Rechtsstreitigkeiten, die eine Realisierung des im Gruppenverbund angelegten Mehrwerts zulasten der Gläubiger torpedieren.

Den Regelungsbedarf hat der Gesetzgeber erkannt und mit dem „Gesetz zur Erleichterung der Bewältigung von Konzerninsolvenzen“ reagiert. Der Entwurf sieht unter anderem die Möglichkeit eines sogenannten Gruppen-Gerichtsstandes vor, der die Konzentration der über die konzernangehörigen Schuldner eröffneten Insolvenzverfahren bei einem Gericht ermöglicht. Des Weiteren soll die Möglichkeit bestehen, einen Einheitsverwalter für mehrere oder sämtliche Einzelverfahren zu bestellen. Für den Fall, dass kein Einheitsverwalter bestellt wird, sollen die einzelnen Insolvenzverwalter zur Zusammenarbeit verpflichtet werden. Hinsichtlich der Gläubigerorgane soll die Möglichkeit eingeführt werden, einen Gruppen-Gläubigerausschuss zu errichten. Kernelement der Reform soll indes das sogenannte Koordinationsverfahren werden. Dadurch soll die Koordination der Einzelverfahren durch die Einsetzung eines Koordinationsverwalters und die Möglichkeit der Vorlage eines Koordinationsplanes, ein Plan zur Abstimmung der Abwicklung der einzelnen Verfahren, vereinfacht werden (Zum Ganzen Flöther, Handbuch zum Konzerninsolvenzrecht, Verlag C.H.Beck, 2015).

Nach dem „Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)“ und dem „Gesetz zur Verkürzung des Restschuldbefreiungsverfahrens und zur Stärkung der Gläubigerrechte“ stellt das neue Konzerninsolvenzrecht die dritte und vorerst letzte Stufe der Reform des nationalen Insolvenzrechts dar.

Bereits im Jahr 2007 hatte das Bundesministerium der Justiz (BMJ) eine Expertenrunde zur Erarbeitung eines Entwurfs eines Gesetzes zum Konzerninsolvenzrecht eingesetzt, der auch der Autor angehörte. Kurz vor dem Ablauf der 17. Legislaturperiode, am 28. August 2013, wurde schließlich ein entsprechender Regierungsentwurf vorgelegt. Für die an Konzerninsolvenzverfahren Beteiligten - Geschäftsführer, Gesellschafter, Gläubiger, Berater, Insolvenzverwalter und Gerichte - bleibt vor allem im Sinne einer Rechtssicherheit und Planbarkeit zu hoffen, dass nunmehr rasch die gesetzlichen Grundlagen für ein deutsches Konzerninsolvenzrecht gelegt werden.

12. Handelsblatt Jahrestagung

Restrukturierung 2016

27. April 2016, Pre-Workshop

28. und 29. April 2016, Konferenz, Frankfurt

Merken Sie sich diesen Termin vor!

Ethik und Restrukturierung – ein Widerspruch?

www.handelsblatt-restrukturierung.de • Tel.: 02 11.96 86 – 33 42

Mit freundlicher Unterstützung von:

helbling

Konzeption und Organisation:

EUROFORUM
an informa business

Handelsblatt

Substanz entscheidet.

Gezielte Positionierung von Content & Brand



EUROFORUM und Handelsblatt bieten Ihnen die Gelegenheit, Ihr Knowhow in fachspezifischen Ausgaben des Handelsblatt Journals zu kommunizieren. Profitieren Sie dabei von der großen Reichweite bei Entscheidern aus Wirtschaft und Politik. Die geplanten Themen sind u. a.:

Thema	geplanter Erscheinungstermin*
Energiewirtschaft	Januar 2016
Life Science & Pharma	Februar 2016
Betriebliche Altersvorsorge und Kapitalanlage	März 2016
TTIP Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft	März 2016
Die Zukunft der Automobilindustrie	April 2016
Restrukturierung – Sanierung – Insolvenz	April 2016
Energiewirtschaft	Juni 2016
Immobilienwirtschaft	Juni 2016
Banking der Zukunft	August 2016
Compliance	August 2016
Die Zukunft der Automobilindustrie	September 2016
Industrie 4.0	Oktober 2016
Zukunft Versicherung	Oktober 2016
Restrukturierung – Sanierung – Insolvenz	November 2016
Immobilienwirtschaft	November 2016
Future IT Management	Dezember 2016

*Redaktionschluss jeweils ca. 4 Wochen früher

Wir beraten Sie zu Positionierungsmöglichkeiten
und greifen auch Ihre Ideen gerne auf.