

Dietmar Schulz (Hrsg.)

Restrukturierungs- praxis

Sanierung
und Liquiditätsbeschaffung

SCHÄFFER
POESCHEL

Meinen Ko- und Mitautoren möchte ich an dieser Stelle sehr herzlich für ihre Beiträge und ihre vor allem stets zeitnahe Unterstützung beim Gelingen dieses Werkes danken. Die Beiträge aus der Praxis von Insolvenzverwaltern, Kaufleuten, Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern erweitern den in der Restrukturierungspraxis erforderlichen Blick auf die Handlungsoptionen.

Mein besonderer Dank an dieser Stelle gilt schließlich Frau Dajana Paplewski für ihre ausgezeichnete redaktionelle Unterstützung und Frau Ruth Kuonath für ihren unermüdlichen Einsatz bei der verlagsseitigen Betreuung des Werks.

Frankfurt am Main, im Februar 2010

Dietmar Schulz

Inhaltsverzeichnis

Autorenverzeichnis	V
Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI

Teil 1: Grundlagen	1
1. Kapitel: Der Ablauf eines Regelinsolvenzverfahrens	3
1 Verfahrensbeginn	3
1.1 Insolvenzantrag	3
1.1.1 Gläubigerantrag	3
1.1.2 Schuldnerantrag	5
1.1.2.1 Antragsrecht und Antragspflicht	5
1.1.2.2 Drei-Wochen-Frist	6
1.1.3 Haftungsrisiken	7
1.2 Insolvenzgericht	8
2 Eröffnungsgründe	8
2.1 Zahlungsunfähigkeit	8
2.2 Drohende Zahlungsunfähigkeit	9
2.3 Überschuldung	10
3 Eröffnungsverfahren	12
3.1 Insolvenzverwalter	12
3.2 Vorläufiger starker Insolvenzverwalter	13
3.3 Vorläufiger schwacher Verwalter	13
3.4 Wirkungen	13
4 Das eröffnete Insolvenzverfahren	15
4.1 Eröffnung des Verfahrens	15
4.2 Verwaltung und Verwertung	15
4.3 Insolvenzmasse	16
5 Insolvenzgläubiger	17
5.1 Rang	17
5.2 Nachrang und Privilegierung von Gesellschafterdarlehen	17
5.3 Organisation der Gläubiger	18
5.3.1 Gläubigerversammlung	18
5.3.2 Gläubigerausschuss	19
5.4 Massegläubiger	20
6 Aussonderung und Absonderung	20
6.1 Aussonderung	20

6.1.1	Geltendmachung	20
6.1.2	Fallgruppen	21
6.2	Absonderung	23
6.2.1	Geltendmachung	23
6.2.2	Fallgruppen	23
6.2.3	Kosten	24
6.2.4	Nutzung und Verwertung	25
7	Gegenseitige Rechtsgeschäfte	25
7.1	Gegenseitige Verträge	26
7.1.1	Grundsatz: Wahlrecht des Verwalters	26
7.1.2	Miet- und Pachtverhältnisse	27
7.1.3	Arbeitsverhältnisse	27
7.1.4	Aufträge, Geschäftsbesorgungsverträge, Vollmachten	28
7.2	Lösungsklauseln	28
7.3	Aufrechnung	29
8	Insolvenzanfechtung	30
8.1	Voraussetzungen	30
8.1.1	Gläubigerbenachteiligung	30
8.1.2	Rechtshandlung	31
8.1.3	Zeitpunkt der Rechtshandlung	32
8.1.4	Bargeschäft	32
8.1.5	Anfechtungsgrund	33
8.1.6	Anfechtungstatbestände in der Übersicht	33
8.2	Kongruente Deckung	34
8.3	Inkongruente Deckung	35
8.4	Unmittelbar nachteilige Rechtshandlungen	36
8.5	Vorsätzliche Benachteiligung	36
8.6	Gesellschafterdarlehen	37
8.7	Rechtsfolgen	37
9	Internationales Insolvenzrecht	38
9.1	Europäisches Recht	39
9.1.1	Zuständigkeit für das Hauptinsolvenzverfahren	39
9.1.2	Territorialinsolvenzverfahren	39
9.1.3	Reichweite	40
9.1.4	Einschränkungen des Universalitätsprinzips, insbesondere dingliche Sicherheiten	41
9.2	Autonomes Internationales Insolvenzrecht	42
2. Kapitel: Insolvenzplanverfahren		43
1	Einleitung	43
2	Insolvenzplan	45
2.1	Inhalt und Bestandteile	45
2.1.1	Darstellender Teil	45
2.1.2	Gestaltender Teil	46

2.1.2.1	Gruppenbildung	46
2.1.2.2	Reichweite der Eingriffsrechte	47
2.1.3	Plananlagen (§ 229 InsO)	48
2.2	Finanzierung des Planverfahrens	49
2.3	Verfahrensablauf	50
2.3.1	Vorlage des Plans	50
2.3.2	Vorbereitung: Pre-pack	50
2.3.3	Vorabprüfung durch das Insolvenzgericht	51
2.3.4	Annahme und Bestätigung des Insolvenzplans	52
2.3.4.1	Annahme durch die Gläubiger	52
2.3.4.2	Erforderliche Mehrheiten	52
2.3.5	Obstruktionsverbot	53
2.3.6	Bestätigung des Plans	53
2.4	Rechtsmittel und Rechtskraft	54
3	Eigenverwaltung	55
3. Kapitel: Sanierung durch die Gläubigerbanken und sonstige Maßnahmen zur Beschaffung von Liquidität		57
1	Rechtliche Risiken für die Banken bei drohender Insolvenz des Kreditnehmers	57
1.1	Überblick	57
1.2	Dokumentationsrisiko	57
1.3	Sittenwidrigkeit als Oberbegriff der Bankenhaftung	58
1.3.1	Insolvenzverschleppung	58
1.3.2	Knebelung	60
1.3.3	Faktische Geschäftsführung	63
1.3.4	Haftung wegen »existenzvernichtenden« Eingriffs	63
1.3.5	Subjektive Komponente	64
2	Klassische Sanierungsbeiträge der Banken außerhalb der Insolvenz	65
2.1	Stillhalten mit Krediten	65
2.2	Moratorium	68
2.3	Überbrückungskredit	69
2.3.1	Keine Sittenwidrigkeit des Überbrückungskredits	70
2.3.2	Strukturierung des Überbrückungskredits	71
2.4	Sanierungskredit	73
2.4.1	Insolvenzreife	73
2.4.2	Sanierungsbewusstsein	73
2.4.3	Sanierungsfähigkeitsprüfung	74
2.4.4	Strukturierung des Sanierungskredits	75
2.5	Forderungsverzicht (mit Besserungsschein)	76
2.6	Debt-Equity-Swap	76
4. Kapitel: Eigentümersanierung aus Unternehmenssicht		79
1	Einleitung	79
2	Der Kapitalschnitt als Mittel der Unternehmenssanierung	80

2.1	Einleitung	80
2.2	Gestaltungsformen der Kapitalherabsetzung	80
2.3	Vereinfachte Kapitalherabsetzung	81
2.3.1	Instrument des individuellen Krisenmanagements	81
2.3.2	Rechtliche Voraussetzungen	84
2.3.3	Umfang	86
2.3.4	Durchführung	86
2.3.5	Bilanzielle Rückwirkung zur Unterstützung von Sanierungsmaßnahmen	87
2.3.6	Nur eingeschränkter Gläubigerschutz	87
2.4	Anschließende Kapitalerhöhung	88
2.4.1	Kapitalzufuhr bereits vor eigentlichem Kapitalerhöhungsbeschluss	88
2.4.2	Kapitalerhöhung mit Hilfe eines Debt-Equity-Swaps	89
3	Ausgabe von Vorzugsaktien	92
3.1	Einleitung	92
3.2	Klassische Dividendenvorzugsaktien mit Stimmrechtsausschluss	93
3.3	Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten	94
3.3.1	Einfache prioritätische Dividende	94
3.3.2	Prioritätische Dividende mit Überdividende	96
3.3.3	Höchstdividende	97
3.4	Liquidationsvorrechte	98
3.5	Einführung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien	98
3.6	Vorzugsgeschäftsanteile	99
4	Fremdkapitalinstrumente	100
4.1	Einleitung	100
4.2	Schuldverschreibungen	101
4.2.1	Unternehmensanleihen (Corporate Bonds)	101
4.2.1.1	Industrieobligationen	101
4.2.1.2	Gewinnschuldverschreibungen	101
4.2.1.3	Wandelanleihen (Convertible Bonds)	102
4.2.1.4	Wandelanleihen mit Wandlungspflicht (Mandatory Convertible Bonds)	105
4.2.1.5	Optionsanleihen	105
4.2.1.6	Schuldscheindarlehen	106
4.2.2	Unbesicherte Inhaberschuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit (Commercial Papers) und Medium Term Notes	106
4.3	Privatplatzierung und öffentliche Platzierung von Schuldverschreibungen	108
5	Mezzanine in der Sanierungssituation: das Nachrangdarlehen	109
5.1	Einleitung	109
5.2	Vertragliche Merkmale: Nachrang von Mezzanine Debt	110
5.2.1	Nachrang in der Tilgungssituation	110
5.2.2	Nachrang in der Insolvenzsituation	111
5.2.3	Vorteile des Nachrangs für das Unternehmen	112

5.3	Laufzeit und Kündigungsrechte	112
5.4	Vergütung	113
5.4.1	Cash Coupon	113
5.4.2	Equity Kicker	113
5.4.2.1	Wandlungsrecht	114
5.4.2.2	Optionsrecht	114
5.4.3	Non Equity Kicker	115
5.4.3.1	PIK	115
5.4.3.2	Shadow oder Phantom Warrants	116
5.4.3.3	Back End Fee	116
5.4.4	Besserungsschein	116
5.5	Covenants	117
5.5.1	Legal Covenants	117
5.5.2	Financial Covenants	117
5.5.3	Exit Covenants	118
5. Kapitel: Arbeitsrechtliche Sanierung		119
1	Einleitung	119
2	Sanierungsansatz Personalkosten	122
3	Arbeitsrechtliche Sanierungsinstrumente in der Krise	123
3.1	Kurzarbeit	123
3.1.1	Einführung der Kurzarbeit	124
3.1.2	Förderung der Kurzarbeit	124
3.1.2.1	Förderhöhe und -dauer	124
3.1.2.2	Fördervoraussetzungen	125
3.1.3	Fazit	126
3.2	Eingriffe bei Arbeitszeit/Zeitguthaben	127
3.2.1	Verringerung der Arbeitszeit	127
3.2.2	Anordnung von Betriebsferien	128
3.2.3	Abbau von Zeitguthaben	128
3.2.4	Sabbaticals (unbezahlter Urlaub)	128
3.3	Entgeltreduzierung	129
3.3.1	Vereinbarungslösungen	129
3.3.2	Einseitige Entgeltsenkung	130
3.3.3	Austritt aus dem Arbeitgeberverband	131
3.4	Leiharbeit	132
3.5	Trennung von Mitarbeitern (Personalabbau)	133
3.5.1	Einstellungsstopp, Nichtverlängerung von befristeten Arbeitsverträgen, Nichtübernahme von Azubis	133
3.5.2	Aufhebungsverträge	134
3.5.3	Betriebsbedingte Kündigungen	134
3.5.3.1	Abfindungen	135
3.5.3.2	Betriebsänderung (Interessenausgleich und Sozialplan)	135
3.5.3.3	Namensliste und Massenentlassungsanzeige	137

3.6	Betriebliche Bündnisse & Sanierungstarifverträge	138
3.7	Einsatz von Transfergesellschaften	140
3.8	Outsourcing	142
4	Betriebsrentenrechtliche Sanierungsinstrumente in der Krise	142
4.1	Struktur von Betriebsrentensystemen	143
4.2	Eingriffe in die BAV und deren Auswirkungen	144
4.3	Umsetzung und Grenzen von Eingriffen in die BAV	146
4.4	Aussetzung von Betriebsrentenanpassungen	149
5	Arbeits- und betriebsrentenrechtliche Sanierungsinstrumente in der Insolvenz	151
6. Kapitel: Übertragende Sanierung		153
1	Darstellung der übertragenden Sanierung	153
1.1	Einleitung	153
1.2	Hauptziel und Verwertungsmöglichkeiten der Insolvenzordnung	153
1.3	Rangfolge der Unternehmensverwertung	153
1.4	Insolvenzrechtliche Grundlage	154
1.5	Begriff der übertragenden Sanierung	155
1.6	Grundformen der Ausgestaltung	156
1.7	Transaktionsstruktur der übertragenden Sanierung	157
2	Besonderheiten beim Unternehmenskauf in der Insolvenz	158
2.1	Wirtschaftliche Zwangslage – Chancen und Risiken	158
2.2	Zeitdruck	159
2.3	Insolvenzverfahrensrecht	160
2.4	Besonderheiten der Vertragsgestaltung	160
3	Zeitpunkt der Veräußerung	161
3.1	Phase 1: Krise – Vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens und vor Stellen des Insolvenzantrages	161
3.1.1	Übertragende Sanierung in der Unternehmenskrise	161
3.1.2	Kompetenzen und Handlungsrahmen	162
3.1.3	Zustimmungserfordernisse	162
3.1.4	Haftungsrisiken	162
3.1.4.1	Haftung bei Firmenfortführung – § 25 HGB	163
3.1.4.2	Haftung für Unternehmenssteuern – § 75 AO	163
3.1.4.3	Haftung bei Betriebsübergang – § 613a BGB	163
3.1.4.4	Durch europarechtliche Beihilfen begründete Verbindlichkeiten	164
3.1.4.5	Haftung für Wettbewerbsverstöße	164
3.1.4.6	Haftung für Umwelt-Altlasten	164
3.1.5	Insolvenzrechtliche Risiken	165
3.1.5.1	Insolvenzanfechtung – § 132 Abs. 1 Nr. 1 InsO	165
3.1.5.2	Insolvenzanfechtung – § 130 Abs. 1 Nr. 1 InsO	166
3.1.5.3	Subjektiver Tatbestand der §§ 129 ff. InsO	166
3.1.5.4	Insolvenzanfechtung – § 133 InsO	166

3.1.5.5	Rechtsfolge einer Insolvenzanfechtung	167
3.1.5.6	Vorteile einer zeitlichen Verlagerung des Abschlusses eines Unternehmenskaufvertrags	167
3.1.5.7	Kartellrechtliche Fusionskontrolle	167
3.2	Phase 2: Insolvenzeröffnungsverfahren – Vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens, aber nach Stellen des Insolvenzantrages	168
3.2.1	Übertragende Sanierung im Insolvenzeröffnungsverfahren	168
3.2.2	Kompetenzen und Handlungsrahmen	169
3.2.3	Ausnahmen	169
3.2.3.1	Gefahr im Verzug	169
3.2.3.2	Gerichtliche Ermächtigung des schwachen vorläufigen Insolvenzverwalters	169
3.2.4	Kompetenz beim Unternehmen bzw. seinen Organen	170
3.2.5	Einschätzung	170
3.2.6	Risiken	171
3.2.7	Erhebliche Nachteile der Transaktion in dieser Phase	171
3.3	Phase 3: Eröffnetes Verfahren – Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens, aber vor Berichtstermin	172
3.3.1	Übertragende Sanierung im eröffneten Verfahren	172
3.3.2	Kompetenzen	173
3.3.3	Zustimmungserfordernisse	173
3.3.4	Ermessensentscheidung	173
3.3.5	Informationspflicht	174
3.3.6	Handlungsmöglichkeit des Schuldners	174
3.3.7	Risiken	175
3.4	Phase 4: Regelverfahren – Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens und nach Berichtstermin	175
3.4.1	Übertragende Sanierung im Regelverfahren	175
3.4.2	Kompetenzen und Handlungsspielraum	175
3.4.3	Zustimmungserfordernisse der Gläubiger	176
3.4.4	Kein Zustimmungserfordernis des Schuldners	177
3.4.5	Risiken und Haftungserleichterungen	177
4	Fazit	179

Teil 2: Fallstudien

Fallstudie 1: Restrukturierung von Finanzverbindlichkeiten aus rechtlicher Sicht (Debt-for-Equity)	183
1 Ausgangsfall	184
2 Ziele und Vorüberlegungen	185
2.1 Vermeidung der Insolvenz	185
2.2 Finanzierung	186
2.3 Strukturelle Überlegungen	188
2.4 Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital	189

2.5 Form der Beteiligung	190
2.6 Alternativen	191
3 Struktur der Restrukturierung	191
3.1 Arbeitsschritte	191
3.2 Sanierungsvehikel	192
3.3 Fälligstellen der Finanzverbindlichkeiten und Verwertung des Pfandrechts	192
3.4 Debt-for-Equity	193
3.5 Sonstige Maßnahmen	194
4 Situation nach Abschluss der Restrukturierung	194
Fallstudie 2: Gerichtliche Sanierung (Regelverfahren und übertragende Sanierung) ...	195
1 Einleitung	195
2 Ausgangsfall: Der Anruf des Insolvenzrichters	196
3 Erstmaßnahmen des vorläufigen Insolvenzverwalters	198
4 Organisation der Betriebsfortführung	199
5 Störungen des Ablaufes	201
6 Veräußerungs- und Verwertungsprozess	202
7 Fazit	204
Fallstudie 3: Gerichtliche Sanierung/BQG/Planverfahren	205
1 Einleitung	205
2 Ausgangslage	206
3 Ziele des Insolvenzverwalters	207
4 Aufrechterhaltung des Betriebes	208
4.1 Sicherung der Liquidität	209
4.2 (Verlust-)Finanzierung durch besonders Interessierte?	210
4.3 Sicherung der Insolvenzmasse	211
4.4 Die Insolvenzgeldvorfinanzierung	211
5 Sanierungsmaßnahmen	212
6 Unternehmensveräußerung	214
7 Alternative: Insolvenzplan mit Eigenverwaltung	216
7.1 Häufige Beweggründe	216
7.2 Weitere Nachteile der Planinsolvenz	217
7.3 Geeignete Konstellationen	217
Fallstudie 4: Sanierung unter Beiziehung eines Treuhänders	219
1 Ausgangsfall	219

1.1 Restrukturierungserfordernis und deren Voraussetzungen	220
1.2 Lösung: Einsetzen eines Treuhänders	221
2 Vorteile der Treuhandlösung	221
3 Auswahl des Treuhänders	222
4 Abschluss und Inhalt des Treuhandvertrags	223
4.1 Aufbau der doppelstützigen Treuhand	223
4.2 Ausgestaltung der Treuhandbeziehung – Vermeidung der Gesellschafterstellung der Banken	223
4.2.1 Wirtschaftlich Berechtigte	223
4.2.2 Vermeidung einer Quasi-Gesellschafterstellung der Gläubigerbanken	223
4.2.3 Übertragung der Anteile, Stimmrechtsausübung	224
4.3 Eintritt des Sicherungsfalls	225
4.4 Verwertung der Gesellschaftsanteile im Sicherungsfall	227
4.5 Beendigung der Treuhand	227
5 Steuerliche Auswirkungen der Treuhand	228
6 Durchführung des Treuhandauftrags	229
Fallstudie 5: Grenzüberschreitende Sanierung aus rechtlicher Sicht	231
1 Ausgangsfall	231
2 Ausgewählte Problemstellungen	232
2.1 Kein Konzerninsolvenzverfahren	232
2.2 Unzureichende Möglichkeit zur Bewertung der Sanierungsfähigkeit ...	233
2.3 Erhalt einzelner Tochtergesellschaften	234
2.4 Insolvenzanfechtung	234
2.5 Haftungsbegrenzung durch sog. »Limitation Language«	235
2.6 Verwertung von Sicherheiten in verschiedenen Jurisdiktionen	236
2.7 Fehlende Rechtssicherheit	237
2.8 Finanzierungsstruktur	238
2.9 Finanzkrise	238
3 Fazit	239
Fallstudie 6: Übertragende Sanierung und Anforderungen von Investoren an einen Verkaufsprozess	241
1 Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf übertragende Sanierungen	241
1.1 Geringe Anzahl an Interessenten	241
1.2 Hohe Anforderungen an das Schuldnerunternehmen	242
1.3 Geringer Übernahmeumfang	243
1.4 Auswirkungen auf die Kaufpreise	243
1.5 Finanzierungsschwierigkeiten	244
1.6 Zwischenfazit	244

2	Praxisfall: Übertragende Sanierung der ABC Kunststoffspritzguss GmbH . . .	244
2.1	Ausgangslage	244
2.2	Stärken und Schwächen des Unternehmens	245
2.3	Der Insolvenzantrag	246
3	Ausrichtung des Investorenprozesses auf investorenspezifische Erwerbsgründe	247
3.1	Kategorie 1: »Asset-Käufer«	247
3.2	Kategorie 2: Strategische »Premium-Käufer«	248
3.3	Asset-Käufer vs. Premium-Käufer bei der ABC Kunststoff- spritzguss GmbH	250
4	Gestaltender Investorenprozess mit Fokus auf »Premium-Käufer«	251
5	Gesamtfazit	260
	Fallstudie 7: Abbau von Überkapazitäten durch Schließung einer Konzerntochter . .	263
1	Einleitung	263
2	Grundsätzliche Vorgehensweise	263
2.1	Überwachung der Insolvenzkriterien	264
2.2	Transparenz in der Kommunikation	265
3	Erstellung des Restrukturierungskonzepts	266
3.1	Sorgfältige Analyse der Restrukturierungsoptionen sowie Konzepterstellung	266
3.1.1	Analyse der Situation und Assessment der Firma	267
3.1.2	Umstellung der Rechnungslegung auf HGB in einem integrierten Finanzmodell	268
3.1.3	Aufzeigen und Bewerten der unterschiedlichen Restrukturierungsoptionen	269
3.2	Entscheidung	270
4	Implementierung des Restrukturierungskonzepts	271
4.1	Verkündung des Schließungsbeschlusses	271
4.2	Sozialplan und Interessenausgleich	272
4.3	Verhandlungsergebnis	272
5	Schlussbetrachtung	273
	Fallstudie 8: Finanzielle Restrukturierung unter Berücksichtigung gegenläufiger Interessen	275
1	Einführung – Zwei Krisen zur gleichen Zeit	275
2	Autonova in der Krise	276
2.1	Finanzielle Restrukturierung	277
2.2	Allgemeine Vorgehensweise	277
2.3	Analyse	278
2.3.1	Unternehmensplanung und Finanzierungsbedarf	278

2.3.2	Sicherheitenposition	279
2.3.3	Interessen der Beteiligten	279
2.4	Problemstellungen und Lösungsansätze	281
2.4.1	Kurzfristiger Liquiditätsengpass	281
2.4.2	Fresh-Money-Bedarf	282
2.4.3	Bereitschaft der Auslandsbanken, an der Refinanzierung teilzunehmen	283
2.4.4	Festlegung der Covenants	283
2.4.5	Ausgestaltung der Finanzierung	284
2.5	Iterationen und »Nebelkerzen« im Prozessverlauf	286
2.6	Ergebnis: Refinanzierung von Autonova	287
3	Erfolgsfaktoren und Schlussbetrachtung	288
	Stichwortverzeichnis	289

Fallstudie 6: Übertragende Sanierung und Anforderungen von Investoren an einen Verkaufsprozess

(Dr. Marcel Köchling/Dr. Andreas Fröhlich)

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen aktuell zu einer Vielzahl von Insolvenzen. Während in den vergangenen Jahren überwiegend kleine und mittelgroße Unternehmen Insolvenz anmelden mussten, betrifft es nun auch Großunternehmen. Aber anders als in der Vergangenheit wird es zunehmend schwieriger, Fortführungs-lösungen in Form **übertragender Sanierungen** umzusetzen. Was sind die konkreten Auswirkungen der **Finanzmarktkrise** auf die Umsetzung übertragender Sanierungen (Köchling, ZInsO 2009 642; Fröhlich/Sittel Bank Praktiker 2009 378; Fröhlich/Sittel ZInsO 2009 858) und welche Strategien/Vorgehensweisen sind in der Praxis nutzbar, um diesen Schwierigkeiten entgegen zu wirken? Die Verfasser beantworten diese Fragen anhand eines Praxisfalls (Unternehmensname wurde geändert).

1 Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf übertragende Sanierungen

Die Umsetzung einer übertragenden Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens erfordert einen zeitlich stark verdichteten **Verkaufsprozess** (Fröhlich/Köchling FINANCE 11/2003 72). Zum einen sinkt mit Verlauf des Verfahrens das Vertrauen von Seiten der Kunden, Mitarbeiter und Zulieferer in das Schuldnerunternehmen. Zum anderen kann der Insolvenzverwalter je nach wirtschaftlicher Lage des Unternehmens keine unendliche Fortführung verantworten, so dass eine rasche Lösung gefunden werden muss.

Vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise verstärken sich diese Sachzwänge im Hinblick auf die erfolgreiche Gestaltung des **Investorenprozesses** in Insolvenzverfahren zunehmend. Nachfolgend wird zunächst dargestellt, wie sich die Finanzmarktkrise auf die Parameter einer übertragenden Sanierung auswirkt.

1.1 Geringe Anzahl an Interessenten

Während früher in jedem Fall die direkten **Wettbewerber** immer Interesse gezeigt haben, das Schuldnerunternehmen kennen zu lernen, findet man bei diesen nun eine deutliche Zurückhaltung. Die Ursachen hierfür liegen in erster Linie in der allgemeinen Verunsicherung aufgrund der Wirtschaftslage sowie in eigenen operativen

Problemen. Während früher oftmals bereits die Chance auf »Schnäppchenpreise« ausreichte, eine Akquisition zu sondieren, ist nunmehr ein optimaler »strategischer Fit« mit dem Schuldnerunternehmen erforderlich, um ein nachhaltiges Interesse zu erwecken.

Die Zurückhaltung bei den Investoren spürt man noch stärker und unmittelbarer bei der – gerade in Krisenzeiten – essenziellen proaktiven Suche nach weiteren Interessenten. Hier schwindet das Interesse vieler Unternehmen gegenwärtig bereits, bevor sie sich mit dem Schuldnerunternehmen überhaupt auseinandergesetzt haben.

Insofern lichtet sich der Kreis der ernsthaften Interessenten in den meisten Verfahren sehr schnell. Vor diesem Hintergrund ist bereits jetzt zu beobachten, dass die Neigung einiger Insolvenzverwalter, wenig nachhaltige »Insider-Lösungen« umzusetzen, leider wieder zunimmt (Fröhlich/Köchling, ZInsO 2003, 923). »Insider-Lösungen« sind Verkäufe an die in § 138 InsO bezeichneten nahestehenden Personen, insbesondere Geschäftsführer, Mitarbeiter und Gesellschafter des Schuldnerunternehmens. Diese können gegenüber externen Investoren regelmäßig auf einem Informationsvorsprung aufbauen und diesen zu Lasten der Gläubiger nutzen (Köchling, ZInsO 2007, 690). Problematisch – auch vor dem Hintergrund des Grundsatzes der maximalen Gläubigerbefriedigung – ist dies insbesondere dann, wenn externe Lösungen von Beginn an nicht ernsthaft verfolgt werden.

1.2 Hohe Anforderungen an das Schuldnerunternehmen

Im Mittelpunkt der Prüfung der Investitionsoption steht die **Markt- und Wettbewerbsposition** des Schuldnerunternehmens. Im momentanen Marktumfeld zeigen die Interessenten nur dann nachhaltiges Interesse, wenn das Unternehmen über einen herausragenden Wettbewerbsvorteil verfügt (z. B. Technologieführerschaft). Da derzeit kaum ein Erwerbskandidat an einer Kapazitätserweiterung interessiert ist, spielt die strategische **Wettbewerbspositionierung** des Schuldnerunternehmens eine überragende Rolle.

Doch auch die Anforderungen an die zu erwartende **Profitabilität** des Schuldnerunternehmens sind gestiegen. Erwerber sind aktuell nicht mehr bereit, die in den Anfangsjahren nach der Übernahme anfallenden Verluste zu finanzieren. D. h., operativ muss das Unternehmen auch im »Worst Case« bereits im ersten Jahr nach der Übernahme zumindest über ein neutrales Betriebsergebnis und zudem in den Folgejahren über weiteres Ertragspotential verfügen. Die Aussicht auf Synergieeffekte alleine ist derzeit nicht mehr ausreichend, es sei denn, diese können dem Interessenten transparent gemacht werden.

Schließlich darf auch der voraussichtliche **Liquiditätsbedarf** – beispielsweise für notwendige Investitionen oder das Working Capital – nicht sonderlich hoch sein. Sind über den Kaufpreis hinaus noch erhebliche zusätzliche Finanzmittel erforderlich, reagieren Interessenten gegenwärtig außerordentlich sensibel.

1.3 Geringer Übernahmeumfang

Die Erfahrungen der letzten Monate zeigen auch, dass die Interessenten im Hinblick auf ihr **Fortführungsszenario** deutlich defensiver geworden sind. So werden Umsatzplanungen des Schuldnerunternehmens im ersten Schritt auf einen »Worst Case« reduziert und im zweiten Schritt auf Umsatzebene zusätzlich noch um einen pauschalen »Risikoabschlag« von weiteren 10–20% korrigiert.

Auf dieses Umsatzvolumen wird dann nach der Vorstellung der Interessenten die gesamte **Unternehmens- und Kostenstruktur** angepasst. Für die Übertragungslösung bedeutet dies zum einen, dass auch die zu übernehmende Belegschaft noch einmal signifikant reduziert, die Übernahme einzelner, unprofitabler Geschäftsbereiche in Frage gestellt und zwangsläufig auch die Fortführung nicht unmittelbar betriebsnotwendiger Wirtschaftsgüter und Vorräte grundlegend abgelehnt wird.

Der Gesamtumfang der Fortführungslösung ist daher im Allgemeinen deutlich reduziert.

1.4 Auswirkungen auf die Kaufpreise

Die Kaufpreise reduzieren sich bereits dadurch, dass – wie geschildert – der Umfang der übernommenen Vermögenswerte im Rahmen einer übertragenden Sanierung geringer ausfällt. Für die verbleibenden Wirtschaftsgüter wird oftmals nur die Verwertung im Rahmen einer Versteigerung bleiben. Vor diesem Hintergrund kann es sinnvoll sein, ein »Cherry Picking« zu verhindern, indem frühzeitig **separate Verkaufspakete** definiert werden.

Doch die reduzierten Kaufpreisangebote der Interessenten haben auch andere Ursachen, die in den Rechenmodellen der meisten Investoren ihre Wurzeln haben:

Diese leiten ihre Kaufpreisangebote anders als die Insolvenzverwaltung nicht aus den Substanzwerten der materiellen und immateriellen Vermögenswerte ab, sondern legen regelmäßig sog. **Ertrags- und Umsatzmultiplikatoren** zugrunde. Der Unternehmenswert wird dabei auf Basis einer »Share Deal«-Betrachtung durch einfache Multiplikation ermittelt: z. B. EBIT x Multiplikator = Unternehmenswert (EBIT = Ertrag vor Zinsen und Steuern; alternativ kann auch der Umsatz oder das EBITDA (= Ertrag vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) herangezogen werden. Hieraus wird dann in einem zweiten Schritt auf Basis der angestrebten Transaktionsstruktur eine **Wertindikation** für den im Rahmen einer übertragenden Sanierung üblicherweise umzusetzenden »Asset Deal« abgeleitet.

Da aufgrund der aktuellen Wirtschaftslage in der Worst-Case-Planung sowohl die Umsatz- als auch die Ertragsplanungen weit hinunter geschraubt wurden, ist bereits die relevante Berechnungsgrundlage, der EBIT-Wert, signifikant reduziert.

Doch auch die anzusetzenden Multiplikatoren – Vergleichswerte aus ähnlichen Transaktionen – sind seit etwa einem Jahr deutlich gesunken. Auf einer Ertragswertbetrachtung basierende Unternehmenswerte geraten daher bei der aufgezeigten Berechnungsmethodik derzeit gleich mehrfach unter Druck.

1.5 Finanzierungsschwierigkeiten

Die rechtzeitige Sicherstellung einer hinreichenden **Finanzierung** durch den Erwerbsinteressenten hat in den vergangenen Monaten weiterhin an Bedeutung gewonnen. Aktuell ist die Kreditvergabebereitschaft der Banken so restriktiv, dass sie es fast generell ablehnen, für Unternehmenskäufe – sei es durch strategische oder Finanzinvestoren – überhaupt noch Kapital zur Verfügung zu stellen (Financial Times vom 12.01.2009, »Private equity buy-outs slump to five-year low«; FAZ vom 29.01.2009, S. 18, »Private Equity versprüht Zuversicht«). Doch die wenigsten Interessenten sind derzeit bereit oder in der Lage, den Kaufpreis sowie den sonstigen **Liquiditätsbedarf** komplett durch Eigenmittel zu decken (Financial Times vom 21.11.2008, »Buy-outs bypass bank debt in all share deals«).

Grenzwertige Finanzierungslösungen, wie Mietlösungen für das Sachanlagevermögen, Konsignationslager für Vorräte, Earn-out-Modelle oder sogar indirekte Verkäuferdarlehen (»Vendor Financing«) versprechen dann oftmals schnelle Lösungen. Die Erfahrungen zeigen jedoch eine geringe Nachhaltigkeit solcher Konzepte.

1.6 Zwischenfazit

Der Geschäftsbetrieb von Unternehmen ohne entsprechende **Alleinstellungsmerkmale** ist aktuell kaum noch veräußerbar. Der Markt hat sich radikal von einem **Verkäufermarkt** zu einem **Käufermarkt** entwickelt (Finance, März 2009, S. 16 ff., »Der Markt ist zum Erliegen gekommen«). Es steht derzeit eine erhebliche Anzahl von Unternehmen in Krisensituationen zum Verkauf – mit allen daraus folgenden Konsequenzen für die grundsätzliche Transaktionsgestaltung.

Der strategische Nutzen des Interessenten für das angestammte Geschäft sowie die im Hinblick auf die Eignung als potentieller Investor erforderliche finanzielle Potenz sind zum dominierenden Faktor geworden. Sicher geglaubte Transaktionen zerbrechen kurzfristig, wenn nicht zeitgleich Alternativlösungen aufgebaut werden. Der Umfang der Übertragungslösung wie auch die offerierten Kaufpreise bleiben deutlich hinter den Erfahrungswerten der jüngsten Vergangenheit zurück.

2 Praxisfall: Übertragende Sanierung der ABC Kunststoffspritzguss GmbH

2.1 Ausgangslage

Die ABC Kunststoffspritzguss GmbH (»ABC GmbH«) ist ein mittelständisches Unternehmen mit Sitz in Bayern. Es ist im Bereich Kunststoffspritzguss tätig und fertigt Produkte für die Haushaltswarenindustrie, für Babyausstattungen, für Büromöbel- und Bürozubehörhersteller sowie in kleinem Umfang auch für die Automobilindus-

trie. Die Produkte sind im Markt als solide mit guter Qualität bekannt. Das im Folgenden dargestellte Beispiel stellt einen fiktiven Fall dar.

Eigentümer der ABC Kunststoffspritzguss GmbH sind Mitglieder einer (operativ nicht tätigen) Familie sowie der nicht zum Familienkreis gehörende Geschäftsführer. Die Gesellschafter sind nicht bereit und nicht in der Lage gewesen, dem Unternehmen weiteres Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

Der Unternehmenssitz inklusive Produktionsstätte liegt in Bayern. Im Jahr 2003 wurde in Anbetracht einer wachsenden Konkurrenz vor allem aus Asien zusätzlich ein Produktionsstandort in Ungarn aufgebaut. Das Unternehmen verfügt über einen hochwertigen Maschinenpark, der in den vergangenen Jahren mit Investitionen im hohen einstelligen Millionenbereich modernisiert worden war. Die Modernisierungsmaßnahmen waren überwiegend durch Banken finanziert worden.

Das Unternehmen hat in den vergangenen Jahren stets Umsätze von leicht über 50 Mio. € pro Jahr erwirtschaftet, musste jedoch in den Jahren 2007 und 2008 einen signifikanten Rückgang um 20% verkraften. Aufgrund der Tatsache, dass die ABC GmbH überwiegend »austauschbare« Produkte mit einem geringen Komplexitätsgrad herstellt, sind auch die erzielbaren Margen nur gering. Der Umsatzrückgang hatte eine starke Auswirkung auf den erzielten **EBIT** (Earnings Before Interests and Taxes = Gewinn vor Zinsaufwand und Steuern). Während in den Jahren bis 2007 Umsatzrenditen von etwa 6% erzielt werden konnten, waren 2007 und 2008 jeweils Verluste zwischen 2 und 3 Mio. € standen.

2.2 Stärken und Schwächen des Unternehmens

Das Unternehmen ABC GmbH ist in einem Markt tätig, der zunehmend von Anbietern aus Asien dominiert wird. Die in diesen Regionen hergestellten Produkte können trotz höherer Logistikaufwendungen in Europa um bis zu 25% günstiger angeboten werden als die ABC GmbH es könnte. Qualitätsunterschiede sind zwar vorhanden, aber überschaubar. Wettbewerber in Deutschland haben zum Teil besser auf die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen reagiert als die ABC GmbH, sind in der Regel jedoch ebenfalls mittelständisch geprägt und nur mit geringen Kapitalreserven ausgestattet.

Als Marktführer ist die ABC GmbH zwar in führenden Baumärkten und bei Büroausstattungsanbietern präsent, kann sich jedoch im wachsenden **Discount-Marktsegment** nicht positionieren. Die stetig wachsende Nachfrage im preiswerten Segment wird mehr und mehr von ausländischen Anbietern dominiert. Aufgrund der Kostenstrukturen sind in Deutschland ansässige und produzierende Unternehmen fast nicht in der Lage, in diesem Bereich zu konkurrieren.

Darüber hinaus sind im Unternehmen Schwächen auf der **Vertriebsseite** auszumachen. Die überalterte Vertriebsmannschaft war in den vergangenen Jahren nicht in der Lage, neue Vertriebspartner hinzuzugewinnen und wurde zudem durch ein nicht leistungsorientiertes Provisionssystem nur unzureichend motiviert.

Das Unternehmen leistete sich darüber hinaus eine Forschungs- und Entwicklungsabteilung, die überwiegend für die Bereiche Büromöbel/-ausstattung und Automobilzubehör benötigt wurde. In den vergangenen Jahren waren diese Bereiche

jedoch ebenfalls rückläufig und konnten nicht durch Zuwächse in den anderen Segmenten kompensiert werden.

Der Betriebsrat hatte sich vielfach gegen eine Anpassung der Mitarbeiterzahl gewehrt und zeigte sich im Vorfeld der Insolvenz nicht sehr kooperativ, Sanierungslösungen zu unterstützen. So konnte in Anbetracht der Umsatzauffälle die Arbeitnehmerzahl nur zögerlich und mit hohen finanziellen Aufwendungen angepasst werden.

Die hohen **Investitionskosten** der vergangenen Jahre waren überwiegend fremdfinanziert und hatten eine deutliche Belastung des Unternehmens durch hohe **Kapitalkosten** zur Folge. Der Maschinenpark war zum großen Teil sicherungsübereignet. In Anbetracht sinkender Outputzahlen in den Jahren vor Insolvenzantrag waren die Maschinen nicht mehr voll ausgelastet.

Der Aufbau des **Produktionsstandorts in Ungarn** war zu spät erfolgt und konnte nicht mehr den gewünschten Erfolg bringen. Darüber hinaus gestaltete sich die Steuerung dieser Produktionseinheit schwierig. Der dortige Geschäftsführer handelte meist nach eigenem Gutdünken und ließ keine große Transparenz zur Beurteilung seiner Leistung zu. Auch die sprachlichen Unterschiede trugen zu einigen Reibungsverlusten bei.

Der **Geschäftsführer** der ABC GmbH zeigte sich durchaus motiviert und engagiert, konnte jedoch die vielen, zeitgleich auftretenden Baustellen nicht mehr bewältigen. Zudem wurde seine Arbeit durch endogene, so die mangelnde Unterstützung aus dem Gesellschafterkreis und die blockierende Haltung des Betriebsrats, und exogene Faktoren, so Konkurrenz aus Schwellenländern, Rückgang der Nachfrage bei hochwertigeren Produkten und das überproportionale Marktwachstum im Discountbereich beeinträchtigt. Er zeigte sich jedoch bereit, an einer Fortführungslösung mitzuwirken und je nach Übernahmeszenario auch weiter dem Unternehmen zur Verfügung zu stehen.

Auch die **Mitarbeiter** der zweiten und dritten Führungsebene zeigten Durchhaltewillen und würden auch nach Beendigung des Insolvenzverfahrens weiter zur Verfügung stehen.

Anders an in vielen Insolvenzverfahren verfügte die ABC GmbH über eine gute Datenbasis, d. h. das Rechnungswesen war auf einem aktuellen Stand und ließ nur wenige Nachlässigkeiten erkennen. Auch der bisherige **Business Plan** machte einen soliden, konservativ ausgerichteten Eindruck.

2.3 Der Insolvenzantrag

Die anhaltend negative Entwicklung des Unternehmens führte zum Ende des Jahres 2008 schließlich dazu, dass Insolvenzantrag wegen **Zahlungsunfähigkeit** gestellt werden musste. Der Geschäftsführer hatte dabei soviel Weitsicht bewiesen, diesen nicht zu spät zu stellen. Sein Antrag erfolgte kurz nachdem das Unternehmen die Gehälter nicht mehr zahlen konnte. Rückstände lagen darüber hinaus auch beim Finanzamt, Sozialversicherungsträgern und Zulieferern (insbesondere Rohstofflieferanten) vor.

Das Insolvenzgericht bestellte nach erfolgter Antragsstellung einen **vorläufigen Insolvenzverwalter** aus der Region. Dieser zeigte sich nicht nur als juristisch sehr

kompetent, sondern sah auch die Notwendigkeit, eine auf die Gestaltung von Investorenprozessen in Insolvenzverfahren spezialisierte Beratung hinzuzuziehen. Sein Fokus lag auf einer Fortführung des Unternehmens und auf der Realisierung einer übertragenden Sanierung. Ein Insolvenzplanverfahren hingegen war nicht Bestandteil der Diskussion und wurde von keinem der Stakeholder angestrebt.

Die Rahmenbedingungen für eine **übertragende Sanierung** schienen günstig. Der Insolvenzverwalter konnte eine Vorfinanzierung des Insolvenzgeldes erwirken und den Betrieb vollumfänglich fortführen. Im Rahmen des vorläufigen Insolvenzverfahrens verblieben rund zwei Monate zur Umsetzung des Investorenprozesses

3 Ausrichtung des Investorenprozesses auf investorenspezifische Erwerbsgründe

Um die Lösungsqualität übertragender Sanierungen zu verbessern, ist es sinnvoll, die unterschiedlichen **Interessenslagen potentieller Erwerbskandidaten** zu analysieren.

Aus der Sicht eines Investors gibt es nämlich ganz unterschiedliche Gründe für den Erwerb eines Unternehmens bzw. einer Beteiligung aus der Insolvenz. Die Motive reichen von rein materiellen Erwägungen bis hin zu strategischen Argumenten. Beispiele sind: Erweiterung des eigenen Produktprogramms, Erwerb einer neuen Technologie, Verbesserung der Marktposition, Erwerb von besonders qualifiziertem Personal, Öffnung neuer Märkte/Vertriebskanäle für bestehende Produkte/Services. Vor diesem Hintergrund lassen sich die Erwerbsinteressenten grob in zwei Kategorien unterteilen:

3.1 Kategorie 1: »Asset-Käufer«

Hauptziel des **Asset-Käufers** ist der Kauf eines unterbewerteten Unternehmens. Er bietet im Wesentlichen für das Sachanlage- und Umlaufvermögen und fokussiert sich in erster Linie auf die **Liquidationswerte**. *Asset-Käufer* sind zumeist unmittelbare Wettbewerber, das Management des Unternehmens oder andere »Insider«. Sie sind auch diejenigen, die regelmäßig bereits zu einem frühen Zeitpunkt aktiv auf den Insolvenzverwalter zugehen, um die Möglichkeit einer Akquisition zu sondieren.

Asset-Käufer agieren zumeist unter Berücksichtigung einiger Rahmenbedingungen, die für das Schuldnerunternehmen von Nachteil sein können. So sind Wettbewerber oftmals nur an einigen werthaltigen Elementen interessiert (dies kann sich zum Teil auch nur auf einzelne Maschinen oder Produkte oder auf die Kundendatenbank beziehen), verfolgen aber nicht ernsthaft die langfristige Fortführung des Unternehmens. Das Management und andere »Insider« hingegen präferieren zwar einen Erhalt des Schuldnerunternehmens (mit neuer Gesellschafterstruktur), sind aber meist nur unzureichend mit Kapital ausgestattet, um den Erwerb und den kapitalintensiven Turnaround zu stemmen.

3.2 Kategorie 2: Strategische »Premium-Käufer«

Premium-Käufer verfolgen demgegenüber vorwiegend **strategische Ziele**. Sie wollen das Unternehmen weiterentwickeln und **Synergien** nutzen. Vor diesem Hintergrund berücksichtigen Premium-Käufer bei ihren Betrachtungen auch den künftigen Wert des Unternehmens und beziehen ihr Angebot auch auf die **immateriellen Werte** (Fröhlich/Köchling ZInsO 2002 478; Köchling Die Bedeutung immaterieller Werte im Insolvenzverfahren 248 ff.) sowie die **Wachstumspotentiale** des Schuldnerunternehmens. *Premium-Käufer* sind zumeist nicht ohne Weiteres identifizierbar. Sie kommen oftmals aus dem erweiterten Wettbewerbskreis und zeichnen sich dadurch aus, dass sie einen **optimalen strategischen Fit** mit dem Schuldnerunternehmen aufweisen. In bestimmten Fällen gehören auch **Finanzinvestoren** zu diesem Käuferkreis. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn diese eine sog. »Buy-and-Build«-Strategie verfolgen. Bei einer Buy-and-Build-Strategie erwirbt ein Investor auf Basis eines als Plattform erworbenen Unternehmens mehrere Unternehmen/Beteiligungen in derselben Branche und versucht, hieraus Synergien zu erzielen. Der Investor führt das Unternehmen also nicht »stand-alone« fort, sondern nutzt die Vorteile einer größeren Unternehmensgruppe.

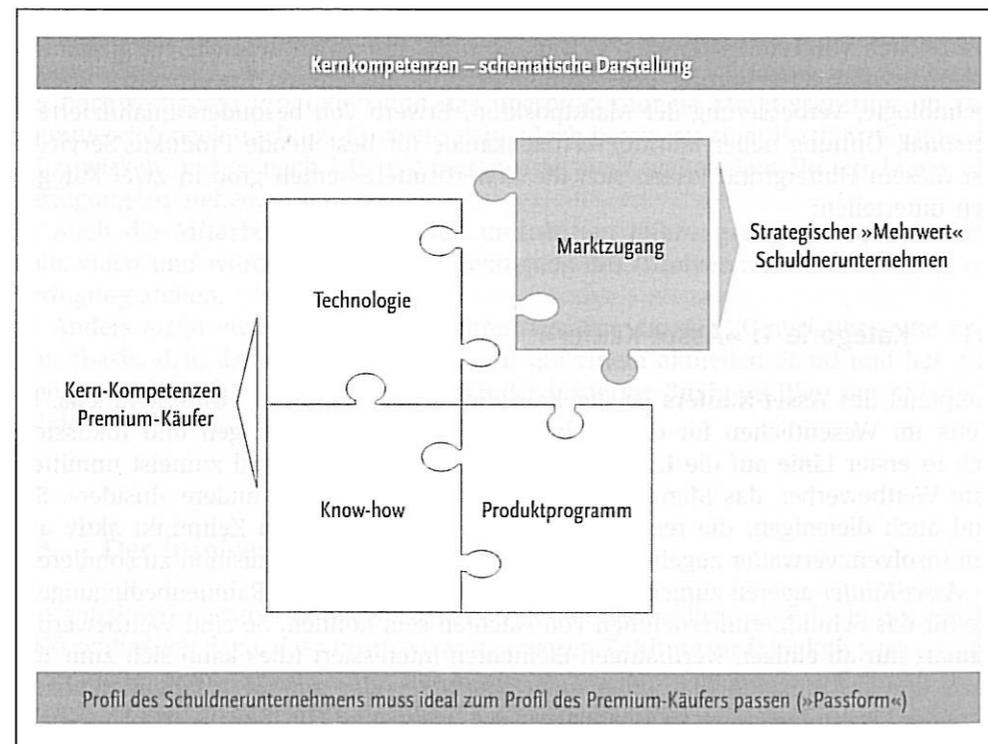


Abb. 1: Maximale Lösungsqualität durch optimalen »Strategischen Fit« mit Premium-Käufer

Die Graphik verdeutlicht schematisch, inwieweit sich ein **strategischer Mehrwert** des Schuldnerunternehmens komplementär zu den Kern-Kompetenzen des Premium-Käufers verhält. Dabei ist der strategische Mehrwert der Insolvenzsuldnerin jeweils individuell zu identifizieren, d. h. er kann z. B. im einen Fall einen Marktzugang darstellen, im anderen eine spezielle Technologie und im dritten Fall ein komplementäres Produktprogramm. Hier ist es Aufgabe des Insolvenzverwalters und seines Teams, dieses für das Schuldnerunternehmen herauszuarbeiten und den Investoren transparent zu machen.

Premium-Käufer sind regelmäßig nicht diejenigen Interessenten, die aktiv auf den Insolvenzverwalter zugehen. Hier bedarf es eines umfangreichen, **intelligenten Identifikationsverfahrens** sowie in vielen Fällen einer erheblichen Überzeugungsarbeit.

Zusammenfassend lässt sich die unterschiedliche Bewertung wie folgt illustrieren:

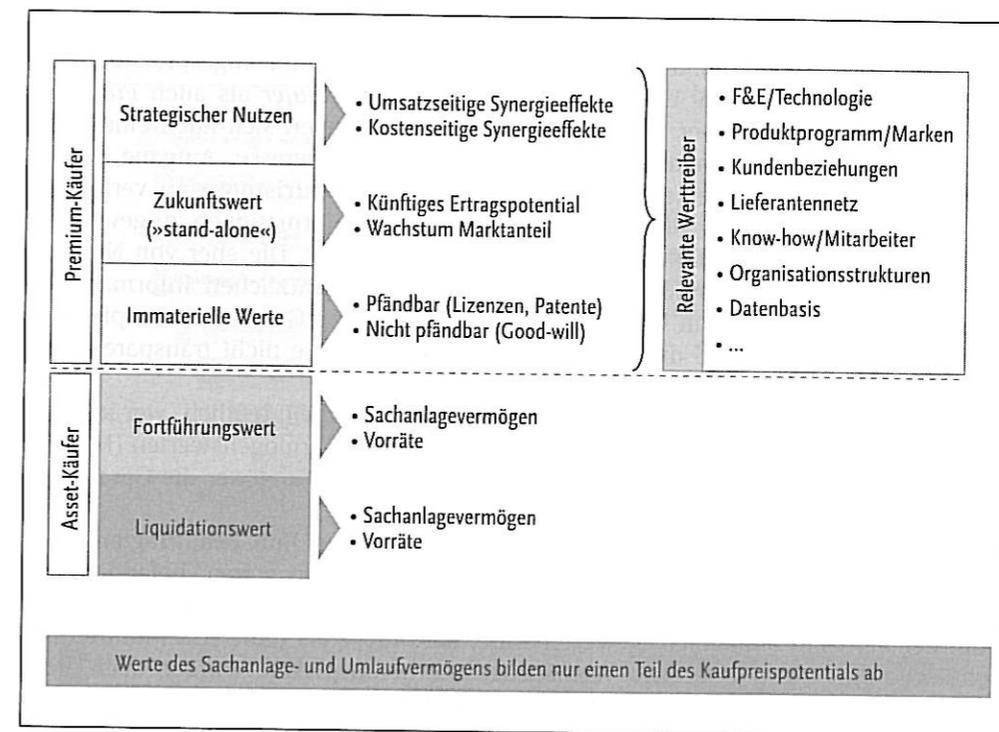


Abb. 2: Höchste Lösungsqualität durch Mobilisierung aller Wertebenen

Die intensive Suche nach dem richtigen Investor ist – neben der optimalen Prozessgestaltung – der entscheidende Faktor zur Maximierung der Gläubigerbefriedigung. Der erhöhte Aufwand für die **Identifikation von Premium-Käufern** ist aus Sicht der Gläubiger sowie auch der Insolvenzverwaltung durchaus ein lohnendes Investment. So werden etwa die zumeist besicherten Produktions-Immobilien von *Premium-Käufern* regelmäßig weitergenutzt, während direkte Wettbewerber aufgrund eigener Kapazitäten in vielen Fällen zumindest mittelfristig den Fertigungsstandort auflösen.

Die Anzahl der übernommenen Arbeitsverhältnisse ist vielfach signifikant höher, da die zu realisierenden Synergien nicht Kosten-, sondern oftmals Markt- oder Technologie-induziert sind.

3.3 Asset-Käufer vs. Premium-Käufer bei der ABC Kunststoffspritzguss GmbH

Im Fall der ABC GmbH wurde mit dem Investorenprozess frühzeitig, d. h. etwa fünf Tage nach Insolvenzantrag, begonnen (vgl. die unter 4. dargestellten zehn Schritte des Investorenprozesses).

Unter den möglichen Investoren, die selbsttätig Interesse an einer Analyse des Schuldnerunternehmens anmeldeten oder im Verlauf des vorläufigen Verfahrens vom Insolvenzverwalter und seinen Beratern identifiziert und angesprochen wurden, befanden sich sowohl die oben dargestellten *Asset-Käufer* als auch *Premium-Käufer*. Wie in Fällen dieser Größenordnung üblich meldeten sich auch eine Reihe von Wettbewerbern mit mehr oder weniger fundiertem Interesse. Aufgabe des Insolvenzverwalters ist es, einen sogenannten »Insolvenz-Tourismus« zu vermeiden und nur denjenigen Investoren Zugang zu werthaltigen Informationen zu gewähren, von denen auch ein **nachhaltiges Interesse** zu erwarten ist. Die eher von Neugierde getriebenen Investoren wurden zwar auch mit grundsätzlichen Informationen zum Schuldnerunternehmen versorgt und zum Teil auch zu Gesprächen empfangen, konnten aber überwiegend die Ernsthaftigkeit ihres Interesse nicht transparent und plausibel machen.

Bei Analyse der Interessentenschar wurde zum Teil schnell deutlich, wer im Rahmen eines Verkaufsverfahrens nur auf wenige werthaltige Vermögenswerten (Maschinenpark, Design-Entwürfe, Kundenkontakte) fokussiert war und wer die Gesamtheit des Unternehmens in sein Fortführungsszenario einbezog.

Unter den Investoren, die vom Verwalter und der von ihm beauftragten Beratungsgesellschaft als mögliche Erwerber identifiziert worden waren, befanden sich auch einige direkte Wettbewerber mit nahezu identischem Produktprogramm. Obwohl der Verdacht angebracht gewesen wäre, dass diese als reine *Asset-Käufer* auftreten und sich die werthaltigen Vermögenswerte herauspicken, wurden auch diese Interessenten in den Prozess einbezogen, da aufgrund einer intensiven Begleitung der Investoren deutlich wurde, dass diese an einem Erhalt des Standorts und der Aufrechterhaltung eines wesentlichen Teils des Produktprogramms Interesse hatten.

Insbesondere aber ein ausländischer Investor wurde als derjenige mit dem höchsten »strategischen Fit« angesehen. Das Produktprogramm des Investors war zwar vergleichbar, war allerdings in einem deutlich niedrigeren Qualitätssegment angesiedelt, sodass sich das Sortiment grundsätzlich komplementär ergänzte. Während der Investor insbesondere über einen Zugang zu dem Discount-Markt verfügte, waren Versuche des Interessenten, in den von deutschen Anbietern dominierten Markt im Bürofachhandel sowie im gehobenen Baumarktsegment einzusteigen, gescheitert.

Der »optimale strategische Fit« der beiden Unternehmen führte also zu einer »Win-win-Situation« insofern als dass der Erwerber nicht nur Interesse am Markt-

zugang und Entwicklungs-Know-how des Schuldnerunternehmens aufwies, sondern darüber hinaus auch die vollständige Produktion an den bestehenden Produktionsstandorten – unter Freisetzung nur einiger weniger Mitarbeiter – übernommen hat.

4 Gestaltender Investorenprozess mit Fokus auf »Premium-Käufer«

Die Verfasser gehen im Folgenden der Frage nach, wie ein **Verkaufsprozess** gestaltet werden muss, um eine möglichst **hohe Lösungsqualität** für die Beteiligten aufzuweisen. Zur erfolgreichen Umsetzung des Investorenprozesses sind die folgenden zehn Schritte zu befolgen:

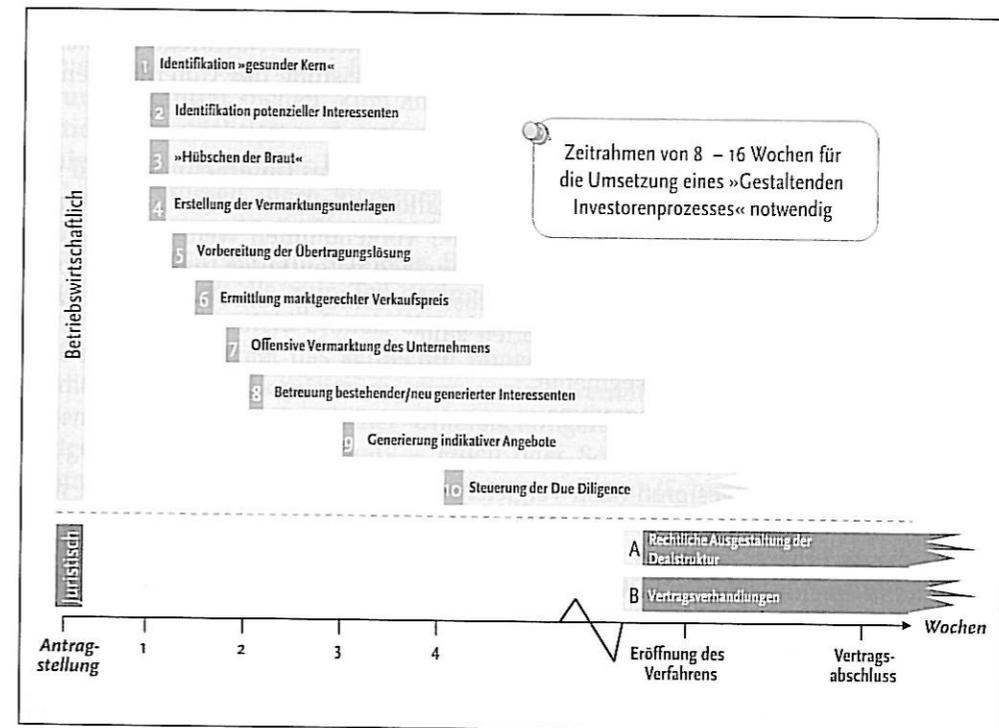


Abb. 3: Die zehn Schritte des »Gestaltenden Investorenprozesses«

Schritt 1: Identifikation des »gesunden Kerns«

Im ersten Schritt erfolgt eine umfassende Analyse des Schuldnerunternehmens, um die wesentlichen **Werttreiber** zu identifizieren. Dazu gehört neben einer **betriebs- und finanzwirtschaftlichen Analyse** auch eine **Marktbetrachtung** zur besseren Einordnung des Unternehmens in seinem Markt- und Wettbewerbsumfeld. Unter

Hinzuziehung aller vorliegenden Finanzdaten erfolgt sodann eine **Definition von Sanierungsmaßnahmen** sowie eine **Quantifizierung von Restrukturierungspotentialen**. In nicht wenigen Fällen muss bei insolventen Unternehmen im Verlauf des vorläufigen Insolvenzverfahrens noch Grundlagenarbeit in Bezug auf die Finanzdaten vorgenommen werden, da die Datenbasis oftmals nicht aktuell bzw. nicht professionell aufbereitet ist.

Eine wesentliche Aufgabe liegt in der Ermittlung aller werthaltigen Vermögenswerte aus der Sicht eines potentiellen Erwerbers, wobei insbesondere auch die **immateriellen Werte** (z. B. Technologien, Entwicklungsleistungen, Marktzugang und Kundenbasis, laufende Auftragsbeziehungen etc.) zu identifizieren sind.

Bei der ABC GmbH wurde schnell deutlich, dass sich das Unternehmen in seinem »Massengeschäft« (Haushaltswaren, Babyartikel) auch in den angestammten Vertriebskanälen nicht weiterhin im Wettbewerb mit günstigeren Anbietern aus Asien würde behaupten können. Die zukünftige Ausrichtung des Unternehmens sollte demnach auf die hochwertigeren Produkte ausgerichtet sein, auch wenn die Bereiche »Büromöbel/Büroartikel« und »Automobilzulieferer« in den vergangenen Jahren ebenfalls rückläufig waren. Dies lag zum einen an einer sinkenden Nachfrage im Markt, zum anderen aber auch an einer schwachen Vertriebsleistung des Unternehmens.

Schritt 2: Identifikation potentieller Interessenten

Auf Basis der in Schritt 1 erzielten, detaillierten Kenntnis des Unternehmens und seiner Werttreiber muss anschließend eine Identifikation möglichst vieler Interessenten mit einem guten strategischen Fit (»Long List«) vorgenommen werden. Aufgrund der bereits dargestellten, **heterogenen Interessenslage potentieller Investoren** sollte Ausgangspunkt jeder Investorensuche zunächst die Bildung von »**Interessen-Kategorien**« sein. Beispiele für solche Kategorien sind

- Erschließung neuer Kundensegmente,
- Erweiterung des Produktprogramms,
- Erwerb von Technologien etc.

Dadurch können die Investoren nach vergleichbaren Interessenslagen gruppiert werden, wodurch eine umfassende und zielgerichtete Investorensuche erleichtert wird.

Ziel dieses Prozesses ist die Identifikation sämtlicher *Premium-Käufer*. Dazu ist der Kreis möglicher Investoren über die offensichtlichen Anwärter hinaus deutlich auszuweiten. *Premium-Käufer* sind oftmals gerade solche Kandidaten, für die der Nutzen eines Erwerbs des Schuldnerunternehmens erst transparent gemacht werden muss.

Nachdem **Finanzinvestoren** zu Beginn der Finanzmarktkrise nicht mehr auf dem Markt für insolvente Unternehmen präsent waren, werden seit 2009 wieder erste Transaktionen getätigt, so dass auch diese Investorengruppe wieder selektiv angesprochen werden kann. Die Anzahl möglicher Investoren aus dem Bereich »Private Equity« ist jedoch signifikant gesunken, da viele von ihnen das Geschäftsfeld aufgrund ihrer arbeitsintensiven und kapitalzehrenden Investitionen in der Vergangenheit wieder verlassen haben. Nur wenige spezialisierte Finanzinvestoren beziehen auch weiterhin den Erwerb insolventer Unternehmen in ihr Investitionsspektrum ein.

Das grundlegende Dilemma der Finanzinvestoren in der Finanzmarktkrise bleibt aber bestehen. Funktionierende Kapitalmärkte sind insbesondere für diese Investorenklasse essentiell. In den Jahren 2005 bis 2007 wurden Akquisitionen vielfach mit hohen Fremdkapitalbeiträgen vorgenommen. Im aktuellen Umfeld ist die Möglichkeit des hohen »Leveraging« weitestgehend unmöglich geworden. Zur Realisierung eines Unternehmenserwerbs muss heute ein **signifikanter Eigenkapitalanteil** aufgebracht werden, um die durch die restriktive Kreditvergabe der Banken entstandene Kapitallücke zu schließen.

Auch die **Renditeerwartungen** mussten seit Ausbruch der Finanzmarktkrise reduziert werden. In Zeiten des Kredit- und Anlagebooms wurden mit der Aussicht auf überdurchschnittliche Renditen vielfach risikoreiche Investitionen getätigt. Da sich diese im Verlauf des wirtschaftlichen Abschwungs und der Kreditknappheit nicht realisieren ließen, werden nun in den Business Plänen wieder an die Marktgegebenheiten angepasste Renditen berücksichtigt. Generell gilt aber weiterhin, dass höhere Renditen nur durch ein höheres Risiko bei der Investition erzielt werden können.

Finanzinvestoren bieten im aktuellen Umfeld als Erwerber jedoch zum Teil sogar Vorteile: Zum einen liegen diese im Kapital, über das einige der Private Equity Funds immer noch verfügen und für das sie geeignete **Investitionsobjekte mit Wertsteigerungspotential** suchen. Zum anderen sind manche von ihnen auf **Turnaroundsituationen** spezialisiert und verfügen durchaus über weitreichende Erfahrung in der **Sanierung notleidender Unternehmen**.

Jedoch müssen diese Investoren – anders als bisher – zumeist einen langen Atem mitbringen, da die Restrukturierungsbemühungen mit größter Intensität geführt werden müssen und ein schneller Exit des Akquisitionsobjekts in der Regel nicht möglich ist. Auch die zum Teil **geringe Branchenerfahrung** erweist sich in einem kritischen Marktumfeld oftmals als schmerzhafter Nachteil.

Des Weiteren trägt das **schlechte Image** von Finanzinvestoren als vermeintlich renditefokussierte Akquisiteure ohne soziale Verantwortung – trotz einer Vielzahl gegenteiliger wissenschaftlicher Untersuchungen (Dornseifer in Leible/Lehmann, Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, S. 80; mit ausführlicher Literaturübersicht auch Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck, Private Equity in Deutschland, S. 197 ff.) – dazu bei, dass diese von vielen Gläubigern nicht als bevorzugte Käufer angesehen werden.

Auch bei der ABC GmbH zeigte etwa ein Dutzend Finanzinvestoren mit Schwerpunkt auf Turnaroundsituationen bzw. die Akquisition insolventer Gesellschaften grundsätzliches Interesse an einem Erwerb des Schuldnerunternehmens. Diese erkannten jedoch schnell, dass das Unternehmen einen Investor benötigte, der auch die Nachfrageseite verstärkte, da eine »stand-alone«-Lösung im bisherigen Umfang nach Übernahme keinen nachhaltigen Erfolg erwarten ließ. Diejenigen Finanzinvestoren, die eine erste Grobanalyse der ABC GmbH vornahmen, verfolgten keine Buy-and-Build-Strategie und konnten sich so zum Anschlag des Vertriebs und zur Realisierung von Synergiepotentialen keine Vorteile gegenüber strategischen Investoren verschaffen.

Schritt 3: Steigerung der Attraktivität des Übernahmepaketes

Auf Basis der Unternehmensanalyse und der abgeleiteten *Interessen-Kategorien* muss ein grobes **Fortführungskonzept** aus der Sicht eines fiktiven Investors erstellt werden. Dieses stellt wiederum die Grundlage für eine **detaillierte finanzielle und operative Unternehmensplanung** dar. Um das »Übernahmepaket« so attraktiv wie möglich zu schnüren, sind die Perspektiven der Übernahme / Beteiligung aus Sicht der potentiellen Investoren darzustellen. Dazu gehören neben **Sanierungspotentialen** vor allem auch **marktstrategische Aspekte**, die für den Erwerb sprechen.

Des Weiteren sollte bereits in diesem Stadium der konkrete **Verkaufsgegenstand** festgelegt werden: Dazu ist es erforderlich, das aus Sicht des Verkäufers sinnträchtigste Verkaufspaket zu definieren, um einen maximalen Gesamterlös zu erzielen. Dies kann im Einzelfall auch bedeuten, dass mehrere **Übertragungseinheiten** separat vermarktet oder bestimmte Unternehmensbereiche von der Veräußerung zunächst ausgeklammert werden. Die festgelegten Verkaufspakete müssen marktgerecht und auf das Ziel ausgerichtet sein, unter Berücksichtigung aller relevanten Aspekte (z.B. Kosten für eine erforderliche Mitarbeiterfreisetzung) eine maximale Masse realisieren zu können. Gibt die Verkäuferseite hier keine konkreten Vorgaben, besteht die Gefahr, dass Investoren eine optimale Gesamtlösung durch ein »Cherry Picking« unterlaufen.

Bei der ABC GmbH konnte auf der vorhandenen Unternehmensplanung aufgebaut werden. Dabei wurde insbesondere der »gesunde Kern« in den Vordergrund gestellt, d.h. abweichend vom bisherigen Business Plan des Unternehmens wurde das Fortführungskonzept auf die werthaltigen und zukunftsfähigen Unternehmensbereiche fokussiert. Diese entsprachen auch dem Verkaufspaket, das vom Insolvenzverwalter und seinen Beratern definiert worden war.

Da das Fortführungskonzept der ABC GmbH nicht alle bisherigen Geschäftsbereiche umfasste, wurde auch eine geringere Mitarbeiteranzahl berücksichtigt. Die Kosten für ihre Freisetzung wurden im Rahmen des Verkaufspaketes als Aufwand einkalkuliert.

Die Fortführungsplanung der ABC GmbH wurde zwar unter der Prämisse des Erwerbs durch einen Investor erstellt und berücksichtigte auch einen Erhalt der beiden Standorte (inklusive Ungarn), jedoch können die letztendlichen Synergievorteile und Zuwächse auf der Absatzseite erst dann eingerechnet werden, wenn der Investor die Planung durch seine eigenen Annahmen ergänzt.

Schritt 4: Erstellung der Vermarktungsunterlagen

Zur optimalen Vermarktung des Unternehmens sind die erlangten Erkenntnisse in einer ansprechenden, aussagekräftigen **Verkaufsunterlage** zu bündeln. Neben der Festlegung der relevanten Informationen ist dabei vor allem auf eine adressatengerechte Darstellung – in der »Sprache« der Investoren – zu achten.

Vor dem Hintergrund der Vertraulichkeit erfolgt hier sinnvollerweise ein iteratives Vorgehen: Zunächst erhalten die Interessenten ein **Kurzprofil (Teaser)**, welches das Zielunternehmen kompakt darstellt und wesentliche Eckpunkte einer Übernahme aus der Insolvenz aufzeigt. Das Kurzprofil dient der Erstansprache potentieller Investoren mit dem Ziel, Interesse für die Übernahme zu erzeugen. Erst nach Abschluss einer Vertraulichkeitserklärung erhalten die verbleibenden Interessenten eine detaillierte **Investorenunterlage (Information Memorandum)**, welche weit ausführlichere Informationen über das Unternehmen sowie über die Transaktionsstruktur enthält.

Das Kurzprofil für die ABC GmbH wurde vom Insolvenzverwalter und seinen Beratern bereits kurz nach Aufnahme der Vermarktungsaktivitäten erstellt und diente im Rahmen der Investorenansprache als erste Kurzinformation für diejenigen Interessenten, die sich der Sache grundsätzlich nähern wollten. Darin enthalten waren grundsätzliche Informationen zum Unternehmen, zur aktuellen Situation sowie zur weiteren Vorgehensweise. Diese Informationen waren weitestgehend im Markt bekannt und konnten somit nicht als marktschädlich angesehen werden. Die ausführlichere Investorenunterlage inklusive Fortführungsplanung wurde dann erst nach Unterzeichnung einer **Vertraulichkeitserklärung** zur Verfügung gestellt.

Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens sowie unter Berücksichtigung von Zeitdruck und Verhandlungsposition erweist sich die Nutzung einer »scharfen« Vertraulichkeitserklärung im Sinne der Zielrealisierung regelmäßig als kontraproduktiv. Eine aktive Vermarktung (vgl. Schritt 7), die die Interessenten für diese Investitionsoption erst generieren und diese dann von der Akquisitionsgelegenheit überzeugen muss, trägt keine prozesshinderlichen Schritte. Die tatsächlich vertraulichen Informationen sind daher durch eine enge Führung der Interessenten und iterative Informationsweitergabe weitestgehend zu schützen und erst später nach Abgabe eines verbindlichen Angebotes frei zu geben.

Schritt 5: Vorbereitung der Übertragungslösung

Parallel zu den Vermarktungsaktivitäten sind diverse Maßnahmen zur **Vorbereitung der Transaktion** in die Wege zu leiten. Dazu gehört in erster Linie die **Prüfung der Bereitschaft von Hauptkunden sowie wesentlicher Mitarbeiter und Know-how-Träger** zur Unterstützung der Fortführungslösung. Gleichzeitig sind mögliche *Deal Breaker* zu identifizieren und aufzulösen. Klassische Deal Breaker in diesem Zusammenhang sind z.B. Umwelt-Altlasten, die Übertragbarkeit von Genehmigungen, Lizenzen und Zertifizierungen sowie Eigentumsverhältnisse von Software-Sourcen (Quell-Codes) oder Patenten.

Diese Analysetätigkeiten wurden vom Insolvenzverwalter zeitgleich zu den Vermarktungsaktivitäten vorgenommen. Für die Fortführungsplanung der ABC GmbH war es von großem Vorteil, dass Hauptkunden grundsätzlich ihre Bereitschaft signalisiert hatten, auch nach Erwerb durch einen Investor weiterhin Produkte abzunehmen. Allerdings wurde dies einschränkend davon abhängig gemacht, welcher Investor die ABC GmbH erwirbt und wie das Fortführungskonzept ausgestaltet ist.

Gewerbliche Schutzrechte (insbesondere Patente) waren beim Schuldnerunternehmen vorhanden, lagen aber glücklicherweise beim Unternehmen selbst. Es sind vereinzelt Fälle zu beobachten, bei denen Geschäftsführer oder leitende Mitarbeiter Patente auf eigenen Namen angemeldet haben und dem Schuldnerunternehmen Nutzungsrechte einräumen; im schlimmsten Fall kann hierdurch eine Fortführungslösung empfindlich gestört oder sogar blockiert werden.

Schritt 6: Ermittlung eines marktgerechten Verkaufspreises

Als Vorbereitung auf spätere Verkaufsverhandlungen ist frühzeitig eine erste Abschätzung des erzielbaren Unternehmenswertes unter Insolvenzbedingungen vorzunehmen. Typischerweise liegen schon während des vorläufigen Insolvenzverfahrens Gutachten über das **Sachanlagevermögen** vor. Diese haben zur Bestimmung des

Unternehmenswerts jedoch nur eine begrenzte Aussagekraft, da sie zumeist gerade nicht den Wert des Unternehmens als wirtschaftliche Einheit widerspiegeln. Insbesondere wird ein generierbarer **Goodwill** häufig völlig außer Acht gelassen. Doch gerade für *Premium-Käufer* liegt in dieser Position ein signifikanter Wert.

Daher ist es sinnvoll, sich von dieser Insolvenzrechtliche grundsätzlich zu entkoppeln und vielmehr auf Grundlage der erstellten Fortführungsplanung über die gängigen »**Multiple**«-Verfahren **Wertkorridore** abzuleiten. Diese sollten jedoch unbedingt durch Analogieschlüsse aus realisierten Werten in vergleichbaren Verfahren gespiegelt werden. Nur auf Basis einer von den Insolvenzwertmaßstäben losgelösten Wertfindung lassen sich Erlöse in Höhe der Beleihungswerte der relevanten Wirtschaftsgüter erzielen.

Ziel bei der ABC GmbH war es, einen über das im Gutachten festgestellte Sachanlagevermögen hinausgehenden Verkaufspreis zu erzielen. Die nicht begutachteten immateriellen Werte wie Technologien, (nicht geschützte) Produktdesigns und Kundendatenbank wurden in Verhandlungen mit Investoren als absolut werthaltige Assets argumentativ verwendet. Parallel hierzu wurde auf Basis der Fortführungsplanung ein fiktiver Unternehmenswert nach Discounted Cash Flow-Methode ermittelt, um diesen gegenüber dem reinen Wert für das (materielle wie immaterielle) Sachanlagevermögen zu spiegeln.

Schritt 7: Offensive Vermarktung des Unternehmens

Die Ansprache der identifizierten, potentiellen Investoren ist ein **zeitaufwendiger Prozess**, da in vielen Verfahren mehr als 100 potentielle Investoren je vermarktungsfähiger Geschäftseinheit anzusprechen sind. Aufgrund des einhergehenden **Zeitdrucks** sind hier die **direkte Kontaktaufnahme mit den relevanten Entscheidungsträgern** sowie die **parallele Führung von Gesprächen mit mehreren Interessenten** erfolgskritisch. Um die Effektivität und Effizienz des Investorenprozesses zu gewährleisten, ist bereits in diesem Stadium ein einheitliches Vorgehen für alle Interessenten strikt einzuhalten.

Bei der ABC GmbH wurden auf die »Long List« zunächst 108 Unternehmen (strategische Investoren und Finanzinvestoren) aus dem In- und Ausland aufgenommen, die für einen möglichen Erwerb in Frage kämen. Der Großteil dieser Investorengesamtheit wurde aktiv kontaktiert, um das grundsätzliche Interesse am Schuldnerunternehmen zu eruieren. Einige Unternehmen hatten sich darüber hinaus selbst beim Insolvenzverwalter gemeldet und wurden nun in den strukturierten Prozess integriert. Sämtliche Aktivitäten fanden parallel zu den anderen vorzunehmenden Schritten – insbesondere die Maßnahmen der Schritte 3 bis 6 – statt, um dem engen Zeitrahmen des Insolvenzverfahrens gerecht zu werden.

Zur Maximierung der Chancen ist eine Reduzierung der persönlich zu kontaktierenden Interessenten auf eine »**Short List**« zu vermeiden, da sich hieraus überwiegend Nachteile, aber nur wenig Nutzen ergibt. Außerhalb von Insolvenzverfahren ist bei mehrstufigen Verkaufsprozessen eine Reduzierung auf eine »Short List« durchaus üblich. Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens würde dies jedoch eine Beschneidung von Optionen bedeuten, da sich erfahrungsgemäß nur aus einer großen Grundgesamtheit ein geeigneter Käufer heraus kristallisiert. Die Investitionsoption ist sodann so breit als möglich am Markt bekannt zu machen. Da ohnehin den re-

levanten Stakeholdern bekannt ist, dass eine Unternehmensveräußerung geplant ist, wird durch eine breite Streuung kein Schaden im Markt angerichtet.

Die Kontaktaufnahme mit den potentiellen Interessenten erfolgt sinnvollerweise durch auf Verkauf und Vermarktung orientierte Experten. Diese müssen – anders als es die Stellung des Insolvenzverwalters erlaubt – das Unternehmen von der ersten Minute an **aggressiv nach außen vermarkten**. Dies bezieht sich nicht nur auf die Anzahl der anzusprechenden potentiellen Interessenten, sondern vor allem auf die inhaltliche Überzeugungsarbeit in Gesprächen und Verhandlungen. Bereits in der Erstansprache sind für den Ansprechpartner der Nutzen einer Übernahme/Beteiligung des konkreten Unternehmens unternehmensspezifisch herauszuarbeiten sowie die Chancen und Vorteile einer Übertragung aus der Insolvenz darzustellen. Denn aus **Unwissenheit** über die Gestaltungsmöglichkeiten bei einem Kauf aus der Insolvenz sind viele potentielle Interessenten zunächst prinzipiell ablehnend eingestellt.

Auch im vorliegenden Insolvenzverfahren wurde keine bewusste Reduzierung auf eine »Short List« vorgenommen. Die »Long List« von 108 möglichen Investoren reduzierte sich auf einen Kern ernst zu nehmender Interessenten, da sich einige der möglichen Erwerber von selbst zurückzogen. Zum Teil wurden diese auch vom Insolvenzverwalter und seinem Team bewusst vom Verfahren ausgeschlossen, da sie kein vertrauenswürdiges Verhalten offenbarten und eine reine Neugier an Detailinformationen über einen Wettbewerber erkennen ließen. Teilweise wurde der vereinbarte Prozess zielgerichtet unterlaufen, in dem mehrfach das Management direkt mit einem »angeblich dringenden« Informationsbedarf kontaktiert wurde.

Im Verlauf des Verfahrens kristallisierten sich insbesondere zwei **ausländische Erwerber** mit einem hohen »strategischen Fit« als interessanteste Kandidaten heraus, einer aus dem osteuropäischen und einer aus dem asiatischen Raum.

Schritt 8: Betreuung bestehender/neu generierter Interessenten

Nach der Ansprache folgt der eigentliche **Informations- und Prüfungsprozess** mit den interessierten Kandidaten. Zu diesem Zeitpunkt ist davon abzuraten, anonyme **Datenräume** einzurichten, da diese wichtige Diskussionen mit den Interessenten unterbinden. Nur in **direkten Gesprächen** können etwa die Intentionen der potentiellen Investoren abgefragt und marktstrategische Fragen geklärt werden. Entscheidend ist eine intensive persönliche Betreuung aller Interessenten durch einen Ansprechpartner. Ein professioneller und zügiger Akquisitionsprozess kann nur dann gewährleistet werden, wenn dieser »aus einer Hand« koordiniert und gesteuert wird.

Grund hierfür ist zunächst, dass sämtliche Informationen, die an Investoren herausgegeben werden, zuvor kritisch auf **Konsistenz** zu prüfen und aufzubereiten sind. Des Weiteren ist zu vermeiden, dass divergierende Informationen an unterschiedliche Interessenten ausgehändigt werden. Insbesondere ist darauf zu achten, dass nicht etwa das Management als (zusätzlicher) Ansprechpartner von Investoren fungiert, da dieses oftmals eigene Interessen verfolgt, die den Gläubigerinteressen entgegenstehen können. Die Kommunikation gegenüber Investoren sollte zwingend kanalisiert werden, um ein Verbreiten widersprüchlicher und nicht abgestimmter Informationen zu vermeiden.

Bei der ABC GmbH wurde der **Kommunikationsprozess** in Bezug auf die Interessenten durch die vom Insolvenzverwalter beauftragte Beratungsgesellschaft übernom-

men. Der Verwalter wurde über den Stand der Dinge regelmäßig auf dem Laufenden gehalten. Die Investoren wurden je nach Nachhaltigkeit ihres Interesses und Stand ihrer Prüfungstätigkeit direkt mit Informationen versorgt. Hierzu wurde das vorab erstellte Informationspaket (vgl. Schritt 4) zur Verfügung gestellt und Rückfragen im direkten Austausch geklärt.

Schritt 9: Generierung indikativer Angebote

Vor dem Hintergrund des verhältnismäßig **engen Zeitfensters**, das die Insolvenz für die Umsetzung einer Übertragung/Beteiligung bietet, sind die Interessenten im Rahmen des Investorenprozesses gezielt auf die Abgabe eines **indikativen Angebotes** hin zu steuern. Ziel ist dabei, bereits in der indikativen Phase möglichst viele der potentiellen Investoren zur Abgabe eines weitgehend konkreten Angebotes zu bewegen, um zwischen den Interessenten eine **Wettbewerbsdynamik** zu entfachen.

Vielen Investoren ist der **zeitlich verdichtete Erwerbsprozess** nicht vertraut bzw. sie kommen in ihrem täglichen Geschäft nur selten mit Unternehmenskäufen in Berührung. Hier muss der Insolvenzverwalter mit seinen Beratern Aufklärung über die Besonderheiten des Insolvenzverfahrens leisten und zum Teil Vorbehalte entkräften. Umso wichtiger ist es, die Investoren eng zu führen und bei der Angebotserstellung zu begleiten.

Neben der Einhaltung von **Deadlines** für die Abgabe eines Angebotes ist vor allem auf die **inhaltliche Strukturierung des Gebots** zu achten. Dieses sollte im Falle eines angestrebten Asset Deals neben der **Darstellung des Fortführungs- und Übernahmekonzeptes** vor allem ein **Finanzierungskonzept**, bei Aufnahme von Fremdkapital zwingend mit **Finanzierungsbestätigung** (ggf. unter Vorbehalt einer bestätigenden Due Diligence), enthalten. Denn nur so kann eine qualifizierte Prüfung und Bewertung der Angebote im Hinblick auf Nachhaltigkeit der Lösung sowie der Bonität des Erwerbers erfolgen. Erforderliche Anpassungen sind ggf. mit dem Interessenten nach zu verhandeln.

Im Insolvenzverfahren der ABC GmbH konnten letztendlich indikative Angebote von vier Bietern eingeholt werden, wovon eines nicht den Anforderungen in Bezug auf die Darlegung des Fortführungskonzeptes entsprach und auch keine Finanzierungsbestätigung enthielt. Ein weiteres bezog sich nur auf die Übernahme einiger Vermögenswerte und musste ebenfalls abgelehnt werden. Die verbliebenen zwei Angebote – beide von ausländischen Investoren und auf Englisch verfasst – waren als werthaltig anzusehen. Beide waren zwar grundsätzlich vergleichbar, setzten aber in Bezug auf das Fortführungskonzept unterschiedliche Schwerpunkte. Dies hatte u. a. Auswirkung auf die Anzahl der übernommenen Mitarbeiter sowie auf das Volumen der fortzuführenden Geschäftsbereiche.

Schritt 10: Steuerung der Due Diligence/Rechtliche Ausgestaltung der Dealstruktur/Vertragsverhandlungen

Auf Basis der entwickelten, indikativen Angebote muss sodann entschieden werden, mit welchen Kandidaten in die **Detailprüfung** (sog. **Due Diligence**) sowie in **Vertragsverhandlungen** eingestiegen werden soll. Hierzu sind die vorliegenden Angebote quantitativ (Kaufpreis, Zahlungsbedingungen etc.), aber auch qualitativ (Übernahme Mitarbeiter, Nachhaltigkeit etc.) zu bewerten.

Für die Due Diligence sind dabei – möglichst bereits im Vorfeld – die erforderlichen Detaildaten aufzubereiten und in Form leicht verständlicher, belastbarer Unterlagen im **Datenraum** zur Verfügung zu stellen. Die Einrichtung eines Datenraums zu diesem Zeitpunkt ist üblich und durchaus sinnvoll, damit der Käufer die Gelegenheit erhält, Unternehmensdaten zu verifizieren und in eine Detailprüfung einzusteigen.

Grundsätzlich gilt: Je besser die Unterlagen vom Insolvenzverwalter und seinen Beratern aufbereitet werden, desto größer ist die Chance für eine erfolgreiche übertragende Sanierung. Die Investoren haben in der Regel nur einen sehr knappen Zeitraum zur Prüfung zur Verfügung und benötigen **aussagekräftige Informationen**. So kann vermieden werden, dass sich Interessenten mit Blick auf die Gefahr nicht erkannter Risiken zurückziehen.

Ein unprofessionelles Vorgehen im Rahmen der Due Diligence birgt die Gefahr, dass zunächst angebotene Kaufpreise unnötigerweise ausgehöhlt werden. Ein »**Werterhalt**« erfordert im Vorfeld ein entsprechendes Erwartungsmanagement, eine offene Kommunikation und Information sowie die Zugrundelegung von realistischen Prämissen – vor allem im Rahmen der Fortführungsplanung. Von grundlegender Bedeutung ist die **Generierung mehrerer Lösungsoptionen**, um nicht durch eine unnötige, frühzeitige Fokussierung auf einen Interessenten oder ein Beteiligungskonzept erpressbar zu werden. Insofern sollten bis zum Schluss alle möglichen Abschlussoptionen verfolgt und bis zur Vertragsreife gebracht werden. Der Insolvenzverwalter als Verkäufer behält so die Steuerungshoheit über das Verkaufsverfahren und läuft nicht Gefahr, sich von wenigen dominanten Investoren mit »Alleinstellungsmerkmal« diktieren zu lassen.

Mit den zwei Bietern, die indikative Angebote zum Erwerb der ABC GmbH eingereicht hatten, wurde eine Due Diligence durchgeführt und Vertragsverhandlungen aufgenommen. Aufgrund der Tatsache, dass beide Investoren aus dem Ausland kamen, gestaltete sich die Vertragsgestaltung schwierig, da immer wieder Übersetzer eingeschaltet werden mussten.

Die Gläubigerversammlung entschied sich schließlich für die Empfehlung des Insolvenzverwalters, einem asiatischen Investor den Zuschlag zu erteilen. Sein **Übernahmekonzept** brachte folgende Vorteile mit:

- Zahlung eines über das reine Sachanlagevermögen hinaus gehenden Kaufpreises (hier war argumentativ auch das konkurrierende Angebot des Wettbewerbers mit ähnlicher Struktur hilfreich)
- Beibehaltung der Standorte in Bayern und in Ungarn (wobei Ungarn zunächst nur einen Standorterhalt für drei Jahre erhielt und dann einer erneuten Prüfung unterworfen werden sollte)
- Übernahme von 85% der Mitarbeiter mit einem prozentual leicht höheren Abbau in Ungarn
- Ausbau der Premium-Geschäftsbereiche Büromöbel/Bürobedarf und Automobilzulieferer (hier sollten eigene Vertriebskontakte aus dem internationalen Umfeld eingebracht werden).

Der Investor legte insbesondere Wert auf die Technologie und die bisherigen Entwicklungsergebnisse der ABC GmbH. Auch das Label »Made in Germany« war entscheidend. Darüber hinaus waren das Know-how der Mitarbeiter sowie der Zugang zu einigen Kunden begleitende Faktoren für die **Investitionsentscheidung**.

Trotz zunächst einiger Vorbehalte ob der asiatischen Herkunft des Investors konnten sowohl die Gläubiger als auch Betriebsrat und Mitarbeiter durch den Investor überzeugt werden. Die freigesetzten Mitarbeiter in Deutschland konnten sich im Rahmen einer Beschäftigungs- und Qualifizierungsgesellschaft weiterbilden, so dass immerhin rd. 40% dieser Mitarbeiter binnen 6 Monaten eine neue Beschäftigung finden konnten.

5 Gesamtfazit

Die Realisierung einer übertragenden Sanierung mit optimaler Lösungsqualität erfordert – gerade im aktuellen Wirtschaftsumfeld – einen aktiv gesteuerten »**gestaltenden Investorenprozess**«. Zu oft werden im Rahmen von Insolvenzverfahren zu Lasten der Gläubiger Werte nicht realisiert und keine Fortführungslösung erreicht, weil kein ernsthafter oder nur ein passiver Investorenprozess durchgeführt wurde.

Die Umsetzung eines Unternehmensverkaufs unter Berücksichtigung der zeitlichen und verfahrenstechnischen Rahmenbedingungen ist ein zeit- und arbeitsintensives Unterfangen, das vom Insolvenzverwalter einen hohen (auch persönlichen) Einsatz erfordert. Ziel sollte es sein, nicht irgendeinen Käufer zu finden, der mit seinem Gebot nahe am Liquidationswert liegt und nur eine halbherzige Fortführungslösung umsetzt, sondern den »**richtigen**« Käufer zu identifizieren, der einen marktadäquaten Preis zahlt und mit seinem Fortführungskonzept die gewünschte Nachhaltigkeit vermittelt.

Die häufigsten Fehler in der Praxis im Rahmen von Unternehmensverkäufen aus der Insolvenz sind:

- Keine Entwicklung von **Alternativszenarien**, d.h. frühzeitige Konzentration auf bereits vorliegende Lösungsansätze
- Zu späte **Investorensuche**: Start des Investorenprozesses erst im eröffneten Verfahren
- Passive Investorensuche: Fokussierung auf Investoren aus dem unmittelbaren Umfeld des Schuldnerunternehmens statt **offensiver Vermarktung**
- Ungenügende **Informationstransparenz**: Mangelnde Aufbereitung von Unterlagen zur gezielten Information von Investoren auf Basis verständlicher und übersichtlicher Daten
- **Unflexibler Investorenprozess**: Durchführung von Standard-M&A-Prozessen mit Nutzung unangemessener Vertraulichkeitserklärungen statt Umsetzung einer spezifischen, auf die Insolvenzsituation angepassten Vorgehensweise.

All diese Aspekte führen regelmäßig dazu, dass keine ausreichende **Wettbewerbsdynamik** zwischen alternativen Lösungsoptionen mit der Folge einer erhöhten Abhängigkeit entfacht wird. Zugleich bleibt eine Vielzahl potenzieller Übernahmeinteressenten unerkannt. So haben Untersuchungen ergeben, dass über 80% aller potenziellen Investoren bei einer passiven Vermarktung unberücksichtigt bleiben, so das Ergebnis einer empirischen Studie der Verfasser. Schließlich besteht die Gefahr,

dass Konzepte mangels ausreichender Finanzierung noch während des Transaktionsprozesses oder aber bereits kurz nach der Übernahme scheitern.

Gerade jetzt ist es zwingend notwendig, sich sämtliche Lösungsansätze offen zu halten und sie zugleich parallel anzugehen. Dies bedeutet, dass sowohl **alternative Investorenkonzepte** als auch **Fortführungsinstrumente** simultan abzuarbeiten sind. Ansonsten ist die Gefahr im aktuellen Wirtschaftsumfeld groß, dass der Verkaufsprozess ins Leere läuft und letzten Endes eine vermeidbare Liquidation des Schuldnerunternehmens erfolgt.