

## **FINANCE - Der Markt für Unternehmen und Finanzen Heft 03 vom 27.02.2009, Seite 016**

### RESTRUKTURIERUNG

#### **Viele Pleiten, wenig Käufer**

#### **Der Pleitewelle folgt keine M&A-Welle. Das wird die Insolvenzverwalter und Restrukturierer zum Umdenken zwingen. Die Unternehmen zu stabilisieren reicht nicht mehr. Von Michael Hedtstück**

Märklin, Schiesser und Rosenthal, die Autozulieferer Edscha und TMD Friction, der Wohnwagenhersteller Knaus Tabbert alle insolvent. Und täglich kommen mehr renommierte Firmen dazu. "Wir laufen unter Vollast", reibt sich Dr. Sven Gless, Partner des Restrukturierungsberaters FMC, die Hände. "Im Moment verzeichnen wir dreimal so viele für uns relevante Krisen- und Insolvenzfälle wie noch im Dezember."

Mit der Krise steigen aber auch die Anforderungen an die Restrukturierer. "Sanierungen sind schwieriger geworden", sagt Gless. "Sie sind teurer, weil mehr Personal abgebaut werden muss. Die Unternehmen rauschen so schnell in die Insolvenz, dass außerdem noch die Liquiditätsausstattung oft von Anfang an kritisch ist. Und auch die Sanierer wissen nicht in jedem Fall, mit welchem Umsatz sie planen, wie tief sie schneiden müssen."

Fast schon folgerichtig erscheint es da, dass der Insolvenz- bislang noch keine Übernahmewelle folgt. "An Unternehmen mit reellem Insolvenzrisiko traut sich im Moment fast niemand heran", sagt Dr. Hanno Schmidt-Gothan, Partner des Finanzinvestors Perusa, der auch in Turnaround-Situationen investiert. "Und auch für insolvente Unternehmen, deren schleichender Niedergang durch die Finanzkrise beschleunigt wurde, finden sich im Moment kaum Käufer." Der Markt für Transaktionen mit Distressed Debt ist praktisch zum Erliegen gekommen. Das Einzige, was einigermaßen läuft, sind Transaktionen mit Unternehmen, die aufgrund eines Einmalereignisses umgeworfen worden sind. So wie Knaus Tabbert: Die Bayern wurden im Januar von dem niederländischen Finanzinvestor HTP übernommen.

Das Problem ist altbekannt: Die potentiellen Käufer setzen darauf, dass es noch billiger wird. Bislang zu Recht, denn in den vergangenen Wochen sind die Preise sowohl für Distressed Equity als auch für Distressed Debt und einzelne Vermögenswerte noch einmal deutlich unter Druck geraten, auch wenn sich die einzelnen Preisrückgänge aufgrund der heterogenen Struktur der Assetklassen nicht seriös beziffern lassen.

#### Lieferanten im Rezessionsblues

Diese Melange aus zunehmenden Pleiten und abwartenden Investoren hat gravierende Auswirkungen auf die Sanierung von Krisenunternehmen. Wo bis vor etwa einem Jahr insolvente Firmen von ihren Insolvenzverwaltern oft nur kurzfristig stabilisiert werden mussten,

bevor ein neuer Investor gefunden wurde, funktioniert dies aktuell nur noch selten. Mehr noch: Weil Lieferanten wegen der Rezession höchst alarmiert sind über die finanzielle Verfassung ihrer Kunden, ist die Betriebsmittelfinanzierung für insolvente Firmen noch herausfordernder geworden. Oft läuft fast alles nur noch über Vorkasse. Vielerorts heißt das: Wenn nicht schnell ein Käufer gefunden wird, gehen die Lichter aus.

Wer heute in ein insolventes Unternehmen einsteigt ob Finanzinvestor oder Strategie, muss also gleich viel frisches Eigenkapital und neue Banken mitbringen. Jeder, der diese Trümpfe hat, überlegt sich im Moment aber zweimal, wann und wo er sie ausspielen will.

Dies könnte zu einem weiteren Vormarsch des Insolvenzplanverfahrens führen, bei dem Unternehmen unter der Regie der alten Eigentümer und Gläubiger saniert werden können. In vielen Fällen wird es mangels Kaufinteressenten dazu außer der Abwicklung keine Alternative geben. "Aber wir werden das Planverfahren auch deshalb häufiger sehen, weil es sich in den vergangenen Jahren bewährt hat.

Banken, Gesellschafter und Arbeitnehmervertreter haben gelernt, dass es funktionieren kann", sagt Bernd Brunke, Leiter des Restrukturierungsteams bei Roland Berger.

Chapter 11, made in Germany?

Von den Insolvenzverwaltern werden in einem Planverfahren ganz andere Tugenden verlangt: Sie müssen wirklich sanieren, nicht nur stabilisieren. So aussichtslos, wie das Umfeld dafür erscheint, ist es aber nicht. "Alle Beteiligten gehen mit der aktuellen Wirtschaftskrise professioneller um als mit der vorherigen. Es steckt kaum mehr jemand den Kopf in den Sand, die meisten stellen sich der Situation", sagt Brunke. Dies erhöht die Überlebenschancen der Unternehmen.

Inzwischen mehren sich die Stimmen von Insolvenzexperten, die hinter vorgehaltener Hand den Gedanken in den Raum stellen, dass Deutschland nach dem Abarbeiten der aktuellen Pleitewelle mit vielen Planverfahren langfristig sogar ein Insolvenzverfahren bekommen könnte, das sich eng an das "Chapter 11" aus den USA anlehnt. Dann würden sich die Insolvenzverfahren stärker an den Interessen der Unternehmen und weniger an denen der Gläubiger orientieren. Schnelle M&A-Transaktionen aus der Insolvenz würde es in einem solchen Rechtsumfeld auch nicht mehr so viele geben. ||

michael.hedtstueck@finance-magazin.de

Bildunterschrift

Viele Pleiten, wenig Käufer

Grafik

Michael Hedtstück

1123371, ZECO, 27.02.09, Words: 704

# Viele Pleiten, wenig Käufer

Der Pleitewelle folgt keine M&A-Welle. Das wird die Insolvenzverwalter und Restrukturierer zum Umdenken zwingen. Die Unternehmen zu stabilisieren reicht nicht mehr.



Von Michael Hedtstück

**M**ärklin, Schiesser und Rosenthal, die Autozulieferer Edscha und TMD Friction, der Wohnwagenhersteller Knaus Tabbert – alle insolvent. Und täglich kommen mehr renommierte Firmen dazu. „Wir laufen unter Vollast“, reibt sich Dr. Sven Gless, Partner des Restrukturierungsberaters FMC, die Hände. „Im Moment verzeichnen wir dreimal so viele für uns relevante Krisen- und Insolvenzfälle wie noch im Dezember.“

Mit der Krise steigen aber auch die Anforderungen an die Restrukturierer. „Sanierungen sind schwieriger geworden“, sagt Gless. „Sie sind teurer, weil mehr Personal abgebaut werden muss. Die Unternehmen rauschen so schnell in die Insolvenz, dass außerdem noch die Liquiditätsausstattung oft von Anfang an kritisch ist. Und auch die Sanierer wissen

nicht in jedem Fall, mit welchem Umsatz sie planen, wie tief sie schneiden müssen.“

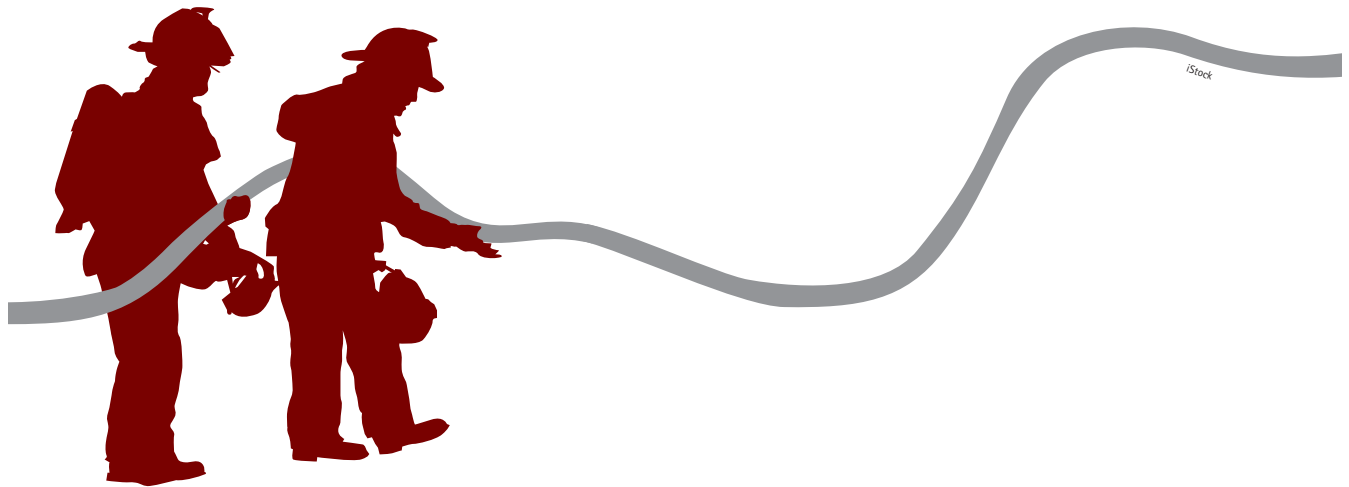
Fast schon folgerichtig erscheint es da, dass der Insolvenz- bislang noch keine Übernahmewelle folgt. „An Unternehmen mit reellem Insolvenzrisiko traut sich im Moment fast niemand heran“, sagt Dr. Hanno Schmidt-Gothan, Partner des Finanzinvestors Perusa, der auch in Turn-around-Situationen investiert. „Und auch für insolvente Unternehmen, deren schlechender Niedergang durch die Finanzkrise beschleunigt wurde, finden sich im Moment kaum Käufer.“ Der Markt für Transaktionen mit Distressed Debt ist praktisch zum Erliegen gekommen. Das Einzige, was einigermaßen läuft, sind Transaktionen mit Unternehmen, die aufgrund eines Einmalereignisses umgeworfen worden sind. So wie Knaus Tabbert: Die Bayern wurden im Januar von dem niederländischen Finanzinvestor HTP übernommen.

Das Problem ist altbekannt: Die potentiellen Käufer setzen darauf, dass es noch billiger wird. Bislang zu Recht, denn in den vergangenen Wochen sind die Preise sowohl für Distressed Equity als auch für Distressed Debt und einzelne Vermögenswerte noch einmal deutlich unter Druck geraten, auch wenn sich die einzelnen Preisrückgänge aufgrund der heterogenen Struktur der Assetklassen nicht seriös beziffern lassen.

## Lieferanten im Rezessionsblues

Diese Melange aus zunehmenden Pleiten und abwartenden Investoren hat gravierende Auswirkungen auf die Sanierung von Krisenunternehmen. Wo bis vor etwa einem Jahr insolvente Firmen von ihren Insolvenzverwaltern oft nur kurzfristig stabilisiert werden mussten, bevor ein

RESTRUKTURIERUNG



■ Wichtige Akteure am Distressed-Markt

| Investoren | Insolvenzverwalter            | Interimsmanager  | Dealberater          |
|------------|-------------------------------|------------------|----------------------|
| Arques     | Brinkmann & Partner           | Alix Partners    | Close Brothers       |
| Aurelius   | HWW Wienberg Wilhelm          | Alvarez & Marsal | Dietzsch-Doertenbach |
| BluO       | Leonhardt Westhelle & Partner | Droege           | Goldman Sachs        |
| Oaktree    | Pluta Rechtsanwälte           | FMC              | Houlihan Lokey       |
| Orlando    | Schultze & Braun              | Roland Berger    | Rothschild           |

Quellen: FINANCE, INDAT-Report

neuer Investor gefunden wurde, funktioniert dies aktuell nur noch selten. Mehr noch: Weil Lieferanten wegen der Rezession höchst alarmiert sind über die finanzielle Verfassung ihrer Kunden, ist die Betriebsmittelfinanzierung für insolvente Firmen noch herausfordernder geworden. Oft läuft fast alles nur noch über Vorkasse. Vielerorts heißt das: Wenn nicht schnell ein Käufer gefunden wird, gehen die Lichter aus.

Wer heute in ein insolventes Unternehmen einsteigt – ob Finanzinvestor oder Strategie –, muss also gleich viel frisches Eigenkapital und neue Banken mitbringen. Jeder, der diese Trümpfe hat, überlegt sich im Moment aber zweimal, wann und wo er sie ausspielen will.

Dies könnte zu einem weiteren Vormarsch des Insolvenzplanverfahrens führen, bei dem Unternehmen unter der Regie der alten Eigentümer und Gläubiger

saniert werden können. In vielen Fällen wird es mangels Kaufinteressenten dazu außer der Abwicklung keine Alternative geben. „Aber wir werden das Planverfahren auch deshalb häufiger sehen, weil es sich in den vergangenen Jahren bewährt hat. Banken, Gesellschafter und Arbeitnehmervertreter haben gelernt, dass es funktionieren kann“, sagt Bernd Brunke, Leiter des Restrukturierungsteams bei Roland Berger.

Chapter 11, made in Germany?

Von den Insolvenzverwaltern werden in einem Planverfahren ganz andere Tugenden verlangt: Sie müssen wirklich sanieren, nicht nur stabilisieren. So aussichtslos, wie das Umfeld dafür erscheint, ist es aber nicht. „Alle Beteiligten gehen mit der aktuellen Wirtschaftskrise professioneller

um als mit der vorherigen. Es steckt kaum mehr jemand den Kopf in den Sand, die meisten stellen sich der Situation“, sagt Brunke. Dies erhöht die Überlebenschancen der Unternehmen.

Inzwischen mehren sich die Stimmen von Insolvenzexperten, die hinter vorgehaltener Hand den Gedanken in den Raum stellen, dass Deutschland nach dem Abarbeiten der aktuellen Pleitewelle mit vielen Planverfahren langfristig sogar ein Insolvenzverfahren bekommen könnte, das sich eng an das „Chapter 11“ aus den USA anlehnt. Dann würden sich die Insolvenzverfahren stärker an den Interessen der Unternehmen und weniger an denen der Gläubiger orientieren. Schnelle M&A-Transaktionen aus der Insolvenz würde es in einem solchen Rechtsfeld auch nicht mehr so viele geben. ||

michael.hedtstueck@finance-magazin.de