



Sanierungsfinanzierung

Prof. Dr. Peter Witt

*Lehrstuhl für Innovations- und Gründungsmanagement
Universität Dortmund*

Witt – Sanierungsfinanzierung – Seite 1



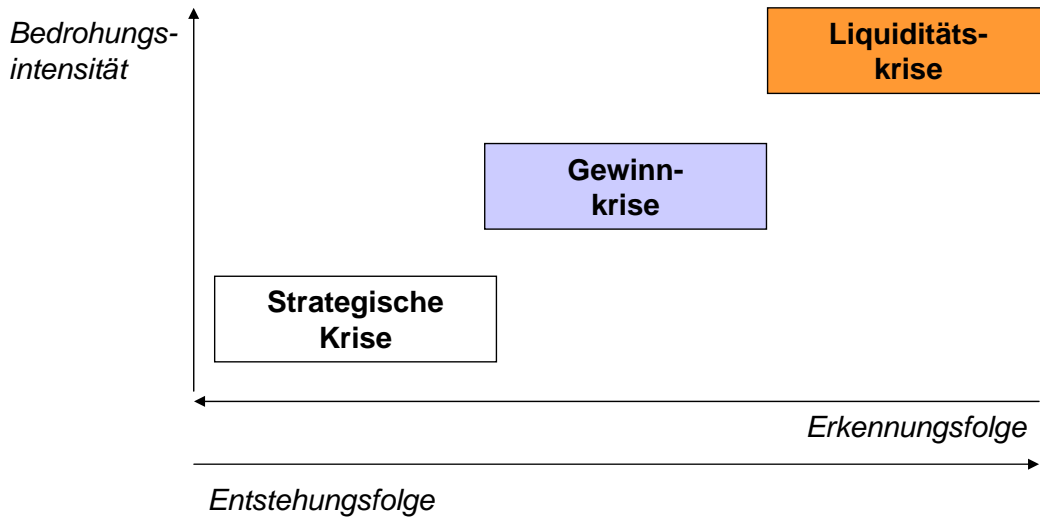
Gliederung:

1. Krisenentstehung, Sanierung und Insolvenz
2. Theorien zur Finanzierung im Sanierungsfall
3. Finanzierungsinstrumente im Sanierungsfall
4. Schlussfolgerungen

Witt – Sanierungsfinanzierung – Seite 2



Krisenentstehung und Möglichkeiten der Krisenüberwindung



Krisenursachen aus unterschiedlichen Perspektiven

Sicht der Geschäftsführung	Sicht Außenstehender
<ul style="list-style-type: none"> ■ Nachfragerückgang ■ Scharfer Wettbewerb ■ Schwierige Finanzierung ■ Schlechte Zahlungsmoral der Kunden ■ Hohe Steuern und Abgaben ■ Schwieriger Umgang mit der Bürokratie 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Schlechte Finanzplanung ■ Unzureichende Marktforschung ■ Schlechte Mitarbeiterführung ■ Unzureichende Eigenkapital-Ausstattung ■ Zu starkes Wachstum ■ Fehlende Kundenorientierung ■ Mangelnde Kostendisziplin



Aufgaben und Voraussetzungen der Sanierungsfinanzierung

- **Sicherstellung des finanziellen Gleichgewichts als oberstes Ziel:** Die Deckung des langfristigen Kapitalbedarfs und die Sicherung der Zahlungsfähigkeit sind gleichberechtigte Aufgaben der Sanierungsfinanzierung.
- **Großer Zeitdruck ist typisch:** Setzt die Sanierungsfinanzierung erst ein, wenn schon Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit festgestellt wurde, bleiben maximal drei Wochen Zeit (Insolvenzantragsfrist).
- **Vorliegen eines Sanierungsplans als notwendige Voraussetzung:** Eine finanzielle Sanierung ist mittel- und langfristig nur in Verbindung mit einer operativen Sanierung und einer strategischen Neuaufstellung des Unternehmens aussichtsreich.
- **Große Attraktivität für alle Beteiligten:** Insolvenzverfahren sind Wertvernichter. (Fast) alle Beteiligten haben daher ökonomische Anreize, eine Sanierung durchzuführen und das Unternehmen am Leben zu erhalten.



Möglichkeiten der Sanierung kurz vor der Insolvenz und in der Insolvenz

Sanierung kurz vor der Insolvenz

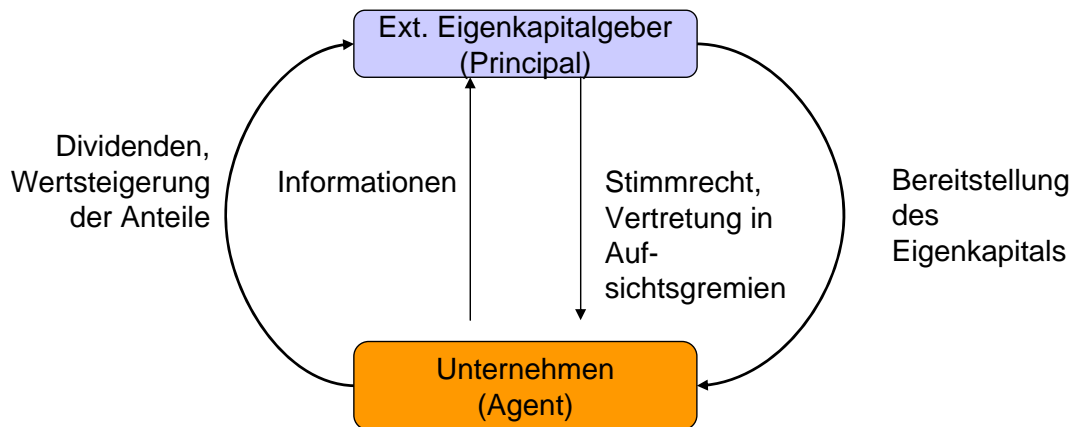
- Freie bzw. außergerichtliche Sanierung
- Voraussetzung: alle Beteiligten sind bereit, einen Beitrag zur Erhaltung des Unternehmens zu leisten (z.B. Forderungsverzicht, Verzicht auf Verwertung von Sicherheiten)
- Vorteile: fehlende Publizität, Durchführung durch das eigene Management, niedrigere Kosten als beim gerichtlichen Sanierungsverfahren
- Gefahr der Insolvenzverschleppung

Sanierung in der Insolvenz

- Insolvenzplanverfahren
- Voraussetzung: Sanierungsfähigkeit ist grundsätzlich gegeben und in einem Sanierungsplan dokumentiert
- Vorteile: Obstruktionsverbot, Kreditkündigungen bleiben ohne Wirkung, Einzelzwangsvollstreckungsmaßnahmen sind unwirksam, Verwertungsstopp für Sicherheitseigentümer und Sicherungsgläubiger
- Gefahr der Haftung des Insolvenzverwalters



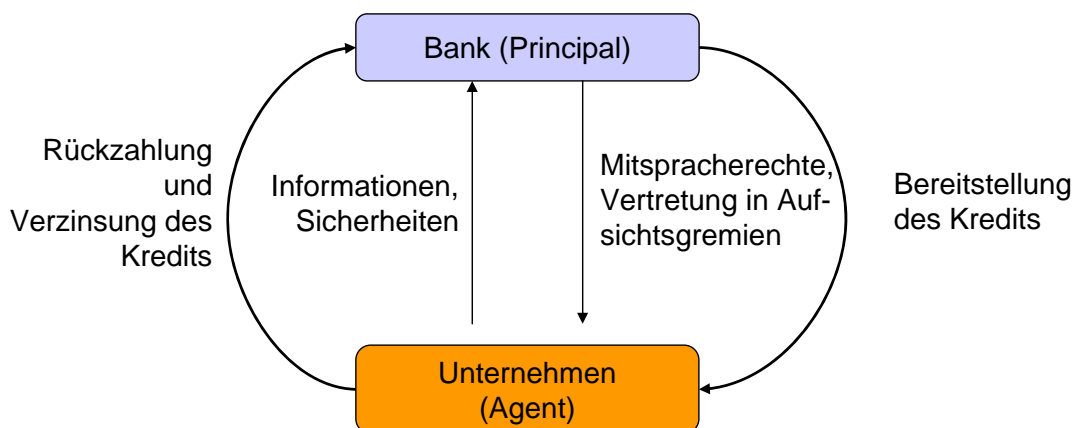
Externe Eigenfinanzierung als Principal Agent-Problem



- Gefahr der Übervorteilung durch interne Eigenkapitalgeber und Manager (Moral Hazard)
- Keine festen Auszahlungsansprüche, Verlustrisiko der Kapitaleinlage
- Beteiligung an Wertsteigerungen (Eigenkapitalgeber als Residual Claimant)



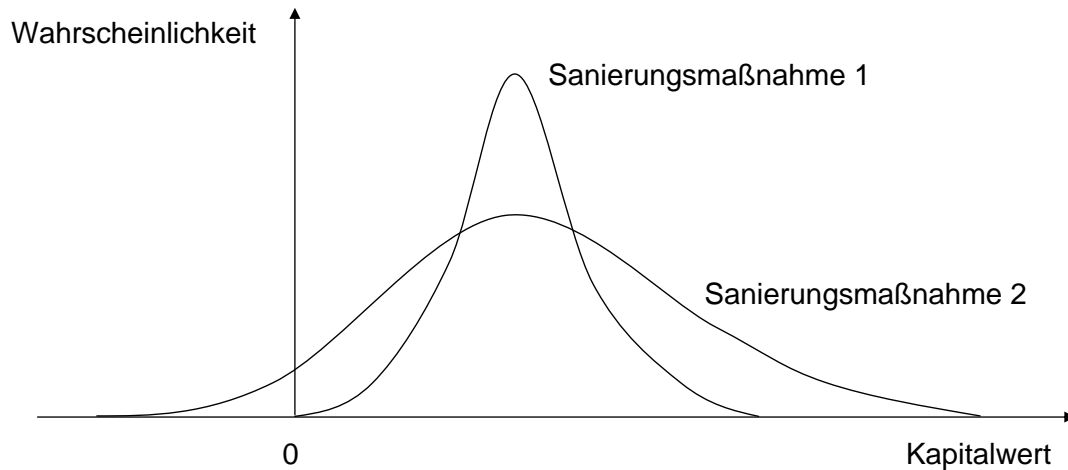
Fremdfinanzierung als Principal Agent-Problem



- Beteiligung an Verlusten, Kreditausfallrisiko (vor allem bei fehlender Besicherung und Rangrücktritt)
- Keine Beteiligung an Wertsteigerungen



Eigen- und Fremdkapitalgeber haben klar unterschiedliche Risikopräferenzen

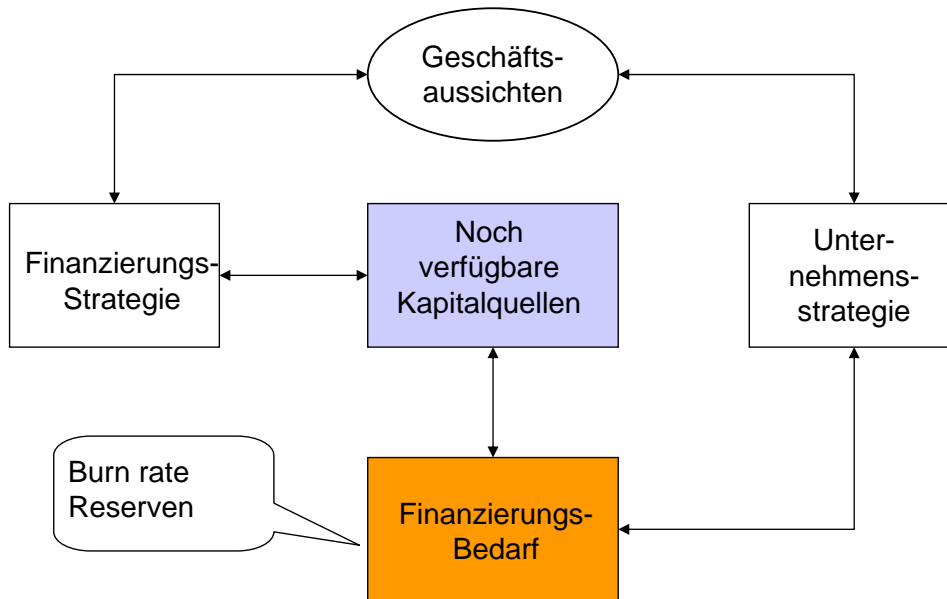


Die Signalling-Theorie der Sanierungsfinanzierung

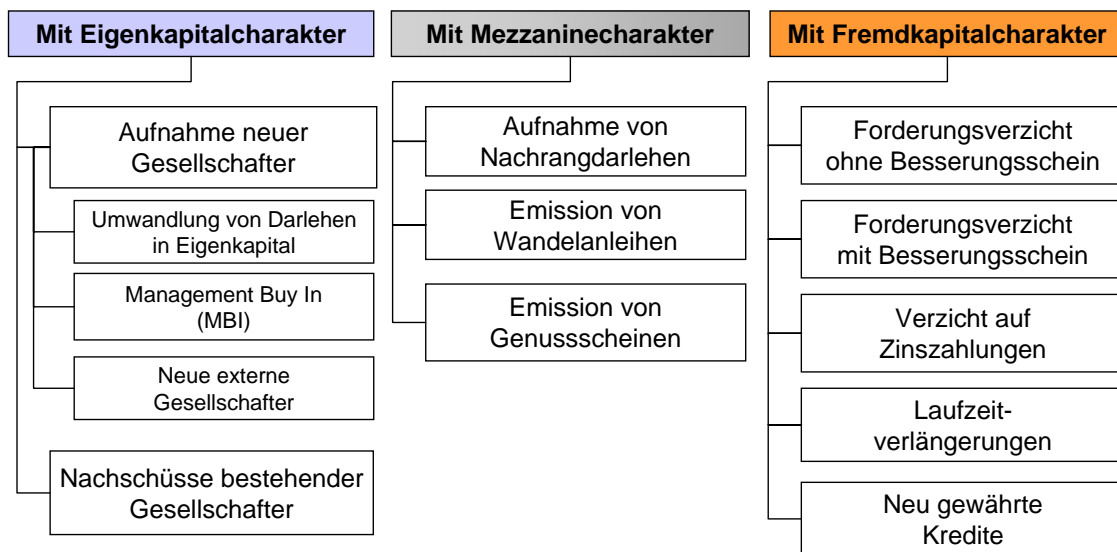
- **Die Informationsasymmetrie zwischen den beteiligten Parteien kann durch glaubwürdige Signale verringert werden.** Konkret wird das Verhalten vergleichsweise gut informierter Parteien von vergleichsweise schlechter informierten Parteien als Signal für die Sanierungschancen eingeschätzt.
- **Signale haben kumulative Wirkung.** Daher müssen in der Sanierung frühzeitig positive Signale ausgesendet und negative Signale verhindert werden.
- **Positive Signale:**
 - Neukredite durch die Hausbank
 - Nachschießen von Eigenkapital durch Altgesellschafter
 - Eigenkapitalbeteiligungen der Geschäftsführer (MBI)
- **Negative Signale:**
 - Kündigung von Kreditlinien durch die Hausbank
 - Weigerung von Altgesellschaftern, Eigenkapital nachzuschließen
 - Ausscheiden von Geschäftsführern



Rahmenbedingungen der Sanierungsfinanzierung



Instrumente der Sanierungsfinanzierung im Überblick





Spezielle Probleme beim Einsatz der Finanzierungsinstrumente (1)

- **Bei Forderungsverzichten von Gläubigern entsteht ein Gefangenendilemma:** Kollektiv sind sie empfehlenswert, wenn es Sanierungschancen gibt, aber individuell bestehen Anreize, nicht auf Forderungen zu verzichten („Trittbrettfahrer“ bzw. „Akkordstörer“).
- **Stillhalteabkommen (befristetes Zahlungsmoratorium) sind ein wichtiger erster Schritt.** Still haltende Gläubiger müssen aber fürchten, dass andere Gläubiger ihre Forderungen in der Zwischenzeit eintreiben.
- **Hausbanken spielen eine zentrale Rolle:** Ihr Verhalten sendet wichtige Signale an alle anderen. Bankjustitiare sehen aber keine Kreditversorgungspflicht. Viele Banken wollen das Firmenkundengeschäft auch bewusst reduzieren.
- **Kapitalerhöhungen (Zufuhr neuen Eigenkapitals) kurz vor der Insolvenz bergen ein hohes Risiko für Eigenkapitalgeber.** Sie sind nur möglich, wenn die Renditechancen aus der Sanierung das Risiko überkompensieren.



Spezielle Probleme beim Einsatz der Finanzierungsinstrumente (2)

- **Rangrücktritt und Forderungsverzicht mit Besserungsvereinbarung sind ökonomisch dasselbe,** werden aber juristisch unterschiedlich behandelt (Bsp. Bilanzierung der Verbindlichkeit).
- **Die Umwandlung von Darlehen in Eigenkapital („Debt for Equity Swap“) ist unbeliebt.** Es gibt ein Bewertungsproblem, denn der Wert der Forderung (Sacheinlage) hängt von der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens ab. Zudem entsteht das Eigenkapitalersatzrisiko für Forderungen, die nicht umgewandelt wurden (schwierige Prüfung der Geltung des Sanierungsprivilegs).
- **Banken geben im Sanierungsfall nicht gerne neue Kredite.** Die Sicherheiten für solche Kredite können sittenwidrig sein. Öffentliche Bürgschaften sind nicht schnell genug zu bekommen (lange Notifizierungsverfahren). Bankenpools agieren oft schwerfällig.



Bei der Sanierungsfinanzierung müssen juristische, betriebswirtschaftliche und psychologische Aufgaben bewältigt werden

- **Je früher eine Krise erkannt wird, desto besser sind die Möglichkeiten der Sanierung.**
- Sanierungsfinanzierung setzt **Vertrauen der Beteiligten in die Zukunftschancen des Unternehmens** voraus. Vertrauen entsteht nur bei offener Kommunikation.
- **Die Transaktionskosten der Sanierungsfinanzierung sind hoch.** Sie sind zudem um so höher, je mehr Kapitalgeber es gibt und je unterschiedlicher deren Position ist.
- Sanierungsfinanzierung gelingt nur, wenn gut informierte Parteien **frühzeitig positive Signale senden**. Das setzt Verhandlungsgeschick und geeignete Anreize voraus.
- Die **Sanierung nach Insolvenzplanverfahren** heraus ist eine wichtige Option, die in der Praxis wegen der juristischen Risiken noch zu wenig genutzt wird.



Peter Witt ist Inhaber des Lehrstuhls für Innovations- und Gründungsmanagement an der Universität Dortmund. Er wurde 1966 geboren, studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Bonn, wurde an der WHU in Vallendar promoviert und habilitierte sich in Betriebswirtschaftslehre an der Humboldt-Universität zu Berlin. Herrn Witts Forschungsgebiete sind Gründungsfinanzierung, Entrepreneurship, Private Equity und Familienunternehmen. Er ist Bereichs herausgeber der Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Bereich „Kleine und mittlere Unternehmen“), geschäftsführendes Vorstandsmitglied des Förderkreises Gründungsforschung e.V. (FGF), sowie Vorsitzender der wissenschaftlichen Kommission in der Erich Gutenberg Arbeitsgemeinschaft e.V.

Adresse:

Prof. Dr. Peter Witt
Lehrstuhl für Innovations- und Gründungsmanagement
Universität Dortmund
Otto-Hahn-Straße 4
44221 Dortmund
Tel: 0231-755-3292
Fax: 0231-755-7022
Email: p.witt@wiso.uni-dortmund.de

