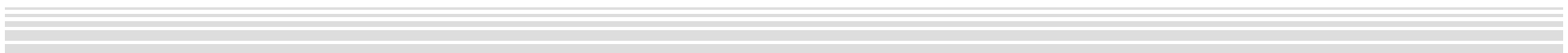


## Restrukturierungsforum Reform InsO

 PERUSA

Erfahrungen mit Insolvenzkäufen in der Praxis

München, 09. November 2011



## Übersicht PERUSA

### **Unabhängiger Private Equity Spezialist**

Fokus auf „Sondersituationen“ – einschließlich Käufen aus der Insolvenz

### **Institutionell**

Perusa stehen in Fonds I institutionelle Mittel von über 150 Mio. € und demnächst in Fonds II von 200 Mio. € zur Verfügung, die bei Bedarf durch Co-Investments unserer Fondspartner aufgestockt werden können. Investoren sind überwiegend Pensionsfonds

### **Praktische Erfahrung mit Insolvenzverfahren**

Perusa hat erfolgreich Unternehmen aus der Insolvenz erworben und prüft regelmäßig derartige Investitionsvorhaben

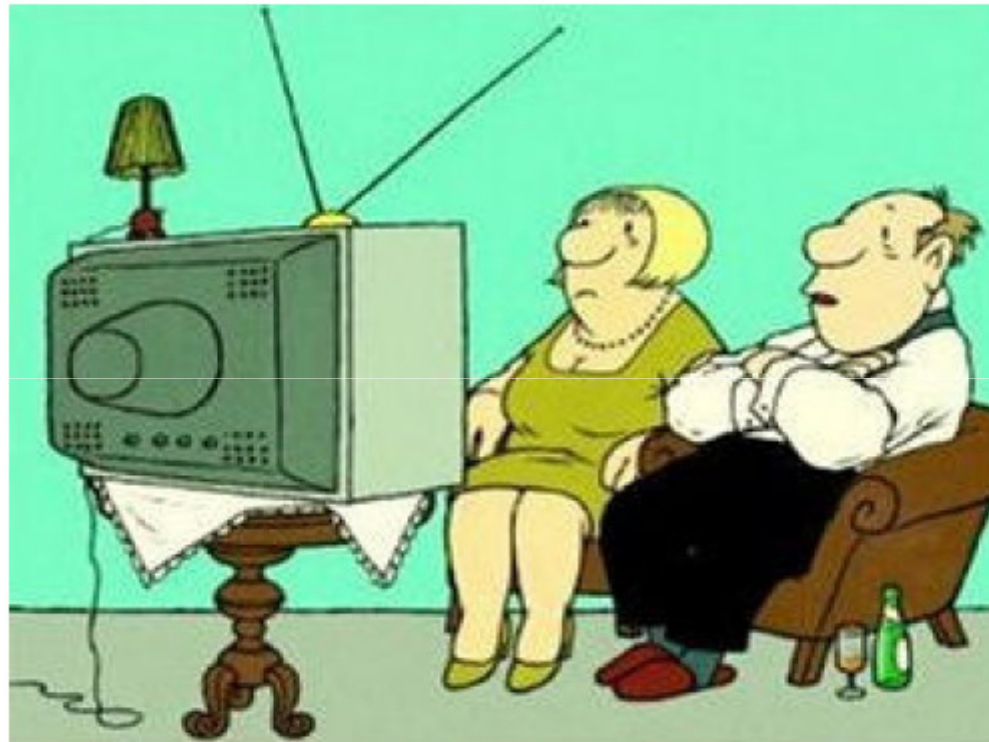
### **Ziel ist immer die Fortführung des Unternehmens**

Perusa ist nur am Erwerb und der Fortführung „lebender“ Unternehmen interessiert



Wir sind keine Spezialisten des Insolvenzrechts, sondern Praktiker, die lebende Unternehmen mit dem Ziel der Fortführung bereits aus der Insolvenz erworben haben und das auch in Zukunft weiter tun werden.

Die Beziehung zwischen Equity-Investor und Insolvenzverwalter hat Parallelen zum wirklichen Leben



*Männer & Frauen  
passen einfach nicht zusammen*

## Bei ca. 200 analysierten Transaktionen pro Jahr...

- .... unterzeichnen wir ca. 150 Vertraulichkeitserklärungen
- .... haben wir in weniger als 2% der Fälle Diskussionen über deren Inhalt
- .... entfallen aber 95% dieser Diskussionen auf Vertraulichkeitserklärungen von Insolvenzverwaltern!
- .... kommt es leider immer wieder vor, dass wir allein wegen inakzeptabler und vollkommen unüblicher Vertraulichkeitserklärungen von einer Prüfung der Transaktion Abstand nehmen müssen!



Es fängt oft schon nicht gut an. Das Vorgehen vieler Insolvenzverwalter in diesem Bereich kostet unnötige Zeit und entspricht keinem M&A Standard!

## Häufige Mythen zu Insolvenztransaktionen

- „Oft enden eigentlich gute Unternehmen mit guten Geschäftsmodellen unverschuldet in der Insolvenz“
- „Die Bank hat nur den Stecker zu früh gezogen“
- „In der Insolvenz kauft man billig, man eignet sich ja zum Teil die Verluste der Gläubiger an“
- „Aus der Insolvenz zu kaufen ist ein Geheimtipp, außer uns macht (kann/will) das keiner“

## Nüchterne Wahrheiten zu Insolvenztransaktionen

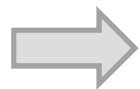
- Die Geschäftsmodelle vieler insolventer Unternehmen sind ein Gruselkabinett! Oft ist die Insolvenz nur die Kulmination jahrelanger Erfolglosigkeit
- Die Bank hat dem Treiben eher zu lange zugeschaut
- Es ist oft gar nicht einfach zu sagen, ob man nun teuer oder billig kauft
- Der Verkäufer (Insolvenzverwalter) hat aus Sicht des Käufers oft keine Ahnung von dem, was er da verkauft
- Der Verkäufer (Insolvenzverwalter) verändert den Kaufgegenstand laufend
- Eine operative Bankfinanzierung ist meist schwierig zu bekommen bzw. zu halten
- Steuerliche Verlustvorträge gehen oft verloren (bei der übertragenden Sanierung)

## Wie bewertet ein Equity-Investor ein insolventes Unternehmen? (1)

Die anerkannte Bewertungslogik folgt dem Discounted Cash Flow / Capital Asset Pricing Model. Sie lässt sich für den Sonderfall der Insolvenz vereinfacht wie folgt darstellen:

- + Nachhaltig erzielbares EBITDA des gekauften Geschäftes  
(Ermittlung oft Kunst, nicht Wissenschaft)
  - Abzüglich dafür nötige Investitionen in Maschinen und Anlagen  
(oft starker insolvenzbedingter Investitionsstau!)
  - = Bewertungsrelevante Cash Flow Annäherung
  - X mal Faktor (Höhe hängt von der Branche und den Umständen ab)
  - = Annäherung an den Wert des schuldenfreien Unternehmens
  - Minus übernommene Schulden  
(in der Insolvenz typischerweise keine!)
  - Fehlende / unvollständige Aktiva des Umlaufvermögens  
( in der Insolvenz typischerweise alle außer dem Lager!)
  - Insolvenzbedingte Sonderprobleme, die Cash kosten
  - = Angebot an den Insolvenzverwalter in dieser Höhe machen?
- „Normales“  
M& A Geschäft

Spezifische  
Insolvenz-  
themen



Angebot nur sinnvoll, wenn die Zerschlagungswerte nicht höher liegen

## Wie bewertet ein Equity-Investor ein insolventes Unternehmen? (2)

### Es gibt bei der Bewertung eine Reihe insolvenzbedingter Sonderthemen:

- Der Insolvenzverwalter verkauft in der übertragenden Sanierung bis auf das Lager meist kein Umlaufvermögen. Daher muss der Wert des typischerweise benötigten Umlaufvermögens insoweit abgezogen werden, als er nicht mit verkauft wird
- Aber: Was ist denn der „Wert des typischerweise benötigten Umlaufvermögens“? Die meisten Unternehmen wurden schon lange vor der Insolvenz mit zu niedrigem Umlaufvermögen betrieben, weil es an der Möglichkeit eines „vorbeugenden Insolvenzantrags“ fehlt und der Antrag mit Zerschlagung gleichgesetzt wird
- Der Mindestwert des künftig benötigten Umlaufvermögens steigt durch das Insolvenzereignis meist stark an (Einkauf gegen Vorkasse!)
- Das „Current Trading“ ist für den Investor kaum zu überwachen
- Ausländische Kunden verstehen nicht, warum sie geleistete Anzahlungen verlieren sollen
- Ungeschriebene „Handshake Deals“ mit dem Inhaber vor der Insolvenz beeinflussen die Geschäftsbeziehungen nach der Insolvenz zwar nicht rechtlich, wohl aber wirtschaftlich
- Der Insolvenzverwalter denkt in „Cash“. Der Investor denkt in „Unternehmenswert minus zeitnahe Cash-out“
- Die GuV-Rechnung kann durch Deckungskäufe der Kunden im Vorfeld einer befürchteten Insolvenz verzerrt sein



## Welche Gesprächsbasis hat der Investor für seine Bewertungsüberlegungen (1)?

### Welche Qualifikation hat der Insolvenzverwalter?

- Verwertung ist die „Regionalliga“. Eine Fortführung ist oft bereits wesentlich anspruchsvoller. Die Erhaltung eines großen Unternehmens aus der Insolvenz ist die Königsklasse!
- Welche relevante Erfahrung bringt der Insolvenzverwalter dafür mit und wer sucht ihn aus?
  - Oft sehr regional geprägtes Qualifikationsniveau. Wenn es in der Region keine größeren Unternehmen gibt, findet man dort oft auch keine einschlägig erfahrenen Verwalter
  - Die erfolgreiche Abwicklung der Insolvenz einer Tankstelle qualifiziert nicht unbedingt für die Abwicklung eines mittelständischen Industrieunternehmens! Wir beobachten enorme Erfahrungs- und Qualifikationsunterschiede
  - Es ist kritisch wichtig, dass sich der Verwalter in die Bewertungslogik des Käufers hineindenken kann
  - Wer stellt diese Auswahl unter Erfahrungsgesichtspunkten sicher?

## Welche Gesprächsbasis hat der Investor für seine Bewertungsüberlegungen (2)?

### Welche Ressourcen hat der Insolvenzverwalter im Unternehmen zur Verfügung?

- Die Buchhaltungs- und Analyseresourcen des Unternehmens stellen sich nach Eröffnung zwangsläufig bald auf „Insolvenzgestion“ um
- Der Investor will aber den „steady state“ sehen
- Die Übersetzung von „Insolvenzgestion“ in „steady state“ ist nur unter Inkaufnahmen von Analyseaufwand möglich
- Wer kann solche Analysen leisten?
  - Meist nicht die teuren „high level“ Berater mit ihren typischen Sanierungsgutachten
  - Der Controller des Unternehmens. Ohne ihn geht es meist gar nicht!
  - Gerne auch der langjährige WP des Unternehmens
- Ein Ersatz fehlender real existierender Zahlen durch „bottom up“ Analysen ist meist nicht ausreichend!

## Wird es durch eine Reform des Insolvenzrechts besser?

**Fazit: Es besteht schon jetzt eine Diskrepanz zwischen dem rechtlich Möglichen und dem Geschehen in der Praxis**

- Nach der letzten Novelle des Insolvenzrechts gab es zunächst über lange Zeit nur wenige Insolvenzplanverfahren
- Die Insolvenzverwalterszene ist nicht übertrieben experimentierfreudig
- Die Lernkurve im Insolvenzverwaltergeschäft ist lang
- Der Anteil sanierungsfähiger Unternehmen ist nicht sehr hoch
- Die derzeitige Auswahlpraxis führt u.U. eher nicht zur zügigen Ausbildung von Kompetenzzentren