

Kreditsanierung durch Distressed M&A

UNTERNEHMENSVERKAUF IN DER KRISE In Zeiten der Wirtschaftskrise und zunehmender Insolvenzen steigen die Belastungen der Kreditinstitute im Firmenkundengeschäft – die Ausfallrisiken nehmen zu. Der ideale Weg, Abschreibungen auf Forderungen gegenüber Krisenunternehmen zu begrenzen, ist die Sanierung. Eine auch aus Bankensicht attraktive Variante kann hierbei die Beteiligung neuer Investoren im Rahmen eines strukturierten M&A-Prozesses sein. *Sönke Schulz | Philipp Reick*

Keywords: Kreditgeschäft, Sanierung, Mergers & Acquisitions

Gerät ein Firmenkunde in eine Krise, kommen aus Bankensicht neben der Veräußerung des Kreditengagements als grundsätzliche Restrukturierungsstrategien die Sanierung stand-alone oder die Aufnahme eines kapitalstarken Partners bzw. die Veräußerung des Unternehmens in Betracht. Die kreditgebenden Banken haben durch die Entscheidung über die Bereitstellung weiterer Mittel zur Sanierung maßgeblichen Einfluss auf die Handlungsoptionen. Ihre Perspektive wird in hohem Maße durch folgende Faktoren beeinflusst:

- Wie werden die Erfolgsaussichten einer Sanierung des Unternehmens beurteilt?
- Beteiligen sich die Gesellschafter finanziell an den Risiken der Sanierung?
- Sind zusätzliche Sicherheiten zur Absicherung eines Sanierungskredits vorhanden?
- Wie stellt sich die individuelle Verwertungssituation in der Liquidation oder Insolvenz als Worst-Case-Szenario dar?

Erscheint die Ausdehnung des Kreditengagements unter Berücksichtigung der

erwarteten Sanierungschancen und Besicherungsmöglichkeiten als zu riskant, wird die Bank von einer Bereitstellung weiterer Mittel zur Stand-alone-Sanierung absehen. Dies gilt insbesondere in fortgeschrittenen Krisenstadien, in denen sich die Gesellschafter häufig nicht durch zusätzliches Eigenkapital oder weitere Sicherheiten an den Risiken der Sanierung beteiligen können oder wollen.

Unter diesen Gegebenheiten erscheint die Suche eines externen Investors häufig als einzige sinnvolle Option zur Risikominimierung und zum bestmöglichen

vestors als Ergebnis eines strukturierten M&A-Prozesses aus Bankensicht mehrere Chancen. So wird durch die Stärkung der Eigenkapitalbasis mittels Zuführung frischer Mittel die Liquidität des Krisenunternehmens gestärkt. Es kann so eine mögliche Überschuldung oder drohende Zahlungsunfähigkeit überwinden und die mit einer Insolvenz verbundenen Risiken abwenden.

Aus einer M&A-Transaktion geht das Krisenunternehmen häufig leistungs- wie finanzwirtschaftlich gestärkt hervor, da es von Synergieeffekten und zusätzlichen

Aus Sicht der Bank erscheint das Engagement eines externen Investors bei dem Krisenunternehmen häufig als sinnvoller Weg zur Risikominimierung und zum bestmöglichen Werterhalt der Kreditsicherheiten.

Wererhalt der Sicherheiten. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund einer unzureichenden Besicherung im Falle einer Liquidation oder gar Insolvenz.

Chancen aus Bankensicht

Die strukturierte Planung und Durchführung von Unternehmenstransaktionen (Mergers & Acquisitions) findet zunehmend auch bei Krisenunternehmen Anwendung (Distressed M&A). Grundsätzlich bietet die Aufnahme eines neuen In-

Management- und Restrukturierungskapazitäten profitieren kann. Dies führt in der Folge nicht nur bei Kreditinstituten regelmäßig zur Stabilisierung einer vormals oft gestörten Vertrauensbasis, sondern auch bei den übrigen Stakeholdern (vor allem Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern).

M&A-Transaktionen in der Krise zeichnen sich häufig dadurch aus, dass der künftige Investor auch mit den Banken über Sanierungsbeiträge verhandeln wird. Trotz eines möglicherweise akzep-

tierten Teilverzichts auf Kreditforderungen wird sich das Kreditinstitut regelmäßig besser stellen als bei einer alternativen Verwertung ihrer Sicherheiten. Zudem gewinnen die verbliebenen Forderungen und Sicherheiten im Zuge des Turnarounds oftmals an Wert gegenüber einem Stand-alone-Szenario. Teilweise ist der Rückzug der beteiligten Banken aus dem Engagement im Rahmen einer Umfinanzierung unter Einbindung neuer Kreditinstitute möglich.

Vorteile eines strukturierten M&A-Prozesses

Ist die Entscheidung zu Gunsten einer Investorensuche gefallen, kommt es darauf an, einen methodisch strukturierten M&A-Prozess durchzuführen. Die Vorteile gegenüber einem unkoordinierten Verkaufsprozess liegen vor allem in der erhöhten Transaktionssicherheit durch die umfassende Ansprache geeigneter Interessenten sowie die bestmögliche Entwicklung eines Bieterwettbewerbs unter po-

tenziellen Investoren. Dies ist umso mehr von Bedeutung, da die Verhandlungsposition gegenüber möglichen Erwerbern zu Beginn der Verkaufsbemühungen üblicherweise schwach ausgeprägt ist. Erst durch Schaffung einer Wettbewerbssituation unter den Interessenten wird es mög-

Während des Verkaufsprozesses treten regelmäßig Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern, Fremdkapitalgebern, Management und weiteren Beteiligten zutage.

lich sein, ein optimales Verhandlungsergebnis für die beteiligten Parteien (vor allem Gesellschafter und Kreditinstitute) zu erzielen.

Die wesentlichen Merkmale eines strukturierten Veräußerungsprozesses liegen in der Ausschöpfung des gesamten Käuferpotenzials, der aktiven Vermarktung des Krisenunternehmens und einem stringenten Projektmanagement. Zu Beginn des M&A-Prozesses steht zunächst

die detaillierte Recherche geeigneter Interessenten. Auf diese Weise wird eine zielorientierte Ansprache sämtlicher sinnvoller Investorengruppen gewährleistet. Dabei gilt es neben strategisch motivierten Brancheninvestoren auch auf Restrukturierungen spezialisierte Finanzin-

vestoren sowie gegebenenfalls Privatinvestoren und MBI-/MBO-Kandidaten zu identifizieren. Mit steigender Unternehmensgröße empfiehlt sich eine geografische Ausweitung der Investorensuche auf das Ausland, eventuell ist sie sogar zwingend notwendig. Insgesamt erhöht eine fundierte Recherche und professionelle Ansprache des relevanten Käuferspektrums die Erfolgswahrscheinlichkeit des M&A-Prozesses deutlich.

1

Idealtypischer Distressed-M&A-Verkaufsprozess



Eine aktive Vermarktungsstrategie umfasst neben der detaillierten Analyse des Kerngeschäfts und der Finanzlage des Krisenunternehmens die Auseinandersetzung mit den Ursachen der aktuellen Probleme. Die Erkenntnisse dieser Analyse und die daraus abzuleitenden Perspektiven und Chancen werden im Laufe des M&A-Prozesses potenziellen Investoren vermittelt und nachvollziehbar dokumentiert (Informationsmemorandum, Datenraum, Businessplan). Die begründbare Darstellung der Sanierungsfähigkeit des Krisenunternehmens fördert wesentlich das Interesse möglicher Investoren.

Ein weiteres wichtiges Merkmal des strukturierten Unternehmensverkaufs ist ein stringentes Projektmanagement durch den Verkäufer. Durch diese Vorgehensweise ist der Initiator des Unternehmensverkaufs trotz der zunächst schwach ausgeprägten Verhandlungsposition in sämtlichen Projektphasen in der Lage, die Kontrolle über die einzelnen Projektphasen sowie deren Zeitplan auszuüben. Ablauf und Zeitbedarf eines idealtypischen Bieterverfahrens sind aus ► 1 ersichtlich. In der Praxis sind jedoch aufgrund der Krisensituation häufig Anpassungen einzelner Prozessschritte erforderlich.

Spektrum potenzieller Investoren

Geeignete Interessenten für ein Engagement bei Krisenunternehmen sind im Wesentlichen im Branchenumfeld des Unternehmens oder im Bereich spezialisierter Turnaround-Finanzinvestoren zu finden. Vereinzelt kommen auch Privatinvestoren oder MBI-/MBO-Konstellationen als Erwerbergruppen in Betracht.

Zu den strategischen Investoren können entlang der Wertschöpfungskette Lieferanten, direkte und indirekte Wettbewerber sowie Kunden des Krisenunternehmens gezählt werden. Hauptmotiv eines Erwerbs ist in allen Fällen die Stärkung der eigenen Geschäftsaktivitäten durch eine Marktausweitung, vertikale Integration oder Diversifizierung in Kom-



— Wichtigstes Kriterium für potenzielle Investoren ist die nachgewiesene Sanierungsfähigkeit des Krisenunternehmens.

bination mit dem Krisenunternehmen. Im Vordergrund des Interesses von zumeist Unternehmen aus dem Wettbewerbsumfeld steht die Realisierung von Umsatz- und Kostensynergien durch die Kombination von Produkten, Marken, Vertriebskanälen, Technologien oder Produktionsverfahren sowie die Reduktion von Overhead-Kosten (zum Beispiel in den Bereichen Einkauf, F&E, Verwaltung).

Spezialisierte Turnaround-Investoren aus der Private-Equity-Branche konzentrieren sich bei Krisenunternehmen auf eine intensive operative und finanzielle Restrukturierung. Da sie anders als strategische Investoren keine Synergien realisieren können, basiert ihr Investitionskalkül auf der Erzielung eines nachhaltigen Turnarounds. Der wichtigste Werthebel für Turnaround-Investoren ist neben einem günstigen Kaufpreis daher die eigene Restrukturierungskompetenz.

Turnaround-Investoren gewinnen immer mehr an Bedeutung und konkurrieren bei nahezu jedem Verkaufsverfahren mit strategisch motivierten Investoren.

Durch ihr umfassendes Experten-Netzwerk und ihre Sanierungserfahrung bilden sie eine ernstzunehmende Investorenkategorie.

Des Weiteren sind als potenzielle Investoren in geringem Umfang auch vermögende Privatinvestoren zu nennen, die sich selektiv bei Krisenunternehmen engagieren. Im Rahmen von MBI-/MBO-Konstellationen gehen darüber hinaus vormals angestellte Führungskräfte in die unternehmerische Verantwortung, häufig finanziell begleitet von Beteiligungsgesellschaften.

Entscheidungskriterien der Investoren

Wichtigstes Kriterium für potenzielle Investoren ist die nachgewiesene Sanierungsfähigkeit des Krisenunternehmens. Es sollte daher über ein marktfähiges Kerngeschäft in einem stabilen Marktumfeld verfügen. Zudem sollte operatives Verbesserungspotenzial gegeben und die kurzfristige Umsetzung von Wertsteigerungsmaßnahmen möglich sein. Dies

setzt regelmäßig eine mehrheitliche Beteiligung des Kriseninvestors voraus, die er durch Anteilserwerb oder via Kapitalerhöhung erzielen kann.

In Bezug auf die Branche des Krisenunternehmens kann zwischen strategischen und Finanzinvestoren unterschieden werden. Bei strategischen Investoren ist der Branchenfokus naturgemäß durch die Nähe des Zielunternehmens zur eigenen Branche und das Potenzial möglicher Synergien gegeben. Spezialisierte Turnaround-Finanzinvestoren hingegen verfügen über keinen speziellen Branchenfokus. Grundsätzlich bevorzugen sie aufgrund des vorhandenen Restrukturierungspotenzials jedoch Produktionsunternehmen mit hoher Wertschöpfungstiefe in reifen Marktphasen. Umgekehrt erfolgen in der Regel keine Investitionen in beispielsweise Startups, forschungsintensive Technologieunternehmen sowie in Branchen mit strukturellen Problemen.

Hinsichtlich der Größe des Zielunternehmens lassen sich kaum allgemeinverbindliche Aussagen formulieren. Dies trifft insbesondere auf strategisch motivierte Interessenten zu, die ihre Investitionsentscheidungen opportunistisch fällen. Bei Finanzinvestoren gibt es je nach Ausrich-

somit erst ab einer bestimmten Unternehmensgröße. Auch bei der Umsatz-Obergrenze gibt es investorenbezogen große Unterschiede. Eine Suchprofil-Analyse, in die rund 80 deutsche und europäische Turnaround-Finanzinvestoren einbezogen wurden, macht jedoch deutlich, dass sich das Gros der Investoren in einer Größenordnung von bis zu 100 Mio bis 150 Mio € Umsatz engagiert.

Erfolgsfaktoren im M&A-Prozess

Standardisierte M&A-Verkaufsprozesse sind aus einer Vielzahl von Gründen nicht auf Unternehmensverkäufe aus der Krise übertragbar. Die Krisensituation stellt den Verkäufer regelmäßig vor erhöhte Herausforderungen bei seiner Aufgabe, den realisierbaren Wert zu maximieren.

Distressed-M&A-Prozesse müssen aufgrund der üblicherweise stark fortgeschrittenen Verlustsituation des Krisenunternehmens meist unter sehr hohem Zeitdruck durchgeführt werden. Zusammen mit einer oft intransparenten Unternehmenssituation führt dies zu einer erschwerten Ausgangssituation beim Verkaufsvorhaben. Der Verkäufer muss in der verfügbaren Zeit das optimale Result

ren, Investitionsbedarf und Working Capital, die einer intensiven Prüfung durch potenzielle Investoren standhält.

Während des Verkaufsprozesses treten regelmäßig Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern, Fremdkapitalgebern, Management und weiteren Beteiligten zutage. Der Verkäufer muss die unterschiedlichen Interessen kennen und berücksichtigen, um einen Konsens zwischen den einzelnen Stakeholdern erzielen zu können.

Die erfolgreiche Durchführung eines kontrollierten Verkaufsprozesses in der Krise des Firmenkunden setzt umfangreiches Know-how sowie zusätzliche Ressourcen voraus. Daher kann es sinnvoll sein, externe Spezialisten einzubeziehen. Für den Erfolg des Unternehmensverkaufs ist es entscheidend, durch die Planung und Durchführung eines kontrollierten Verkaufsprozesses das höchstmögliche Käuferinteresse zu entwickeln. Es gilt, international nach geeigneten strategischen Käufern zu suchen. Hilfreich hierbei ist ein umfangreiches Netzwerk zu in- und ausländischen Turnaround-Finanzinvestoren.

Fazit

Kreditinstitute sehen sich derzeit mit einer Vielzahl problembelasteter Kredite aus dem Firmenkundengeschäft konfrontiert. Die Suche nach neuen Gesellschaftern ist neben dem Verkauf der Kreditforderung und der Finanzierung einer Sanierung stand-alone eine Option zur Sicherung von Kreditengagements. Mit Durchführung eines strukturierten M&A-Prozesses kann gleichzeitig die Werthaltigkeit der Kreditforderung gesichert und die nachhaltige Restrukturierung des Krisenunternehmens gefördert werden. ■

Autor: Sönke Schulz ist geschäftsführender Gesellschafter der Sigma Corporate Finance GmbH und Lehrbeauftragter für Mergers & Acquisitions an der Frankfurt School of Finance & Management. Philipp Reick ist Senior Analyst bei Sigma Corporate Finance.

Für den Erfolg des Unternehmensverkaufs ist es entscheidend, durch die Planung und Durchführung eines kontrollierten Verkaufsprozesses das höchstmögliche Käuferinteresse zu entwickeln.

tung und finanzieller Kapazität signifikante Unterschiede in den Suchprofilen.

Grundsätzlich lässt sich beobachten, dass ab einer Unternehmensgröße von rund 20 Mio bis 50 Mio € Umsatz das Interesse von Turnaround-Investoren deutlich ansteigt. Dies lässt sich dadurch erklären, dass unabhängig von der Unternehmensgröße der Prüfungsaufwand einer möglichen Beteiligung nahezu identisch ist. Eine mitunter kosten- und zeitaufwändige Due Diligence rechnet sich

erzielen und bei der Entwicklung eines Bieterwettbewerbs seine Strategie permanent an die jeweiligen Umstände anpassen.

Dreh- und Angelpunkt ist die Erarbeitung eines belastbaren Restrukturierungskonzeptes, das die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens nachvollziehbar belegen und durch ein integriertes Finanzplanungsmodell untermauern sollte. Entscheidend ist hierbei eine transparente Planung von Umsatz, Kostenstrukturu-