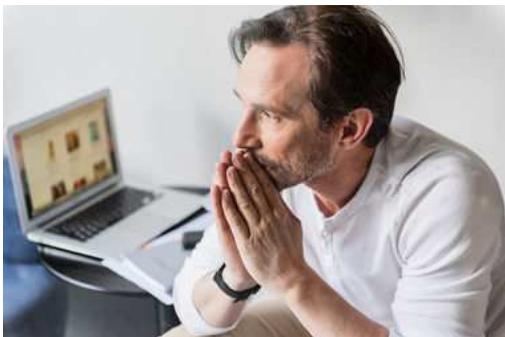


Unternehmenskrise

Distressed M&A als Alternative!?

von Michael Aprath

Klare Kennzeichen für den Krisenverlauf eines Unternehmens sind ein zunehmender Handlungsdruck sowie wachsende Risiken. Handlungsoptionen und Chancen schwinden. Auch bei Unternehmen mit tragfähigem Geschäftsmodell sind dann klassische, außergerichtliche Restrukturierungen kaum noch darstellbar. Manches Mal könnte ein alternativer Weg für alle Beteiligten erfolgreich sein.



*Für von Pleite bedrohte Unternehmer ist eine Distressed M&A-Transaktion mitunter eine Lösung aus der Krise.
(YakobchukOlena/fotolia)*

Im Beitrag werden mittelständische Unternehmen betrachtet, die sich in der Krise befinden. Typischerweise ist deren Liquiditätslage angespannt, ohne dass sie bereits zahlungsunfähig sind. Die Rentabilitätsentwicklung des Unternehmens ist, so ein weiteres Kennzeichen, seit einiger Zeit rückläufig. Oft wird erst zu diesem Zeitpunkt die Notwendigkeit einer Restrukturierung erkannt, aber zu diesem späten Zeitpunkt sind die Handlungsoptionen meist schon erheblich eingeschränkt. Typisch für die Situation sind in der Regel hohe Bankverbindlichkeiten mit mehr oder minder ausgeprägtem Blankoanteil. Auch haben einige Krisengespräche zwischen Unternehmen und Hausbank stattgefunden.

Die Unternehmen sind in ihrem originären (meist technischen) Geschäftsbereich eher gut positioniert, weisen ein „gesundes“, tragfähiges Geschäftsmodell auf und verfügen im Grundsatz über positive Perspektiven. Grund für die Krise sind vorhandene Defizite im betriebswirtschaftlichen, kaufmännischen, steuerlichen, juristischen und/oder finanziellen Bereich des Unternehmens. Die Ursachen dafür sind oft nicht auf den ersten Blick ersichtlich und vielfach komplexer Natur.

Aufgrund der Liquiditätssituation des Unternehmens wären die finanziellen Mittel, um ein Sanierungskonzept zu erstellen, noch vorhanden bzw. würden gegebenenfalls von der Hausbank kreditiert – auch im Hinblick auf die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Dagegen wären die finanziellen Mittel für eine qualifizierte Sanierungsberatung und -begleitung, um das Unternehmen anschließend umfassend zu restrukturieren, nicht mehr vorhanden. Daher müssten hierfür von der Hausbank weitere Kreditmittel bereitgestellt werden.

Konsequenzen aus schwieriger Ausgangssituation

Für die finanzierende Hausbank könnte das zuvor skizzierte Szenario zu folgendem Dilemma werden: Einerseits wäre sie aufgrund der Unternehmenspositionierung zwar grundsätzlich zu einer weiteren Begleitung bereit – auch aus Eigeninteresse und der Angst, dass ihr Kreditengagement im Falle einer Insolvenz teilweise ausfallen könnte. Wichtige Voraussetzung ist allerdings ein hohes Interesse an professioneller Krisenbewältigung und tiefgreifender Restrukturierung des Unternehmens, um die Krisenursachen dauerhaft zu beseitigen.

Andererseits müssten für die Restrukturierung weitere finanzielle Mittel bereitgestellt werden (z. B. Überbrückungs- bzw. Sanierungskredit). Neben der nicht unerheblichen Frage der Besicherung dieser zusätzlichen Mittel könnte dies jedoch trotz Sanierungsgutachtens für die Bank risikobehaftet sein, hauptsächlich dann, wenn es im Folgenden doch zu einer Insolvenz kommen sollte. Insofern würde die Hausbank in einem solchen Fall ihr bestehendes Kreditengagement ausweiten und gegebenenfalls das finanzielle Risiko erhöhen.

Abhängig von der Risikobereitschaft der finanzierenden Bank, kann dies dazu führen, dass trotz grundsätzlich „gesundem“ Geschäftsmodell und einer möglichen positiven Zukunftsprognose eine Restrukturierung nicht darstellbar ist. Diese Situation führt dann in einer Reihe von Fällen in die, vielfach eher „ungeordnete“, Insolvenz.

Um ein Unternehmen aus einer Krisensituation vor der Insolvenz zu retten, sind manchmal alternative Lösungen nötig. Von solchen könnten in der skizzierten Situation sowohl das Unternehmen und die Eigentümer wie auch die finanzierende Hausbank profitieren. Letztere in dem sie gar keinen Ausfall erleidet oder zumindest einen geringeren als im „klassischen“ Insolvenzfall.

Im Folgenden soll die bei mittelständischen Unternehmen in derartigen Sondersituationen bisher weniger genutzte Alternative des „Distressed Mergers & Acquisitions“ (deutsch etwa: Notleidende Fusionen und Erwerbe) skizziert werden. War dies in der Vergangenheit eher eine Option für größere Unternehmen, so ist sie – gemessen an Umsatzgröße, Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl – seit einigen Jahren verstärkt auch für kleinere Unternehmen ein Handlungsalternative. Dazu beigetragen haben seit 2012 die neuen Werkzeuge aus dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, kurz ESUG. Auf seiner Basis kann erfolgreich unter Insolvenzschutz saniert werden.

Grundvoraussetzung für eine derartige Lösung ist jedoch, von den Unternehmenseigentümern gewollt, als sinnvoll und notwendig erachtet sowie insbesondere von der finanzierenden Hausbank mitgetragen zu werden.

Was sind Distressed M&A-Transaktionen?

Dabei handelt es sich um die komplette oder teilweise Veräußerung des in der Krise befindlichen Unternehmens. Zwei jüngst publizierte Studien von Roland Berger (**Distressed M&A Studie 2017**) und Deloitte (**Accelerated M&A Studie 2017**) kommen unabhängig voneinander zu dem Ergebnis, dass es sich um ein wachsendes Segment im M&A-Markt handelt und erwarten einen weiteren Anstieg der Transaktionen in diesem Segment.

Die Studien gehen einerseits davon aus, dass die derzeitigen positiven gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Kombination mit dem derzeitige Niedrigzinsumfeld vorhandene Krisensymptome bei Unternehmen verdecken und das vor allem eine Zinswende diese Unternehmen vermehrt in Schwierigkeiten bringen dürfte.

Andererseits wird aufgrund der aktuellen Niedrigzinspolitik ein Anstieg derartiger Transaktionen erwartet, „da das aktuelle Refinanzierungsumfeld finanzwirtschaftlich getriebene Distressed-Transaktionen funktionierender Geschäftsmodelle fördert“. Flankierend wird zudem davon ausgegangen, dass „durch den erhöhten Spielraum bei Distressed-Transaktionen als Folge der ESUG-Reformen Finanzinvestoren vermehrt investieren werden“.

Motive von Käufern, Verkäufern und Hausbank

ABBILDUNG 1

Motive von Käufern und Verkäufern

Motive	Käufer	Verkäufer
strategisch	<ul style="list-style-type: none"> Zugang zum (deutschen) Markt Standortüberlegungen Zugang zu Patenten und Genehmigungen Übernahme des qualifizierten Mitarbeiterstamms Erwerb von speziellem Know-how Zugang zu innovativer Technologie Marktanteilszuwachs Markenname Zugang zu neuen Kunden Wachstumsüberlegungen Synergieeffekte Kapazitätserweiterung 	
finanziell	<ul style="list-style-type: none"> Renditeerwartungen nach erfolgreicher Sanierung Anlage von liquiden Mitteln lukrative günstige Gelegenheit 	<ul style="list-style-type: none"> erzielbarer Verkaufspreis versus finanzielles „Ergebnis“ bei einer Insolvenz
zeitlich	<ul style="list-style-type: none"> schnelle Alternative zum zeitaufwendigen Erwerb eines nicht in der Krise befindlichen Unternehmens 	
unternehmerisch		<ul style="list-style-type: none"> Eigentümer möchten sich sowieso vom Unternehmen trennen
persönlich		<ul style="list-style-type: none"> Befreiung aus der persönlichen Haftung für Unternehmensverbindlichkeiten
psychologisch		<ul style="list-style-type: none"> Erhalten des Lebenswerks Stigma einer Insolvenz zu vermeiden

Die Motive der Verkäufer ein in der Krise befindliches Unternehmen zu veräußern, können ebenso unterschiedlich sein wie die der potentiellen Käufer vielfältig. Abbildung 1 fasst die wesentlichen Motive beider Seiten zusammen. Nicht unbeachtet sollten auch die Motive der finanzierenden Hausbank bleiben wie:

- Eine „ungeordnete“ Abwicklung des Kreditengagements würde vermieden.
- Potentiell könnte sich das Kreditengagement verbessern.
- Bei ungeordneter Insolvenz wäre der Ausfall gegebenenfalls höher.
- Erhebliche (Personal)kosten für die potentielle Abwicklung würden vermieden.
- Personelle Ressourcen würden nicht gebunden.
- Möglicherweise bliebe die Kundenverbindung zum Unternehmen nach dem Verkauf bestehen.
- Durch eine Kundenbeziehung zum Käufer hat die Hausbank neue Geschäftsperspektiven.

(BBL)

Potentielle Käufer derartiger Unternehmen, die über ausreichende Liquidität zur Finanzierung des Kaufpreises und der Restrukturierung verfügen, sind dabei vor allem:

- strategische Investoren (z. B. in- und ausländische Wettbewerber, Kunden oder Lieferanten)
- kapitalmarktorientierte Finanzinvestoren (z. B. Privat-Equity-Fonds, die aufgrund hoher Liquidität und des aktuellen Zinsumfeldes Interesse an potentiell renditestarken Anlagen haben)
- Nicht-Kapitalmarktorientierte Finanzinvestoren (z. B. Family Offices oder speziell auf Krisenunternehmen ausgerichtete Investoren)
- Management und Führungskräfte (z. B. interne oder externe Personen mit Branchenkenntnissen, die hierin den Schritt in die unternehmerische Selbständigkeit zu günstigen Konditionen sehen).

Zeitpunkt und Formen von Distressed-Transaktionen

Distressed M&A-Transaktionen können zu verschiedenen Zeitpunkten vorgenommen werden, wobei der richtige Zeitpunkt, die jeweilige Form und die Vorgehensweise äußerst unterschiedlich sein können. Daher muss im jeweiligen Einzelfall die Unternehmenssituation immer genau analysiert werden, um eventuell vorhandene Fallstricke – insbesondere juristischer und steuerlicher Natur – zu vermeiden. Der Unternehmensverkauf kann dabei: vor-insolvenzlich, im Insolvenzeröffnungsverfahren (eher unwahrscheinlich) oder aus der eröffneten Insolvenz heraus erfolgen. Das ESUG hat die Sanierungsmöglichkeiten und damit auch die Möglichkeiten von Distressed M&A-Transaktionen zudem erweitert.

Es bieten sich immer abgestimmt auf den jeweiligen Einzelfall unterschiedliche Modelle für derartige Transaktionen wie z.B. Share Deals (Anteilskauf), Asset Deals (Kauf der Vermögensgegenstände), Einstieg des Erwerbers durch Kapitalerhöhung, Debt-to-equity-swaps (Forderung des Gläubigers wird zur Beteiligung) oder Equity-swaps (Umwandlung Fremd- in Eigenkapital).

Verkäufe im Regelinsolvenzverfahren

Bisher findet die Mehrzahl derartiger Unternehmenstransaktionen meist im Rahmen des Regelinsolvenzverfahrens als übertragene Sanierung mittels Asset Deal aus der Insolvenz heraus statt („klassisches“ Verfahren). Der Erwerb vom Insolvenzverwalter bietet dem Käufer neben weitgehender Rechtssicherheit und gegebenenfalls steuerlichem Abschreibungspotential den Vorteil, dass dabei alle oder die wesentlichen Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens auf den Käufer – meist unter Zwischenschaltung einer hierzu neu gegründeten Erwerbengesellschaft – übertragen werden und die Verbindlichkeiten sowie nicht benötigten Unternehmensteile in der insolventen Gesellschaft verbleiben. Zudem lassen sich unter Umständen arbeitsrechtliche Maßnahmen mit Unterstützung des Insolvenzverwalters leichter vollziehen.

Dieses Verfahren kann aber für den Käufer auch Nachteile mit sich bringen: So können an das Unternehmen gebundene Patente, nicht übertragbare Lizenzen, Genehmigungen, Zertifizierungen, besondere Dauerschuldverhältnisse oder auch Kunden- oder Nutzerdaten auf diesem Wege gegebenenfalls nicht veräußert werden. Für die Betriebsfortführung erforderliche Verträge mit Dritten (abgesehen von den Arbeitsverträgen die nach § 613 BGB automatisch übergehen) müssen jeweils individuell übertragen werden, was den Vertragspartner in eine starke Verhandlungsposition versetzen kann. Daher kann es auch sinnvoll sein, dass Unternehmen komplett zu erhalten.

Der entscheidende Nachteil für den bisherigen Eigentümer des Unternehmens ist, dass er „nicht Herr des Verfahrens“ ist. Der Insolvenzverwalter hat stattdessen das alleinige Verfügungsrecht hinsichtlich des Verkaufs und bestimmt auch den Mindestkaufpreis, der sich in der Regel am sogenannten Zerschlagungswert des Unternehmens (d.h. den Einzelwerten der Vermögensgegenstände orientiert).

Vor-insolvenzliche Verkäufe

Deshalb gewinnen vor-insolvenzliche Unternehmensverkäufe von Unternehmen in der Krise an Bedeutung. Beigetragen hat dazu sicherlich, dass Unternehmen in Krisensituationen von den sie finanzierenden Banken und Sparkassen durch verbesserte Analyse-Instrumente frühzeitiger identifiziert werden. Dies begünstigt tendenziell einen gegebenenfalls auch von der Hausbank angestoßenen, möglichen frühzeitigen Verkauf als Alternative zur Insolvenz.

Vor-insolvenzliche Verkäufe können Vor- und Nachteile haben: Ein großer Vorteil der vor-insolvenzlichen Veräußerung eines Unternehmens ist, dass eine negative Außenwirkung einer Insolvenz vermieden wird – insbesondere was den Verlust von Kundenbeziehungen betrifft. Das Unternehmen kann nach dem Erwerb durch den Käufer restrukturiert werden, während der Geschäftsbetrieb weiterläuft.

Ein weiterer Vorteil liegt für Käufer und Verkäufer in der Möglichkeit eines schlankeren Kaufvertrags. Für den Verkäufer ist außerdem von Bedeutung, dass im Gegensatz zu einem Verkauf aus der Insolvenz heraus unter Umständen ein höherer Kaufpreis zu erzielen ist. Zu beachten ist dabei jedoch, dass der Käufer das Unternehmen mit allen Restrukturierungsrisiken erwirbt und diese sowie zusätzlich die Sanierungskosten in den Kaufpreis „einzupreisen“ sind.

Demgegenüber steht das rechtliche und damit auch wirtschaftliche Risiko des Käufers, das – sollte die Sanierung scheitern und das Unternehmen doch Insolvenz beantragen müssen – der Insolvenzverwalter möglicherweise den Kaufvertrag mit allen rechtlichen und damit für den Käufer auch wirtschaftlichen Auswirkungen anfechten wird.

Verkäufe aus der Eigenverwaltung

Als Alternative können daher in der skizzierten Ausgangssituation Unternehmensverkäufe, die parallel zu einer Sanierung im eröffneten Planinsolvenzverfahren in Eigenverwaltung (ESUG-Verfahren) nach § 270 ff InsO stattfinden und im Vorfeld des Verfahrens vor allem nach § 270b InsO (Schutzschirmverfahren) bereits vorbereitet worden sind (sogenannte zweigleisige Verfahren, Dual Track) an Bedeutung gewinnen. Dabei wird der Weg der Sanierung in Eigenverwaltung beschritten, um das in der Sanierung befindliche Unternehmen zu veräußern.

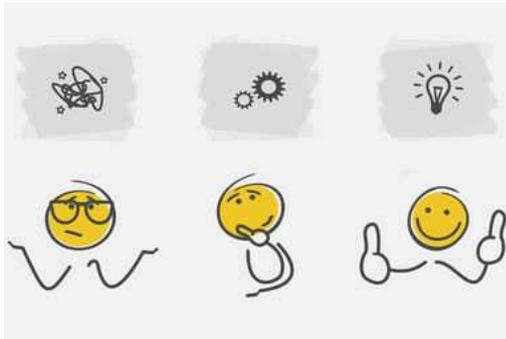
Ist die Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens noch nicht eingetreten und droht sie lediglich, kann der Weg des § 270b InsO interessant sein. Voraussetzungen sind, dass das Unternehmen die Eigenverwaltung beantragt, die angestrebte Sanierung nicht offensichtlich aussichtslos ist und dem Antrag eine mit Gründen versehene Bescheinigung eines in Insolvenzsachen erfahrenen Steuerberaters, Wirtschaftsprüfers oder Rechtsanwalts oder einer Person mit vergleichbarer Qualifikation beigefügt wird. Aus der muss zu entnehmen sein, dass drohende Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung, aber keine Zahlungsunfähigkeit vorliegt. Das Insolvenzgericht bestimmt auf Antrag des Schuldners eine Frist von maximal drei Monaten zur Vorlage eines Insolvenzplans.

Verkäufe aus der Eigenverwaltung im Schutzschirmverfahren bieten eine Reihe von Vorteilen: Ein Vorteil gegenüber dem Regelinsolvenzverfahren besteht darin, dass die Unternehmensführung nicht durch einen Insolvenzverwalter ersetzt wird. Sie führt die operativen Geschäfte normal weiter, behält die Verfügungsgewalt und leitet das Verfahren. Ein sogenannter Sachwalter überwacht dies und wirkt bei außerordentlichen Geschäften mit. Die Person des Sachwalters kann dabei vom Schuldner vorgeschlagen werden und das Insolvenzgericht kann ausschließlich unter engen Voraussetzungen von diesem Vorschlag abweichen.

Die Geschäftsführung nimmt, bis auf wenige Ausnahmen, die Aufgaben wahr, die der Insolvenzverwalter im Regelinsolvenzverfahren hat. Damit ist sie auch für eine potentielle Veräußerung des Unternehmens zuständig.

Für den Verkauf aus der Selbstverwaltung heraus spricht die mithilfe der insolvenzrechtlichen Möglichkeiten begonnene Sanierung des Unternehmens. So können etwa die Anpassung der Mitarbeiterzahl an die tatsächlich benötigten Kapazitäten vereinfacht umgesetzt werden und ungünstige Dauerschuldverhältnisse wie teure Leasingverträge oder ungünstige Mietverträge mit verkürzter Kündigungsfrist beendet werden.

Kriterien für einen erfolgreichen Verkauf



Potentiellen Erwerbern muss ein überzeugendes, solides, realistisches und aussagekräftiges Verkaufskonzept vorgelegt werden.

(JiSign/fotolia)

Der entscheidende Faktor für jede Art von Distressed M&A-Transaktionen ist zunächst das eingangs erwähnte gesunde und tragfähige Geschäftsmodell des Unternehmens sowie die sich daraus ergebenden Entwicklungschancen nach Beseitigung der Krisenursachen. Erst wenn dieses bejaht wird und nachvollziehbar dargelegt werden kann, wird ein potentieller Erwerber sich näher mit einem Kauf und mit einer Sanierung beschäftigen.

Daher ist es von besonderer Wichtigkeit potentiellen Erwerbern ein überzeugendes, solides, realistisches und aussagekräftiges Verkaufskonzept vorlegen zu können, welches einer Distressed Due Diligence durch den Käufer standhält. Darin sind vor allem die Krisenursachen offen und transparent darzustellen, die erforderlichen Maßnahmen zu skizzieren, um das Unternehmen wieder profitabel aufzustellen, realistische Planungsszenarien aufzustellen und die Chancen einer Restrukturierung aufzuzeigen. Auch sollten mögliche Risiken und geschätzte Aufwendungen für die Restrukturierung nicht unerwähnt bleiben.

Die Preisvorstellungen des Verkäufers müssen sich in einer realistischen Größenordnung bewegen. Denn oftmals führen unrealistisch hohe Kaufpreisvorstellungen dazu, dass sich entweder überhaupt keine Kaufinteressen finden oder diese aber zu einem Abbruch der Verhandlungen führen.

Wichtig ist auch, alle relevanten Beteiligten wie Lieferanten, Kunden und Mitarbeiter sowie – bei Verkäufen aus einem Insolvenzverfahren heraus – den Insolvenzverwalter bzw. Sachwalter rechtzeitig einzubinden. Wenn die Hausbank bereit ist, ein derartiges Vorgehen mitzutragen, kann dies ein starkes Argument in den Gesprächen sein. Zudem ist der gesamte Prozess in der Regel zeitkritisch und bedarf daher einer professioneller Begleitung.

Professionelle Begleitung

Für die erfolgreiche Abwicklung einer solchen Distressed M&A-Transaktion, und um ein bestmögliches Ergebnis zu erzielen, spielt eine entscheidende Rolle, erfahrene und qualifizierte Berater einzuschalten. Ein solches Beratungsunternehmen muss unter Hinzuziehung kompetenter Partner die komplexen Aspekte, Sachverhalte und Gestaltungsmöglichkeiten der Transaktion und meist auch der Restrukturierung selbst betriebswirtschaftlich, juristisch und steuerlich analysieren, begleiten und umsetzen können. Das ist vor allem sinnvoll, um eine zügige und professionelle Vorgehensweise sicherzustellen:

- Umfassende Analyse der Ist-Situation des Unternehmens
- Festlegung der geeigneten strategischen Vorgehensweise (z. B. hinsichtlich der Frage nach einem vor-insolvenzlichen Verkauf oder einem Verkauf im Planinsolvenzverfahren in Eigenverwaltung)
- Fertigung eines Verkaufskonzepts
- Sicherstellung einer schnellen und zielgerichteten Kommunikation zwischen allen Beteiligten
- Ansprache potentieller Interessenten, entweder direkt oder über Dritte (z. B. auf Unternehmenskäufe spezialisierter Beratungsunternehmen)
- Unterstützung bei Gesprächen, Verhandlungen und gegebenenfalls bei der Restrukturierung
- Juristische und steuerliche Begleitung bei der Verkaufsabwicklung und falls nötig der Restrukturierung.

Fazit

Distressed M&A-Transaktionen können unter bestimmten Voraussetzungen und zum richtigen Zeitpunkt eine Alternative zur vor-insolvenzlichen Restrukturierung oder zur klassischen, eher ungeordneten Insolvenz sein. Von dieser Vorgehensweise können sowohl das Unternehmen und dessen Eigentümer als auch die Hausbank profitieren. Das derzeitige wirtschaftliche Umfeld und das Niedrigzinsniveau begünstigen potentielle Käufer und Investoren und bieten somit Chancen auf einen vorteilhaften Verkauf eines Unternehmens in der Krise. Zudem hat das ab 2012 novellierte Insolvenzrecht neue Möglichkeiten geschaffen. Aufgrund der Komplexität der Thematik ist eine kompetente Betrachtung des Einzelfalls hinsichtlich der strategischen Vorgehensweise immer erforderlich und die Einschaltung von erfahrenen und spezialisierten Beratern angeraten.

Autor

Michael Aprath ist Dipl. Sparkassenbetriebswirt und Geschäftsführer der Abbatisrothe Unternehmensberatung GmbH & Co KG in Mettmann.