

TOPTHEMA: Distressed M&A als besserer Weg – eine Alternative in einem veränderten Umfeld?

Kennzeichnend für den Krisenverlauf eines Unternehmens sind zunehmender Handlungsdruck und wachsende Risiken. Gleichzeitig nehmen die Handlungsoptionen ab. Auch bei Unternehmen mit einem tragfähigen Geschäftsmodell sind ab einem gewissen Zeitpunkt außergerichtliche Restrukturierungen nicht mehr darstellbar. Ein alternativer Weg könnte hier für alle Beteiligten erfolgreich sein.

Dipl. Sparkassen-Betriebswirt Michael Aprath, Abbatisrothe Unternehmensberatung GmbH & Co. KG, Mettmann

1 AUSGANGSSITUATION

Den Gegenstand der Betrachtung stellen mittelständische Unternehmen dar, die sich in der Krise befinden. Typischerweise ist die Liquiditätslage angespannt, ohne dass bereits Zahlungsunfähigkeit vorliegt. Die Rentabilitätsentwicklung des Unternehmens ist bereits seit einiger Zeit rückläufig. Zu diesem Zeitpunkt wird oft erst die Notwendigkeit einer Restrukturierung erkannt, jedoch sind zu diesem Zeitpunkt auch meistens die Handlungsoptionen bereits erheblich eingeschränkt. Die Situation ist zudem gekennzeichnet durch meist hohe Bankverbindlichkeiten mit mehr oder minder ausgeprägtem Blankoanteil.

Auch haben typischerweise bereits einige Krisengespräche zwischen Unternehmen und Hausbank stattgefunden. Die Unternehmen sind in ihrem originären (meist technischen) Geschäftsbereich eher gut positioniert, wei-

sen ein gesundes, tragfähiges Geschäftsmodell auf und verfügen deswegen im Grundsatz über positive Perspektiven. Vielfach ursächlich für die Krise sind vorhandene Defizite im betriebswirtschaftlichen, kaufmännischen, steuerlichen, juristischen und/oder finanziellen Bereich des Unternehmens. Die Ursachen hierfür 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 von der Hausbank kreditiert – auch im Hinblick auf die Mindestanforderungen für 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.



2 DIE KONSEQUENZEN

Aus dieser Situation kann sich für die finanzierende Hausbank folgendes Dilemma ergeben:

Einerseits hätte sie aufgrund der Unternehmenspositionierung grundsätzlich die Bereitschaft zur weiteren Begleitung – auch aus Eigeninteresse bezüglich des zumeist teilweisen Ausfalls ihres Kreditengagements im Falle einer Insolvenz. Als Voraussetzung hierfür besteht ein hohes Interesse an professioneller Krisenbewältigung und an einer tiefgreifenden Restrukturierung des Unternehmens, um die Krisenursachen dauerhaft zu beseitigen.

Andererseits wären für die Restrukturierung weitere finanzielle Mittel erforderlich (Überbrückungs- bzw. Sanierungskredit). Neben der nicht unerheblichen Frage der Besicherung dieser zusätzlichen Mittel könnte dies jedoch trotz Sanierungsgutachtens für die Bank risikobehaftet sein, sollte es dennoch im Folgenden zu einer Insolvenz kommen. Insofern würde die Hausbank in einem solchen Fall ihr bestehendes Kreditengagement ausweiten und 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.

3 UNTERNEHMENSTRANSAKTIONEN IN SONDERSITUATIONEN

3.1 Hausbank muss mitmachen. Um ein Unternehmen aus einer Krisensituation vor der Insolvenz zu retten, bedarf es manchmal alternativer Lösungen. Von einer 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 kann dies, gemessen an Umsatzgröße, Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl, seit einigen Jahren verstärkt auch für kleinere Unternehmen eine Möglichkeit darstellen. Hierzu haben sicherlich seit 2012 auch die neuen gesetzlichen Werkzeuge zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, kurz ESUG, beigetragen. Sie bieten seither neue Möglichkeiten,

um eine erfolgreiche Sanierung unter Insolvenzschutz zu erreichen. Unabdingbare Voraussetzung für eine derartige Lösung ist es jedoch, dass sie von den Unternehmens-eigentümern gewollt, als sinnvoll und notwendig erachtet wird sowie insbesondere von der finanzierenden Hausbank mitgetragen wird.

3.2 Erläuterung. Bei Distressed M&A-Transaktionen handelt es sich um die Veräußerung des in der Krise befindlichen Unternehmens in Gänze oder in Teilen. Zwei jüngst unabhängig voneinander erschienene 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 derzeitigen Niedrigzinsumfeld vorhandene Krisensymptome bei Unternehmen verdecken, und dass insbesondere durch eine Zinswende diese Unternehmen vermehrt in Schwierigkeiten geraten werden. Andererseits wird aufgrund der aktuellen Niedrigzinsphase 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 sich Finanzinvestoren vermehrt engagieren werden.“

3.3 Motive von Käufern und Verkäufern. Die Motive der Verkäufer, ein in der Krise befindliches Unternehmen zu veräußern, können ebenso unterschiedlich sein wie die der potenziellen Käufer vielfältig.

Motive auf der Käuferseite:

- Strategische Motive, wie z. B. Zugang zum (deutschen) Markt, Standortüberlegungen, Zugang zu Patenten und Genehmigungen, Übernahme des qualifizierten Mitarbeiterstamms, Erwerb von speziellem Know-how, Zugang zu innovativer Technologie, Marktanteilszuwachs, Nutzung des Markennamens, Zugang zu neuen Kunden, Wachstumsüberlegungen, Synergieeffekte, Kapazitätserweiterung etc.
- Finanzielle Motive, z. B. Renditeerwartungen nach erfolgreicher Sanierung, Anlage von liquiden Mitteln, lukrative günstige Gelegenheit
- Zeitliche Motive, z. B. schnelle Alternative zum zeitaufwändigen Erwerb eines nicht in der Krise befindlichen Unternehmens.

Motive auf der Verkäuferseite:

- Finanzielle Motive, z.B. erzielbarer Verkaufspreis versus finanzielles Ergebnis bei einer Insolvenz
- Unternehmerische Motive, z.B. Eigentümer möchten sich sowieso vom Unternehmen trennen
- Persönliche Motive, z.B. Befreiung aus der persönlichen Haftung für Unternehmensverbindlichkeiten
- Psychologische Motive, z.B. das Lebenswerk zu erhalten, das Stigma einer Insolvenz zu vermeiden etc.

Nicht unbeachtet sollten auch die Motive der finanzierenden Hausbank bleiben, wie z. B.

- eine „ungeordnete“ Abwicklung des Kreditengagements würde vermieden,
- potenziell könnte sich das Kreditengagement verbessern lassen,
- bei ungeordneter Insolvenz wäre der Ausfall höher,
- erhebliche (Personal-)Kosten für die potenzielle Abwicklung würden vermieden,
- personelle Ressourcen würden nicht gebunden,
- möglicherweise bliebe die Kundenverbindung zum Unternehmen nach dem Verkauf bestehen und/oder
- es eröffnen sich durch eine Kundenbeziehung zum Käufer für die Hausbank unter Umständen neue geschäftliche Perspektiven.

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

- Strategische Investoren, wie in- und ausländische Wettbewerber, Kunden oder Lieferanten,
- Kapitalmarktorientierte Finanzinvestoren, z.B. Privat-Equity-Fonds, die aufgrund hoher Liquidität und des aktuellen Zinsumfeldes Interesse an potenziell 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 Selbstständigkeit zu günstigen Konditionen sehen.

4 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 bedarf es immer im jeweiligen Einzelfall einer genauen Analyse der Unternehmenssituation, um vorhandene Fallstricke, insbesondere juristischer und steuerlicher Natur, zu vermeiden.

Der Unternehmensverkauf kann dabei

- vorinsolvenzlich,
 - 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 an, 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)
- Equity-swaps (Umwandlung Fremd- in Eigenkapital)

5 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 steuerlichem Abschreibungspotenzial den Vorteil, dass hierbei 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 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 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 in Gänze zu erhalten.

Der entscheidende Nachteil für den bisherigen Eigentümer des Unternehmens liegt darin, dass er nicht Herr des Verfahrens ist. D. h. der Insolvenzverwalter hat das allei-

nige Verfügungsrecht hinsichtlich des Verkaufes und bestimmt auch den Mindestkaufpreis, i.d.R. orientiert am Zerschlagungswert des Unternehmens (d.h. den Einzelwerten der Vermögensgegenstände).

6 VOR-INSOLVENZLICHE VERKÄUFE

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

Vor-insolvenzliche Verkäufe können die folgenden Vor- und Nachteile haben:

Ein großer Vorteil der vor-insolvenzlichen Veräußerung eines Unternehmens ist die Vermeidung der negativen Außenwirkung einer Insolvenz, insbesondere was den Verlust von Kundenbeziehungen betrifft. Das Unternehmen kann nach dem Erwerb durch den Käufer restrukturiert werden, während der Geschäftsbetrieb weiter läuft.

Ein weiterer Vorteil besteht für den Käufer und den Verkäufer in der Möglichkeit eines schlankeren Kaufvertrages. Für den Verkäufer ist außerdem von Bedeutung, dass ein relativ höherer Kaufpreis zu erzielen ist im Vergleich zu einem Verkauf aus der Insolvenz heraus.

Zu beachten gilt es dabei jedoch, dass der Käufer des Unternehmens dieses mit allen Restrukturierungsrisiken erwirbt und diese sowie insbesondere die Sanierungskosten in den Kaufpreis einzupreisen sind. Dem gegenüber 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.

7 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 insbesondere nach § 270b InsO (Schutzschirmverfahren) bereits vorbereitet wurden, sog. „Dual Track“ (= zweigleisige) Verfahren, 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 von Interesse 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 beigelegt wird, aus der sich ergibt, 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 weiter, behält die Verfügungsbefugnis und leitet das Verfahren. Ein sog. 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 potenzielle Veräußerung des Unternehmens zuständig.

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

8 KRITERIEN FÜR EINEN ERFOLGREICHEN VERKAUF

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 potenzieller Erwerber sich näher mit einem Kauf und mit einer Sanierung beschäftigen. Daher ist es von besonderer Wichtigkeit potenziel-

len Erwerbern ein überzeugendes, solides, realistisches und aussagekräftiges Verkaufskonzept vorlegen zu können, welches einer sog. „Distressed Due Diligence“ durch den Käufer standhält. Hierin sind insbesondere die Krisenursachen offen und transparent darzustellen, die er-

rierung betriebswirtschaftlich, juristisch und steuerlich analysieren, begleiten und umsetzen kann.

Dies ist insbesondere sinnvoll, um eine zügige und professionelle Vorgehensweise sicherzustellen:

“
Der entscheidende Faktor für jede Art von Distressed M&A-Transaktionen ist zunächst das gesunde und tragfähige Geschäftsmodell des Unternehmens
”

forderlichen Maßnahmen zu skizzieren, um das Unternehmen wieder profitabel aufzustellen, realistische Planungsszenarien zu entwerfen 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 die rechtzeitige Einbindung aller relevanten Beteiligten, wie Lieferanten, Kunden und Mitarbeiter sowie – bei Verkäufen aus einem Insolvenzverfahren heraus – den Insolvenzverwalter bzw. Sachwalter. Wenn die Hausbank bereit ist, ein derartiges Vorgehen mitzutragen, kann dies ein starkes Argument in den Gesprächen sein.

Zudem ist der gesamte Prozess i. d. R. zeitkritisch und bedarf daher einer professionellen Begleitung.

9 PROFESSIONELLE BEGLEITUNG

Für die erfolgreiche Abwicklung einer solchen Distressed M&A-Transaktion und um ein bestmögliches Ergebnis zu erzielen, spielt die Einschaltung von erfahrenen und qualifizierten Beratern eine entscheidende Rolle. Empfehlenswert ist die Einschaltung eines Beratungsunternehmens, welches unter Hinzuziehung kompetenter Partner die komplexen Aspekte, Sachverhalte und Gestaltungsmöglichkeiten der Transaktion und auch der Restruktu-

- 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 Verkaufskonzeptes
- Sicherstellung einer schnellen und zielgerichteten Kommunikation zwischen allen Beteiligten
- Ansprache potenzieller Interessenten, entweder direkt oder über Dritte, z. B. auf Unternehmenskäufe spezialisierter Beratungsunternehmen
- Unterstützung bei Gesprächen, Verhandlungen und bei der Restrukturierung
- Juristische und steuerliche Begleitung bei der Verkaufsabwicklung und der Restrukturierung.

10 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. Hiervon können das Unternehmen, die Eigentümer und die Hausbank profitieren. Das derzeitige wirtschaftliche Umfeld und das Niedrigzinsniveau begünstigen potenzielle Käufer und Investoren und bieten somit Chancen auf einen vorteilhaften Verkauf eines Unternehmens in der Krise.

Zudem hat das 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.

KOMPAKT

- Der Verkauf eines mittelständischen Krisen-Unternehmens kann eine Möglichkeit zur Überwindung der Unternehmenskrise darstellen, sofern das Geschäftsmodell gesund und tragfähig ist.
- Hiervon können das Unternehmen, die Eigentümer und die finanzierende Hausbank profitieren.
- Das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld sowie das ausgeprägte Niedrigzinsniveau machen Distressed M&A-Transaktionen für ausgesuchte Käufer- und Investorengruppen attraktiv.
- Derartige Transaktionen in der Unternehmenskrise sind zu verschiedenen Zeitpunkten und in verschiedenen Formen möglich.
- Für einen erfolgreichen Verkauf sind eine Reihe von Kriterien zu beachten und für die Vorbereitung und Durchführung ist die Einschaltung von spezialisierten und qualifizierten Beratern erforderlich.