

Titelthema

Familienunternehmen

Abbau von Kapazitäten und Restrukturierung

Special

Mergers & Acquisitions

Sofortmaßnahmen
Prof. Dr. Hermann Simon

Einmaleins des Erfolges
Prof. Dr. Norbert Wieselhuber

Die besten Adressen
Kapitalanlage & Vermögen

Unternehmensverkauf in der Restrukturierung

Anspruchsvolle Aufgabe

Die Krise hat bei vielen Mittelständlern zu teilweise starken Auftrags- und Umsatzeinbrüchen bei knapper Liquidität und unsicheren Marktaussichten geführt. Daher sind selbst bei im Kern gesunden Unternehmen umfassende Restrukturierungen zur Anpassung der Kosten, Kapazitäten und Prozesse auf das gesunkene Niveau nötig. Zugleich zeigt sich regelmäßig, dass für die nachhaltige Umsetzung der Restrukturierung frisches Kapital für folgende Dinge gebraucht wird: ▶ Entschuldung der Bilanz und Verbesserung der Eigenkapitalquote ▶ Refinanzierung fälliger Kredite ▶ Liquiditätssicherung ▶ Neuausrichtung (Entwicklung neuer Produkte, Investition in neue Technologien und in neue Märkte).

Da Sanierungskredite im heutigen Bankenfeld noch viel restriktiver als früher vergeben werden, müssen Betriebe, die aus den letzten Boomjahren keine Reserven haben und nicht an Landesbürgschaften kommen, anders agieren. Sie können ihr Kapital optional durch den Verkauf von Teilbereichen, durch Veräußerung von Geschäftsanteilen oder durch Einbeziehung eines Investors (Finanzinvestor oder Strategie) stärken.

Besonderheiten des Verkaufsprozesses ▶ Ein Unternehmensverkauf wird durch eine Restrukturierung erschwert und weist im Vergleich zum »klassischen« M&A-Prozess folgende Besonderheiten auf:

▶ Verkürztes und verschlanktes Verfahren, meist unter (hohem) Zeitdruck, da die Gefahr einer Verschärfung der Krise besteht. Das Zeitfenster wird sehr von der Liquidität sowie teilweise auch vom Druck der Gläubiger bestimmt. ▶ Die Komplexität wächst durch die enge Verzahnung von Restrukturierung und M&A-Prozess (hohe Belastung des Managements) ▶ Unsicherheit und oft fehlende Transparenz in der Restrukturierungsphase schlagen sich in den Interessen und in der Unternehmensbewertung nieder.

Vor diesem Hintergrund ist der M&A-Prozess sehr präzise auf die insgesamt herausfordernde Gemengelage auszurichten.

Verkaufstory und Bewertung ▶ Neben dem Gesichtspunkt der Maximierung des Veräußerungserlöses für die Gesellschafter zielt der M&A-Prozess in Restrukturierungen häufig auch darauf ab, den Bestand des



Felix Regehr



Kai Sessinghaus

Unternehmens durch Zuführung neuen Eigenkapitals zu sichern. Um die künftige Ertragskraft als Basis für die Unternehmensbewertung glaubhaft zu machen, ist eine nachvollziehbare Verkaufstory für den M&A-Prozess und das Informationsmemorandum mit diesen Bestandteilen erforderlich:

▶ Transparente Darstellung der Auslöser der Krise, der Problemfelder und Verlustquellen ▶ Zielgruppengerechte Darstellung der Werttreiber und des oder der USP (Marktposition, Technologie, Kunden, Vertriebsstruktur) ▶ Überzeugendes Konzept für die Restrukturierung und die strategische Neuausrichtung ▶ Detaillierte Darstel-



Zeitdruck • Priorität des Turnarounds

lung von Synergiepotentialen (für strategische Käufer) ▶ Mehrjähriger integrierter Businessplan (GuV, Bilanz, Cash-Flow), der außerordentliche bzw. nicht wiederkehrende Kosten im Hinblick auf die Altlasten und die Restrukturierung separat ausweist (Abfindungen, Schließungskosten, Beraterhonorare).

In Anbetracht einer Restrukturierung bewerten Käufer Unternehmensplanungen in der Regel mit erheblichen Risikoabschlägen. Dies mündet regelmäßig in unterschiedliche Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer ein, die oft nur durch variable Kaufpreiskomponenten zu überbrücken sind. In Frage kommen hier »Earn-Out«-Strukturen, also ein zusätzlicher Kaufpreis, der an das Erreichen

konkreter Unternehmensziele gebunden ist. Möglich wäre auch ein Verkäuferdarlehen, bei dem ein Teil des Kaufpreises verzinslich gestundet wird oder eine Rest- bzw. Rückbeteiligung des Verkäufers. Obwohl Verkäufer in den meisten Fällen fixe Kaufpreise vorziehen sollten, sind variable Kaufpreiskomponenten bisweilen das einzige Mittel, um Transaktionen in der Restrukturierung zu realisieren und Unternehmen dadurch dringend benötigtes Kapital zuzuführen.

Käufersuche ▶ Wegen des Zeitdrucks sollte ein limitierter Bieterkreis aus strategischen Investoren und Finanzinvestoren unter den folgenden Aspekten angesprochen werden:

▶ Markt- und Branchenkenntnis: Für Käufer mit wenig Markt- und Branchenkenntnis sowie für internationale Käufer ohne große Marktnähe sind die Ursachen einer Unternehmenskrise und die Marktpotentiale in kurzer Zeit oft nicht nachvollziehbar, so dass keine angemessenen Bewertungen zu erzielen sind ▶ Restrukturierungserfahrung (insbesondere bei Finanzinvestoren) ▶ Liquidität und Handlungsfähigkeit des Käufers: Entscheidend ist, dass der Käufer über Cash-Reserven bzw. über Zugang zu Finanzmitteln verfügt und handlungsfäh ist, sich also nicht etwa selbst in der Restrukturierung befindet ▶ Synergieeffekte bei mög-

lichen Käufern: Trotz emotionaler Bedenken sind auch Wettbewerber anzusprechen, da sie oft das größte Synergiepotential haben und beste Marktkenntnisse besitzen.

Verhandlungstaktik ▶ Nach der Ansprache und dem Austausch erster Informationen sollten die weiteren Verhandlungen und die »Due Diligence« schnellstmöglich auf eine kleine Gruppe ernsthafter Interessenten fokussiert werden. Folgendes ist zu beachten:

- ▶ Die Plausibilität des Businessplans und des Geschäftsmodells sind wesentlich, um das Vertrauen des Käufers zu gewinnen. Unrealistische Aussagen und Versprechungen sollten unbedingt vermieden werden.
- ▶ Bereits erzielte und absehbare Restrukturierungserfolge sollten nur auf nachvollziehbarer Faktenbasis kommuniziert werden (Beendigung von Verlustaufträgen, Fortschritte im »Working Capital Management«, Sanierungsbeiträge der Mitarbeiter)
- ▶ Preisverhandlungen sollten sich auf den künftigen Wert des Betriebs nach der Restrukturierung konzentrieren. Zur Untermuerung, aber auch, um die Potentiale zu akzentuieren, ist die Profitabilität vor der Krise zu thematisieren. Hilfsweise ist mit ertragsstarken Wettbewerbern zu argumentieren, die nicht unter der Krise leiden.
- ▶ »Deal Breaker«, etwa schwer abschätzbare Risiken aus einem laufenden Rechtsstreit, sollten früh offengelegt werden, um Absagen aus prinzipieller Skepsis zu vermeiden.
- ▶ Die rechtlichen Kaufvertragsverhandlungen sind auf die wirtschaftlich bedeutenden Themen wie den Kaufpreis, Kaufpreisanpassungen und Garantien zu fokussieren. Augenmerk ist auch auf die Gestaltung des von der Käuferseite oft geforderten Rück-

trittsrechts zu legen, falls sich die wirtschaftliche Ausgangssituation des Unternehmens bis zum Vollzug der Transaktion verändert.

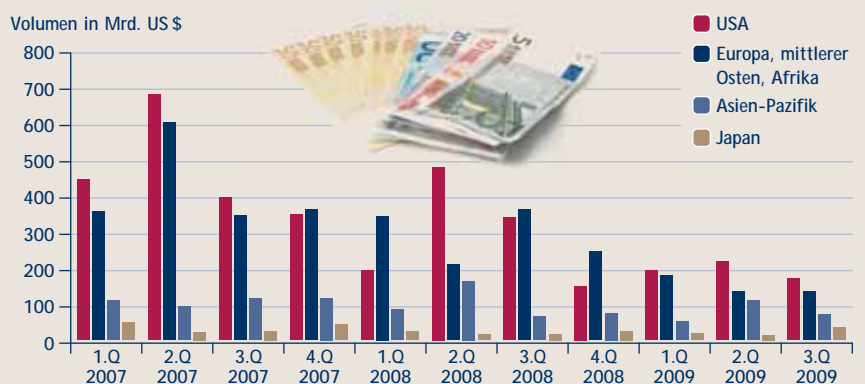
- ▶ Bis zum Schluss sollte mit mehreren Interessenten parallel verhandelt werden, um Alternativen zu haben. Drängen der Käufer auf Exklusivität ist keinesfalls nachzugeben.

Fazit ▶ Ein Verkauf in der Restrukturierung erfordert einen straffen, maßgeschneiderten Prozess. Zur Erzielung des optimalen Resultats für die Eigentümer und das Unternehmen sind diese Punkte wichtig:

- ▶ Das Management muss sich auf das operative Geschäft und die Restrukturierung konzentrieren, um den Turnaround zu gewährleisten ohne die Krise zu verschärfen.
- ▶ Die Restrukturierung und den M&A-Prozess sollten verschiedene (banken)unabhängige Berater mit langjähriger Erfahrung im Krisenmanagement begleiten, so dass die Situation bzw. die Interessen aller Beteiligten schnell und richtig eingeschätzt werden.
- ▶ Verkäufe in der Restrukturierung verlangen oft Beiträge anderer Anspruchsgruppen, etwa der Arbeitnehmer, finanzierender Banken, von Kunden und/oder Lieferanten. Deren Positionen sind früh zu analysieren, um die nötigen Zugeständnisse zuverlässig in den Verhandlungen zu erreichen.
- ▶ Besonnenes und konsequentes Handeln: Voraussetzung des Erfolgs ist die realistische Einschätzung der Lage des Unternehmens, auch aus Investoren- bzw. Kapitalmarktsicht, um die Durchführbarkeit sämtlicher sich bietenden Optionen einzuschätzen. ■

*Felix Regehr und Kai Sessinghaus,
Geschäftsführende Gesellschafter
CAPEO GmbH, München*

Weltweite Transaktionsvolumina nach Regionen



Quelle: Thomson Reuters, drittes Quartal 2009