

CORONA & DIE FOLGEN

Wann kommt die große
Restrukturierungs- und
Insolvenzwellen?

STARUG

Wie praxistauglich ist
das neue Instrument?

POST-COVID-RESTRUKTURUNG

Wie schaffen Unternehmen
jetzt erfolgreich den
Turnaround?

Handelsblatt **Journal**

Eine Sonderveröffentlichung von Euroforum Deutschland

JUNI 2021 | WWW.HANDELSBLATT-JOURNAL.DE



**RESTRUKTURIERUNG,
SANIERUNG & INSOLVENZ**
ZEIT FÜR KREATIVE LÖSUNGEN

euroforum

Medienpartner

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Schlüsselfaktoren bei Bieterverfahren und Unternehmensbewertungen im Distressed M&A



Dr. Ralf A. Pampel, Managing Director/Geschäftsführer, Co-Head Metzler Corporate Finance, B. Metzler GmbH (links) und Lucie Gabor, Managing Director, B. Metzler GmbH

von Lucie Gabor und Dr. Ralf A. Pampel

Strukturell unterscheiden sich die Phasen eines Bieterverfahrens zum Verkauf eines gesunden Unternehmens kaum von dem eines Unternehmens in der Krise („Distressed“). Allerdings erfordern die besondere Dynamik und die geänderten Entscheidungsabläufe und Zuständigkeiten ein vollkommenes Umdenken, wenn es darum geht, die einzelnen Prozessphasen in Abhängigkeit von der erreichten Krisen eskalationsstufe auszugestalten und zu takten.

Bei zunehmender Eskalationsstufe nimmt der Hand-

lungsdruck zu, einen Investor zu finden, da sonst das Aus droht. Gleichzeitig nehmen Handlungsspielraum und zeitliche Flexibilität ab. Zudem verschiebt sich die Entscheidungshoheit sukzessive vom Management und den Gesellschaftern hin zum Insolvenzverwalter und zum Gläubigerausschuss im Rahmen einer Insolvenz. Verschärfend wirkt das schwindende Vertrauen in das Geschäftsmodell und die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens. Dabei sind Unternehmen in Distressed-Situationen meist nicht ausreichend auf einen Investorenprozess vorbereitet: Oft fehlt es an der Transparenz und

Dokumentation, die Investoren für ihre Due Diligence benötigen, und wichtige Wissensträger sowie Schlüsselmitarbeiter haben sich häufig bereits aus dem Unternehmen verabschiedet.

Daraus ergeben sich wesentliche Schlüsselfaktoren für einen erfolgreichen M&A-Prozess, die man unbedingt im Blick haben muss, um die Transaktionssicherheit und Erlöse maximieren zu können:

1. Eine umfassende und vertrauensbildende Kommunikation mit allen Stakeholdern inklusive Gläubigern,

- Mitarbeitern und Kunden, da deren Commitment die Voraussetzung für eine erfolgreiche Transaktion ist.
2. Ein schlüssiges, investorengerechtes Restrukturierungskonzept inklusive Unternehmensplanung, aus dem die wirtschaftliche Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells und die erforderlichen Restrukturierungsmaßnahmen klar erkennbar sein müssen.
 3. Eine sehr schnelle und zeitgleiche, in der Regel breite Ansprache aller geeigneten potenziellen Investoren, um den Wettbewerbsdruck im Bieterverfahren zu maximieren. Der zeitliche Puffer für eine sogenannte zweite Welle ist nur in den seltensten Fällen vorhanden und kostet Wettbewerb.
 4. Eine ergebnisoffene Transaktionsstrukturierung (Gesamtlösung oder Kombination aus Teillösungen) auf Basis des tatsächlichen Investorenappetits für ein maximal mögliches Verwertungsergebnis. Dies erfordert ein modulares Vorgehen mit genau definierten Transaktionsoptionen und Kombinationsvorgaben, damit am Ende nicht wesentliche Unternehmensteile zurückbleiben.
 5. Ein berechenbarer und transparenter Transaktionsprozess, damit potenzielle Investoren ausreichend motiviert sind, die Mühen eines Fast-Track-M&A-Prozesses auf sich zu nehmen und um Überraschungen bei allen in die Transaktionsentscheidungen einbeziehenden Stakeholder zu vermeiden. Letztere benötigen unbedingt eine hohe Transparenz in puncto umsetzbarer Alternativlösungen, um ihre Entscheidung abzusichern.
 6. Eine schnelle Taktung von Distressed-M&A-Prozessen, verbunden mit der daraus resultierenden Notwendigkeit, nahezu alle wesentlichen Arbeitsstränge parallel anzustoßen und abzuarbeiten. Dies erfordert aber einen hohen Ressourceneinsatz beim Unternehmen und bei den involvierten Beratern.

Die Notlage des Unternehmens und die geschilderte Prozessdynamik bestimmen auch die Wertfindung im Distressed M&A. Die klassische Multiplikatorenbewertung auf Basis von EBITDA und EBIT ist in der Regel dafür ungeeignet, da beide häufig sehr gering oder negativ sind und dies schnell zu negativen Kaufpreisen führen würde. Anwendbar ist eine Cashflow-Bewertung auf Basis der Turnaround-Unternehmensplanung. Da diese mit großen Risiken verbunden ist, übernehmen die Investoren den Cashflow selten eins zu eins und berücksichtigen zudem beim Diskontierungsfaktor entsprechende Risikozuschläge. Die Unsicherheit führt dazu, dass die Investoren zu sehr unterschiedlichen Werten gelangen und sich daraus eine erhebliche Bewertungsbandbreite ergibt. Der Erwerber wird auch argumentieren, dass er die Restrukturierung erst noch umsetzen muss, die Stakeholder hingegen werden so viel wie möglich des potenziellen zukünftigen Wertes für sich vereinnahmen wollen. Eine Art Kaufpreisuntergrenze bei Insolvenzen bildet der gutachterlich festgestellte Liquidationswert.

Letztendlich spiegelt der Kaufpreis bei Distressed-Transaktionen im Wesentlichen ein Verhandlungsergebnis wider. Daher sind ein strukturierter Verkaufsprozess und ein wertmaximierender Bieterwettbewerb die entscheidenden Werttreiber.

Entsprechend wichtig ist es daher, ein im Distressed M&A erfahrenes, starkes Beratersteam einzubinden, das es gewohnt ist, komplexe Transaktionsprozesse zu koordinieren und zu führen, und das die Anforderungen der verschiedenen Stakeholder aus dem Effeff kennt. ■