

EXIS | TENZ

Magazin für Finanzen, Restrukturierung, Sanierung und Wirtschaft

Juli 2020



mehrwert



immvert®

INSOLVENZ- UND BANKIMMOBILIEN

Operative radikale Restrukturierung „HEILMITTEL“ für den deutschen Mittelstand in der Zeit nach Corona?

Ein Gastbeitrag von GEORGIY MICHAILOV und JAN STANGE.

Die Welt nach Corona wird nicht mehr die gleiche sein, auch nicht für die Transformationsbedarfe des Mittelstands. Durch die extremen Maßnahmen standen und stehen auch heute noch in sehr vielen Unternehmen die Lieferketten und Produktionen still oder laufen lediglich eingeschränkt weiter. Weltweit, aber auch in Deutschland sind die Folgen einschneidend und äußern sich in angebots- und nachfrageseitigen Schocks. Im Ergebnis durchlaufen eine Vielzahl von Unternehmen keine klassischen „Krisenstadien“ mehr, von der Stakeholder-über die Strategiekrise hin zu Absatz- und Erfolgskrise mit dem Höhepunkt der Symptome einer Liquiditätskrise bzw. Insolvenz. Vielmehr geraten Unternehmen mit einem funktionierenden Geschäftsmodell binnen kürzester Zeit direkt in das Stadium der Liquiditätskrise, die oft eine direkte Existenzbedrohung bedeutet. Gleichzeitig gewinnen die Fragen nach durchgreifender Digitalisierung sowie globalen Supply-Chain-Ketten massiv an Bedeutung.

Die aktuelle Krise spüren auch Arbeitnehmer deutlich. Wer kann, muss von zu Hause arbeiten. Kurzarbeit wird als weitverbreitetes Instrument genutzt, um Arbeitnehmer vor der Entlassung zu schützen und Arbeitgeber vor der Pleite. Für eine Vielzahl von Arbeitsplätzen greifen aber auch diese Maßnahmen nicht mehr. Besonders gravierend ist, dass die in der Corona-Krise verlorenen Umsätze vieler Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr nicht mehr kompensiert werden können, so zum Beispiel in der Gastronomie oder Hotellerie.

Es herrscht daher Unsicherheit, wie und in welchem Ausmaß sich die Corona-Krise auf die weltweite und deutsche Wirtschaft sowie auf den Mittelstand in naher und fernerer Zukunft auswirken wird.

Wir haben hierzu fünf Thesen entwickelt:

THESE 1: Rettungsmaßnahmen in der Corona-Krise sind primär auf die Überlebenssicherung ausgerichtet und nicht auf die Verbesserung der Unternehmens-Performance.

Sowohl der Corona-Schutzschild als auch die Sonderprogramme der KfW bieten Unternehmen die Möglichkeit, Investitionen und Betriebsmittel in der Krise zu finanzieren; vor allem aber werden die Notkredite überwiegend zur Verlustfinanzierung und Überlebenssicherung verwendet werden. Maßnahmen wie die Ausweitung des Kurzarbeitergelds hingegen wirken sich liquiditätsschonend für die betroffenen Unternehmen aus, ohne dass den Unternehmen daraus finanzielle Verpflichtungen im Sinne von langfristigen Verbindlichkeiten entstehen. Dementsprechend steigt die Zahl der Anträge auf Notkredite der KfW stark. Die KfW erwartet ca. 20.000 bis 100.000 Anträge auf Notkredite und schließt mittlerweile auch ein Gesamtvolumen von 100 Mrd. Euro nicht aus.

Die hohen Antragszahlen (bezogen auf die Corona-Hilfsprogramme) und die damit zunehmende Ver-



Georgiy Michailov
Foto: Struktur Management Partner GmbH



schulung der Unternehmen verdeutlicht jedoch auch, dass die freien Verschuldungskapazitäten und damit die finanziellen Spielräume für Unternehmen abnehmen werden. Zukunftsorientierte Investitionen in neue Geschäftsfelder oder Add-on-Akquisitionen anderer Unternehmen werden verschoben oder gänzlich aufgegeben. Erwartbar werden die Notkredite in der Überlebenssicherung der Unternehmen „versickern“ und nicht für eine nachhaltige Transformation eingesetzt (strategische Ausrichtung, operative Performancesteigerung, etc.).

Es werden nur diejenigen Unternehmen trotz höherer Verschuldung gestärkt aus der Krise kommen, denen es gelingt, die Marktbereinigung zu überleben und aufgrund eines eventuellen Nischenfokus Marktanteile zu gewinnen, oder aber Produktivitätssteigerungen aktiv umzusetzen.

THESE 2: Schon vor der Krise ertragsschwache Unternehmen werden keine Kreditzusagen bekommen können und aus dem Markt ausscheiden. Und viele Unternehmen werden durch die Krise so geschwächt, dass sie im weiteren Verlauf zu Zombie-Unternehmen mutieren werden.

Ungeachtet der hohen Antragszahlen prognostizieren Kritiker den Sonderprogrammen teilweise mangelnde Wirksamkeit. So können sich besonders (mittelständische) Unternehmen aus den Bereichen Gastronomie, Hotellerie, Eventmanagement, Catering sowie aus den Sektoren Reise, Verkehr, Logistik und Touristik häufig nicht für die Förderkredite qualifizieren – und zwar trotz eines in konjunkturell normalen Zeiten gut funktionierenden Geschäftsmodells. Insbesondere in diesen Branchen sind die Margen häufig gering, die Rücklagen niedrig und die Liquiditätsreichweite dementsprechend kurz. Darüber hinaus wird das seitens der Hausbanken häufige Abverlangen von persönlichen Bürgschaften der Gesellschafter die Kreditvergabe deutlich erschweren.

Die rasche und direkte Krisenhilfe der KfW und Bundesregierung wird tendenziell aber auch Unternehmen durch die Krise helfen, die sich bereits vor der Corona-Krise in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage befunden hatten. Bei Unternehmen mit zu schwacher Substanz, schlechteren Geschäftsmodellen oder Unternehmen in bereits eingeleiteten Restrukturierungen wird es nach der Krise vermehrt zu einer Abwicklung kommen. Kreditbasierte Notprogramme werden das Problem vielfach nur „aufschieben“, und die zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen werden diese Unternehmen schwer belasten. Dies vor allem vor dem Hintergrund, dass diese Mittel überwiegend zur Verlustfinanzierung und

nicht zur Performance-Steigerung eingesetzt werden (siehe hierzu auch These 3).

Somit wird nachhaltiges Restrukturieren und die damit einhergehende Wertsteigerung massiv an Bedeutung gewinnen müssen, um unter anderem der erhöhten Verschuldung zu begegnen. Die Zahl der außergerichtlichen und / oder gerichtlichen Restrukturierungen wird schon bald zunehmen, um die notwendigen, erheblichen Ergebnisverbesserungen herbeizuführen und die Verschuldung zu reduzieren.

THESE 3: Der Transformationsdruck trifft die deutsche Wirtschaft in der Zeit nach Corona schwer, stößt dabei aber auch notwendige Veränderungsprozesse in ganzen Industrien und in einer Vielzahl von Geschäftsmodellen an.

Zur Verhinderung einer unmittelbaren Insolvenzwelle aufgrund der Corona-Krise hat die Bundesregierung das COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz (COVInsAG) verabschiedet. Dieses setzt die Insolvenzantragspflicht bis Ende September aus, um Corona-bedingte Insolvenzen zu vermeiden bzw. den Spielraum der Unternehmen zur Bewältigung der Krise zu vergrößern. Voraussetzung ist aber, dass die aktuelle Krise auf den Folgen des SARS-CoV-2-Virus (COVID-19-Pandemie) beruht und Aussichten darauf bestehen, eine Zahlungsunfähigkeit zu beseitigen – etwa durch zusätzliche Hilfskredite aus den KfW-Programmen.

Bereits vor der Krise finanziell angeschlagene Unternehmen sollten sich durch die leicht verfügbaren Kredite der KfW oder andere Rettungsprogramme der Länder nicht in Sicherheit wiegen. Ohne einen klaren und konsequenten Plan zur Gesundung nach Corona wird die Zahlungsunfähigkeit lediglich aufgeschoben und nicht beseitigt. Die Krise bietet daher eine Chance für strategisch mutig agierende Unternehmen. Wer sicher durch die Krise manövriert, sein Unternehmen nicht überschuldet und sich nach der Krise intelligent positioniert, kann mittel- und langfristig mehr Wert schaffen, als vor der Krise möglich war. Dies auch dadurch, dass Wettbewerber ggf. aus dem Markt ausscheiden und so Marktanteile übernommen werden können. Unternehmen sollten sich deshalb nicht auf ihren ggf. noch vollen Auftragsbüchern ausruhen, sondern bereits über den Sommer hinaus planen und auch weiterhin unterschiedliche Szenarien für sich aufstellen und konsequent bewerten.

Der Transformationsdruck durch die Corona-Krise kann für manche Industrien auch Rückenwind bedeuten, allen voran beispielsweise die Digitalisierungsbranche. Allein durch den Umstand, dass Unternehmen und Mitarbeiter sich neu organisieren und „New Work“ (Homeoffice, Video-Calls, etc.) betreiben müssen, gewinnt die Digitalisierung von Geschäftsprozessen spürbar an

Bedeutung. Die Corona-Krise beschleunigt die schon bestehende Entwicklung weiter, da durch das Kontaktverbot viele Unternehmen ihre Tätigkeiten auf einen „Online-Betrieb“ umstellen mussten. Diese Erfahrung wird die Arbeitswelt nachhaltig beeinflussen. Der Fokus wird künftig aber verstärkt auf Digitalisierungs-Initiativen mit schnellem Payback liegen und nicht auf Maßnahmen, die eher dem Selbstzweck dienen, wie es vor der Krise häufig zu beobachten war.

THESE 4: Die bisher häufigen M&A-Lösungen in der außergerichtlichen oder gerichtlichen Sanierung werden erschwert oder sogar unmöglich, weil die Käuferseite selbst unter Druck gerät und Unternehmensbewertungen niedriger ausfallen.

Aufgrund der Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung schrecken Käufer vor Akquisitionen im aktuellen Marktumfeld noch zurück. Daher wird



Foto: iStockPhoto/Danny Schoening

M&A als „Sanierungsoption“ vor allem mit strategischen Käufern perspektivisch eine geringere Bedeutung haben.

Erste Finanzinvestoren spekulieren laut „FINANCE Private Equity Panel“ (Stand vom 14. April 2020) trotzdem bereits auf mögliche Zukäufe – insbesondere im Bereich der Konzerne, denn vielen steht in der aktuellen Situation eine notwendige Konsolidierung bevor. Das abzutretende Randgeschäft wird so für Finanzinvestoren mit attraktiven Renditechancen zum Quick-Win, auch wenn die aktuellen Preise vielen Investoren noch zu hoch sind.

Die Aussichten für Secondary und Tertiary Buy-outs sind hingegen deutlich eingetrübt. Laut FINANCE Private Equity Panel sinkt der Attraktivitätswert für poten-

zielle Käufer hier auf einer Skala von 1 bis 10 um 36 % und landet im Ergebnis auf einem Attraktivitäts-Punktwert von nur noch 4,74 von möglichen 10,0 Punkten.

Auch die Finanzierung möglicher Deals stellt sich zurzeit, aber auch perspektivisch schwierig dar. Leveraged Financing ist für PE-Investoren als Option nahezu vollständig weggebrochen, und auch andere Formen von Buy-out-Finanzierung werden für viele Käufer nicht mehr so einfach zur Verfügung stehen wie in der Vergangenheit.

Die Konditionen für Finanzierungen haben sich entsprechend verschlechtert – wenn auch nicht so drastisch. Für das M&A-Geschäft (abgesehen von Konzern-Spin-offs) ist insgesamt große Verunsicherung bei den Investoren zu erwarten. Denn die Frage, wie sich die Corona-Krise auf die Geschäftsmodelle der potenziel-



Foto: iStockPhoto/Animaflora

len Targets auswirkt, kann erst im weiteren Zeitverlauf hinreichend gut beantwortet werden. In der Zwischenzeit ist von einer abwartenden und beobachtenden Rolle der Investoren auszugehen.

Es werden aber auch PE-Investoren selbst von der Krise getroffen werden. Die wirtschaftlichen Beeinträchtigungen wirken sich auf fast alle Geschäftsprozesse und Lieferketten weltweit aus. Portfoliounternehmen, die die wirtschaftliche Vernetzung benötigen, um notwendige Synergien zu heben, leiden aktuell wie alle andere Marktbegleiter auch unter den Folgen der Krise und ausbleibenden Umsätzen.

Investoren, die geschwächt aus dieser Krise kommen, werden sich gezwungen sehen, ihre Gelder zuerst in die operative Restrukturierung bestehender Portfoliounternehmen zu leiten, um ursprüngliche Profitabilitätsniveaus wieder zu erreichen oder eigene Strukturen zu konsolidieren, bevor wieder Zukäufe in den Fokus rücken können.

Als Folge der aktuellen Krise wird jedoch auch die Zahl der ernstesten Restrukturierungs- und Sanierungsfälle sowie auch der Insolvenzen auf der Target-Seite merklich ansteigen, was wiederum Chancen für potente Distressed-Investoren mit sich bringt, die als „Krisengewinner“ mit klarem Geschäftsfokus besser aufgestellt sind als ihre Marktbegleiter mit einem breiteren Investitionsansatz.

So erwartet der Warenkreditversicherer Coface eine Zunahme der Unternehmensinsolvenzen weltweit von plus 25 % für 2020, und das bereits in einem Best-Case-Szenario, bei dem die Wirtschaftstätigkeit schrittweise wieder hochgefahren wird und es in der zweiten Jahreshälfte 2020 keine zweite Welle der Coronavirus-Pandemie gibt. Für Deutschland liegt der Prognosewert lt. Coface bei plus 11% mehr Unternehmensinsolvenzen im Vergleich zur letzten Januar-Prognose 2020.

Gesellschafter, die trotz der erheblichen Beeinträchtigungen der M&A-Aktivitäten den Verkaufsprozess einleiten wollen (oder müssen), werden angesichts des allgemeinen Preisverfalls an den Finanzmärkten sowie merklich weniger potentieller Käufer deutliche Abschlüsse bei der Unternehmensbewertung hinnehmen müssen.

THESE 5: Die operative Restrukturierung – außergerichtlich oder auch gerichtlich – wird durch unattraktive M&A-Exit-Szenarien eine Renaissance erleben.

Da der klassische Verkauf vor allem in strukturell schwierigen Branchen nicht mehr die einfachste Lösung sein wird, wird die steigende Zahl der operativen Sanierungen zunehmend von umfassenden Restrukturierungen der Passivseite begleitet werden. Bei der Neuausrichtung der Passivseite könnte der neue präventive Restrukturierungsrahmen eine erhebliche Erleichterung bedeuten. Ohne gleichzeitige, umfassende operative Restrukturierung und Neuausrichtung der Geschäftsmodelle werden aber kaum nachhaltige Lösungen möglich sein. Erfolgsentscheidend werden u.a. die richtige Einschätzung der Turnaround-Fähigkeit eines Geschäftsmodells und die Auswahl des adäquaten Sanierungsverfahrens sein (außergerichtlicher oder gerichtlicher Prozess bzw. Anwendung des präventiven Restrukturierungsrahmens, sofern möglich). Sollten valide Turnaround-Programme nicht mehr finanzierbar sein, wird es zu einem Abwicklungs-Tsunami bei Unternehmen und zu massiven Kreditausfällen bei den Banken kommen. Absehbar würde die operative Restrukturierung daher tatsächlich die günstigste Alternative für alle Stakeholder bleiben!

FAZIT:

Bedingt durch die Corona-Krise sind viele Unternehmen gezwungen, „Fresh money“ zur Liquiditätssicherung aufzunehmen. Diese Mittel werden primär zur Verlustfi-

nanzierung und Überlebenssicherung verwendet, aber nicht zur Neuausrichtung des Geschäftsmodells oder zur operativen Performance-Steigerung. Damit steigt die Verschuldung in den Unternehmen, ohne dass mit diesen Mitteln Wert geschaffen wird.

Es ist davon auszugehen, dass der aus der zunehmenden Verschuldung resultierende erhöhte Kapitaldienst von vielen Unternehmen nach der Pandemie nicht nachhaltig bedient werden kann, zumal die gesamtwirtschaftliche Lage auch nach einem Abflauen der akuten Corona-Krise angespannt bleiben wird. Dies wird einen erheblichen Restrukturierungsbedarf auslösen.

Da zu erwarten ist, dass M&A als „Sanierungsoption“ in den nächsten Jahren eine geringere Bedeutung haben wird, gehen wir von einer Renaissance der operativen Sanierung aus. Dabei werden die folgenden Punkte erfolgsentscheidend sein:

- Zukunftssichere Neuausrichtung des Geschäftsmodells unter besonderer Berücksichtigung der paybackunterlegten Digitalisierung, die durch die Corona-Krise einen zusätzlichen Schub erfahren hat.
- Konsequente Umsetzung operativer (leistungswirtschaftlicher) Restrukturierungsmaßnahmen, mit Fokus auf Performance-Improvement in allen Funktionsbereichen, ggf. unter Berücksichtigung neuer Supply-Chain-Erfordernisse
- Finanzwirtschaftliche Sanierung (Sanierung der Passivseite) mit dem Ziel, eine nachhaltig tragbare Kapitaldienstbelastung zu erreichen.
- Offene und transparente Kommunikation mit allen Stakeholdern, um deren Unterstützung für den Restrukturierungsprozess zu gewinnen.
- Auswahl des passenden Sanierungsverfahrens (außergerichtliche Sanierung, Sanierung durch ein Insolvenzverfahren und ggfs. zukünftig präventiver Restrukturierungsrahmen), um das richtige Instrumentarium zur Lösung der spezifischen Krisensituation zur Verfügung zu haben.

Eines jedenfalls ist sicher: Restrukturierungs- und Sanierungs-Know-how wird in den nächsten Jahren von großer Bedeutung sein.

Die Autoren:

Der Diplom-Volkswirt Georgiy Michailov ist Managing Partner und Jan Stange ist Manager bei der Struktur Management Partner GmbH in Köln.

Jan Stange
Foto: Struktur Management
Partner GmbH

