

Von dringenden Finanzspritzen und drohenden Schnäppchenjägern

Köln. Die Diagnose war schnell gestellt: Der SARS-CoV-2-Erreger sorgt auch in der Wirtschaft für den weltweiten Corona-Crash. Das in Deutschland vorwiegend eingesetzte Heilmittel, der finanzielle Tropf vor allem mit KfW-Mitteln, wirkt vorerst und ein Stück weit. Ähnlich wie die Mediziner stehen die Sanierer nun vor der Aufgabe, stets für ausreichende Mittel zu sorgen. Welche Herausforderungen stellen Finanzierungen in Zeiten der Corona-Krise dar? Brechen nun goldene Zeiten für Anbieter von Private Equity (PE) an? Auf Distressed-M&A spezialisierte Investoren profitieren genauso wie gewiefte Strategen, die eigentlich Schnäppchen machen könnten. Doch noch halten sich viele zurück. Zuspitzen könnte sich die Krise im Laufe des Jahres bzw. im nächsten Jahr, wenn vorläufigen Prognosen zufolge die Insolvenzen stark zunehmen werden.

Text: Sascha Woltersdorf

Inländischer Konsum und Export sind eingebrochen, Lieferketten wurden gestört oder gar gekappt, all das sind die dramatischen wirtschaftlichen Folgen der für die Bekämpfung der Pandemie notwendigen Kontaktbeschränkungen. Da Corona zu einem Crash für die Wirtschaft geworden ist, geraten immer mehr Unternehmen in Schieflage. Zuerst trifft es jene Unternehmen, die bereits im Vorfeld der Pandemie bei der Profitabilität schwächelten und deshalb oftmals nicht mehr über ausreichende Finanzreserven verfügen.

Obwohl Bund und Länder bekanntlich mit massiven Hilfen zügig reagiert haben, können die Unternehmen, die bereits zum 31.12.2019 als »Unternehmen in Schwierigkeiten« galten, einen Großteil der Maßnahmen nicht in Anspruch nehmen. »Das sind natürlich die Unternehmen, die über kein finanzielles Polster verfügen und am ehesten frische Liquidität benötigen«, sagt Knud Dippel, Director Private Debt bei Patrimonium Asset Management. »Unabhängig davon stellt jeder von den Banken gewährte Kredit des KfW-Programms für die Banken eine eigene Kreditentscheidung dar: Trotz Übernahme von 80% des Kreditrisikos durch die KfW verbleiben 20% bei der kreditgebenden Bank. Da die massiven Auswirkungen von Covid-19 auf die Volkswirtschaft vermutlich zu signifikanten Kreditausfällen bei europäischen Banken führen werden, ist die Kreditvergabe der Banken bereits heute deutlich restriktiver.«

Aufgrund ihrer rigiden Risikomanagementstrukturen und der Regulierung, die nach der Finanzkrise 2008 entstanden ist, hätten die Banken Schwierigkeiten bei der Neuvergabe oder Ausweitung von Kreditlinien, analysiert Johannes von Neumann-Cosel, Partner im Bereich Corporate Finance bei FalkenSteg. Unternehmen auf einem Restrukturierungsweg erhielten deshalb kaum eine Neufinanzierung. »Es sei denn, sie können ausreichende Sicherheiten oder Bürgschaften stellen. Auch die Kriterien beim KfW-Schnellkredit, bei dem die Förderbank das komplette Kreditrisiko übernimmt, werden Krisenunternehmen

nicht erfüllen.« Auch RA Dr. Christoph Poertzgen, Counsel bei CMS Hasche Sigle, weiß, dass von den Banken und Hausbanken gerade jetzt »besonders viel erwartet wird: Sie sollen gerade vor dem Hintergrund durch die weitgehende »Rückversicherung« durch die KfW schnell und unbürokratisch Hilfskredite gewähren, aber dennoch die im Moment angesichts der »durcheinandergewirbelten« Geschäftszahlen vieler Unternehmen schwierige – und haftungsanfällige – Kreditprüfung sorgfältig vornehmen. Das führt nicht selten zu Friktionen.« Unterstützungs- bzw. Rettungskredite seien in der vorliegenden Situation »grundsätzlich ein richtiges und zweckmäßiges Mittel, problematisch kann lediglich die praktische Umsetzung sein, wenn den Hausbanken eine sorgfältige Prüfung wie in »normalen Zeiten« abverlangt wird, auf der anderen Seite aber in Politik und weiten Teilen der Öffentlichkeit die – durchaus verständliche – Meinung vorherrscht, jetzt sei eine unbürokratische Hilfe notwendig und keine allzu strenge bankübliche Prüfung wie sonst.«

Kommt mit der Krise der Boom von Private Equity?

Kurz: Liquidität ist notwendiger denn je. Aber woher soll diese gerade für notleidende Unternehmen kommen? Welche Veränderungen die Corona-Zeit bringen kann, zeigt der offensichtliche Boom der digitalen Kommunikation, ganz besonders der Videokonferenzen, die für fast alle Bereiche der Wirtschaft sehr wichtig, ja nahezu unverzichtbar geworden sind.

Andere Entwicklungen in Finanzierungsbereichen von Unternehmen sind sicher nicht ganz so augenfällig, könnten aber ebenfalls gravierend sein. Hat sich im Verlauf der aktuellen Krise die Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen auf der Finanzierungsseite bereits verändert? Ein klares »Ja« kommt von Knud Dippel. »Für die klassischen Finanzierer wie Banken



Knud Dippel (Patrimonium Asset Management)



RA Dr. Christoph Poertzgen (CMS Hasche Sigle)



Johannes von Neumann-Cosel (FalkenSteg)

kommt die Corona-Krise definitiv zur Unzeit, da die Altlasten der Finanzkrise insbesondere bei den europäischen Banken noch nicht vollständig verarbeitet sind. Alles in allem kann festgehalten werden, dass Private Debt durch Corona ebenso einen Boost erleben wird wie die Digitalisierung.«

Touristik und Luftverkehr, Gastronomie und Veranstaltungen, der Fahrzeugbau mit den Zulieferern, der klassische Maschinen- und Anlagenbau, der stationäre Einzelhandel sowie die Produktion bestimmter privater Konsumgüter wie etwa Möbel gelten als besonders betroffen. Die Anzahl der Problembranchen ist also hoch. Immerhin gibt es auch Gewinner. Laut der Covid-19-Studie »Die Wirtschaft im freien Fall?« von FalkenSteg, die auf einer Befragung von Insolvenzverwaltern fußt, werden am häufigsten Onlinehandel (83%), Gesundheitswesen (75%) und IT/Telekom (58%) genannt. Mit Blick auf die Corona-Verlierer erwarten viele Insolvenzverwalter für Deutschland den Scheitelpunkt der Antragswelle erst im September und Oktober 2020, wie die Studie der Unternehmensberatung ebenfalls ergab, die 460 Insolvenzverwalter im April 2020 nach ihrer Einschätzung befragt hatte. Ein Grund für den verzögerten Peak wird die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht sein, die Unternehmen vor dem Gang in die Corona-bedingte Insolvenz bewahren soll. Euler Hermes, der weltgrößte Kreditversicherer, rechnet im Zuge der Corona-Krise mit einer tiefen Rezession und warnt vor einer enormen Insolvenzwelle. Für Deutschland, analysiert die Allianz-Tochter, sei mit einem Anstieg von 10% zu rechnen, für Europa mit 19% und für die USA mit einem Plus von 25% gegenüber dem Vorjahr. Damit hat das COVInsAG eine schnelle Insolvenzwelle wohl verhindert, die bei der Rückkehr zur alten Rechtslage der Insolvenzantragspflicht – es gibt noch die Verlängerungsoption bis 31.03.2021 im Gesetz – dennoch kommen wird. Es wurde und wird also Zeit gekauft. Wie sollte diese genutzt werden, um sich neu aufzustellen?

Derzeit seien weitgehende Fremdfinanzierungen von Transaktionen kaum möglich, sagen RA Sebastian Harder, Manager Corporate/M&A, und Timo Klees, Partner bei PwC, der den Bereich Distressed M&A verantwortet. Mit der steigenden Anzahl an Krisen- und Insolvenzfällen verstärkte sich eigentlich auch die Distressed-M&A-Aktivität. »Allerdings ist die Investoren-

landschaft nur eingeschränkt handlungsfähig oder -willig. Während Strategen vielfach selbst mit den Auswirkungen der Pandemie kämpfen, versuchen Finanzinvestoren ihre bestehenden Beteiligungen und Portfolios zu stützen. Die Investitionsbereitschaft ist daher auf breiter Front wenig ausgeprägt. Genau dies bietet aber Chancen für handlungsfähige, pragmatische und finanzstarke Investoren.« So sei zu erkennen, dass »ausgewählte Investoren diese Chancen auch wittern und gezielt auf Akquisitionstour gehen. Dabei gehen die Chancen bei entsprechender Flexibilität der Investoren weit über die klassischen Beteiligungs- und Finanzierungsmodelle hinaus.«

Die ersten Investoren strecken vorsichtig ihre Fühler aus

RA Dr. Hubertus Bartelheimer, Partner bei PLUTA, spricht von einer unter »nahezu sämtlichen Investorengruppen zu beobachtenden ›Schockstarre‹«. Diese zu überwinden, sei die größte Herausforderung im Distressed-M&A-Markt. Christoph Poertzgen wählt ebenfalls den Begriff der »regelrechten Schockstarre«, die es im März und in der ersten Hälfte im April gegeben habe. »Käufer haben sich fast komplett zurückgehalten. Das ändert sich jetzt, aber immer noch bzw. erst ganz langsam. Die ersten Investoren strecken vorsichtig ihre ›Fühler‹ aus und loten Chancen aus.« Nennenswerte Deal-Volumina im Distressed-M&A-Bereich, die gerade durch die Corona-Krise ausgelöst sind, seien noch nicht zu beobachten. Poertzgen rechnet mit Änderungen »im Sommer/Herbst, vielleicht auch erst noch später, dann aber wahrscheinlich deutlich«. Der Markt müsse sich regelrecht »erst noch an diese so noch nie da gewesene Situation gewöhnen. Früher oder später wird der Distressed-M&A-Markt aber wieder erheblichen Schwung aufnehmen.«

Auch Dr. Andreas Fröhlich, Head of Corporate Finance der Baker Tilly Unternehmensberatung, geht davon aus, dass zunächst zu Beginn der Welle vor allem jene Unternehmen, die sich bereits vor Corona in einer Krisensituation befunden haben, auf den Transaktionsmarkt kommen. »Die Targets, die bereits im zweiten Quartal 2020 Insolvenzantrag stellen mussten oder



Dr. Andreas Fröhlich (Baker Tilly Unternehmensberatung)

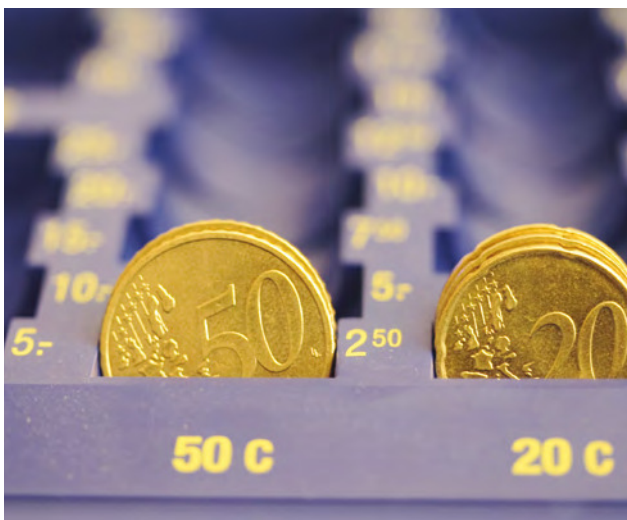


Thomas Vinnen (Nordleasing GmbH)



Anzeige

müssen, werden oftmals nur schwerlich Investoren finden.« Die Anzahl der Liquidationen werde deutlich steigen und zwar sowohl in der absoluten Anzahl als auch relativ: »Unternehmen mit über 20 Mio. Euro Umsatz werden im Rahmen einer Insolvenz üblicherweise in 20% der Fälle liquidiert. Wir erwarten bei den Verfahren, die in den nächsten Wochen starten, eher eine Liquidationsquote, die über 50% liegt.« Ebenso wie die meisten Marktbeobachter sieht Fröhlich jedoch bereits jetzt, dass »einige Fonds, die gezielt in Krisenunternehmen investieren, auch schon ihre Chance wittern und reklamieren, dass sie auch in



Corona-Zeiten in Unternehmen investieren.« Für diese Spezialisten herrschen günstige Zeiten, da durch die Corona-Krise zu nächst geringere Kaufpreise zu erwarten seien, glaubt Henning Graw, Vorstand der IMAP M&A Consultants AG. Einerseits steige die Unsicherheit und jeder Investor bepreise dies. Zudem nehme das Angebot an verfügbaren insolventen Unternehmen stark zu, voraussichtlich ab September 2020, wie Henning Graw erwartet. Ferner führe die derzeitige allgemeine Zurückhaltung am M&A-Markt zu einem weniger ausgeprägten Bieterwettbewerb und drücke somit die Kaufpreise zusätzlich. Bei den aktuell voll durchschlagenden Auswirkungen der Pandemie beobachtet auch

Johannes von Neumann-Cosel einen »normalen M&A-Markt, dessen Höhenflug zu Ende ist«. Im Distressed-M&A-Markt steigen die Fallzahlen, da »viele Unternehmen, die vorher am Krisenrand standen und bisher durchkamen, jetzt in ernsthafte Schwierigkeiten geraten. Das zieht sich durch alle Branchen, besonders bei den Verlierern der Corona-Krise.« Dazu zählt FalkenSteg beispielsweise die Reiseindustrie, Gastronomie, Automotive-Zulieferer, Textilbranche, den Einzelhandel und den Maschinenbau. »Wir haben eine Vielzahl von Projektanfragen aus allen Branchen. Während die Verkäuferseite zunimmt, sind die Käufer zurückhaltend, obwohl nach wie vor viel Geld im Markt vorhanden ist. Die Investoren versuchen zu verstehen, welchen Einfluss Corona auf die Geschäftsmodelle hat. Aktuell kann niemand einschätzen, wie lange der Lockdown dauern wird, wie die Unternehmen die Krise meistern werden und wie mit einer nächsten Infektionswelle umgegangen wird. Solange diese Unsicherheit besteht, bleiben Abschlüsse schwierig.« Beide, Strategen wie Finanzinvestoren, sähen aber zunehmend Chancen und investierten antizyklisch. »Derzeit verhandeln wir über den Verkauf eines Metallverarbeitungsbetriebs. Sogar die Banken wollen den Kauf finanzieren, da die Produkte auch nach der Krise gebraucht werden. Das mittelständische Unternehmen, das selbst Kurzarbeit anmelden musste, sieht in dem Kauf erhebliche Synergien und will dadurch seine Produktionstechnologie zu einem günstigen Preis erweitern.«

Ein Kernproblem der Corona-Krise stellt aus Finanziersicht die Bewertung der Unternehmen dar: Wie kurz-, mittel- oder langfristig distressed sind die Targets einer Übernahme? Die Unvergleichbarkeit der Situation macht es schwierig, mit bisherigen Erfahrungswerten zu arbeiten. Wie viel Aussagekraft haben die Geschäftszahlen aus dem Vorjahr? Wird alles wieder »wie früher«? Oder wird diese Pandemie das Leben und damit das Konsumverhalten dauerhaft verändern? Was wird Sondereffekt bleiben, was ändert sich grundsätzlich? Und wenn ja, inwiefern ist das jeweilige Geschäftsmodell betroffen? Prognosen sind generell schwieriger geworden und stellen damit eine noch größere Herausforderung für jeden M&A-Prozess dar. Immerhin scheint sich die Art und Weise der Unternehmensprüfung ziem-



Timo Klees (PwC)



RA Dr. Hubertus Bartelheimer
(PLUTA)



Anzeige

lich schnell angepasst zu haben. Hubertus Bartelheimer: »Als bemerkenswert empfinden wir die von allen Beteiligten erstaunlich schnell vollzogene Änderung nahezu sämtlicher Prozesse in den Due-Diligence-Prüfungen. So sehen wir mittlerweile in nahezu allen standortübergreifend produzierenden Unternehmen virtuelle Betriebsbesichtigungen, die einen Eindruck selbst von kontinentübergreifenden Betriebsabläufen binnen Stunden ermöglichen. Gleiches gilt für Interviews in Form von Videokonferenzen, die neben gen null reduziertem Reiseaufwand auch eine Beschleunigung der Meinungsbildung der Interessenten bewirkt. Optimistisch bleibt zu hoffen, dass ein Teil dieser fortschrittlichen digitalen Abläufe, die aus der Sondersituation geboren sind, langfristig erhalten bleiben und die M&A-Prozesse immer weiter vereinfachen und beschleunigen.«

Die »Imponderabilien der Pandemie« lassen Transaktionen wackeln

Die »extreme Unsicherheit bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und wie schwer einzelne Sektoren sowie die zugehörigen Unternehmen verwundet sind«, so die Einschätzung von Christian Nicolas Bächstädt, Managing Partner ACXIT Capital Partners, stellen als »Imponderabilien der Pandemie fast sämtliche Unternehmensplanungen infrage – und dies fast unabhängig vom Geschäftsmodell«. Einerseits legten deshalb viele Unternehmen ihren primären Fokus auf die kurzfristige Bekämpfung der eigenen Krise und stellen strategische Themen wie M&A bis auf Weiteres zurück. »Aktive, potenzielle Käufer untersuchen die Planungen der Zielunternehmen äußerst kritisch auf die Folgen der Pandemie.« Andererseits wackeln auch bereits in die Wege geleitete Transaktionen. Ein überaus prominentes Beispiel liefert der Fall Condor: Der »Ferienflieger« mit rund 4900 Beschäftigten und mehr als 50 Flugzeugen war nach der Pleite des britischen Mutterkonzerns Thomas Cook im September 2019 in ein Schutzschirmverfahren gegangen. Die Ende Januar verkündete Übernahme durch die polnische Staatsholding PGL, Muttergesellschaft von LOT Polish Airlines, platzte

Mitte April. Ein typisches Beispiel für einen durch Covid-19 bedingten »Broken Deal«, vermutet Christian Nicolas Bächstädt. »Die gesamte Luftfahrtindustrie befindet sich im freien Fall und Unternehmensplanungen sowie strategische Pläne werden vorübergehend unbedeutend. Übernahmen werden grundsätzlich verschoben, erneut auf den Prüfplan gestellt oder der Fokus der Bieter richtet sich auf die Stabilisierung des eigenen Unternehmens.« Die zudem für die Übernahme Condors erforderlichen materiellen Investitionen in die Erneuerung der Langstreckenflotte seien auf über 1 Mrd. Euro beziffert worden. Das wird aller Wahrscheinlichkeit nach den Deal unmöglich gemacht haben. Bächstädt: »Das Erfordernis der Fluglinie LOT, selbst Staatshilfe in Anspruch nehmen zu müssen, gepaart mit der unwägbarer Zukunft der ohnehin angeschlagenen Condor lässt das Scheitern der Transaktion als logische Konsequenz der Krise erscheinen.«

In nächster Zeit könnten Bestandteile von Vereinbarungen eine immer größere Rolle spielen, die auch nach Vertragsabschluss eine Kaufpreisreduzierung oder gar einen Rücktritt ermöglichen, wenn bestimmte Ereignisse eintreten oder bestimmte Kennzahlen erreicht oder eben nicht erreicht werden. Im Wesentlichen geht es um eine nachteilige Veränderung, den Material Adverse Change (MAC), der Geschäfte oder der finanziellen Lage der Zielgesellschaft zwischen Signing und Closing. Henning Graw: »Uns werden in Zukunft MAC-Klauseln, Vertragsstrafen und auch M&A-Versicherungen in Vertragsverhandlungen auch in Distressed-Prozessen häufiger begegnen.« Seiner Beobachtung nach steige in unsicheren Zeiten und bei notleidenden Unternehmen »das Risiko, dass ein Deal noch scheitert, wenn der Zeitraum zwischen Signing und Closing länger als zwingend erforderlich wird. Ab zwei Monate wird es ungemütlich. Gerade in Krisenfällen sollte das Zeitfenster daher so kurz wie möglich sein und die Kaufpreiszahlung dann auch am Tag des wirtschaftlichen Übergangs erfolgen.« Erste Lehren zieht Graw bereits: »Im Sinne einer optimalen Risikovorbeugung sind die Vollzugsbedingungen daher auf ein absolutes Minimum zu reduzieren, wie z. B. lediglich die Freigabe durch die zuständige Kartellbehörde. Alle materiellen Aspekte sind nach Möglichkeit zum Signing zu regeln. Bei guter Vorbereitung und wenig komplexen Übernahmen kann die Kartell-

freigabe und somit das Closing dann schon innerhalb von sieben bis zehn Tagen nach Signing erfolgen oder auch im Fall des klassischen Asset Deals aus der Insolvenz am gleichen Tag.« Nicht immer möglich sei dies in besonders komplexen Transaktionen, wenn es etwa zahlreiche Auslandsstandorte gibt oder Produktionsstätten mit behördlichen Standortauflagen. Oder bei akuten Notsituationen. Dann könnten z. B. bestimmte Due-Diligence-Prüfungen oder Gestaltungsmaßnahmen unter Zeitdruck zum Signing nicht abgeschlossen werden. »Je länger die Liste der Vollzugsbedingungen wird, desto länger kann es bis zum Closing dauern. Schwierig wird es vor allem, wenn die Herbeiführung der Closing-Bedingungen von dritten Parteien abhängt wie die Zustimmung zum Deal durch wichtige Kunden, die nicht vor dem Signing geregelt werden konnten.« Sein Fazit: »Die Liste der Closing-Bedingungen sollte so kurz wie möglich sein. Der überwiegende Kaufpreisanteil sollte als Cash zum Closing bezahlt werden.« Unter bestimmten Voraussetzungen könne eine klar geregelte Kaufpreisstundung (»Deferred Compensation« oder »Escrow«) sinnvoll sein, um mangels Alternativen einen sehr schwierigen Deal überhaupt zu ermöglichen. »Earn-out-Regelungen hingegen sind in der aktuell unsicheren Lage noch weniger wert als vor der Corona-Krise.« Auch in diesen Zeiten gelte: »Durch Wettbewerb im Investorenprozess, Aufbau von Alternativen und parallel laufenden Verhandlungen sowie eine saubere und intelligente Vertragsgestaltung lässt sich das Optimum erzielen und potenzielle Ausfallrisiken lassen sich auch unter erschwerten Bedingungen minimieren.« Die Frage stellt sich, in wie vielen Fällen eine solche aus Verkäufersicht ideale Transaktion möglich ist. Zumindest sind Deals möglich, berichtet etwa Hubertus Bartelheimer. »PLUTA hat in den vergangenen vier bis sechs Wochen trotz der tiefgreifenden, historisch einmaligen Krise in diversen Verfahren Verkäufe mit strategischen Investoren oder von Investoren finanzierte Insolvenzpläne umsetzen können. Dies waren Zukäufe zur Nutzung von Synergieeffekten.« Ob auch die Vapiano SE dazugehört, wird sich Ende Mai zeigen. Bis dahin soll ein Verkaufsprozess abgeschlossen sein, der sich auch auf das weltweite Geschäft der Vapiano-Gruppe, Restaurantportfolios oder Vermögenswerte der Vapiano-Gruppe erstrecken kann. Die vorläufige Insolvenzverwalterin RAin Dr. Ruth Rigol (PLUTA) klingt hoffnungsvoll: »Wir haben in den vergangenen Wochen zahlreiche positive Signale aus dem Markt bekommen und sind zuversichtlich, einen Investor für die Vapiano-Gruppe zu finden.« Die Liste größerer Unternehmen, die sich seit April dieses Jahres im Eröffnungsverfahren befinden und die frisches Geld bzw. Investoren brauchen, wird länger, dazu

gehören z. B. Galeria Karstadt Kaufhof GmbH, Flensburger Schiffsbau-Gesellschaft mbH, Hallhuber Modehandel sowie der Automobilzulieferer Veritas AG.

Verkaufsprozesse, bei denen es knirscht, dürften derzeit in der Mehrzahl sein. Christian Nicolas Bächstädt nennt ein Beispiel: »Bei einem jüngst von uns veräußerten Unternehmen aus der Bauzulieferindustrie stammten nach der Marktansprache in der zweiten Märzwoche noch circa 40% der interessierten Investoren aus dem Ausland und planten Due-Diligence-Tätigkeiten. Zwei Wochen später – nachdem die Maßnahmen Einreisestopp für Drittstaatler, weltweite Reisewarnungen sowie Beschränkung nicht unbedingt notwendiger Reisen griffen – wurde von keinem dieser teilweise sehr interessierten, ausländischen Investoren die Transaktion weiterverfolgt.« Am Geld, das insbesondere bei Finanzinvestoren nach vielen ökonomisch starken Jahren massiv vorhanden ist, sollte es nicht liegen. Unter allen potenziellen Investorengruppen beobachtet etwa Hubertus Bartelheimer die reinen Finanzinvestoren als die »aktivsten Sucher«, nachdem diese »mittlerweile ihren eigenen Cash-Bedarf aus bestehenden Investments (>Cash Calls<) wieder gut abschätzen können. Die reinen Finanzinvestoren verfügen über genug Liquidität, um schnelle Investitionsentscheidungen treffen zu können, was in Sanierungssituationen immer vorteilhaft ist.«

Gute Zeiten für die Spezialisten unter den Finanzinvestoren

Ein weiteres Beispiel beschreibt Knud Dippel: »Derzeit prüfen wir die 35-Mio.-Euro-Finanzierungsanfrage eines etablierten eigentümergeführten Unternehmens, das einen Corona-bedingten Umsatzeinbruch in seinem Stammgeschäft erlebt, aber eine verstärkte Nachfrage im Bereich Onlinegeschäft erfährt. Corona wirkt hier als Beschleuniger der Digitalisierung und wird damit als große Chance gesehen. Durch den beschleunigten Shift weg vom kostenintensiven Altgeschäft hin zum viel leichter zu skalierenden Onlinegeschäft verbunden mit einer starken Marke wird es zukünftig zu einer signifikanten Steigerung der Profitabilität kommen. Diese Potenziale zu erkennen und qualitativ zu bewerten, kann heutzutage von klassischen Finanzierern aufgrund des regulatorischen Drucks, dem sie ausgesetzt sind, nicht mehr geleistet werden.«

Für die Spezialisten unter den Finanzinvestoren, die auf notleidende Unternehmen spezialisiert sind, brechen möglicherweise gute Zeiten an. Neben den krisenerprobten Finanzinvesto-



*Carl-Jan von der Goltz
(Maturus Finance GmbH)*



*Henning Graw (IMAP M&A
Consultants AG)*



*Christian Nicolas Bächstädt
(ACXIT Capital Partners)*

ren scheinen für Timo Klees allerdings auch »tendenziell eher Unternehmen mit kurzen Entscheidungswegen, z. B. inhabergeführte Unternehmen, im Vorteil zu sein, da sie flexibler und schneller agieren können. Eine entsprechende Finanzkraft ist natürlich Voraussetzung.« Laut Klees könnten von der Covid-19-Pandemie deshalb die Unternehmen profitieren, die in den letzten Jahren gut gewirtschaftet haben. »Im Ergebnis dürfte die wirtschaftliche Schere (noch) weiter auseinandergehen.«

Johannes Neumann-Cosel nimmt zusätzlich die Debt Fonds in den Fokus. Diese hätten gegenüber den Banken ganz andere Möglichkeiten und könnten opportunistisch agieren. »Sie betrachten und bewerten die Einzelsituation. Danach entscheidet der Fonds mit Blick auf den gesamten Businessplan, aber vor allem auf die Zukunft, ähnlich jemandem, der mit Eigenkapital investiert. Dieses private Fremdkapital handelt antizyklisch und steht für Investitionen bereit, ist aber verhältnismäßig teuer.« Zusätzliches Eigenkapital stehe für gute Geschäftsmodelle immer ausreichend zur Verfügung. Aktuell sei die Prüfung für ein solches Engagement jedoch »deutlich aufwendiger und damit langwieriger. Die gesunden Bewertungen machen Komplettübernahmen für PEs leichter. Zu beachten ist, dass die aktuellen Gesellschafter bei einer Kapitalerhöhung mit neuen Investoren allerdings substanzielle Teile ihrer Unternehmen abgeben müssen.«

Anderen Einschätzungen nach halten sich klassische PE-Investoren derzeit eher zurück aufgrund der aufwendigeren und schwierigeren Bewertung der Zielunternehmen. »Es gibt kaum verlässliches Zahlenmaterial, und viele Fonds dürfen nach ihren Regularien gar nicht in Distressed Assets investieren«, sagt Christoph Poertzgen. Zudem sei zu erwarten, dass Fonds, die in Distressed Assets investieren können bzw. sollen, demnächst mehr und mehr Kaufgelegenheiten finden, wenn es mehr und mehr größere Insolvenzverfahren gibt. Auch erwägen, das lassen laut Poertzgen Gespräche mit PE-Häusern erkennen, einige Marktteilnehmer, Fonds gerade für Distressed Assets im Vorfeld einer Insolvenz aufzulegen. »Das wird aber ein eher langfristiger Prozess sein. Viele PE-Häuser suchen im Moment nach Alternativen bzw. neuen Betätigungsfeldern wie Verwaltungs- oder

Beratungsmandate statt Kaufgelegenheiten. Oder nach neuen oder anderen Geldgebern, etwa im Bereich staatlicher oder halbstaatlicher Institutionen.«

Neben den zahlreichen Fällen, die innerhalb kürzester Zeit in die Corona-Krise geraten sind, gibt es noch viel mehr Unternehmen, denen eine Reihe von Boomjahren mit vollen Auftragsbüchern und ausgelasteter Produktion die Kriegskasse gefüllt hat. Bricht nun die Zeit der strategischen Übernahmen an? Noch sei nicht zu beobachten, dass strategische Investoren mehr Gewicht bekommen, so Timo Klees. »Dies ist wahrscheinlich der Tatsache geschuldet, dass die Handlungsfähigkeit vieler strategischer Investoren derzeit eingeschränkt ist. Je größer und institutioneller Investoren aufgestellt sind, desto handlungsunfähiger und risikoaverser erscheinen sie in der aktuellen Situation. Es ist auch unternehmensintern und -extern nur schwer zu vermitteln, einerseits staatliche Unterstützungsleistungen in Anspruch zu nehmen und andererseits in Akquisitionen zu investieren.« Ebenso vermutet Hubertus Bartelheimer, dass viele strategische Investoren, die als Partner in der Vergangenheit oft interessant waren, da sie meist höhere Kaufpreise boten, derzeit mit der Stabilisierung ihrer eigenen Unternehmen hinreichend beschäftigt sind und mangels Zeit und finanzieller Mittel als aktiv suchende Käufer nahezu ausfallen. »Die Aufmerksamkeit dieser Gruppe zu gewinnen, wird meist leider nur in »Schnäppchensituationen« oder zu Marktberaumungszwecken möglich sein. Beides sind aus unserer Sanierersicht keine optimalen Voraussetzungen.«

Immerhin besitzen Strategen i. d. R. »gewisse Know-how-Vorteile aufgrund ihrer »Nähe« zum Target, da sie meist aus dessen engerem Marktumfeld kommen«, wie Christian Nicolas Bächstädt ergänzt. »Es kann sich dabei einerseits um Wettbewerber bzw. Unternehmen mit komplementären Produkten und Technologien und gleichen Absatzmärkten oder andererseits um Kunden oder Lieferanten handeln.« Gegenüber Finanzinvestoren erleichtere dies den strategischen Investoren, mit der vorherrschenden großen Unsicherheit umzugehen. Ein Strategie könne »eher einmal beherzt zugreifen, weil er z. B. die Marktentwick-

lung und das Unternehmen als enger Wettbewerber schon gut kennt. Zudem kann ein Strategie meist Kostensynergien realisieren, welche ihm im Zusammenspiel mit seiner Marktkenntnis eine Sanierung erleichtern. Wir gehen davon aus, dass finanziell stabil aufgestellte strategische Käufer in M&A-Prozessen schnell wieder handlungsfähig sind, sobald die Beschränkungen reduziert bzw. aufgehoben werden und eine professionelle Normalität zurückerlangt wurde.«

Bedingt durch die bereits jetzt deutlich zu verzeichnende Zunahme an größeren Unternehmensinsolvenzen erhalte man vermehrt Anfragen für Massendarlehen, sagt Knud Dippel. »Es gibt einige Banken, die zwar sehr stark im Bereich Insolvenzgeldvorfinanzierung aktiv sind, aber im Bereich Massedarlehen suchen sie aktiv Kooperationen mit Debt Fonds, da die Bankbilanz derartige Finanzierungen nicht verträgt.« Bei einer klassischen Kreditanfrage sei eine Umsetzung von Erstkontakt bis Auszahlung innerhalb von vier bis sechs Wochen möglich – selbstverständlich in Abhängigkeit des Informationsflusses. Bei Massedarlehen, bei denen der Fokus rein auf dinglichen Sicherheiten liegt, sei auch ein kürzerer Zeitraum möglich. »Aufgrund der gegenwärtigen Unsicherheit ist eine Fremdkapitalfinanzierung auch bei Debt Fonds in vielen Fällen eigentlich nur basierend auf Assets möglich. Das heißt, eine dingliche Besicherung ist elementar, sei es beispielhaft durch Grundschulden oder die Abtretung von Forderungen. Selbstverständlich kann es aber auch Situationen geben, bei denen nachvollziehbar die aktuelle Ertragskraft temporär nicht der eigentlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens entspricht und das eigentlich Cashflow-starke Unternehmen aufgrund der aktuell untypischen Bilanzkennzahlen durch das strikte Raster des Bankratings fällt und sich damit nicht für eine traditionelle Bankenfinanzierung qualifiziert. Hier können Debt Fonds mit ratingunabhängigen Finanzierungslösungen und einer geringeren dinglichen Absicherung die entstehende Lücke zur Bankfinanzierung füllen.«

Massedarlehen und – wenn man dies als liquiditätssteigernd bezeichnen wolle – Insolvenzgeld gehörten selbstverständlich weiterhin zu den Finanzierungen, auf die die in Insolvenzverfahren befindlichen Unternehmen angewiesen sind, bestätigt Hubertus Bartelheimer. Daneben auch die »bekanntesten und bewährtesten Instrumentarien Factoring und Sale and lease back (SLB), wenn Unternehmen zusätzliche Liquidität zur Sanierung unter Insolvenzschutz benötigen«. Manche Berater stellen fest, dass auch Instrumente zur Stützung von Unternehmenskäufen aus einer Insolvenzsituation, etwa Factoring oder SLB, »derzeit

deutlich erschwert umsetzbar sind«. Die Gründe seien relativ banal: Reiseeinschränkungen könnten die Besichtigung von Maschinen erschweren, zudem geraten in Krisenzeiten auch die Preise für Maschinen unter Druck. Auch beim Factoring ist laut Andreas Fröhlich »eine generelle Zurückhaltung bei den Anbietern festzustellen, da das Ausfallrisiko auf Kundenebene zumindest subjektiv deutlich gestiegen ist«.

SLB-Anbieter Maturus Finance GmbH betont, dass das Instrument selbstverständlich auch derzeit in der Insolvenz einsetzbar sei. Auch und gerade »immer dann, wenn die Hausbank nicht darf, kann oder will,« so Geschäftsführer Carl-Jan von der Goltz. SLB helfe jenen Unternehmen, die beispielsweise von KfW-Mitteln nicht profitieren können. »Alle Unternehmen, die vorher schon ein Thema hatten, schauen aktuell in die Röhre, wenn die »Bazooka« zum Einsatz kommt – egal wie weit fortgeschritten und Erfolg versprechend der Sanierungsprozess bereits gediehen ist. SLB kann also eine der wesentlichen Liquiditätsquellen für alle Unternehmen sein, die aktuell keinen Zugang zu den diversen staatlichen Hilfsprogrammen erhalten.« Und dies vergleichsweise schnell: »Von der Erstanfrage bis hin zur Valuation benötigen wir in der Regel vier bis sechs Wochen.« Thomas Vinnen, Geschäftsführer der Nord Leasing GmbH, stellt ebenso die rasche Umsetzbarkeit in den Vordergrund. Derzeit gelte das Insolvenzzenario noch weit mehr als ohnehin als typischer Anwendungsfall für SLB. »Die Zeit ist knapp, sodass von allen Beteiligten zügig und zielorientiert an der Realisierung eines Projekts gearbeitet werden muss.«

Als Beispiel nennt von der Goltz »fünf aktuell parallel laufende Finanzierungsprojekte für SLB, die alle innerhalb der nächsten vier Wochen zur Auszahlung kommen sollen. Hierbei handelt es sich in drei Fällen um Unternehmen aus der Automobilzuliefererindustrie, eines aus der Druckbranche und eines aus dem Maschinenbau, jeweils mit Umsatzgrößen zwischen 30 und 80 Mio. Euro. Alle Unternehmen hatten Corona-bedingt zusätzliche Umsatzeinbrüche von bis zu 50% hinzunehmen und konnten die weggebrochenen Einnahmen nicht kurzfristig durch Kurzarbeit oder andere Maßnahmen auffangen und erhielten darüber hinaus keinerlei Liquidität aus staatlichen Hilfsprogrammen.« Damit SLB umgesetzt werden kann, ist eine Begutachtung der Assets durch einen unabhängigen Sachverständigen notwendig. »Dadurch, dass wir als Objektfinanzierer vorrangig auf die Werthaltigkeit der Assets achten und weniger auf die Bonität unserer Kunden, ist es extrem wichtig, dass der Maschinen- oder Fuhrpark werthaltig, mobil, universell einsetz-

bar und zweitmarktfähig ist. Die Volumina bewegen sich zwischen 400.000 und 15 Mio. Euro pro Finanzierung, in Einzelfällen darüber hinaus.« Bei Spezialmaschinen könne eine SLB-Finanzierung an einem nicht gegebenen Zweitmarkt scheitern. »Ein Finanzierer muss im Worst Case in der Lage sein, die Objekte zu vermarkten, um aus dem Erlös mögliche Restverbindlichkeiten des Leasingnehmers tilgen zu können.«

Auch Thomas Vinnen räumt ein, dass sich die Beurteilungsmaßstäbe geändert haben. »Zum einen muss den zum Teil deutlich reduzierten Preisen für Gebrauchsmaschinen bei der Wertermittlung für den Maschinenpark Rechnung getragen werden. Hier zahlt es sich aus, wenn man, wie es die Nord Leasing seit jeher tut, mit einem erfahrenen Gutachter kooperiert, der die Markt- und Preisentwicklungen differenziert berücksichtigt. Zum anderen gilt es in dieser Krise umso mehr, die Zukunftsperspektiven des Unternehmens abzuschätzen.« Er nennt als Beispiel einen Anbieter von hoch spezialisierten Zulieferteilen für Haushaltsgeräte. »Bei ohnehin eher knapper Kapital- und Liquiditätsdecke führte die aktuelle Krise schnell in die Insolvenz. Aufgrund der ausgeprägten Spezialisierung ist jedoch eine Beteiligungsgesellschaft am Unternehmenserwerb interessiert. Um den Kaufvorgang nicht komplett aus Eigenmitteln finanzieren zu müssen, wird ein SLB des vorhandenen Maschinenparks als Finanzierungsbaustein genutzt.«

Die »freiwillige« Insolvenz kann sich als vorteilhaft erweisen

Da die Finanzierungsseite fast immer ein Schlüssel für die Unternehmenssanierung ist, kommt der Investorensuche in Zeiten von Corona eine besondere Bedeutung zu. Gegenüber den Banken gibt es viel Kritik, zu eingeschränkt Kredite an notleidende Unternehmen zu vergeben, selbst wenn die Geldhäuser am Finanzpaket bzw. an dessen Risiko nur zu 10% oder bei den »Schnellkrediten«, die in einer Höhe von bis zu 800.000 Euro zu 100% von der KfW getragen werden, gar nicht beteiligt sind bzw. im Risiko stehen. Es könnte die Zeit des Private Equity anbrechen. Finanzinvestoren, aber auch Strategen sehen derzeit unzweifelhaft einen Käufermarkt. Die Lage könnte im Laufe dieses Jahres bzw. im nächsten Jahr noch schwieriger werden, wenn der Gesetzgeber nach dem COVInsAG zur alten Rechtslage zurückkehrt, wobei es hierfür schon Signale aus der Politik gibt, das deutlich abzufedern, Stichworte Verlängerung oder »Winterschlaf-Insolvenz«. Und wenn die wirtschaftlichen Einbrüche

bleiben? Oder tiefer werden? Es ist nicht unwahrscheinlich, dass dann paradoxerweise die vorerst existenzsichernden finanziellen Corona-Hilfspakete wie z. B. die KfW-Kredite einen Investorenprozess behindern. Denn Schulden sind Schulden und schlagen sich negativ in der Bilanz eines Unternehmens nieder. Gut für potenzielle Käufer, die allerdings noch genauer hinschauen werden, wie der finanzielle Spielraum z. B. für Investitionen in veränderte Märkte ist. Und schlecht für die Sanierungschancen in einem möglicherweise späteren Insolvenzverfahren. Es gebe seriöse Unternehmen, so Christoph Poertzgen, die mehr und mehr nach einer Beratung fragten, ob nicht eine »freiwillige« Einleitung des Insolvenzverfahrens Chancen auf eine Sanierung bzw. Restrukturierung des Unternehmens bietet. Dies, so Poertzgen, werde als nachhaltiger angesehen, als sich auf ungewisse Zeit mit (rückzahlbaren) Staatshilfen oder Kurzarbeitergeld »mehr schlecht als recht »über Wasser« zu halten, ohne eine grundsätzliche Sanierung in Angriff zu nehmen.«



Oder es geht einem Unternehmen so wie der Kappus-Gruppe, zu der die Hirtler Seifen GmbH mit 82 Mitarbeitern und die Kappus Seifen GmbH mit 76 Mitarbeitern gehören. Beide Betriebe wurden kürzlich verkauft, ein dritter Betrieb in Krefeld musste geschlossen werden. Kappus produziert jährlich mehr als 150 Millionen Stück Seife und Syndets, d. h. seifenfreie Waschstücke. Zwar hatte das von Insolvenzverwalter RA Dr. Franz-Ludwig Danko (Danko Insolvenzverwaltung) fortgeführte Unternehmen ebenfalls unter Pandemie-bedingten Produktionshemmnissen zu leiden, konnte aber auch von der Situation profitieren: Durch die Corona-Krise ist die Nachfrage nach Seife bekanntlich deutlich gestiegen. «