

STRATEGIE | M&A

Wertoptimierte M&A-Prozesse im Rahmen von Restrukturierungsprojekten

Im Rahmen von Restrukturierungsprojekten kann ein Unternehmensverkauf – insbesondere bei fehlender langfristiger Wettbewerbsfähigkeit einer Stand-alone-Fortführung, nicht vorhandener Unternehmensnachfolge etc. – eine sinnvolle oder gar notwendige Option sein.

Regelmäßig stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, wie beide Aufgabenpakete optimal aufeinander abgestimmt werden können. Prinzipiell kommen eine parallele Vorgehensweise sowie die Durchführung des M&A-Prozesses im Anschluss an ein Restrukturierungsprojekt in Betracht. Erfolgreiche M&A-Projekte zeichnen sich durch gute Vorbereitung, überzeugende Darstellung des Unternehmens, eine hohe Transparenz der Informationsbasis (der Zahlenbasis sowie der sonstigen Informationen) und insbesondere durch ein professionelles Projektmanagement aus. Also durch Dinge, die in Restrukturierungssituationen zunächst nicht von vornherein vorhanden sind.

Zentraler Bestandteil ist dabei die Preisfindung. Im Normalfall werden der Bewertung die zukünftigen Erträge/Cashflows des zu verkaufenden Unternehmens zugrunde gelegt. Weitere preisrelevante Faktoren ergeben sich typischerweise aus einer strategischen Prämie, erwarteten Synergien und weiteren Faktoren wie der Wettbewerbssituation zwischen verschiedenen Kaufinteressenten.

Dabei gilt in der Praxis, dass die vorhandene Ertragskraft einen höheren Einfluss auf die Bewertung hat als zukünftige Ertragssteigerungen. Letztere wird ein Kaufinteressent im Rahmen seiner Due Diligence besonders kritisch hinterfragen und im Zweifelsfall Abschlüsse vornehmen. Soweit sich ein Unternehmen in einer Restrukturierungsphase befindet, gewinnt dieser Aspekt besondere Bedeutung, da typischerweise erhebliche Abweichungen zwischen aktueller und geplanter Ertragssituation bestehen.

Im Rahmen eines M&A-Prozesses ist die Erörterung der Frage, wann und in welchem Umfang sich geplante Maßnahmen in der Ertragskraft niederschlagen und wie nachhaltig sie sind (können doch kurzfristige Kostensenkungsmaßnahmen die nachhaltige Ertragskraft schwächen), ohnehin wesentlicher Bestandteil der Kaufpreisdiskussion. Besondere Aufmerksamkeit wird ein Erwerber auf den ggf. notwendigen Finanzbedarf in einer Restrukturierungssituation richten.

Sofern die Umstände es zulassen, wird daher im Zweifelsfalle ein M&A-Prozess erst nach Umsetzung eines Restrukturierungsprogramms zu empfehlen sein. Die Ergebnisse sind sozusagen „in den Büchern“ und können daher im Rahmen einer Bewertung in voller Höhe Berücksichtigung finden.

Verdeutlicht wird dieser Umstand durch ein einfaches Beispiel: Die Anwendung eines Multiplikators von 5 auf ein Betriebsergebnis von 10 nach Restrukturierung ergibt einen deutlich höheren Unternehmenswert als die Anwendung auf ein Betriebsergebnis von 4 vor der Restrukturierung. Im Zweifelsfalle kommt nach der Restrukturierung ein höherer Multiplikator (im Sinne von geringeren Risiken/höheren Chancen) zur Anwendung, so dass sich der Unterschied noch vergrößert.

Aus den jeweiligen Umständen heraus kann es allerdings geboten sein, einen M&A-Prozess noch während einer Restrukturierungsphase zu beginnen. Trotz nachdrücklicher Empfehlungen der Finanzierer eines Unternehmens, die zur Zukunftssicherung der Unternehmung zu einem Verkauf an einen strategischen Investor raten, sollte unter Beachtung gegebener zeitlicher Rahmenbedingungen durch vorausschauendes Handeln dem Entstehen von Zeitdruck so gut wie möglich entgegengewirkt werden. Kaufinteressenten werden in der Regel versuchen, diesen Umstand für sich, also zur Reduzierung des Kaufpreises, zu nutzen. »

STRATEGIE | M&A

Der rechtzeitige Start in Verbindung mit klar definierten Zielen und Rahmenbedingungen der einzelnen Stakeholder ist hier als wesentliche Maßnahme zu nennen. Dies setzt eine Konsensfindung zwischen Unternehmer und Finanziererkreis in Bezug auf Kaufpreise, deren Verwendung und die private Situation des Unternehmers (persönliche Bürgschaftsübernahmen) zwingend voraus. Im besonderen Fokus steht hier eine realistische Erwartungshaltung der beteiligten Parteien. Verkäufer tendieren häufig dazu, das bereits „voll restrukturierte“ Unternehmen ihrer Kaufpreiserwartung zugrunde zu legen. Stakeholder sind laufend zu informieren und im Zuge eines konstruktiven Dialogs über den Fortgang des Projekts zu unterrichten. Auf diese Weise werden die Beteiligten in die Lage versetzt, auf Basis fortlaufender Informationen bei Bedarf zügig Entscheidungen herbeizuführen.

Eines der wichtigsten Gebote für einen M&A-Prozess – das Gebot der guten Vorbereitung und hohen Transparenz – ist nicht außer Acht zu lassen. Auch wenn dieses zu Beginn eines Projekts Zeit in Anspruch nehmen mag, ist es häufig möglich, die Projektlaufzeit insgesamt zu reduzieren, da z. B. die Due Diligence effizient und zügig durchgeführt werden kann und Stockungen im Prozess vermeidbar sind.

Um ein wertoptimierendes Ergebnis zu erreichen bzw. eine Transaktion überhaupt erst zu ermöglichen, ergeben sich aus dem Nebeneinander von Restrukturierungs- und M&A-Prozess beachtliche Herausforderungen.

Besonderes Gewicht ist zunächst auf ein professionelles Management des Restrukturierungsprozesses zu legen. Dazu zählen die Analyse der Ausgangssituation, die detaillierte Planung einzelner Maßnahmen sowie auch deren Abbildung in einer integrierten Planung, mit einer GuV sowie einer Bilanz- und Liquiditätsplanung. Ein professionelles Projektmanagement besteht aus einem zeitnahen und stringenten Projektcontrolling sowie -reporting mit fortlaufender Dokumentation

des Restrukturierungsfortschritts und der finanzwirtschaftlichen Messung des Erfolgs einzelner Maßnahmen. Augenmerk ist dabei auf die für einen Externen nachvollziehbare Darstellung zu legen.

Das Gebot der Transparenz ist unabdingbare Voraussetzung für die Durchführung eines sinnvollen M&A-Prozesses, da sich bei zu großen Unsicherheiten der Kreis infrage kommender Interessenten deutlich reduziert. Hilfreich ist die Erstellung einer Pro-forma-Darstellung („Als-ob-Darstellung“) des historischen sowie des aktuellen/zukünftigen Zahlenwerkes, um die Situation des Unternehmens vor und nach den durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen (inkl. aller Sondereffekte) vergleichend zu veranschaulichen. Dadurch kann die inhärente Ertragskraft des Unternehmens verdeutlicht werden. Von großer Bedeutung ist es dabei, ein realistisches Bild sowie nachvollziehbare Annahmen aufzuzeigen. Ein zu steiler „Hockeyschläger“ in den Zahlen führt tendenziell eher zu Misstrauen und Abschlagen.

Die den M&A-Prozess begleitende, fortlaufende Analyse der aktuellen Ertragsentwicklung wird um die regelmäßige Berichterstattung des Restrukturierungsfortschritts ergänzt. Bei der Planung ist daher ein realistisches Bild aufzuzeigen, das durch die aktuelle Berichterstattung gestützt wird; Plan/Ist-Abweichungen werden von Erwerbsinteressenten besonders kritisch hinterfragt.

Kritische Erfolgsfaktoren im Rahmen eines M&A-Prozesses vor dem Hintergrund einer Restrukturierungssituation stellen auch das Management und die Belegschaft dar. Mit Blick auf das Management ist die Frage nach den Gründen für eine Restrukturierungssituation zu stellen, da diese ggf. auch auf Managemententscheidungen zurückzuführen ist. Dabei sollte erarbeitet werden, wie mit diesem Umstand umzugehen ist. Restrukturierungsmaßnahmen lösen bei der Belegschaft regelmäßig Verlustängste um den Arbeitsplatz aus. »

STRATEGIE | M&A

Verstärkt wird diese Haltung der Belegschaft noch durch mit dem laufenden Restrukturierungsprozess verbundene finanzielle Einschnitte. Es droht die Gefahr, dass ein M&A-Prozess die ohnehin in einer solchen Situation bestehende Verunsicherung der Mitarbeiter/-innen noch steigert. Ein intensiver Dialog mit dem Management und der Belegschaft sowie ein entsprechendes Coaching sind daher geboten, um sich ergebende Chancen herauszustellen und möglichst eine aktive Unterstützung des Vorhabens zu erreichen.

M&A im Rahmen von Restrukturierungssituationen stellt eine besondere Herausforderung dar und erfordert ein hohes Maß an Erfahrung – sowohl mit Blick auf die Restrukturierung als auch auf M&A. Standardisierte Vorgehensweisen führen häufig nicht zum Erfolg. Ein koordiniertes Zusammenarbeiten aller Beteiligten – Hand in Hand – ist eine unabdingbare Voraussetzung für ein wertoptimierendes Ergebnis. ■



Alexander Müller
Diplom-Kaufmann
Mergers and Acquisitions



Holger Hahn
Geschäftsführer
hahn,consultants
mergers & acquisitions gmbh