

# 04.20

# KSI

## Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung

## Wirtschaft Recht Steuern

16. Jahrgang  
Juli/August 2020  
Seiten 145–200

[www.KSIdigital.de](http://www.KSIdigital.de)

### Herausgeber:

*Peter Depré*, Rechtsanwalt und Wirtschaftsmediator (cvm), Fachanwalt für Insolvenzrecht

*Dr. Lutz Mackebrandt*, Unternehmensberater

*Gerald Schwamberger*, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Göttingen

### Herausgeberbeirat:

*Prof. Dr. Markus W. Exler*, Fachhochschule Kufstein

*Prof. Dr. Paul J. Groß*, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Köln

*WP/StB Prof. Dr. H.-Michael Korth*, Präsident des StBV Niedersachsen/Sachsen-Anhalt e.V.

*Dr. Harald Krehl*, Senior Advisor, Wendelstein

*Prof. Dr. Jens Leker*, Westfälische Wilhelms-Universität Münster

*Prof. Dr. Andreas Pinkwart*, HHL Leipzig Graduate School of Management

*Prof. Dr. Florian Stapper*, Rechtsanwalt, Stapper/Jacobi/Schädlich Rechtsanwälte-Partnerschaft, Leipzig

*Prof. Dr. Wilhelm Uhlenbruck*, Richter a.D., Honorarprofessor an der Universität zu Köln

*Prof. Dr. Henning Werner*, Dekan der Fakultät für Wirtschaft, SRH Hochschule Heidelberg

### Strategien Analysen Empfehlungen

Sanierungs- und Insolvenzberatung neu denken  
[Dr. Frank Behrend / Thomas Möllers, 149]

Finanzielle Resilienz: Notwendige Lehren aus der Krise  
[Prof. Dr. Stefan Behringer, 155]

Die Renaissance der radikalen operativen Restrukturierung?  
[Georgiy Michailov / Prof. Dr. Henning Werner, 159]

Die Fortführungsvereinbarung als Sanierungsinstrument in der Automobilzuliefererindustrie  
[Karl Hinteregger / Dr. Alexander Jaroschinsky, 164]

### Praxisforum Fallstudien Arbeitshilfen

Betriebsschließungsversicherung – ein COVID-19-Sonderaktivum?  
[Daniel Vos, 170]

Auswirkungen einer Corona-bedingten Betriebsstilllegung auf Erfolg, Liquidität und Bilanz  
[Dr. Jan Handzlik / Dr. B. Becker / Prof. Dr. S. Müller, 173]

Digitalisiertes Liquiditätsmanagement  
[Claudia Molnar, 179]

Wachstum erfordert Veränderung  
[Prof. Dr. Guido Quelle / Lisa Wolff, 185]

# Die Renaissance der radikalen operativen Restrukturierung?

## Ein Ausblick auf die Zeit nach der Corona-Welle 2020

Georgiy Michailov und Prof. Dr. Henning Werner\*

**Bedingt durch die Corona-Krise sind viele Unternehmen gezwungen, „Fresh money“ zur Liquiditätssicherung aufzunehmen. Diese Mittel werden primär zur Verlustfinanzierung 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 herrscht daher große Unsicherheit, wie und in welchem Ausmaß sich die Corona-Krise auf die Wirtschaft im Allgemeinen sowie auf die Restrukturierungspraxis im Besonderen in naher und fernerer Zukunft auswirken wird. Die vorherrschenden Erwartungen lassen sich in sieben Thesen zusammenfassen.**

### 1. Einführung

Seit Januar 2020 hat sich das Coronavirus von einer lokalen Krise in China zu einer weltweiten Pandemie entwickelt, die das soziale und wirtschaftliche Geschehen fast vollständig zum Erliegen gebracht hat. Anfangs unterschätzt, als Mitte Januar erste Fälle in Europa und auch in Deutschland auftraten, hat sich das Virus rapide verbreitet. Schnell war weit über ein Drittel der Weltbevölkerung von Ausgangssperren betroffen<sup>1</sup>. Einhergehend mit dieser neuen Realität wurden seit Mitte März europaweit Großveranstaltungen abgesagt sowie alle nicht systemrelevanten Betriebe geschlossen oder auf ein Minimum heruntergefahren. 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 durchläuft eine Vielzahl von Unternehmen keine klassischen

„Krisenstadien“ mehr, von der Stakeholder- über die Strategiekrise hin zur 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.

Auch Arbeitnehmer spüren diese Entwicklungen. 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 z. B. in der Gastronomie oder Hotellerie.

Es herrscht daher Unsicherheit, wie und in welchem Ausmaß sich die Corona-Krise auf die Wirtschaft, auf unsere Gesellschaft sowie auf die Restrukturierungspraxis in naher und fernerer Zukunft auswirken wird. Dazu wurden sieben Thesen entwickelt, die tabellarisch in Abb. 1 zusammengefasst sind und die in Abschn. 2 im Einzelnen vorgestellt werden.

### 2. Thesen zur Auswirkung der Corona-Krise in der Wirtschaft und in der Restrukturierungspraxis

#### 2.1 Die aktuelle Krise wird durch die globalen Effekte auf der Angebots- und Nachfrageseite heftiger ausfallen als frühere Rezessionen

Die Auswirkungen der Corona-Krise wirken sich global aus und sind nicht auf einzelne Wirtschaftssektoren oder Regionen beschränkt. Auf der Angebotsseite sind Produktionsstillstände im In- und Ausland sowie Störungen internationaler Wertschöpfungsketten zu beobachten. Produktionsbehinderungen und -ausfälle sowie Lieferverzögerungen sind vor allem durch quarantäne- und krankheitsbedingte

\* Georgiy Michailov ist Managing Partner der Struktur Management Partner GmbH, einer deutschlandweit führenden Restrukturierungsberatung. Georgiy Michailov verfügt über mehr als 17 Jahre Berufserfahrung im Turnaround- und Wachstums-Management in rund 70 Projekten. Das anspruchsvolle Stakeholder-Management sowie konsequentes Redesign von Geschäftsmodellen zählen zu seinen Kompetenzschwerpunkten, E-Mail: g.michailov@struktur-management-partner.com. Prof. Dr. Henning Werner ist Dekan der Fakultät Wirtschaft der SRH Hochschule Heidelberg, Professor für Restrukturierung & Sanierung und leitet das an der Hochschule ansässige IfUS-Institut für Unternehmenssanierung. Das IfUS-Institut bietet Fachinformationen, Weiterbildung und Netzwerkmöglichkeiten für Unternehmenssanierung, E-Mail: henning.werner@srh.de.

<sup>1</sup> Vgl. unter <https://www.businessinsider.com/countries-on-lockdown-coronavirus-italy-2020-3?r=DE&IR=T>, abgerufen am 2. 4. 2020.

In Folge der Corona-Krise stecken das erste Mal sowohl westliche Industrieländer als auch Entwicklungsländer zeitgleich in einer starken Rezession.

Arbeitsunfähigkeit verursacht und werden durch Anstiege des Krankenstands weiter verstärkt. Die Nachfrage der international eng verflochtenen Exportnation Deutschland ist aufgrund des geringeren Konsums der von Corona betroffenen Handelspartner stark beeinträchtigt. Erschwerend kommt hinzu, dass sich auch auf dem heimischen Markt das Konsumverhalten der Bürger durch schwerwiegende Einbrüche im Tourismussektor und in der Gastronomie, Schließungen von Schulen und Freizeitanlagen und Einschränkungen sowie durch Verbote sozialer Kontakte verändert hat. Darüber hinaus wird die Unsicherheit der Kunden den Konsum auch weiterhin spürbar bremsen. In Folge der Corona-Krise stecken das erste Mal seit der großen Depression sowohl westliche Industrie- als auch Entwicklungsländer zeitgleich in einer starken Rezession.

Zahlreiche Unternehmen sehen sich mit Umsatzverlusten konfrontiert, leiden unter der Volatilität der Rohstoff- und Finanzmärkte und müssen Risikoprämien bei zukünftigen Finanzierungen (die nicht über staatliche Hilfsprogramme abgesichert sind) mit einkalkulieren<sup>2</sup>. Die Folge wird fast zwangsläufig eine Investitionszurückhaltung der Unternehmen sein.

Das zu erwartende Ausmaß des wirtschaftlichen Schadens in Deutschland verdeutlichen folgende Prognosen:

- Das Schadensausmaß hängt nach Meinung des Wirtschaftsweisen *Achim Truger* auch von der wirtschaftlichen Erholung bedeutender europäischer und globaler Handelspartner ab, wie beispielsweise China und USA. So könnte der gesamte Welthandel einer Studie der WTO zufolge bis zu 32% einbrechen<sup>3</sup>.
- Nach einer Umfrage des Verbands Deutscher Maschinen- und Anlagenbauer e. V. (VDMA) klagen rd. 84% der Maschinenbauer über Störungen der Lieferketten. Fast jedes zweite Unternehmen ist mit starken Beeinträchtigungen des Betriebsablaufs konfrontiert.
- Unterbrechungen der Lieferketten werden geografisch vor allem in Italien (75%), Deutschland (55%) und China (51%) auftreten<sup>4</sup>.
- Die negativen Folgen der Corona-Krise in Deutschland werden am stärksten das verarbeitende Gewerbe, insbesondere Elektro-, Maschinenbau-, Möbel- und Chemieunternehmen, den Handel und die Dienstleistungsunternehmen treffen.

Abb. 1:  
Thesen im Überblick

These 1: Die aktuelle Krise wird durch die globalen Effekte auf der Angebots- und Nachfrageseite heftiger ausfallen als frühere Rezessionen.
These 2: Unternehmen überdenken nach der Pandemie z.T. ihre globalen Strukturen und entflechten diese mit dem Fokus auf lokales Sourcing.
These 3: Rettungsmaßnahmen in der Corona-Krise sind primär auf die Überlebenssicherung ausgerichtet und nicht auf die Verbesserung der Unternehmens-Performance.
These 4: 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.
These 5: 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.
These 6: 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.
These 7: Die operative Restrukturierung – außergerichtlich oder auch gerichtlich – wird durch unattraktive M&A-Exit-Szenarien eine Renaissance erleben.

**2.2 Unternehmen überdenken nach der Pandemie z.T. ihre globalen Strukturen und entflechten diese mit dem Fokus auf lokales Sourcing**

Die Corona-Pandemie hat auf schmerzhaft Weise die Anfälligkeit des globalisierten Wirtschaftssystems offenbart. Viele Unternehmen erleben zurzeit, wie anfällig die über Jahre gewachsenen und optimierten globalen Liefer- und Produktionsketten sind. Die WTO erwartet einen drastischen Rückgang des weltweiten Austauschs von Waren und Dienstleistungen, und die Exporterwartungen deutscher Unternehmen haben sich binnen weniger Wochen im Zuge der Krise so stark reduziert wie seit Jahrzehnten nicht mehr<sup>5</sup>. Zu erwarten ist, dass die fein abgestimmten Wertschöpfungsketten beispielsweise in der Automobilindustrie und im Maschinenbau überdacht und, soweit möglich, neu justiert werden. Kritisch wird eine Abkehr von globalen Strukturen für einige deutsche Maschinenbauer, deren Produkte so spezialisiert sind, dass es für sie entweder einen Weltmarkt oder gar keinen Markt gibt<sup>6</sup>. Individuelle Abhängigkeiten von Zuliefererunternehmen oder Abnehmerstrukturen, beispielsweise aus China, können sich aufgrund einer neuen Preispolitik z.T. deutlich verschärfen.

2 Vgl. unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/FAQ/Coronavirus/faq-coronavirus-02.html>, abgerufen am 11.4.2020.

3 Vgl. unter [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/covid19\\_e/covid19\\_e.htm](https://www.wto.org/english/tratop_e/covid19_e/covid19_e.htm) – DG Azevêdo video message: Trade forecast 2020, abgerufen am 15.4.2020.

4 Vgl. unter <https://www.vdma.org/v2viewer/-/v2article/render/47854396>, abgerufen am 15.4.2020.

5 Vgl. unter [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/covid19\\_e/covid19\\_e.htm](https://www.wto.org/english/tratop_e/covid19_e/covid19_e.htm) – DG Azevêdo video message: Trade forecast 2020, abgerufen am 15.4.2020.

6 Vgl. unter <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/coronavirus-globalisierung-export-wirtschaft-1.4858105>, abgerufen am 15.4.2020.

Bei Unternehmen mit zu schwacher Substanz, schlechteren Geschäftsmodellen oder Unternehmen in bereits eingeleiteten Restrukturierungen wird es nach der Krise vermehrt zu einer Abwicklung kommen.

**Empfehlung:** Den Unternehmen muss daher der Spagat zwischen Kostenersparnis und Krisen-Resilienz gelingen. Die Folgen einer verstärkten lokalen Beschaffung und Produktion wären dann u. a. höhere Produktionskosten als Konsequenz höherer Löhne.

### 2.3 Rettungsmaßnahmen in der Corona-Krise sind primär auf die Überlebensorientierung ausgerichtet und nicht auf die Verbesserung der Unternehmens-Performance<sup>7</sup>

Sowohl der Corona-Schutzschild als auch die Sonderprogramme der KfW bieten Unternehmen die Möglichkeit, Investitionen und Betriebsmittel in der Krise zu finanzieren<sup>8</sup>; vor allem aber werden die Notkredite überwiegend zur Verlustfinanzierung und Überlebensorientierung 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. € nicht aus<sup>9</sup>.

Die hohen Antragszahlen (bezogen auf die Corona-Hilfsprogramme) und die damit zunehmende Verschuldung 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 Überlebensorientierung der Unternehmen „versickern“ und nicht für eine nachhaltige Transformation eingesetzt (strategische Ausrichtung, operative Performancesteigerung etc.).

**Zwischenfazit:** 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.

### 2.4 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<sup>10</sup>

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 unter Abschn. 2.3).

**Empfehlung:** Somit wird nachhaltiges Restrukturieren und die damit einhergehende Wertsteigerung massiv an Bedeutung gewinnen müssen, um u. a. 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.

### 2.5 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 Insolvenz-

<sup>7</sup> Vgl. unter [https://www.kfw.de/Download-Center/F%C3%B6rderprogramme-\(Inlandsf%C3%B6rderung\)/PDF-Dokumente/6000000188-Merkblatt-037-047.pdf](https://www.kfw.de/Download-Center/F%C3%B6rderprogramme-(Inlandsf%C3%B6rderung)/PDF-Dokumente/6000000188-Merkblatt-037-047.pdf), abgerufen am 1. 4. 2020.

<sup>8</sup> Vgl. unter [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-13-Milliarden-Schutzschild-fuer-Deutschland.html?jsessi\\_nid=4CAE186E346C0F4497050\\_8069A9C8177.delivery2-replication](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-13-Milliarden-Schutzschild-fuer-Deutschland.html?jsessi_nid=4CAE186E346C0F4497050_8069A9C8177.delivery2-replication), abgerufen am 1. 4. 2020.

<sup>9</sup> Vgl. unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/zahl-der-antraege-nach-notkrediten-der-kfw-steigt-rasant-16699293.html>, abgerufen am 11. 4. 2020.

<sup>10</sup> Vgl. unter <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/corona-krise-unternehmen-drohen-bei-foerderkrediten-leer-auszugehen-a-5cbc040f-3b33-47b9-8620-28622eb68a47>, abgerufen am 1. 4. 2020.

Unternehmen sollten sich nicht auf ihren noch vollen Auftragsbüchern ausruhen, sondern bereits unterschiedliche Szenarien für sich aufstellen und konsequent bewerten.

antragspflicht bis Ende September aus, um Corona-bedingte Insolvenzen zu vermeiden bzw. den Spielraum der Unternehmen zur Bewältigung der Krise zu vergrößern<sup>11</sup>.

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 das vor der Krise möglich war. Dies ergibt sich 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.

**Hinweis:** Diese Erfahrungen werden 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.

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

Erste Finanzinvestoren spekulieren laut „FINANCE Private Equity Panel“ (Stand vom 14.4.2020) 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<sup>12</sup>.

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

<sup>11</sup> Vgl. dazu Buchalik, KSI 03/2020 S. 135 f.

<sup>12</sup> Vgl. unter <https://www.finance-magazin.de/research/panels/private-equity-panel/>, abgerufen am 14.4.2020.

Als Folge der aktuellen Krise wird jedoch auch die Zahl der ernststen Restrukturierungs- und Sanierungsfälle sowie ebenso 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 Co-face 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. Co-face bei plus 11 % mehr Unternehmensinsolvenzen im Vergleich zur letzten Januar-Prognose 2020<sup>13</sup>.

**Hinweis:** 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 potenzieller Käufer deutliche Abschläge bei der Unternehmensbewertung hinnehmen müssen.

### 2.7 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).

**Vorsicht:** 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!

### 3. Fazit

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 Digitalisierung, die durch die Corona-Krise einen zusätzlichen Schub erfahren hat;
- konsequente Umsetzung operativer (leistungswirtschaftlicher) Restrukturierungsmaßnahmen, mit Fokus auf Performance-Improvement in allen Funktionsbereichen;
- 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 ggf. zukünftig präventiver Restrukturierungsrahmen), um das richtige Instrumentarium zur Lösung der spezifischen Krisensituation zur Verfügung zu haben.

**Eines jedenfals ist sicher:** Restrukturierungs- und Sanierungs-Know-how wird in den nächsten Jahren von großer Bedeutung sein. Dies dürfte umso mehr gelten, wenn sich der ersten Welle im Frühjahr 2020 weitere Shutdown-Phasen anschließen sollten. Die auch schon vor Corona gelegentlich in der KSI vertretene Einschätzung, dass Restrukturierung als Daueraufgabe zu begreifen ist, würde sich zum unverzichtbaren Regelimpuls jedwedem Managementhandels verstärken.

<sup>13</sup> Vgl. unter <https://www.coface.de/News-Publikationen-Events/News/Coface-erwartet-Rezession-in-68-Laendern-und-weltweit-25-Prozent-mehr-Insolvenzen>, abgerufen am 8.4.2020.