



Carl-Jan von der Goltz
GESCHÄFTSFÜHRENDER GESELLSCHAFTER
DER MATUSUS FINANCE GMBH, Hamburg

CARL-JAN VON DER GOLTZ | MATUSUS FINANCE GMBH

4

Distressed M&A in Zeiten hohen Sanierungsbedarfs – den Kaufpreis objektbasiert finanzieren

Risikoaffine Unternehmen können ihre Weiterentwicklung derzeit vielmals durch den Kauf von Firmen im Rahmen eines Distressed-M&A-Prozesses beschleunigen. Oft gestaltet sich die Kaufpreisfinanzierung über Bankkredite jedoch schwierig. Um ein kriselndes Unternehmen zu übernehmen, können objektbasierte Ansätze genutzt werden. Diese greifen nahezu bonitätsunabhängig und sind kurzfristig möglich.

Unternehmenskäufer haben in der aktuellen Wirtschaftssituation zahlreiche Gelegenheiten, notleidende Betriebe zu guten Konditionen via Distressed-M&A-Prozess zu übernehmen. Nach dem Rückgang der M&A-Aktivität 2023 und Anfang 2024¹ erlebt der Markt seither einen deutlichen Deal-Anstieg. Die hohen Zinsen, die politische Unsicherheit und die weltweit schwankende Konjunktur hatten den M&A-Markt zuletzt gedämpft. Laut dem Halbjahresupdate 2024 des M&A Industry Trends der Beratungsgesellschaft PwC blieb die Zahl der Transaktionen in Europa, dem mittleren Osten und Afrika im Vergleich zu 2023 stabil. Allerdings ging das Transaktionsvolumen aufgrund der zahlreichen Unsicherheiten, zu denen auch die Finanzierung zählt, um rund 30 Prozent zurück. – Wie genau kam es zum jetzigen Anstieg der Deal-Aktivität?

Der Sanierungsbedarf ist hoch

Die Relevanz von Deals hat nicht nachgelassen, denn viele KMU müssen sich derzeit neu aufstellen. Der steigende Transformationsdruck, die stagnierende

¹ <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#dealmakers-accordion-restructuring-and-distressed-ma>

Wirtschaft, die hohen Preise für Energie und Rohstoffe sowie die überbordende Bürokratie und der anhaltende Fachkräftemangel machen Restrukturierungen und Sanierungen häufig unumgänglich. Das lässt sich am 24. Restrukturierungsbarometer² des Magazins FINANCE und von Struktur Management Partner ablesen. 76 Prozent der befragten Restrukturierungsexperten berichten von einer Zunahme an Sanierungsfällen. Das ist ein Rekord seit Beginn der Erhebung 2013. Laut den Experten sind es insbesondere die anhaltenden politischen Konflikte, etwa in der Ukraine, im Nahen Osten, im Iran und in China sowie die Wachstumsschwäche in der Eurozone, die als erhebliche Geschäftsrisiken betrachtet werden.

Aufgrund der instabilen geopolitischen Lage, der Geldpolitik der Zentralbanken, der Digitalisierung und des demografischen Wandels erwarteten 90 Prozent der befragten Restrukturierungsexperten des Deloitte Restructuring Reports von 2023 und 2024³ bereits im letzten Jahr deutlich mehr Fälle. Diese Prognose bestätigt sich aktuell, denn durch den zwischenzeitlichen Rückgang der M&A-Transaktionen und dem gleichzeitigen Anstieg des Sanierungsbedarfs hat sich ein Stau bei M&A-Deals gebildet, der sich nun entlädt. So häufen sich auch wieder Distressed-Fälle. Das bietet insbesondere Investoren mit einem wirkungsvollen Risikomanagement mehr Möglichkeiten, Unternehmen aus Sondersituationen zu übernehmen und zu sanieren. – Welche Gründe stehen hinter der steigenden Notwendigkeit zur Neuaufstellung?

Wirtschaft erholt sich höchstens langsam – Aussichten pessimistisch

Das Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München (ifo)⁴ prognostiziert für 2025 ein Wirtschaftswachstum von 1,5 Prozent. Es ist zwar eine tendenzielle Erholung der deutschen Konjunktur möglich. Die Stimmungs-

² <https://www.finance-magazin.de/wp-content/uploads/2024/03/Restrukturierungsbarometer-24-2024-L-1.pdf>

³ <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/finance/articles/restructuring-report.html>

⁴ <https://www.ifo.de/fakten/2024-06-20/ifo-konjunkturprognose-sommer-2024-neue-hoffnung-aber-noch-kein-sommermaerchen>

lage ist allerdings eingetrübt. So wird die Geschäftslage laut einer Umfrage⁵ der Deutschen Industrie- und Handelskammer (DIHK) von 28 Prozent der Befragten Unternehmen als positiv eingeschätzt. Ein Abwärtstrend ist abzusehen: Der Blick in die Zukunft bleibt für den Großteil der Befragten pessimistisch. Nur die wenigsten Unternehmen rechnen mit besseren Geschäften. Insbesondere KMU bleiben in ihren Erwartungen zurückhaltend.

Gründe dafür sind laut DIHK-Umfrage insbesondere die anhaltende konjunkturelle Schwächephase, die Kaufzurückhaltung der Kunden im Handel, der Rückgang der Neuaufträge im verarbeitenden Gewerbe, die hohen Bauzinsen und der Einbruch der Aufträge im privaten Wohnungsbau. Zudem schätzen die Befragten die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen – insbesondere in Sachen Bürokratie, Energie, Steuern und Inflation –, die hohen Energie- und Rohstoffpreise sowie den anhaltenden Fachkräftemangel als riskant für ihre Geschäfte ein. Ein Großteil empfindet darüber hinaus die steigenden Arbeitskosten als Belastung. Befragte Unternehmen aus den Sektoren Immobilienwirtschaft, Hochbau und Energieversorgung haben daneben erhebliche Schwierigkeiten beim Zugang zur Finanzierung.

Finanzielle Lage problematisch

Aufgrund der schwachen Geschäftslage, der anhaltenden Risiken und der restriktiven Vergabe von Krediten in der Euro-Zone schätzen 40 Prozent der Befragten ihre Finanzlage als problematisch ein. Viele stehen insbesondere aufgrund etwa der zunehmenden Ausrichtung der Kreditvergabe an Nachhaltigkeitskriterien vor Schwierigkeiten bei der Fremdkapitalbeschaffung: Die Refinanzierung bestehender Kredite sowie die Finanzierung neuer Betriebsmittel und Investitionen werden teurer. Besonders kleinere und mittlere Unternehmen berichten von Finanzproblemen wie Eigenkapitalrückgang, Liquiditätsengpässen, Forderungsausfällen und drohender Insolvenz. Es verwundert daher kaum, dass die Zahl kriselnder Unternehmen steigt. Im ersten Halbjahr 2024 wurde

⁵ <https://www.dihk.de/de/themen-und-positionen/wirtschaftspolitik/konjunktur-und-wachstum/konjunkturumfrage-fruehsommer-2024>

mit insgesamt 11.000 Firmeninsolvenzen ein Höchststand seit fast zehn Jahren erreicht, so die Creditreform Wirtschaftsforschung⁶. Laut dem Insolvenztrend⁷ des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) sind insbesondere das verarbeitende Gewerbe sowie das Grundstücks- und Wohnungswesen betroffen. Diese Sektoren erreichten sogar Höchstwerte seit Beginn der Branchenauswertung im IWH-Insolvenztrend 2020. Risikoaffinen Unternehmen mit Wachstums- und Transformationsvorhaben kommt das zugute.

Distressed M&A als Chance

Um sich zukunftssicher aufzustellen, wollen laut einer von der Strategieberatung Roland Berger beauftragten Umfrage⁸ 40 Prozent der befragten C-Level-Manager vorrangig in die Digitalisierung beziehungsweise künstliche Intelligenz ihrer Unternehmen investieren. 34 und 33 Prozent geben Kostensenkung und die Erschließung neuer Märkte als Gründe an. Des Weiteren liegt der Fokus bei jeweils über 20 Prozent auf der Anpassung des Geschäftsmodells, der finanziellen Absicherung und der Produkt-Innovation.

Distressed-M&A-Prozesse ermöglichen es Investoren, Unternehmen oder Unternehmensteile, die sich in Krisensituationen oder in der Insolvenz befinden, zu attraktiven Konditionen zu erwerben. Solche Übernahmen beschleunigen und vereinfachen notwendige Anpassungen sowie Wachstumsvorhaben oder Umstrukturierungen und können auch Krisenursachen bei den Zielunternehmen häufig schnell beseitigen. Zudem lassen sich durch die passenden Targets mit solchen Transaktionen moderne digitale Technologien oder neue Fertigungsprozesse integrieren, um effizienter und wettbewerbsfähiger zu werden. Dies würde andernfalls jahrelange Entwicklungsarbeit erfordern. Damit bieten Distressed-M&A-Strukturen nicht nur Wachstums- und Entwicklungsmöglich-

⁶ <https://www.creditreform.de/dresden/aktuelles-wissen/presse-meldungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2024>

⁷ <https://www.iwh-halle.de/presse/pressemitteilungen/detail/iwh-insolvenztrend-zahl-der-firmenpleiten-geht-im-juni-erneut-zurueck>

⁸ <https://www.rolandberger.com/de/Insights/Publications/Transformationsorientierte-Restrukturierung-als-Zukunftssicherung.html>

keiten für den Käufer, sondern auch die Chance zur Sanierung und Stabilisierung kriselnder Unternehmen.

Der Erwerb von Lieferanten oder Konkurrenten kann außerdem Synergien schaffen, Kapazitäten sowie die geografische Reichweite erhöhen und Versorgungsketten resilienter gestalten. Auch der Kauf von branchenfremden Unternehmen eröffnet neue Möglichkeiten: Unternehmen können ihr Angebot erweitern, Kompetenzlücken schließen und direkten Zugang zu Zukunftsmärkten wie den erneuerbaren Energien erlangen. Distressed-M&A-Strukturen bieten bei entsprechend aufgestellten Zielunternehmen zudem die Chance, den CO₂-Ausstoß zu reduzieren, nachhaltige Lösungen zur Kreislaufwirtschaft oder Ressourcenschonung zu implementieren und sich in grünen Märkten zu etablieren. Mit derartigen Transaktionen können auch Know-how und ganze Expertenteams direkt übernommen werden, was zum Handling des Fachkräftemangels beiträgt.

Bankkredite in der Transaktionsfinanzierung oft problematisch

Distressed-M&A-Prozesse sind risikoreich und zeitkritisch. Die Finanzierung einer Transaktion aus einer Sondersituation heraus muss daher besonders schnell von Statten gehen. Kredithäuser stehen hierbei meist nicht oder nur begrenzt als Fremdkapitalgeber zur Verfügung. Die aktuell unsichere Wirtschaftslage erfordert von den Instituten Vorsicht bei der Kreditvergabe. Bei Finanzierungen müssen sie mehr und mehr auf die Bonität ihrer Kunden oder deren Targets bei geplanten Transaktionen achten. Darüber hinaus schreiben die strikten Basel-Regulierungen und Mindestanforderungen der 8. MaRisk-Novelle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) eine erhöhte Risikovermeidung vor.

So müssen Kreditinstitute etwa eine detaillierte Risikoanalyse und ein zielgenaues Risikomanagement für Zinsänderungs- und Kreditspreadrisiken implementieren. Das bedeutet unter anderem, dass sie die kurzfristigen Auswirkungen von Zinsänderungsrisiken auf die Gewinn- und Verlustrechnung und die langfristigen Folgen auf ihre Vermögenssituation bewerten und steuern müssen. Regelmäßige Überwachung und transparente Berichterstattung an die Aufsichtsbehörden sind ebenfalls erforderlich.

Banken agieren zurückhaltend

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft⁹ im Eurosystem haben die befragten Banken ihre Kreditrichtlinien und -bedingungen aufgrund der hohen Kreditrisiken sowie der Umsetzung der Mindestanforderungen an das Risikomanagement zuletzt gestrafft. Die Kreditablehnungsquote nahm zu. Es ist davon auszugehen, dass sich die Kreditpolitik auch weiterhin restriktiver gestalten wird. Den Kaufpreis für eine Unternehmenstransaktion im Rahmen eines Distressed-M&A-Verfahrens mittels Bankkredits zu finanzieren, bleibt daher auch aktuell und in Zukunft schwierig.

Und selbst wenn die Bank bereit ist, die Risiken einer solchen Transaktionssituation in Kauf zu nehmen, ist sie durch ihre langwierigen Genehmigungsprozesse oft nicht agil genug. Denn Schnelligkeit ist gerade in einer Distressed-M&A-Situation das A und O. Jeden Tag kann das geschwächte Unternehmen tiefer in die Krise sinken. Das hat Auswirkungen auf die Beziehungen etwa zu Kunden, Partnern und Mitarbeitern. Wenn zentrale Stakeholder dem Unternehmen den Rücken zukehren, kann schnell das gesamte Fortbestehen auf dem Spiel stehen und so letztlich auch die Relevanz für die Unternehmenstransaktion. Die Zusage zu einer Distressed-M&A-Finanzierung sowie ihre Umsetzung muss daher so schnell wie möglich erfolgen.

Die Hürden sind entsprechend nicht gering, allerdings sind Investoren zur Kaufpreisfinanzierung nicht nur auf Bankkredite angewiesen. Sie können auch alternative Ansätze nutzen, um einen Distressed-M&A-Prozess erfolgreich zu finanzieren und umzusetzen. Auch als ergänzende Bausteine in einer Mischfinanzierung eignen sich die objektbasierten Modelle und können andere Finanzierer nicht selten von einem eigenen Engagement überzeugen.

Objektbasierte Ansätze wie Asset Based Credit sowie Sale & Lease Back greifen bonitätsunabhängig und sind auch kurzfristig verfügbar.

⁹ <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressenotizen/april-ergebnisse-der-umfrage-zum-kreditgeschaef-bank-lending-survey-in-deutschland-914180>

Asset-Based Credit – Transaktionen mit Spezialkredit realisieren

Ein *Asset-Based Credit* ist ein kurz- bis mittelfristiger Spezialkredit, für den produzierende Betriebe sowie Händler und Dienstleister sowohl ihr mobiles Anlagevermögen als auch ihr Umlaufvermögen als Sicherheit nutzen können. Diese Vermögensobjekte sind für Banken meist kaum relevant, wenn die Bonität und der Cashflow des Betriebs nicht den Anforderungen genügen. Ein Asset-Based Credit bietet Investoren bei Unternehmenstransaktionen die Möglichkeit, sowohl die eigenen Maschinen, Anlagen, Bestände aus Fertig- und Handelswarenlagern, Sachwerte oder Immobilien für die Kaufpreisfinanzierung einzusetzen als auch die des zu kaufenden Unternehmens.

Auch über das eigentliche Transaktionsvorhaben in einer Distressed-M&A-Situation hinaus lässt sich der Asset-Based Credit nutzen. So kann er auch dabei helfen, den Geschäftsbetrieb des erworbenen Zielunternehmens zu stabilisieren. Nicht ohne Grund zählt der objektbasierte Spezialkredit wegen seines breiten Verwendungsspektrums zur sogenannten Opportunity Finance. Denn: KMU können einen Asset-Based Credit nutzen, um etwa Einkäufe zu tätigen, Liquiditätsengpässe zu überbrücken, Working Capital bereitzustellen, Lagerkapazitäten anzupassen oder Investitionen in ein nachhaltiges Angebot und in die Digitalisierung der Produktionsprozesse zu finanzieren. Da die Bonität des Finanziernehmers beim Asset-Based Credit nur eine untergeordnete Rolle spielt, lassen sich die liquiden Mittel entsprechend in der Restrukturierung oder übertragenden Sanierung nutzen. Dadurch sind Massekredite im Rahmen einer Insolvenz oder Auftragsvorfinanzierungen nach überstandener Notlage möglich.

Statt der Kreditwürdigkeit stehen bei einem Asset-Based Credit die einzusetzenden Assets im Fokus. – Um den Spezialkredit für den Kauf notleidender Unternehmen nutzen zu können, müssen diese Sicherheiten bestimmte Voraussetzungen erfüllen: Das Umlaufvermögen hat werthaltig und handelsfähig, also B2C-tauglich zu sein. B2B scheidet aus. Unfertige Produkte oder verderbliche Waren sind ebenfalls ungeeignet. Das mobile Anlagevermögen muss wertbeständig und sekundärmarktfähig sowie transportfähig und fungibel sein. Maschinen und Anlagen dürfen beispielsweise nicht komplex verkettet oder fest mit dem Gebäude verbaut sein.

Um die Assets zu bewerten, werden Maschinengutachten angefertigt, aktuelle Warenbestände und -umschläge ausgewertet oder Sachverständigengutachten zum Zeit- beziehungsweise Verkehrswert von Immobilien herangezogen. Die beleihbaren Summen liegen beim Asset-Based Credit zwischen 400.000 und fünf Millionen Euro.

Praxisfall: Spezialkredit als Hebel für Krisentransaktion

Ein Automobilzulieferbetrieb nutzte den Ansatz beispielsweise, um im Zuge der eigenen Transformation mit weiteren Unternehmen zu verschmelzen. Der Betrieb stand durch den Mobilitätswandel und Lieferengpässe unter dem Druck, sich neu aufzustellen und wollte mit den Zukäufen eine stärkere Marktposition schaffen. Die Transaktion gestaltete sich allerdings nicht nur aufgrund der Anzahl der zu kaufenden Unternehmen schwierig. Letztere befanden sich vor der Übernahme zudem in einer wirtschaftlich komplexen Situation, sodass es sich bei den Zukäufen um Distressed-M&A-Fälle handelte. Daher musste besonders schnell agiert werden.

Auf der Suche nach einem geeigneten Finanzierungsbaustein stieß der Betrieb auf den Spezialkredit Asset-Based Credit. Dieser bot die für die Krisentransaktion nötige Geschwindigkeit. Außerdem ließ sich durch die Nutzung der Vermögensgegenstände der Unternehmen deren geschwächte Bonität weitestgehend ausklammern. Die entsprechenden Spritzgussmaschinen stellten sich nach deren Prüfung schnell als geeignet für den Spezialkredit heraus. Durch die Transaktion konnten so auch mithilfe des Asset-Based Credits zahlreiche Synergien und ein breit gefächertes Produktportfolio entstehen.

Sale & Lease Back – Kaufpreis mit Maschinen finanzieren

Bei *Sale & Lease Back* (SLB) handelt es sich um eine reine Innenfinanzierung. Hierbei wird werthaltiges, mobiles und fungibles Anlagevermögen aus Maschinen-, Anlagen- oder Fuhrparks an einen Finanzierungspartner verkauft und sofort

zurückgeleast. Durch diese Spezialform des Leasings wird Liquidität freigesetzt, der operative Betrieb dadurch aber nicht beeinträchtigt: Die betroffenen Gegenstände bleiben beim Unternehmen und können ohne Unterbrechung weitergenutzt werden. Zudem können oft stille Reserven gehoben werden, wenn die Vermögensgegenstände in der Unternehmensbilanz bereits größtenteils abgeschrieben sind. Durch SLB wird häufig auch die Eigenkapitalquote gesteigert. Das wiederum hat positive Auswirkungen auf das Bonitäts-Rating, sodass Unternehmen durch SLB ihre Chance auf Neukredite bei ihren Bankpartnern verbessern. Gerade, wenn es um zusätzliche Finanzierungen, etwa zur Stabilisierung des erworbenen Unternehmens geht, kann dies von Vorteil sein. Dabei muss ein strategischer Käufer nicht unbedingt seine eigenen Maschinen und Anlagen einsetzen: Über eine Zwischenfinanzierung ist es sogar möglich, die Assets des zu kaufenden Unternehmens für das Sale & Lease Back zu nutzen.

Die Liquidität aus dem SLB kann überdies auch zur Überbrückung von Umsatzflauten, für die Auftrags- und Projektvorfinanzierung, für das Ablösen von Bankverbindlichkeiten oder das Abwenden unternehmerischer Schieflagen bereitstehen. Von der ersten Anfrage bis zur finalen Auszahlung des Kaufpreises dauert es in der Regel drei bis sechs Wochen. Durch seine Bonitätsunabhängigkeit und Geschwindigkeit ist Sale & Lease Back insbesondere für Restrukturierungen, Sanierungen, Insolvenzen und eben für Distressed-M&A-Finanzierungen geeignet. Selbst in einem fortgeschrittenen Sanierungs- oder Insolvenzfall kann es noch greifen und dabei helfen, die Wende einzuleiten.

Wie auch beim Asset-Based Credit, müssen die Vermögensgegenstände bei Sale & Lease Back werthaltig und sekundärmarktfähig sein. Im Zweifel sollte es dem Finanzierungspartner also möglich sein, die Maschinen, Anlagen oder Fahrzeuge weiter zu verkaufen. Zudem haben die Assets zahlreich, fungibel, marktgängig und einzeln austauschbar zu sein. Ungeeignet sind Sonder- und Einzelanfertigungen, Prototypen, kompliziert verkettete oder mit der Fabrikhalle direkt verbaute und entsprechend nicht transportfähige Anlagen. Das Finanzierungsmodell ist für Unternehmen mit Umsätzen zwischen fünf und 250 Millionen Euro im Jahr und für ein Finanzierungsvolumen zwischen 400.000 und 15 Millionen Euro geeignet. In Einzelfällen kann das Volumen auch darüber hinausgehen.

Praxisfall: Akquisitionsfinanzierung mithilfe von Sale & Lease Back

Um einen Schweißmaschinenhersteller im Zuge eines Sanierungsprozesses zu übernehmen, nutzte ein Investor dessen Maschinen- und Anlagenpark zur anteiligen Finanzierung der Transaktion. Der Betrieb stellt vollautomatisierte Sondermaschinen und Fertigungszellen mit Widerstandsschweißtechnologie für Kunden aus den Branchen Automobil, Gerüstbau, Möbel und Elektronik her. 2023 geriet das Unternehmen in Insolvenz. Der Investor, ein Spezialist für den Erwerb und die Entwicklung von mittelständischen Engineering-, Fertigungs- und Dienstleistungsunternehmen, erkannte schnell die Potenziale des Herstellers und übernahm den Geschäftsbetrieb im Rahmen eines Asset Deals. Um die Transaktion zu finanzieren, nutzte er den umfangreichen Anlagen- und Maschinenpark des Schweißmaschinenherstellers für den objektbasierten Ansatz Sale & Lease Back. Im Rahmen des zeitkritischen Distressed-M&A-Prozesses war das Know-how, die Schnelligkeit und die finanzielle Flexibilität des Finanzierungspartners essenziell. So ist es dem Investor etwa möglich, Maschinen flexibel aus der Finanzierungsstruktur zu nehmen oder sie hinzuzufügen. Der Investor plant, SLB auch für künftige Maßnahmen in Betracht ziehen, um den Betrieb voranzubringen, seine Ertragskraft zu verbessern, internationale Märkte zu erschließen und das Geschäftsmodell zukunftsfähig zu gestalten.

goltz@matusus.com

Über den Autor:

CARL-JAN VON DER GOLTZ ist Gründer der MATUSUS FINANCE GMBH, einer bankenunabhängigen Finanzierungsgesellschaft für neue Wege in der Unternehmensfinanzierung. Der Finanzdienstleister unterstützt mittelständische Produzenten, die ihre Finanzierungsstruktur durch strategische Ergänzungen zur Bankverbindung ausbauen wollen. Finanzierungslösungen werden ab einem Volumen von 400.000 Euro und bis zu 15 Millionen Euro (Zeitwert der Maschinen) angeboten. Dies entspricht in der Regel Umsatzgrößen der Unternehmen von circa 5 Millionen Euro bis 250 Millionen Euro.