

Deal Modeling: Die erfolgreiche Trennung von Werttreibern und Wertvernichtern

Christian Groschupp & Christian Czernay, Wieselhuber & Partner, München

1. Einleitung

► Stark diversifizierte Unternehmensportfolios zeichnen sich häufig durch eine Vielzahl von unterschiedlichen Geschäftsfeldern mit divergierenden Erfolgsfaktoren bzw. Marktmechaniken aus. Aber auch ein relativ homogener Unternehmensverbund kann in einzelnen Segmenten ein vom Kerngeschäft abweichendes Risikoprofil aufweisen, beispielsweise weil die Ertragsituation nicht in ausreichendem Verhältnis zur Mittelbindung steht. Sind die finanziellen Mittel begrenzt, wird die Unternehmensentwicklung gehemmt. Erweisen sich einzelne Geschäftseinheiten überdies als ertragsschwach oder gar als echte Verlustbringer, so erfahren die Gesellschafter eine Wertvernichtung ihrer Beteiligung, das Rating sinkt und die Finanzierungskosten steigen. Solche Wertvernichter führen darüber hinaus zu einer erhöhten Management-Attention, da knappe Ressourcen auf den ersten Führungsebenen gebunden werden und nicht für andere Aufgaben zur Verfügung stehen.

Ist die Ertragsschwäche im Unternehmensverbund durch einzelne Geschäftsfelder induziert, kann eine zunehmende Volatilität der betroffenen Märkte zu einer existenzbedrohenden Krisensituation für das Gesamtunternehmen führen, insbesondere wenn hierdurch die Gruppenfinanzierung ins Wanken gerät. Die richtige Separierung von Werttreibern und Wertvernichtern macht das Geschäftsmodell robuster und leistet einen Beitrag zur Wertsteigerung des Unternehmens.

2. Verlustquellen und Wertvernichter

Verlustquellen und Wertvernichter müssen dabei nicht zwangsläufig nur in Form von Tochtergesellschaften oder Beteiligungen, also in Form einer Legal Unit in Erscheinung treten. Es kann sich dabei auch um einen Teilkonzern, eine Business Unit über mehrere Gesellschaften hinweg (strategische Geschäftseinheit) oder um einzelne Standorte, Werke oder Filialen han-

deln. Aber auch einzelne Produktsortimente, Kundengruppen oder Vertriebsregionen können sich als Wertvernichter herausstellen.

Somit ist die Identifikation von Ertrags- und Verlustquellen nicht immer auf den ersten Blick völlig transparent, in diesen Fällen ist eine tiefer greifende Analyse erforderlich. Dabei sollten neben der reinen GuV-Sicht auch die Cashflow-Perspektive sowie die strategische Relevanz mit in Betracht gezogen werden. Häufig sind die vorhandenen Controlling-Instrumente, wie beispielsweise Kosten- und Deckungsbeitragsrechnungen, nicht ausgereift genug und vernachlässigen die Prozessorientierung bei Kostenzuordnungen und die Mittelbindung bei Investitionen und Working Capital. Liegen nach einer eingehenden Untersuchung alle entscheidungsrelevanten Fakten auf dem Tisch, sollte jenseits von internen Interessenkonflikten eine transparente Entscheidung getroffen werden.

3. Grundkonzeption und Komplexitätsfallen des Deal Modeling

Eine wertorientierte Portfoliosteuerung von Geschäften und Strukturen durch die gezielte Abspaltung von Verlustquellen aus dem Gruppenverbund ist kein Tagesgeschäft. Der hierzu nötige Aufwand und die Komplexität übersteigen regelmäßig die Integration von Übernahmen und Zusammenschlüssen. Komplexitätsfallen können zum einen aus bestehenden Haftungsbrücken wie zum Beispiel aus Bürgschaften und Patronatserklärungen resultieren, zum anderen in bilanziellen Verflechtungen wie beispielsweise Intercompany-Forderungen und Beteiligungsansätzen liegen, aber können sich auch aus operativen Leistungsverflechtungen, Shared Services und Verrechnungspreisen ergeben. Nicht zuletzt sind beim Deal Modeling vertragliche Beziehungen aus Beherrschungs-, Gewinnabführungs- und Organschaftsverträgen und die steuerlichen Rahmenbedingungen zu beachten, beispielsweise bezüglich des Untergangs vorhandener

Verlustvorträge oder des Anfalls von Grunderwerbsteuer bei Umstrukturierungen von Gesellschaften mit Immobilienbesitz. Darüber hinaus sind auch regelmäßig Eingriffe in die bestehende Finanzierungsstruktur bis hin zu einer völligen Neukonzeption der Gruppenfinanzierung notwendig. Zielgerichtete Lösungskonzepte zur Trennung von Verlustquellen müssen auf Basis eines „intelligenten“ Deal Modeling erarbeitet werden, diese fußen in der Regel auf einer einheitlichen Grundüberlegung: Die Wertvernichter werden zunächst separiert und in einem nächsten Schritt veräußert oder liquidiert. Die Werttreiber werden gegen eventuelle Risiken so weit wie möglich durch ein sogenanntes Ring-Fencing abgeschottet.

Die Konzeption und Realisierung eines solchen Deal Modeling kann nur in einem interdisziplinären Team erfolgreich konzipiert und umgesetzt werden. Neben Kompetenzen in der Bewertung von Geschäftsmodellen und deren Finanzierungsarchitektur sowie der anspruchsvollen Finanzplanung sind auch Spezialisten für Gesellschafts-, Steuer- und Insolvenzrecht notwendig. Die erfolgreiche Realisierung erfordert eine übergeordnete Projektsteuerung und Verzahnung der involvierten Fachspezialisten.

4. Case Study

Anhand der folgenden Case Study eines international aufgestellten Baustoffkonzerns mit breit gestreutem Portfolio sollen Vorgehensweise und zentrale Ergebnisse eines solchen Deal-Modeling-Ansatzes veranschaulicht werden.

4.1 Ausgangssituation und Zielsetzung

Die internationalen Einheiten eines noch im Familienbesitz befindlichen Baustoffkonzerns sind überwiegend über das Stammhaus finanziert. Aufgrund des Konjunkturabschwungs in Osteuropa und des arabischen Frühlings in Nordafrika sank der Cashflow dieser

Regionen drastisch ab. Die Gesellschaften in Zentral- und Mitteleuropa weisen weiterhin eine stabile Performance auf, können den rückläufigen Cashflow der kriselnden Regionen aber nicht länger auffangen. In der Folge kann der Kapitaldienst der Stammhausfinanzierung nicht mehr in vollem Umfang bedient werden. Zusätzlich wird der Cashflow durch Aktivitäten mit hohen Investitions- und Anlaufkosten außerhalb des Kerngeschäftes belastet. Die Prüfung verschiedener Szenarien zur Entschuldung durch den Verkauf einzelner werthaltiger Einheiten führte nicht zur Wiederherstellung der Kapitaldienstfähigkeit des Gesamtkonzerns.

4.2 Portfolioanalyse

Im ersten Schritt erfolgte eine Top-Down-Analyse der Geschäftsfelder und Regionen der Unternehmensgruppe. Auf dieser Basis wurde eine Lösungsskizze erarbeitet, die den Verkauf oder die Schließung der sogenannten Low Performer (Gesellschaften mit unterdurchschnittlicher Performance und geringer Aussicht auf nachhaltige Verbesserung) und der Geschäftsbereiche zur Diversifikation (Gesellschaften außerhalb des Kerngeschäftes, angefangen von Investments im Bereich Immobilien, Tourismus, Umwelt bis hin zu Beteiligungen an Start-ups zur Grundlagenforschung und Technologieentwicklung) vorsah. Zur weiteren Entschuldung wurden verschiedene Optionen zur Veräußerung im Kerngeschäft („Tafelsilber“) geprüft. Es stellte sich schnell heraus, dass auch bei optimistischer Kalkulation der zu erwartenden Kaufpreiserlöse keine ausreichende EBITDA-Basis für die verbleibende Verschuldung im Stammhaus gegeben wäre. Wesentlicher Grund hierfür waren die unsicheren politischen Rahmenbedingungen für eine nordafrikanische Einheit, welche bei einer kurzfristigen Veräußerung zu erheblichen Bewertungsabschlägen geführt hätten. Somit musste eine alternative Option zur Fortführung und Entschuldung in Abstimmung mit den Finanzierern entwickelt werden.



Abb. 1 • Portfolio-Analyse

Quelle: Eigene Darstellung

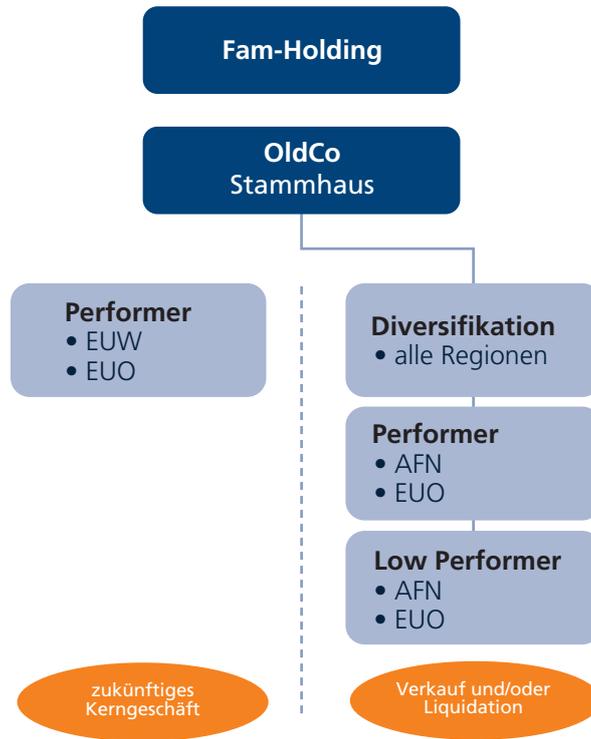


Abb. 2 • Debt-Push-Down

Quelle: Eigene Darstellung

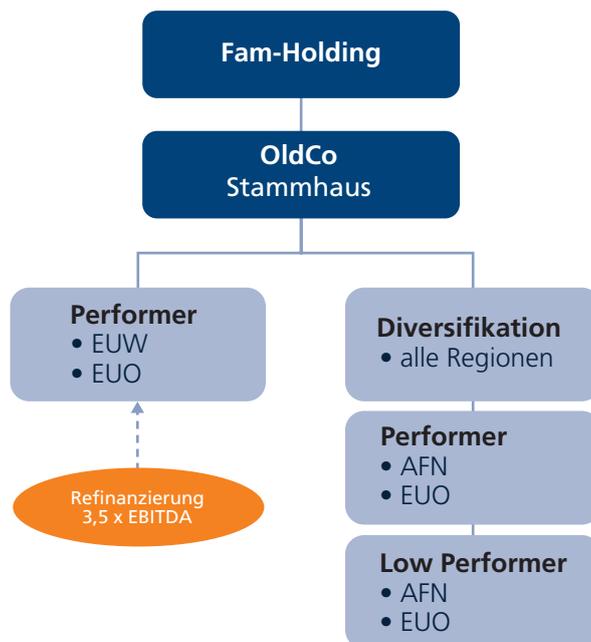
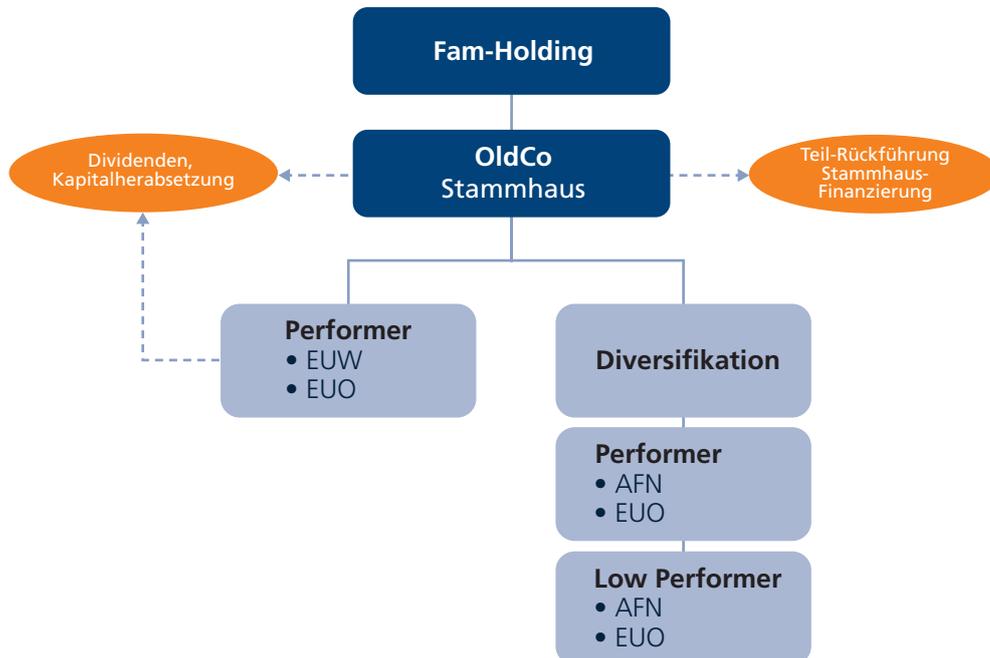


Abb. 3 • Teil-Entschuldung

Quelle: Eigene Darstellung

**4.3 Zielstruktur und Umsetzung**

Zur Konzepterarbeitung und -umsetzung wurde mit den Finanzierungspartnern des Stammhauses und soweit notwendig mit den lokalen Finanzierern eine Stillhaltevereinbarung mit erheblicher Reduzierung des Kapitaldienstes über einen Zeitraum von 18 Monaten abgestimmt. Gleichzeitig wurde ein sogenanntes Liquiditätsbüro zur konzernweiten Steuerung der Finanzströme eingerichtet. Die Konzernstruktur sollte durch eine umfassende Trennung der Werttreiber und Wertvernichter umgebaut, die Finanzierungsstruktur an die Schuldentragfähigkeit des künftigen Kerngeschäfts angepasst werden.

Hierzu mussten die zukünftig fortzuführenden Gesellschaften in West- und Osteuropa direkt lokal refinanziert werden, teilweise erfolgte dies durch den gleichen Finanziererkreis der Stammhaus-Holding (sog. Debt-Push-Down). Als Maßstab für eine marktübliche Refinanzierung der Werttreiber wurde das 3,5fache EBITDA-Potenzial der Gesellschaften angesetzt.

Mittels einer Kombination aus Dividendenausschüttungen, Kapitalherabsetzungen und Rückführung von Intercompany-Verbindlichkeiten konnte annähernd das gesamte durch die operativen Gesellschaften neu aufgenommene Fremdkapital an die Holding (OldCo) transferiert und zur Teilrückführung der Stammhaus-

finanzierung eingesetzt werden. Für die Kreditgläubiger führte dies unterm Strich zu einem Gläubigerwechsel im definierten Kerngeschäft mit Verbesserung der Bonität. Zudem konnte die Kongruenz von Cashflows und Finanzierung wiederhergestellt werden.

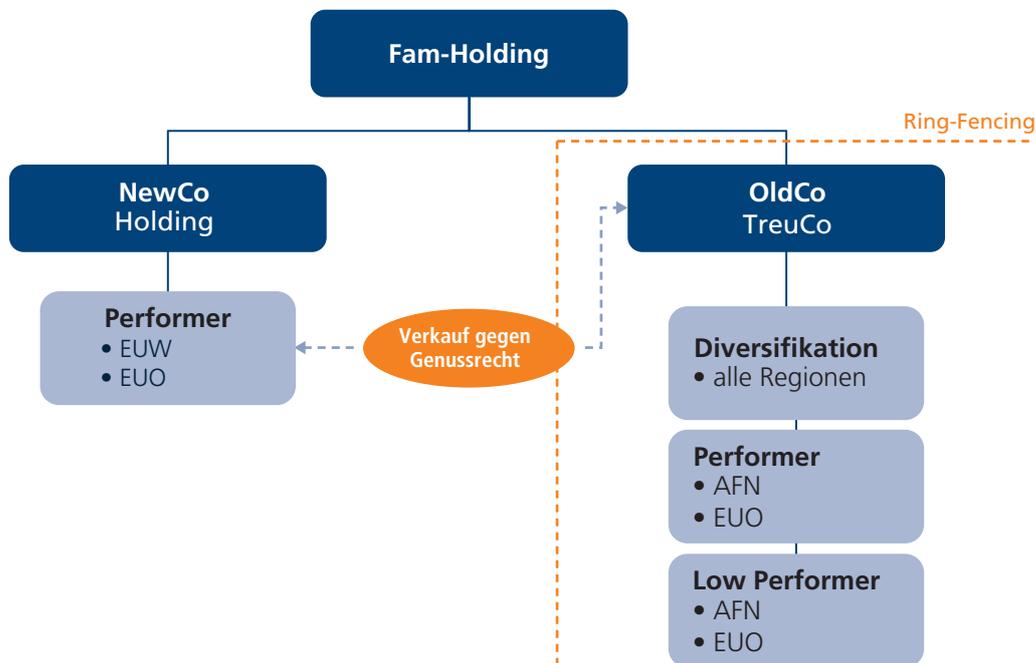
Im nächsten Schritt wurden die fortzuführenden Gesellschaften auf Basis eines Bewertungsgutachtens (Valuation Report) sowie einer Fairness Opinion zu einem marktüblichen Kaufpreis an eine neu gegründete Holding (NewCo) unter dem Dach der Familien-Holding verkauft. Der Kaufpreis wurde durch die Gewährung eines Genussrechtes zugunsten der OldCo entrichtet. Durch die Übertragung konnte eine wirtschaftliche Entflechtung vom Restkonzern realisiert werden.

Zur Vermeidung von Haftungsrisiken der Familien-Holding musste eine solvente Liquidation der OldCo sichergestellt werden. Hierzu wurden durch die Gläubiger entsprechende Forderungsverzichte und Rangrücktritte erklärt. Die OldCo ist zudem so strukturiert, dass der Cashflow jederzeit positiv ist. Ein entsprechendes Cash-Pooling wurde zur Minimierung des Finanzbedarfs implementiert.

Die OldCo-Gruppe wird derweil treuhänderisch geführt mit der Zielsetzung, innerhalb einer angemessenen Frist die Verkäufe der verbliebenen Performer- und

Abb. 4 • Zielstruktur

Quelle: Eigene Darstellung



Diversifikationseinheiten umzusetzen, die Low Performer werden liquidiert.

Diese Konstruktion bietet insbesondere auch die Möglichkeit, eine Werterholung der internationalen Einheiten bspw. in Nordafrika abzuwarten und somit einen „Fire Sale“ mit hohen Kaufpreisabschlägen zu vermeiden. Die Erlöse aus den Verkäufen der operativen Units sowie der Beteiligungserlös aus dem Genussrecht stehen den Gläubigern der OldCo in einer Wasserfallstruktur in Abhängigkeit der Altdarlehen und Teilnahme an der Fresh-Money-Finanzierung der NewCo zur Verfügung.

4.4 Bewertungsmethodik des Kaufpreises

Das Transaktionspaket umfasste insgesamt 35 direkte und indirekte Beteiligungsunternehmen der OldCo, die überwiegend in den Stammbereichen des Konzerns tätig waren. Von den 35 Gesellschaften waren zum Zeitpunkt der Bewertung fünf Gesellschaften für rund 80% des Gesamtumsatzes des Pakets (rund 350 Mio. EUR) verantwortlich; hierunter fielen die Baustoffproduktion am Stammsitz des Konzerns sowie vier weitere operative Beteiligungsgesellschaften im In- und Ausland.

Für Zwecke der Bewertung ist grundsätzlich davon auszugehen, dass ein Unternehmen ein Potenzial künftiger Leistungen ist, das den Wert des Unternehmens

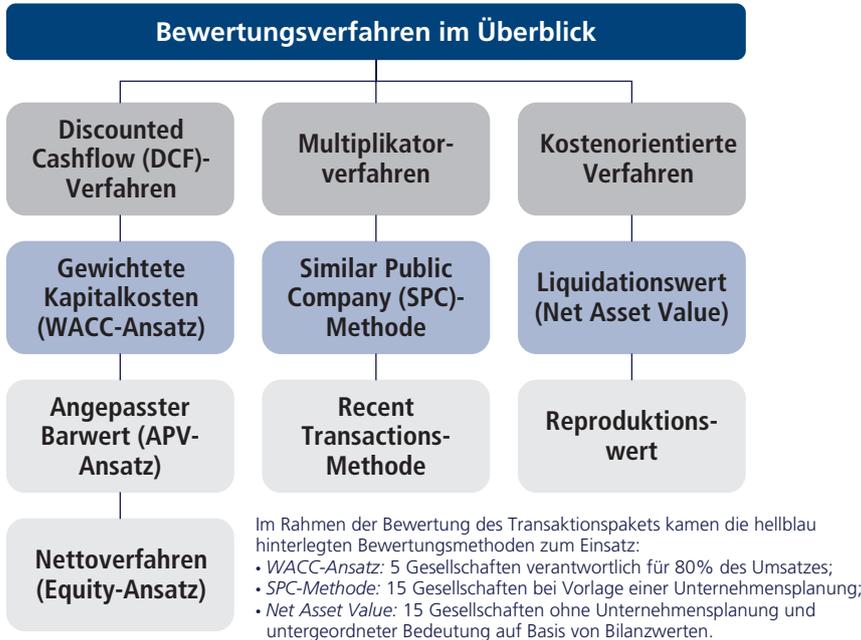
bestimmt. Auch nach den einschlägigen professionellen Standards¹ wird der Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe definiert. Hieraus ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner, die aus der Fortführung des Unternehmens erzielt werden (Zukunftserfolgswert). Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit einem Kapitalisierungszins, der der Rendite einer adäquaten Alternativenanlage entspricht. Der Zukunftserfolgswert kann hierbei nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren ermittelt werden. Als DCF-Verfahren kommen insbesondere Brutto-Verfahren (WACC- und APV-Ansatz) sowie das Nettoverfahren (Equity-Ansatz) zur Anwendung.

Vor dem Hintergrund des dargestellten Meinungsstands zur Unternehmensbewertung sowie dem Hintergrund von Bewertungsanlass und Bewertungszweck wurde es als zielführend erachtet, für die wesentlichsten Bewertungsobjekte des Pakets (fünf Gesellschaften mit einem Umsatzanteil i.H.v. 80%) einen Zukunftserfolgswert zu ermitteln. In diesen Fällen wurde als Bewertungsverfahren das DCF-Verfahren in der Ausprägung des WACC-Ansatzes herangezogen. Bei diesem Verfahren ergibt sich der Wert des Eigenkapitals aus dem Barwert der Free Cashflows zuzüglich des ►►

¹ Standard IDW S1 des Instituts Deutscher Wirtschaftsprüfer e.V.; vergleichbare Standards existieren auch in Nachbarländern, beispielsweise der KFS/BW1 des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der österreichischen Wirtschaftstreuhänderkammer.

Abb. 5 • Bewertungsverfahren im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung



nichtbetriebsnotwendigen Vermögens und abzgl. der Nettofinanzverbindlichkeiten. Die Free Cashflows wurden aus den zur Verfügung gestellten und einer Plausibilisierung unterzogenen Unternehmensplanungen abgeleitet und in zwei Phasen unterteilt, einem Detailprognosezeitraum und einer darauffolgenden Fortschreibungsphase. Die Länge der Fortschreibungsphase ist von der Lebensdauer des Unternehmens abhängig, die grundsätzlich als unendlich angenommen wird (Going-concern-Prämisse). Insbesondere für Unternehmen, die im Rohstoffbereich tätig sind, können hierbei jedoch in Anbetracht gegebenenfalls nur begrenzt verfügbarer Reserven gesonderte Betrachtungen erforderlich werden. So wurde beispielsweise bei der Bewertung einer Gesellschaft des Pakets eine endliche Lebensdauer (24 Jahre) bis zum absehbaren Erschöpfen der Rohstoffvorkommen gemäß vorliegender Planung angenommen. Für die anderen vier nach dem DCF-Verfahren bewerteten Gesellschaften konnten ausreichend eigene Rohstoffreserven oder alternativ verfügbare externe Bezugsquellen dargelegt werden, so dass bei der Bewertung von einer unendlichen Lebensdauer (ewige Rente) ausgegangen wurde. Zur Ermittlung des Gesamtunternehmenswerts (Enterprise Value) wurden die Free Cashflows der einzelnen Perioden mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Im Anschluss daran wurden die Nettofinanzverbindlichkeiten in Abzug gebracht; hieraus ergab sich der Wert des Eigenkapitals (Equity Value), der mit der Beteiligungs-

quote der OldCo an der jeweiligen Gesellschaft multipliziert wurde.

Zur Plausibilisierung der abgeleiteten Unternehmenswerte und zur Bewertung der übrigen Gesellschaften (bei Vorlage von Unternehmensplanungen) kam ein Multiplikatorverfahren in Form der Similar Public Company-Methode (SPCM; unter Anwendung des Equity Value/EBITDA-Multiples) zum Einsatz. Für einige Gesellschaften, die aufgrund ihrer wirtschaftlichen Bedeutung für den Konzern oder einer lediglich geringen Beteiligungsquote der OldCo nicht Teil des regelmäßigen Konzernplanungsprozesses und für die Wertermittlung des Transaktionspakets von untergeordneter Bedeutung waren, wurde vereinfachend ein Liquidationswert (Net Asset Value) auf Basis der Buchwerte des zuletzt verfügbaren Jahresabschlusses ermittelt. Die Wertermittlung des Transaktionspakets basierte auf einer Summenbetrachtung, der Wert des Pakets ergab sich aus der Summe der Unternehmenswerte der einzelnen Gesellschaften. Die Abbildung 5 zeigt eine Übersicht der im Rahmen der Bewertung des Transaktionspakets zur Anwendung gekommenen Bewertungsmethoden (hellblauer Hintergrund).

Vor dem Hintergrund der dargestellten Bewertungssystematik sowie darauf aufbauender Sensitivitätsbetrachtungen wurde eine Wertbandbreite für das Paket von rund 100–150 Mio. EUR ermittelt. Im Rahmen der Transaktion wurde aus Haftungsgründen ▶▶

ein Bewertungsgutachten für die Gesellschaften des Transaktionspakets sowie eine Fairness Opinion zur Beurteilung der Angemessenheit des Kaufpreises von einer etablierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erstellt. Der finale Kaufpreis in Höhe von rund 120 Mio. EUR wurde vor dem Hintergrund der ermittelten Wertbandbreiten als angemessen beurteilt.

4.5 Ausgestaltung des Genussrechts

Ein wesentliches Ziel des Deal-Modeling-Ansatzes war es, für die NewCo eine nachhaltige Finanzierungsstruktur bereitzustellen, was unter anderem ein tragfähiges Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital beinhaltet. Als Instrument zur Gestaltung der Passivseite wurde im konkreten Case der Kaufpreis für das Transaktionspaket von der NewCo durch die Gewährung von (am Dritten Markt notierten) Genussscheinen mit unbegrenzter Laufzeit zugunsten der OldCo entrichtet. Zur Finanzierung ihres Abwicklungsprozesses erhält die OldCo eine Vorzugsdividende auf den Bilanzgewinn der NewCo nach einer vorab vereinbarten Zinsstaffel. Die Vorzugsdividende ist von der NewCo an die OldCo auszuschütten, soweit diese vom Bilanzgewinn der NewCo des jeweiligen Geschäftsjahres gedeckt ist. Sollte eine Vorzugsdividende mangels ausreichenden Bilanzgewinns nicht ausgeschüttet werden können, ist diese Vorzugsdividende auf das nachfolgende Geschäftsjahr zu übertragen und auszuschütten (sofern in dem Folgejahr ein ausreichender Bilanzgewinn erwirtschaftet wird). Ein nach Ausschüttung der kumulierten Vorzugsdividende verbleibender Bilanzgewinn ist im Verhältnis von 80% an die Genussscheininhaber und 20% an die Aktionäre auszuschütten, sofern die Hauptversammlung der NewCo eine Ausschüttung des verbleibenden Bilanzgewinns beschließt.

Die operative Performance der NewCo entwickelte sich in den ersten Jahren ihrer Geschäftstätigkeit wie erwartet positiv, so dass die vereinbarte Vorzugsdividende jedes Jahr in voller Höhe an die OldCo ausgeschüttet werden konnte.

4.6 Ergebnisse und Vorteile

Durch die Umsetzung des Deal-Modeling-Konzepts konnten sich die Altgesellschafter die unveränderte Mehrheit am werthaltigen Kerngeschäft sichern. Die Altgläubiger können in dieser Transaktionsstruktur eine deutliche höhere Rückführung als bei einer ungeordneten Zerschlagung des Konzerns unter Zeitdruck erwarten. Das Management der NewCo hat die Möglichkeit, sich wieder auf das Tagesgeschäft zu fokussieren und die Wertsteigerung im Kerngeschäft voranzutreiben. Für die OldCo konnten spezialisierte

Manager gewonnen werden, die treuhänderisch mit der optimalen Verwertung der Assets betraut sind.

Der Dienstleister oder Berater sollte bei einer Mandatierung folgende Aufgaben übernehmen:

- Gesamtkonzeption, Entwicklung und Bewertung alternativer Portfolio-Strategien und Deal-Strukturen (Deal Modeling)
- Integrierte Finanz- und Bilanzplanung, inklusive Als-ob-Darstellungen sowie Entkonsolidierungen
- Erstellung des Finanzierungskonzepts bis zum Term Sheet
- Steuerung des Gesamtprozesses, inklusive der involvierten Rechtsspezialisten
- Stellung des Interimsmanagements für die OldCo in der Verwertungsphase

5. Fazit

Ein intelligentes Deal Modeling kann unabhängig von der Art der Verlustquellen und dem Grad der Bedrohung einen bedeutsamen Beitrag zur Zukunftssicherung und Wertsteigerung des Unternehmens leisten. Die Entwicklung und Realisierung Erfolg versprechender Konzepte bedürfen einer eingehenden Analyse auf Basis der individuellen Ausgangssituation und des Zusammenwirkens in einem interdisziplinären Experten-Team. Ziel ist die durchgreifende Trennung von Werttreibern und Wertvernichtern im Konzern sowie eine konsistente Neuordnung ihrer Finanzierungskreise zur Entflechtung und Risikoabschottung der Werttreiber. Ein zentraler Aspekt ist zudem die Herstellung einer ausgewogenen Win-Win-Situation zwischen Gläubigern und Gesellschaftern. ■



Dr. Christian Groschupp ist Leiter des Competence Center Finance beim Beratungsunternehmen Dr. Wieselhuber & Partner in München. finanzierung@wieselhuber.de
Dr. Christian Czernay ist Senior Consultant bei Dr. Wieselhuber & Partner in München. finanzierung@wieselhuber.de