

05.17

KSI

Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung

Wirtschaft Recht Steuern

13. Jahrgang
September/Oktober 2017
Seiten 193–240

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 Insolvenz- und Zwangsverwaltung, 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

Neue Perspektiven für Frühwarnsysteme zur Krisenerkennung [Prof. Dr. Stefan Behringer, 197]

Risikoreporting in der Sanierung und Abwicklung [Prof. Dr. Wolfgang Portisch, 202]

Die Restrukturierungsbranche in der Krise? [Burkhard Jung, 206]

Wertmanagement: Optimaler „Partner“ des Sanierungskonzepts [Dr. Volkhard Emmrich, 209]

Praxisforum Fallstudien Arbeitshilfen

Neues zur Geschäftsführer-Haftung im Insolvenzfall [Dr. Hans-Jürgen Hillmer, 213]

Wie nutzen Unternehmen ihre Risikomanagementsysteme? [Markus Link / Thomas Kirstan, 214]

Versicherungen – wichtig, aber auch richtig? [Jörg Huhsman / Dr. Bernhard Becker, 219]

Nachhaltige Krisenprävention und Krisenbewältigung mittels Change Management: Wie gestalten? [Beantwortet von Hans Werner Bormann, 223]

Finanzierungsrestrukturierung als Grundpfeiler eines Zukunftskonzepts [Nils Averbeck, 228]

Wertmanagement: Optimaler „Partner“ des Sanierungskonzepts

Entwicklung eines unter Sanierungsbedingungen tragfähigen Investorenkonzepts

Dr. Volkhard Emmrich*

Unabhängig von der aktuellen Unternehmenssituation verleiht ein leistungswirtschaftliches Wertmanagement dem Unternehmen strategische und operative Robustheit. Dabei geht es nicht um Modelle zur Berechnung des Unternehmenswerts, sondern schlicht um eine solide Performance und ein attraktives Geschäftsmodell. Kann für das EBITDA keine tragfähige Perspektive dargestellt werden, laufen alle Hebel der Passivseite ins Leere. Insbesondere in Krisensituationen führen unzureichendes Wertmanagement oder fehlende Investorenkonzepte zu fundamentalen Verlusten der Kapitalgeber.

1. Wertmanagement: Grundsätzliche Begriffsbestimmung

Basis jedes zukunftsorientierten Wertmanagements ist die intelligente Trennung von Werttreibern und Wertvernichtern sowohl in strategischer als auch in operativer Hinsicht. Was ist darunter zu verstehen? Der eher historische Ansatz setzt auf den Strukturen und deren Analysen auf. Im Mittelpunkt steht die Frage, wo Geld verdient oder eben verloren geht, unterteilt nach Marktsegmenten, Kunden- oder Produktgruppen. Immer damit verbunden ist das bekannte K.O.-Kriterium, dass der Kundendeckungsbeitrag oberste Priorität hat und Leistungsangebote eben nicht beliebig geschnitten werden können, wenn ein Key Account der Bezieher ist. Die Prozesse und Schnittstellen werden meist nicht berücksichtigt.

In Zeiten der Digitalisierung wird deutlich: Der strukturelle Ansatz greift zu kurz, heute müssen vielmehr prozessorientierte Antriebskräfte betrachtet werden. Im Mittelpunkt stehen dabei die „Entrümpelung“ historisch gewachsener Komplexitäten sowie die kunden- und produktspezifischen Prozesse. Basis-Prozesse müssen neu und schlank aufgesetzt werden, um die revolvierende Frage nach optimaler Skalierbarkeit zeitnah zu beantworten und eine Prozessumgebung zu schaffen, die Wachstum zu Grenzkosten Null und maximale operative Effizienz ermöglicht.

Grundlage ist in aller Regel eine kritische Überarbeitung der Basisdaten und eine intensive Auseinandersetzung mit den Datenstrukturen, denn: Nur wenn diese eindeutig und durchgängig sind, kann eine Skalierung gelingen. Eine zentrale Größe ist dabei der Variantenpunkt. Dieser definiert, wie tief in der Wertschöpfung kundenspezifische Komponenten oder Teile vorgehalten werden oder ob „ad hoc“ aus Standard-Schnelldrehern die Kundenanfrage bedient werden kann.

Steht das Gerüst der Basis-Prozesse, zeigt sich schnell, welche Geschäfte mit Kundennutzen und Ertrag – also erfolgreich – laufen, oder aber wo Kundenbedürfnisse nicht mehr sinnvoll zu erfüllen sind. Abgesehen von der operativen Effizienz lässt sich mit dieser Herangehensweise auch ein Stück weit die Frage nach der künftigen strategischen Position und der Weiterentwicklung bzw. der möglichen Transformation des Geschäftsmodells klären.

Sind die künftigen Werttreiber transparent und das Zielbild hinsichtlich Strategie, Geschäftsmodell und der zugrundeliegenden Prozess- und Datenarchitektur entwickelt, zeigen sich sehr schnell und deutlich „Altlasten“. Diese werden sichtbar in Strukturen und Abläufen, die keinen positiven Beitrag in der künftigen Prozesslandschaft – weder kunden- noch ertragsseitig – leisten. Je nach Ausprägung müssen unterschiedliche Instrumente eingesetzt werden, um sie zu entfernen: Von den klassischen Restrukturierungsmaßnahmen über Geschäfts- bzw. Konzernaufspaltung unter strikter Beachtung aller Fair-Value- und Ring-fencing-Anforderungen bis hin zu Möglichkeiten, die sich aus den gerichtlichen Verfahren ergeben, ist alles dabei. Ultimatives Ziel: Die Altlasten abschütteln und die Werttreiber der Zukunft nicht in ihrer Wirkung beschneiden.

* Dr. Volkhard Emmrich, Managing Partner bei Dr. Wieselhuber & Partner in München.

Die Branchen mit den größten „Problemfällen“ sind marktseitig durch immense Produktvielfalt und individuelles Nachfrageverhalten geprägt.

2. Zur Notwendigkeit des gezielten Wertmanagements

Infolge der Finanzkrise hat in vielen Unternehmen eine nachhaltige Professionalisierung stattgefunden. Volatilitäten können abgedefert werden, die Flexibilität hat deutlich zugenommen. Die klassischen Hausaufgaben sind vielerorts also gemacht, die Konjunktur läuft auf hohem Niveau, in Teilbereichen sogar mit extremen Wachstumsraten. Es gibt jedoch genügend Branchen, die mit Stagnation oder Verlusten zu kämpfen haben, bei denen nachhaltige Probleme Spuren im Geschäftsmodell hinterlassen. Dazu gehören viele dispositionsintensive, konsumentennahe Bereiche wie beispielsweise die Textil- und Bekleidungsindustrie. Gerade in Stagnationssegmenten stellt sich auch die Frage, ob die Ertragskraft ausreicht, um künftig überhaupt wieder durchzustarten – insbesondere wenn dafür strukturelle Anpassungen oder in Teilen eine Transformation des Geschäftsmodells unerlässlich sind. Die Branchen mit den größten „Problemfällen“ sind marktseitig durch immense Produktvielfalt und individuelles Nachfrageverhalten geprägt; wertschöpfungsseitig verfügen sie über lange, mehrfach gebrochene und damit dispositionsintensive Prozesse. Kommt dann noch ein überschaubares Ge-

schäftsvolumen dazu, ist meist von Skalierung nichts zu sehen, im Extremfall steigen die Grenzkosten laufend. In diesen Fällen greifen die klassischen Instrumente einer Strukturbereinigung zu kurz und nur eine prozessorientierte Neukonfiguration des Geschäftsmodells kann weiterhelfen.

Generell gilt: Die Luft für EBITDA-Steigerungen ist dünn, die Multiples sind hoch und eine Wertsteigerung muss hart erarbeitet werden und passiert nicht „automatisch“ aufgrund der konjunkturellen Entwicklung. Hinzu kommt für viele Unternehmen aktuell auch die Grundsatzfrage, wie ihr digitales Geschäftsmodell mit entsprechend horizontaler und vertikaler Vernetzung und einem branchenspezifischen Big-Data-Management aussehen soll. Die Ansatzpunkte für ein zukunftsorientiertes Wertmanagement sind also sowohl unternehmens- als auch situationsspezifisch, sind einmal eher operativer bzw. strategischer Natur. Und ganz unabhängig davon, wie die Geschäfte aktuell laufen – in aller Regel bleibt irgendwann die Effizienz auf der Strecke und das Ertragswachstum hinkt immer stärker der Umsatzwachstumsentwicklung hinterher. Die Risiken, hier insbesondere auf der Finanzierungsseite, werden größer. Häufig kommt es dann zur Flucht nach vorne – zu größeren Projekten, neuen Kundengruppen und Regionen. Doch statt darauf zu achten, dass jede Wertschöpfungsstrecke für sich profitabel ist, wird so einfach angebaut, nach vorne integriert oder das Leistungsangebot verbreitert. Die Folge: Ertragsfresser und Wertevernichter treiben weiter ihr Unwesen – sie sind nur schwer sichtbar.

3. Kritische Wertschöpfungssituationen

Wertmanagement ist also situationsspezifisch aufzusetzen – und der Weg zur Investorenreife (vgl. Abb. 1) ist bekanntlich meist lang. Die

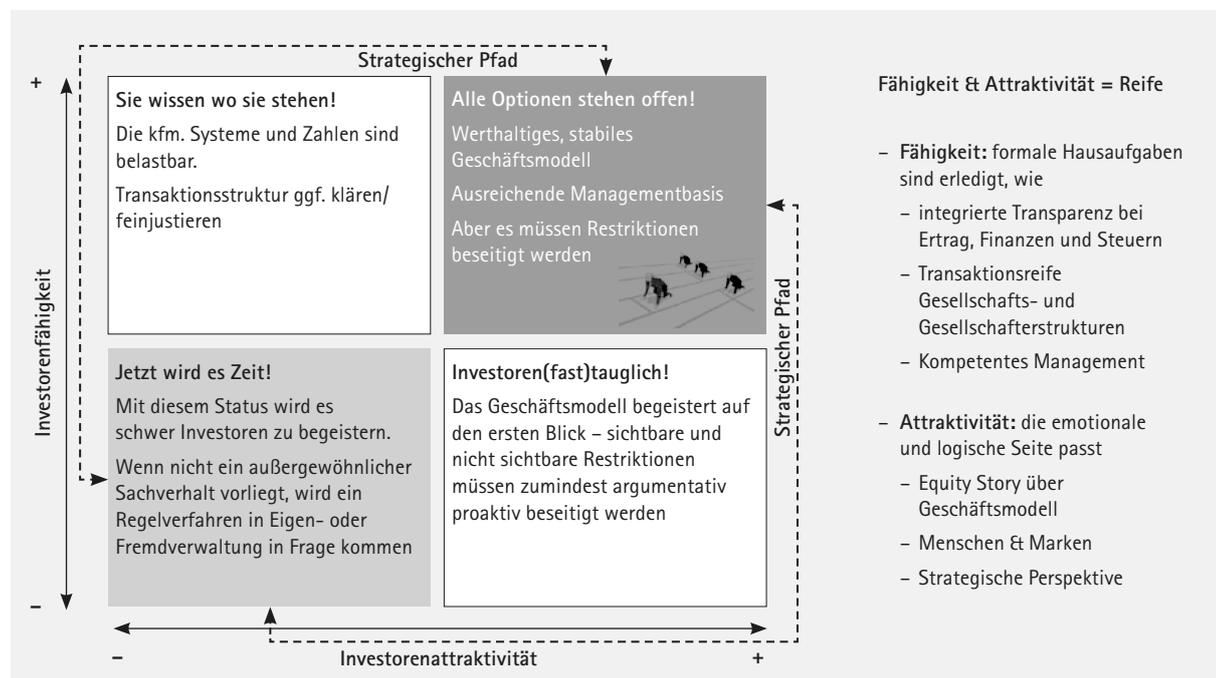


Abb. 1: Der Weg zur Investorenreife

nachfolgend unterschiedenen Wertschöpfungstypen bilden hier die Basis für ein grundsätzlich unterschiedliches Vorgehen.

3.1 Einstufige Wertschöpfung mit multipler Disposition entlang der Wertkette bis zum Kunden

Hier ist der Werttreiber und damit der zentrale Ansatzpunkt für das Wertsteigerungskonzept die Zentralisierung der Disposition über mehrere Stufen hinweg. Der letztendliche Kundenbedarf muss wieder möglichst nahe an die ursprüngliche Wertschöpfung herankommen und die meist langen Logistik- bzw. Supply-Chain-Ketten müssen „durchgesteuert“ werden. Ist das nicht möglich, so ist der Werttreiber in wirklich innovativen Leistungen zu suchen, die das Produkt nachhaltig differenzieren und aus der Uniformität der Dispositionsstufen herausheben.

3.2 Einzelfallbezogener Mix von Wertschöpfung unterschiedlicher Partner bzw. einzelfallbezogene Prozesse (Projektgeschäft)

Die Werttreiber liegen hier in zwei Bereichen:

- Zum einen im sauberen Durchsteuern der eigenen Wertschöpfung und deren Schnittstellen zu den anderen Stakeholdern;
- zum anderen in einer integrierten, modularen horizontalen sowie vertikalen Vernetzung aller Beteiligten auf einer Workflowplattform.

Der durchgängige Zugriff aller auf gleiche, anerkannte Basis- und Prozessdaten macht viele Kontroll- und Prüfschritte überflüssig und beschleunigt den Gesamtprozess erheblich.

3.3 Komplexe, über mehrere Stufen konfigurierbare Produkte

Der zentrale Werttreiber ist in diesem Fall die Durchgängigkeit der Leistungskonfiguration bis auf die Ebene der Standardteile oder Komponenten, die ohne spezifische Spezifikation „on demand“ disponiert werden können.

Die situationspezifische Betrachtung verdeutlicht nochmals: Die zukunftsorientierten Werttreiber liegen in den Prozessen und den Datenstrukturen. Es bedarf also einer dynamischen Betrachtung – eine statische Strukturanalyse ist nicht mehr ausreichend.

4. Wertmanagement ist adressatenabhängig

Gerade in klassischen Krisensituationen bildet das Wertmanagement bzw. ein Wertsteigerungs- oder Investorenkonzept quasi den Kontrapunkt zum „klassischen S6“. Liegen dem Sanierungskonzept konservative Basisannahmen zugrunde – verbunden mit der Zielsetzung, die finanziererseitigen Risiken nicht zu erhöhen, sondern nach Möglichkeit das Exposure zu reduzieren –, zeigt ein Wertsteigerungs- bzw. Investorenkonzept, welche – ebenfalls konservative –

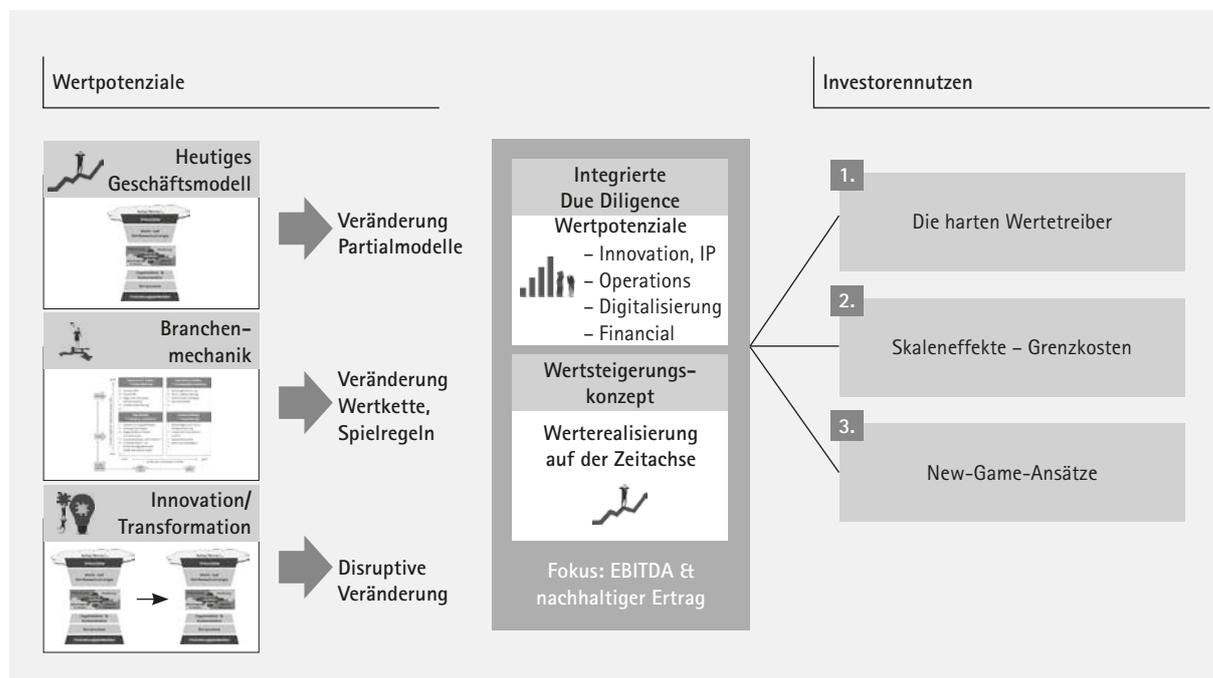


Abb. 2: Die Elemente des Wertsteigerungskonzepts

Steigt neues Fremdkapital ein, ist das Wertsteigerungs- bzw. Investorenkonzept eine saubere Finanzierungsbasis, aus der sich Covenant-Kriterien gut ableiten lassen.

Perspektive das Unternehmen bei einer Aufhebung der finanziellen Restriktionen hat.

Für die Gläubiger hat das Wertsteigerungskonzept eines Krisenunternehmens (vgl. zu den Elementen Abb. 2 auf S. 217) also quasi die Funktion einer Vendor Due Diligence. Anders als das klassische Financial Modeling des M&A-Beraters kann dieses durchaus mit einer Verlustsituation starten und weist in aller Regel keinen Hockeystick-Effekt aus, zeigt jedoch, welche Wertpotenziale wirklich gehoben werden können. Unabhängig davon, ob Investoren über einen klassischen M&A-Prozess aus einer Treuhand heraus oder aber im Zuge eines Plan- oder Regelverfahrens gesucht werden: Die Attraktivität des Kaufobjekts mit Wertsteigerungskonzept ist für den Investor deutlich größer, denn damit werden ihm nicht wie beim Sanierungskonzept die Krisenursachen detailliert dargelegt, sondern vielmehr die Wertpotenziale seines Investments nachvollziehbar aufgezeigt. Damit steht gläubigerseitig von Beginn an nicht die Frage nach dem Haircut im Raum, sondern die konkrete Konzeptumsetzung mit den notwendigen Schritten.

Die Praxis zeigt, dass für das alte Fremdkapital dadurch Quoten bis zu 100%, also Weiterfinanzierung eines ertrags- und bi-

lanzseitig völlig anders aufgestellten Unternehmens, möglich sind. Das neue Eigenkapital hat einen klaren, gremienfähigen und damit schnell zu entscheidenden Fall – mit offensichtlicher Perspektive. Steigt neues Fremdkapital ein, ist das Wertsteigerungs- bzw. Investorenkonzept eine saubere Finanzierungsbasis, aus der sich Covenant-Kriterien gut ableiten lassen. Wird das Ganze noch in einem Dual-Track-Verfahren durchgeführt, also Asset- und Share Deal parallel verfolgt und auf Gläubigerseite erst zum Schluss entschieden, über welchen Weg eine rechtlich belastbare und wirklich zielführende Lösung erreicht werden kann, so ist das Wertepotenzial optimal gehoben.

Ein Sanierungskonzept und darauf aufbauend ein Wertsteigerungs- bzw. Investorenkonzept (wie in Abb. 3 dargestellt) ergänzen sich also optimal. Sichert das Sanierungskonzept die Gläubiger ab, so macht das Investorenkonzept deutlich, was im Unternehmen steckt – oder eben auch nicht. Aber auch das ist dann eine klare Botschaft.

5. Fazit

Mit dem Wertmanagement bzw. der Entwicklung eines Investorenkonzepts insbesondere auch in Krisensituationen wird der klassische „Pre-Exit“-Ansatz eines PE-Investors auf die Finanzierer- bzw. Gläubigersicht transformiert und an die spezifische Unternehmens- bzw. Krisensituation angepasst. Höchstmögliche Attraktivität des Geschäftsmodells, Transparenz und Nachvollziehbarkeit geben beiden Seiten nicht nur Entscheidungssicherheit, sondern auch das gute Gefühl, in etwas investiert zu haben, was „etwas wert ist“. Dies unterscheidet sich deutlich vom Asset-Kauf, bei dem erst einmal offen ist, was daraus wird.

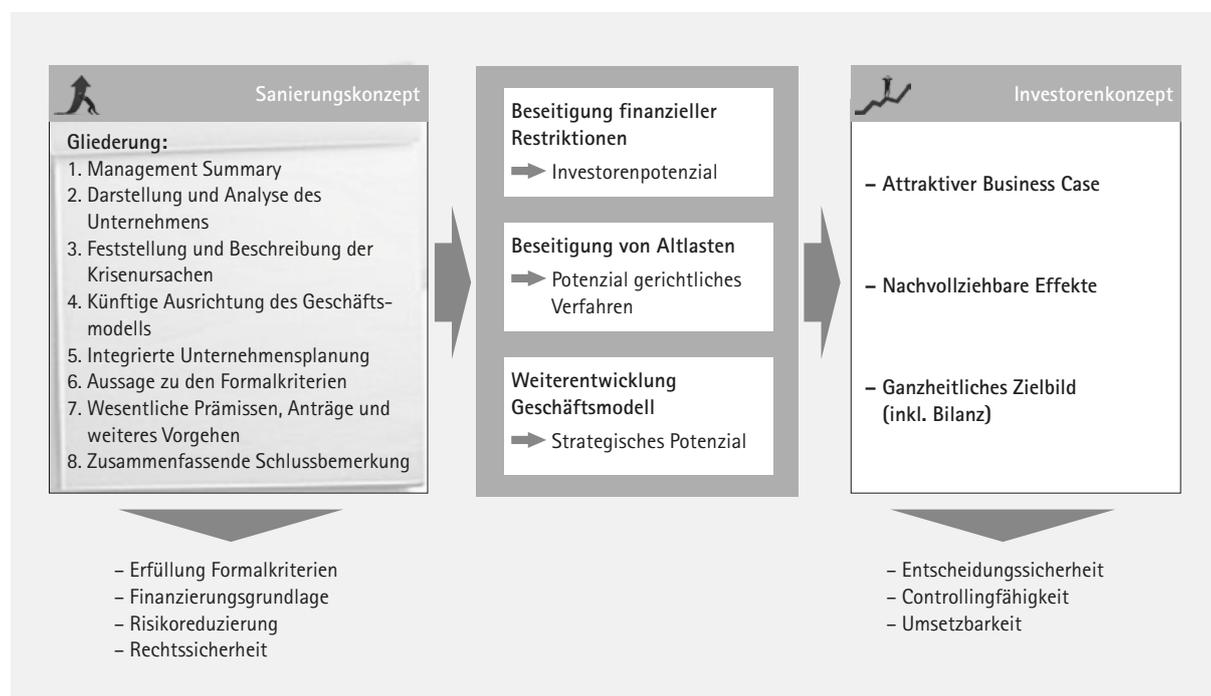


Abb. 3: Sanierungs- und Investorenkonzept