

Auswirkungen der globalen Lieferkettenprobleme auf Distressed M&A-Transaktionen

Dr. Thomas C. Sittel & Andreas Moltrecht, Deloitte Corporate Finance

1. Einleitung

Seit nunmehr gut zwei Jahren wird die globale Wirtschaft von erheblichen Lieferkettenproblemen belastet, und die daraus folgenden Lieferengpässe gehören mittlerweile zum Alltag vieler Unternehmen¹. Laut einer ifo-Umfrage ist mit einer kurzfristigen Erholung kaum zu rechnen, vielmehr dürften der Welthandel und das deutsche BIP bis ins nächste Jahr davon noch signifikant belastet sein. So rechnet in der Umfrage des ifo-Instituts von Juni 2022 der Durchschnitt der Teilnehmer damit, dass die Lieferschwierigkeiten noch zehn Monate lang anhalten werden². Laut der Umfrage betreffen die Lieferkettenprobleme fast alle Branchen, wobei die Branchen Haushaltselektrogeräte und Automobile sowie Konsumelektronik und Möbel die größten Herausforderungen haben.

Doch neben dem Thema Lieferengpässe beherrschen seit Monaten auch zwei weitere Themen die Schlagzeilen der Tagespresse: die Rohstoff- und Energiepreise sowie die Inflation³.

2. Ergebnisse der Deloitte Distressed M&A-Studie 2022

Im Rahmen unserer Distressed M&A-Studie 2022⁴ fragen wir die Teilnehmer regelmäßig: Welche (wirtschafts-)politischen Risikofaktoren sehen Sie für die deutsche Wirtschaft?⁵

Das Ergebnis mag wenig verwundern, reflektiert jedoch eine ganz erhebliche Verschiebung gegenüber der letzten Umfrage aus 2021: Wie dominant Inflationsrisiken aktuell wahrgenommen werden, zeigt sich darin, dass 78% der Teilnehmer die Preissteigerungsrate als Hauptrisiko für die deutsche Wirtschaft nannten. Bei der letzten Umfrage lief das Thema bei den Befragten noch unter dem Radar.

Alle weiteren genannten Gefährdungen folgen mit deutlichem Abstand: Das Risiko durch drohende Handelsstreits nahm nach Einschätzung der Teilnehmer leicht zu und belegt Platz zwei des Rankings, ist aktuell jedoch im Tagesgeschäft wegen anhaltender Sanktionen zum Topthema weltweit geworden. Auf den Folgeplätzen landen Steuerbelastung und demografische Entwicklung. Auch wenn beide Themen „nur“ von rund einem Viertel der Befragten angeführt wurden, so ist doch der signifikante Anstieg gegenüber der letzten Umfrage bemerkenswert. Größter Absteiger ist das Risiko der Covid-19-Pandemie, das im Vorjahr mit 92%

1 Nach Angaben des ifw-Instituts wartet eine Rekordzahl von Frachtschiffen vor den Nordseehäfen auf Entladung. Vgl. Spiegel, vom 07.06.2022, „Schlange auch vor deutschen Häfen – Containerschiffstau erreicht die Nordsee“, www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/ifw-staus-der-containerschiffe-erreichen-die-nordsee-a-8ded74a0-3c22-4257-901c-325cf2b9c8d6

2 Vgl. ifo Institut, Pressemitteilung vom 29. Juni 2022, „Unternehmen erwarten Materialknappheit bis 2023“, www.ifo.de/pressemitteilung/2022-06-29/unternehmen-erwarten-materialknappheit-bis-2023

3 Für bestimmte Rohstoffe sind die Großhandelspreise an den Börsen allerdings aktuell wieder rückläufig. Vgl. n-tv.de vom 03.08.2022, „Viele Rohstoffpreise brechen ein“, www.n-tv.de/wirtschaft/Viele-Rohstoffpreise-brechen-ein-article23504140.html

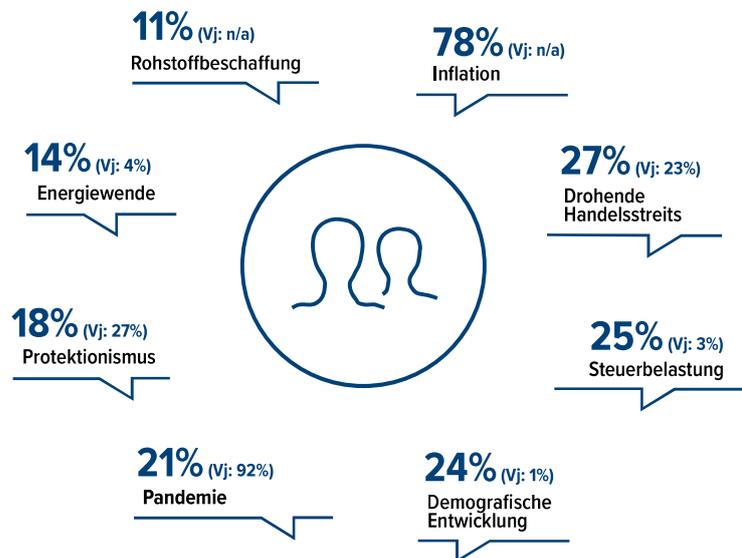
4 Vgl. Sittel/Moltrecht, Deloitte Distressed M&A-Studie 2022, www2.deloitte.com/de/de/pages/finance/articles/distressed-m-and-a-studie.html

5 Vgl. Sittel/Moltrecht, Deloitte Distressed M&A-Studie 2022, S. 11.

Abb. 1 • Welche (wirtschafts)politischen Risikofaktoren sehen Sie für die deutsche Wirtschaft?

Quelle: Eigene Darstellung

(% der Nennungen; Mehrfachnennungen (max. drei) möglich)



an erster Stelle bei den Teilnehmern stand. Themen, die im letzten Jahr noch von Bedeutung waren, wie eine mögliche Konjunkturelle in China und Versäumnisse in der Digitalisierung, schafften es in diesem Jahr nicht mehr auf die Liste.

Für viele mag es überraschend sein, dass nur 11% der Teilnehmer das Thema Rohstoffbeschaffung nannten. Neben physischer Knappheit der Rohstoffe und Vorprodukte sind Unternehmen ebenso von steigenden Rohstoffpreisen herausgefordert. Letzteres bestätigte der aktuelle Deloitte CFO Survey (Frühjahr 2022), dem gemäß steigende Rohstoffkosten nach Einschätzung von Unternehmen ein großes Risiko auf dem Weg aus der Corona-Krise darstellen.

3. Auswirkungen auf den allgemeinen und den Distressed M&A-Markt

Es stellt sich zunächst die Frage, welche Auswirkungen die anhaltenden Lieferkettenprobleme, die gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise sowie die zunehmende Inflation auf den M&A-Markt im Allgemeinen und auf den Distressed M&A-Markt im Besonderen haben.

3.1 Entwicklung allgemeiner M&A-Markt

Eines ist sicher: Die weltweiten M&A-Märkte haben im 1. Quartal 2022 signifikant an Fahrt verloren, und EMEA macht hier keine Ausnahme. Im Jahresvergleich fiel der Gesamtwert der Transaktionen in Q1 um 27% und die

Anzahl der Transaktionen um über 30%⁶. Getrieben war der Rückgang zunächst von einem Ausverkauf bei Wachstumsaktien sowie ansteigenden Inflations Sorgen. Der Ukrainekonflikt, der die Lieferkettenprobleme nochmals verstärkte, belastete das Vertrauen weiter.

Im 2. Quartal hat sich der Markt wiederum etwas stabilisiert, so dass die Halbjahreszahlen deutlich besser ausfallen⁷: Mit knapp 5.000 Transaktionen in EMEA liegt die Anzahl der Transaktionen „nur“ noch rund 20% unter dem Vorjahres-Halbjahr. Der Gesamtwert der Transaktionen sank lediglich um etwas über 6%.

Darüber hinaus verschlechtert sich momentan zusätzlich das Umfeld für Akquisitions- und Unternehmensfinanzierungen, was sich beispielsweise in dreierlei Hinsicht in unseren Transaktionen äußert: Erstens prüfen Banken die Robustheit des Geschäftsmodells des Targets im aktuellen Umfeld genauer. Zweitens sind die Zinsmargen deutlich gestiegen, und drittens kehren bezogen auf die Finanzierung eines Deals sogenannte Material Adverse Change („MAC“)-Klauseln in die Unternehmenskaufverträge vermehrt zurück, was zusätzlich die Verunsicherung seitens der Käufer aufzeigt.

3.2 Entwicklung Insolvenzen und Distressed M&A-Transaktionen

Zunächst ist festzustellen, dass die Anzahl der Insolvenzfälle auch im Jahr 2021 weiter gesunken ist und sich auf historisch niedrigem Niveau befindet – seit

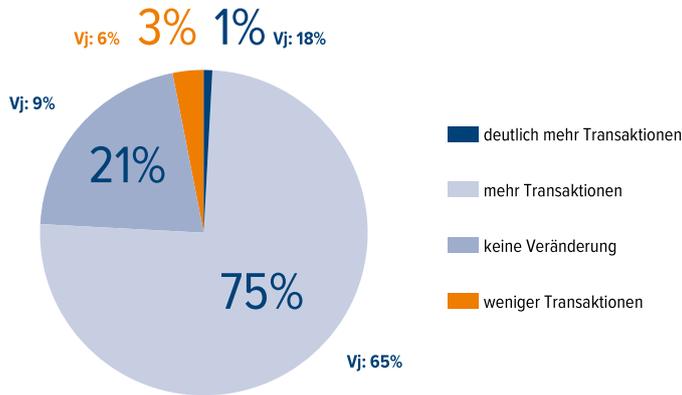
⁶ Vgl. Mergermarket, „Deal Drivers: EMEA Q1 2022“, www.mergermarket.com/trendreports

⁷ Vgl. Mergermarket, „Deal Drivers HY“, www.mergermarket.com/trendreports

Abb. 2 • Erwarten Sie in den nächsten zwölf Monaten mer oder weniger Transaktionen im Distressed M&A-Markt?

Quelle: Eigene Darstellung

(% der Nennungen)



2021 ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen um mehr als 50% gefallen⁸. Trotz des Krieges in der Ukraine und der damit verbundenen Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen auch im 1. Halbjahr 2022 gegenüber dem Vorjahreshalbjahr noch einmal leicht von 7.510 auf 7.300 gesunken⁹.

Doch gehen die Insolvenzen noch weiter zurück? Glaubt man den Teilnehmern unserer Studie, so ist das Ergebnis eindeutig: 86% der Befragten rechnen noch im Jahr 2022 mit einem Anstieg¹⁰. Dazu passt, dass 76% der Befragten mehr oder sogar deutlich mehr Transaktionen im Distressed M&A-Markt erwarten. Dabei geht mit 75% die große Mehrheit von einem moderaten Anstieg aus, gegenüber lediglich 1% der Teilnehmer, die einen deutlichen Anstieg prognostizieren¹¹.

3.3 Zwischenergebnis

Bislang haben die Disruptionen in den Lieferketten, die Preisanstiege bei Rohstoffen sowie die gestiegene Inflation nicht zu einem Anstieg von Distressed-Fällen und demzufolge auch nicht zu mehr Distressed M&A-Transaktionen geführt. Allerdings liegt – wie die Distressed M&A Studie zeigt – eine Trendumkehr in der Luft, und eine Vielzahl von Marktteilnehmern rechnet mit mehr Transaktionen rund um Distressed Assets.

Dazu passt auch, dass beispielsweise die Deutsche Bank in ihrem aktuellen „Baseline-Szenario“ mit moderaten BIP-Rückgängen in den kommenden Quartalen rechnet¹².

4. Auswirkungen auf Distressed M&A-Prozesse

Neben der Frage nach Auswirkungen der aktuellen Herausforderungen auf den M&A-Markt stellt sich noch eine zweite Frage: Welche Auswirkungen haben die aufgezeigten Themen auf aktuell laufende Investorenprozesse?

Aus dem Projektalltag zeigen sich folgende Herausforderungen:

4.1 Kostenplanung

In der Planung gilt meist der Grundsatz, dass die Kosten im Verhältnis zur Umsatzseite deutlich einfacher zu planen ist, da sich viele Positionen auf Basis der Historie gut fortschreiben lassen. Aktuell ist jedoch festzustellen, dass sich viele Unternehmen gerade hier sehr schwertun. Dies gilt insbesondere für die Planung der weiteren Entwicklung der Rohstoff- und Energiepreise. Der Anstieg, vor allem aber auch die Volatilität, machen entsprechende Vorhersagen außerordentlich schwierig, und die Marktprognosen der Experten gehen stark auseinander. Das gleiche gilt für die Logistikkosten. In Summe sind dies wesentliche Kostentreiber bei Industrieunternehmen.

⁸ Vgl. Creditreform, Pressemitteilung vom 08.12.2021, „Insolvenzen in Deutschland, Jahr 2021“, www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemitteilungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-jahr-2021

⁹ Vgl. Creditreform, „Insolvenzen in Deutschland, 1. Halbjahr 2022“, www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemitteilungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2022

¹⁰ Vgl. Sittel/Moltrecht, Deloitte Distressed M&A Studie 2022, S. 13

¹¹ Vgl. Sittel/Moltrecht, Deloitte Distressed M&A Studie 2022, S. 14

¹² DB Research, 19.07.2022, „Ausblick Deutschland - Auf dem Weg in die Rezession“, www.dbresearch.de/MAIL/RPS_DE-PROD/PROD00000000000523748.pdf

Mittelfristig kommt noch ein weiterer Aspekt hinzu: Dreht sich der Trend zum „Global Sourcing“ nachhaltig zurück? Und was bedeutet dies für die Einkaufspreise? Führt eine Re-Lokalisierung des Einkaufs zu weiteren Materialpreiserhöhungen?

Und selbst die Planung der Personalkosten dürfte in den kommenden Monaten an Schwierigkeit zunehmen. Aufgrund der inflationsgetriebenen Lohn-Preis-Spirale ist damit zu rechnen, dass hier Kostensteigerungen hinzukommen, die in den letzten Jahren nicht zu sehen waren. Diese jedoch genau zu quantifizieren, dürfte vielen Unternehmen schwerfallen.

Alles in allem führt dies aktuell nicht nur dazu, dass die Profitabilität vieler Unternehmen leidet, sondern auch, dass die Kostenplanung als solche deutlich schwieriger geworden ist.

4.2 Umsatz- und Absatzplanung

Auch bei der Topline-Planung gibt es aktuell mannigfaltige Herausforderungen: Zunächst stellt sich – aufgrund der rohstoff- und energiepreisgetriebenen Kostenexplosion – in der Planung die Frage, ob und inwieweit diese Preissteigerungen an die Kunden weitergegeben werden können. Die Praxis zeigt, dass längst nicht jedes Unternehmen mit all seinen Kunden Materialpreisgleitklauseln verhandelt hat. Gerade diese verunsicherten Distressed-Unternehmen tun sich bei einer Weitergabe schwer¹³.

Daneben bestehen in einigen Industrien zusätzliche Herausforderungen, die Absatzmengen zu planen. Denn auch wenn beispielsweise ein Automobilzulieferer selbst nicht von der Halbleiterkrise betroffen war, so waren die Abrufe der OEMs in den letzten Monaten kaum zu prognostizieren. Geplante und IST-Abrufe lagen hier meist deutlich auseinander. Von Zulieferern ist zu hören, dass die Planbarkeit der Abrufe wieder zugenommen hat, von einem „back to normal“ ist man allerdings noch weit entfernt.

Schließlich wird die Planbarkeit darüber hinaus von Unsicherheiten bezüglich der makro-ökonomischen Entwicklungen in Deutschland, aber auch weltweit erschwert. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Umsatzplanung von Unternehmen mit deutlich mehr Unsicherheiten belastet ist und potenzielle Investoren hier oftmals Risikoabschlüsse vornehmen.

4.3 Working-Capital-Planung

Darüber hinaus haben viele Unternehmen in den letzten Monaten aufgrund der Lieferkettenprobleme ihre Vorräte aufgestockt und ihr Working Capital damit deutlich erhöht. Ob dieser „Sicherheitsbestand“ weitergeführt werden soll oder nicht, ist für Unternehmenslenker aktuell sehr schwer zu beantworten und wird gleichzeitig von potenziellen Investoren kritisch hinterfragt.

Daraus ergibt sich zunächst, dass die Planung des Working Capitals in einer integrierten Planungsrechnung deutlich mehr Unsicherheiten unterworfen ist. Dies kann letztlich erhebliche Auswirkungen auf den Kaufpreis für das Equity haben, denn im Rahmen der Überleitung des Enterprise Value auf den Equity Value (sog. „Equity Bridge“) ist ein normalisiertes Net Working Capital zu ermitteln. Hier werden Verkäufer eher auf eine Rückkehr zu den (niedrigeren) Levels vor den aktuellen Lieferkettenproblemen abstellen wollen. Demgegenüber werden Käufer verargumentieren, dass das aktuell höhere Working-Capital-Level das neue „Normal“ ist. Dies führt dazu, dass Kaufpreiserwartungen auseinandergehen und die Umsetzung von Transaktionen erschwert wird.

4.4 Zwischenergebnis

Es gibt aktuell kaum einen Investorenprozess, bei dem nicht spätestens in der Managementpräsentation die Frage nach Lieferkettenproblemen sowie nach dem Umgang mit gestiegenen Rohstoffpreisen aufkommt. Dies ist kaum verwunderlich, spüren doch sowohl strategische wie auch Finanzinvestoren diese Herausforderungen selbst beziehungsweise bei ihren Beteiligungen.

Und für viele Unternehmen ist dies nicht nur ein Kosten-, sondern auch ein Absatzproblem. Hinzu kommt, dass bei vielen Unternehmen die Vorräte zur Vermeidung von Lieferengpässen in die Höhe getrieben wurden, so dass das Working Capital erhöht und die Liquidität damit belastet ist.

In laufenden M&A-Prozessen tun sich Verkäufer aufgrund der Vielzahl von Unsicherheiten meist deutlich schwerer, eine belastbare Businessplanung zu entwickeln. Auf Investorenmehrheit hat dies ebenfalls Auswirkungen, die sich in kritischen Rückfragen zur Planung, aber auch in Risikoabschlüssen zeigen. Insofern verwundert es nicht, dass derzeit die Kaufpreiserwartungen von Verkäufern und Käufern oft auseinanderfallen.

¹³ Prinzipiell fällt es Unternehmen im aktuellen Marktumfeld leichter, Preiserhöhungen durchzusetzen, da die Themen Rohstoff- und Energiepreisanstieg sowie Inflation am Markt bekannt sind. Viele Distressed-Unternehmen haben jedoch ohnehin mit einer schwachen Marktstellung und sinkenden Umsätzen zu kämpfen, so dass die Bereitschaft, das mit jeder Preiserhöhung einhergehende Absatzrisiko zu tragen, deutlich reduziert ist.

Abb. 3 • Simulation von Inflation auf der Beschaffungsseite: Beispiel Automobilzulieferer

Quelle: Eigene Darstellung

in Tsd. EUR	Corona (2020)	in % des Umsatz	2019	in % des Umsatz
Umsatz	25.000	100%	36.000	100%
Materialaufwand	-7.700	-31%	-10.000	-28%
Rohergebnis	17.300	69%	26.000	72%
Personalaufwand	-11.000	-44%	-14.000	-39%
sonstige betrieblicher Aufwand	-9.000	-36%	-9.000	-25%
Abschreibungen	-2.000	-8%	-3.000	-8%
EBITDA	-2.700	-11%	3.000	8%
EBIT	-4.700	-19%	-	0%

Simulation	
% Veränderung Materialaufwand/Vorprodukte	40%
% Veränderung sonstiger betrieblicher Aufwand	4%
wegen % Veränderung Energiekosten	30%

in Tsd. EUR	Corona (2020)	in % des Umsatz	2019	in % des Umsatz
Umsatz	25.000	100%	36.000	100%
Materialaufwand	-10.780	-43%	-14.000	-39%
Rohergebnis	14.220	57%	22.000	61%
Personalaufwand	-11.000	-44%	-14.000	-39%
sonstige betr. Aufwand	-9.405	-38%	-9.405	-26%
Abschreibungen	-2.000	-8%	-3.000	-8%
EBITDA	-6.185	-25%	-1.405	-4%
EBIT	-8.185	-33%	-4.405	-12%

5. Praxisbeispiel

Um die Auswirkungen der oben geschilderten Themen auf die Bilanzen von Unternehmen deutlich zu machen, haben wir eine anonymisierte Simulation durchgerechnet. Das Praxisbeispiel basiert auf den Daten eines größeren, mittelständischen Automobilzulieferers.

6. Fazit

Die globalen Lieferkettenproblemen gepaart mit den gestiegenen Rohstoff- und Energiepreisen sowie der gestiegenen Inflation stellen Verkäufer vor nicht unerhebliche Herausforderungen in (Distressed) M&A-Prozessen. Die Profitabilität ist vielfach belastet und die Planung künftiger Cashflows deutlich herausfordernder geworden. Lieferkettenengpässe oder fehlende Abrufe wie im Coronajahr 2020 können erhebliche Verschlechterungen von Margen und Cashflow bewirken, wie das Beispiel zeigt.

Bereits bei einem Anteil von 15% der Energiekosten an den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und einem Preisanstieg von Gas, Öl, Strom et cetera von 30% würde dies den sonstigen betrieblichen Aufwand um 4% erhöhen.

In Kombination mit um 40% gestiegenen Beschaffungspreisen für Material und Vorprodukte hat dies signifikanten Druck auf die Liquidität zur Folge.

Auch bei Betrachtung von Lieferkettenproblemen und Vor-Corona-Margen ergeben sich in dieser Simulation deutlich negative EBITDA-Ergebnisse.

Signifikante Inflation von Material- und Energiekosten kann ein Unternehmen hinsichtlich der Liquidität sehr beanspruchen, falls es diese Kostensteigerungen nicht oder nur mit sechs Monaten Verzögerung (oder mehr) an Kunden weitergeben kann.



Dr. Thomas C. Sittel berät als Geschäftsführer der Deloitte Corporate Finance internationale Konzerne, den gehobenen Mittelstand sowie institutionelle Investoren bei der strategischen Planung und Umsetzung von M&A-Transaktionen. Mit der Erfahrung aus über 25 Jahren und weit über 100 Projekten fokussiert er sich auf komplexe, meist grenzüberschreitende Transaktionen vor allem in Sondersituationen wie Carve-out, Transformation, Restrukturierung und Nachfolge. Er ist promovierter Rechtsanwalt und Bankkaufmann.

Andreas Moltrecht berät als Director der Deloitte Corporate Finance seit mehr als zwölf Jahren Unternehmen in Sondersituationen wie Insolvenz, Turnaround, Nachfolge, Joint Venture, Transformation oder Carve-out und hat dabei mehr als 40 M&A-Transaktionen erfolgreich umgesetzt, insbesondere in den Sektoren Industrials und Automotive. Er ist Diplom-Kaufmann und CFA Charterholder.