

Christoph Bauer
Jens-Eric von Düsterlho *Hrsg.*

Distressed Mergers & Acquisitions

Kauf und Verkauf
von Unternehmen in der Krise

2. Auflage



Springer Gabler



Distressed Mergers & Acquisitions

Christoph Bauer • Jens-Eric von Düsterlho
(Hrsg.)

Distressed Mergers & Acquisitions

Kauf und Verkauf von Unternehmen
in der Krise

2. Auflage

Herausgeber

Christoph Bauer
HSBA Hamburg School of Business Administration
Hamburg
Deutschland

Jens-Eric von Dürsterlho
HAW Hochschule für Angewandte Wissenschaften
Hamburg
Deutschland

ISBN 978-3-658-12247-8
DOI 10.1007/978-3-658-12248-5

ISBN 978-3-658-12248-5 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013, 2016

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften. Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Vorwort zur zweiten Auflage

Der Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen in Krisensituationen stellt in der Praxis weiterhin ein wichtiges und hochrelevantes Thema dar. Auch aus wissenschaftlicher Sicht ist das Thema „Distressed M&A“ interessant und noch nicht wirklich tiefgehend beleuchtet. Vor diesem Hintergrund haben wir uns vor gut drei Jahren dazu entschieden, das genannte Thema im Rahmen dieses Buches näher zu beleuchten. Mit Unterstützung erfahrener Experten aus der Praxis ist es nicht nur gelungen grundsätzliche Fragestellungen und Prozesse darzustellen, sondern auch auf potentielle Problemfelder von Distressed M&A-Transaktionen einzugehen.

Gegenüber der 1. Auflage hat sich am strukturellen Aufbau des Buches nichts geändert, da sich die Einteilung der Abschnitte entlang der drei Deal-Phasen bewährt hat. Jedoch wurden viele der Beiträge hinsichtlich der Auswirkungen neuer gesetzlicher Rahmenbedingungen überarbeitet. Darüber hinaus wurden aktuelle Informationen und neue Studien, die zu einzelnen Themen seit der 1. Auflage erschienen sind, eingearbeitet, damit das Buch auch weiterhin den aktuellen Wissensstand repräsentiert.

Wir hoffen, dass wir unseren Lesern mit der zweiten aktualisierten und überarbeiteten Auflage auch zukünftig hilfreiches Fachwissen zur Bewältigung von Distressed M&A-Projekten zur Verfügung stellen können und danken allen mitwirkenden Autoren, die sich die Zeit zur Überarbeitung und Aktualisierung ihrer Beiträge genommen haben. Darüber hinaus danken wir Herrn Felix Thiele, Doktorand an der Leuphana Universität Lüneburg und an der HSBA, für seine Unterstützung bei der Erstellung dieser Auflage.

Hamburg, im Oktober 2015

Prof. Dr. Christoph Bauer
Prof. Dr. Jens-Eric von Dusterlho

Vorwort zur ersten Auflage

Für Unternehmen in Krisensituationen kann es erforderlich werden, Vermögensgegenstände wie z. B. Unternehmensanteile oder Beteiligungen schnell zu verkaufen, um Liquiditätsengpässe zu beseitigen oder das Unternehmen zu restrukturieren. Der Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen in der Krise (englisch: „Distressed M&A“) stellt dabei besondere Anforderungen an die Prozessbeteiligten, da solche Transaktionen häufig unter großem Zeitdruck erfolgen und spezifische Besonderheiten aufweisen, wenn sich das Transaktionsobjekt kurz vor oder bereits in der Insolvenz befindet.

Ziel des vorliegenden Buches ist es, neben grundlegenden Fragestellungen wie dem Projektmanagement, der Due Diligence, der Post Merger Integration oder der M&A-Kommunikation auch explizit auf typische Problemfelder einzugehen, die sich bei Distressed M&A-Transaktionen ergeben. Dazu gehören das Management der Risiken bei Distressed M&A-Transaktionen, die Kenntnis über spezifische Transaktionsstrukturen wie z. B. „Debt-Equity-Swaps“ oder über den Ablauf einer Sanierung und des Sanierungscontrolling, um nur einige der in diesem Buch aufgegriffenen Themenfelder zu nennen. Die Betrachtung erfolgt dabei vorwiegend aus Sicht eines potenziellen Käufers.

Ein besonderes Anliegen war uns, dass erfahrene Praktiker mit ihrem Expertenwissen und ihrer Transaktionserfahrung aus jeweils sehr unterschiedlichen Blickwinkeln an dem Zustandekommen des Buches mitwirken, damit die vielfältigen Besonderheiten von Distressed M&A-Transaktionen kompetent abdeckt werden. Deshalb gebührt allen beteiligten Autoren unserer ganz besonderer Dank dafür, dass sie sich neben ihren anspruchsvollen und zeitintensiven beruflichen Tätigkeiten die Zeit genommen haben, qualitativ hochwertige Beiträge für dieses Buch zu schreiben. Unser Dank gilt auch der HSBA Hamburg School of Business Administration, die uns bei der Erstellung des Buches gefördert hat sowie Herrn Michael Eckard, der uns neben seinem Studium der Wirtschaftsinformatik tatkräftig bei der Fertigstellung des Manuskriptes unterstützt hat.

Wir hoffen, unseren Lesern mit dem vorliegenden Buch hilfreiches Know how, viele Erfahrungen und nicht zuletzt konkretes praktisches Handwerkszeug für die erfolgreiche Bewältigung von Distressed M&A-Projekten an die Hand zu geben.

Hamburg, im November 2012

Prof. Dr. Christoph Bauer
Prof. Dr. Jens-Erich von Düsterlho

Abkürzungsverzeichnis

A Abb	Abbildung
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AktG	Aktiengesetz
AO	Abgabenordnung
B BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bspw	beispielsweise
bzw	beziehungsweise
C CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CRO	Chief Restructuring Officer
D D&O	Directors & Officers
DCF	Discounted Cash Flow
E EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
ESTdV	Einkommensteuer Durchführungsverordnung
ESTG	Einkommensteuergesetz
ESUG	Gesetz zur Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
F FMStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
G GewStG	Gewerbesteuergesetz
ggf	gegebenenfalls
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GrErwStG	Grunderwerbsteuergesetz
GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
H HGB	Handelsgesetzbuch
I IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IMO	Integration Management Office
InsO	Insolvenzordnung
i.S.d	im Sinne des

i.V.m	in Verbindung mit
K KredReorgG	Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz
KWG	Kreditwesengesetz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
L LoI	Letter of Intent
M M&A	Mergers & Aquisitions
N NDA	non disclosure agreement (Vertraulichkeitsvereinbarung)
O o.g	oben genannt
OLG	Oberlandesgericht
P PEST	political, economical, sociological and technological impacts
R ROI	Return on Investment
S SGB	Sozialgesetzbuch
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
StGB	Strafgesetzbuch
SWOT-Analyse	strengths, weaknesses, opportunities, threats – Analyse
U UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
UStG	Umsatzsteuergesetz
V vgl	vergleiche
W WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Z z.B	zum Beispiel

Inhaltsverzeichnis

Teil I Grundlagen & Pre Deal-Phase	1
1 Grundlagen von Distressed M&A-Projekten	3
Felix T. M. Schauerte	
1.1 Einleitung	4
1.2 Grundlagen von Distressed M&A	6
1.2.1 Definition und Einordnung	6
1.2.2 Abgrenzung von „Distressed“ und „Standard“ M&A	8
1.2.3 Distressed M&A als Handlungsalternative	11
1.2.4 Auswahl und Rolle des M&A-Beraters	12
1.3 Stakeholder bei Distressed M&A-Prozessen	13
1.3.1 Mehr als ein „Verkäufer“ – komplexe Stakeholder- Matrix	13
1.3.2 Käufer: strategische Investoren, Finanzinvestoren, Altgesellschafter, Gläubiger	14
1.4 Marktumfeld für Distressed M&A-Transaktionen	15
1.4.1 Ursprung von potentiellen Transaktionen	15
1.4.2 Käufer- oder Verkäufermarkt?	15
1.5 Taktische Herangehensweise an ein Distressed M&A-Projekt	16
1.5.1 Analyse und Marktintelligenz	16
1.5.2 Transaktionsprozess	17
1.5.3 Bewertung	19
1.6 Zusammenfassung	20
Literatur	21
2 Projektmanagement – Erfolgsfaktoren bei Distressed M&A-Projekten ...	23
Christoph Bauer	
2.1 Anlass für ein Distressed M&A-Projekt	23
2.2 Aufbau eines Distressed M&A-Projektes	24
2.2.1 Projektstart	24
2.2.2 Projektplanung	25
2.2.3 Team, Ressourcen und Commitment	28

2.3	Durchführung eines Distressed M&A-Projektes	29
2.3.1	Aufgabenteilung und Verantwortung	29
2.3.2	Projektsteuerung und Verhandlungsführung	31
2.3.3	Projektabschluss	33
2.4	Zehn Erfolgsfaktoren eines Distressed M&A- Projektes	33
2.5	Zusammenfassung und Fazit	34
	Literatur	35

3	Der Chief Restructuring Officer als Schlüssel für einen erfolgreichen Turnaround	37
	Jörg Eschmann	
3.1	Einleitung	38
3.2	Leistungsgestörte Unternehmen	38
3.3	Typische Transaktionsansätze in der Restrukturierungssituation	39
3.3.1	M&A in der Restrukturierungsphase	40
3.3.2	M&A in der Insolvenz	41
3.4	Die Rolle des CRO und der Stakeholder	43
3.4.1	Gläubiger	43
3.4.2	Gesellschafter/Anteilseigner	44
3.4.3	Insolvenzverwalter	45
3.4.4	Management	45
3.4.5	Weitere Stakeholder	46
3.4.6	Anforderungen an einen CRO	46
3.5	Typischer CRO-Einsatz	47
3.6	Maßnahmen und Hindernisse	48
3.6.1	Sanierungskonzept	48
3.6.2	Kurzfristige Hebel	49
3.6.3	Mittelfristige Hebel	51
3.6.4	Langfristige Hebel	52
3.6.5	Hindernisse	52
3.7	Haftungsrisiken	53
3.7.1	Zivilrechtliche Haftung	53
3.7.2	Steuerrechtliche Haftung	54
3.7.3	Strafrechtliche Risiken	54
3.7.4	Absicherungsmöglichkeiten	54
3.8	Fazit	55
	Literatur	56

4 Kommunikation bei Distressed M&A-Projekten	59
Jens-Eric von Düsterlho	
4.1 Einleitung	60
4.2 Ziele der M&A-Kommunikation	60
4.3 Grundsätze und Herausforderungen der M&A- Kommunikation	61
4.3.1 Fokus auf die Stakeholder	61
4.3.2 Balance zwischen Verschwiegenheit und Offenheit	61
4.3.3 Management von Erwartungen	63
4.4 Gestaltung der Kommunikation im M&A- Prozess	65
4.4.1 Überblick	65
4.4.2 Pre Deal Aktivitäten	65
4.4.3 Planung der Bekanntgabe und Day one	66
4.4.4 Post Merger Integration	68
4.5 Zusammenfassung	69
Literatur	69
 Teil II Deal-Phase	 71
 5 „Deal Phase“ – Financial Due Diligence auf Krisenunternehmen	 73
Marco Wiedenhofer	
5.1 Einleitung	74
5.1.1 Bedeutung der Due Diligence Untersuchung	74
5.1.2 Financial Due Diligence	75
5.1.3 Financial Due Diligence im Krisenkontext	76
5.1.4 Vorgehen	77
5.2 Funktionen der Financial Due Diligence	78
5.2.1 Offenlegung von Unternehmensinformationen	78
5.2.2 Bewertungsunterstützungsfunktion	79
5.2.3 Risikoermittlungsfunktion/Gewährleistungsfunktion	81
5.3 Themenfelder der Financial Due Diligence	82
5.3.1 Analyse der Krisenursachen	82
5.3.2 Analyse der Sanierungsmaßnahmen	83
5.3.3 Ergebnisnormalisierung	84
5.3.4 Vermögens- und Finanzlage	86
5.3.5 Cash Flow	91
5.3.6 Planungsrechnung	91
5.4 Zusammenfassung	93
Literatur	94

6 Tax Due Diligence – Besonderheiten bei Unternehmen in der Krise	97
Florian Haase	
6.1 Einführung: Begriff der Tax Due Diligence	98
6.2 Ablauf und Organisation einer Tax Due Diligence	99
6.2.1 Vorbemerkung	99
6.2.2 Anlässe und Ziele	100
6.2.3 Checkliste/anzufordernde Unterlagen	101
6.2.4 Datenraumregeln	103
6.2.5 Geheimhaltungsvereinbarung	103
6.2.6 Erstellung eines Tax Due Diligence Berichts	103
6.3 Besonderheiten beim Erwerb von Kapitalgesellschaften	104
6.4 Besonderheiten beim Erwerb von Personengesellschaften	109
6.5 Weitere ausgewählte Problem- und Prüfungsfelder	110
6.5.1 Analyse der Steuerbilanz	110
6.5.2 Analyse der Steuerbescheide	112
6.5.3 Analyse der bisherigen Umstrukturierungen	113
6.6 Umsatzsteuerliche Risiken	113
6.7 Grunderwerbsteuerliche Risiken	115
6.7.1 Investitionszulage	116
6.8 Beurteilung aufgedeckter Risiken	116
Literatur	117
7 Debt-Equity Swaps	119
Nils Krause	
7.1 Einleitung	120
7.2 Debt-Equity-Swaps außerhalb eines Insolvenzverfahrens	122
7.2.1 Erscheinungsformen von Debt-Equity-Swaps	122
7.2.2 Arten der umgewandelten Forderungen	123
7.2.3 Funktionsweise des Debt-Equity-Swaps	123
7.2.4 Durchführung einer Sachkapitalerhöhung	124
7.2.5 Ausschluss des Bezugsrechts	124
7.2.6 Einbringung der Forderung	127
7.2.7 Verfahren der Kapitalerhöhung	128
7.2.8 Mitwirkungspflichten der Altgesellschafter	130
7.3 Differenzhaftung	133
7.3.1 Differenzhaftung bei Debt-Equity-Swaps	133
7.3.2 Möglichkeit eines Vergleichs über den Differenzhaftungsanspruch	133
7.3.3 Keine Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich	134
7.3.4 Fazit	135

7.4	Übernahmerechtliches Pflichtangebot und Acting in Concert	136
7.4.1	Überschreitung der Kontrollschwelle	136
7.4.2	Direkte Überschreitung	136
7.4.3	Befreiung von der Angebotspflicht durch die BaFin	138
7.5	Steuerliche Aspekte bei Debt-Equity-Swaps	139
7.5.1	Besteuerung von Sanierungsgewinnen	139
7.5.2	Nutzung von Verlustvorträgen	142
7.6	Debt-Equity-Swaps im Insolvenzverfahren	143
7.6.1	Beschluss eines Insolvenzplans mit Debt-Equity-Swap	143
7.6.2	Beteiligung der Anteilseigner	144
7.6.3	Beteiligung der Gläubiger	145
7.7	Materielle Anforderungen an den Insolvenzplan	145
7.8	Risiko der Insolvenzanfechtung	146
7.8.1	Vorliegen eines Gesellschafterdarlehens	147
7.8.2	Befriedigung des Gesellschafterdarlehens	147
7.8.3	Gläubigerbenachteiligung	148
7.8.4	Sanierungs- und Kleinbeteiligtenprivileg	148
7.9	Zusammenfassung	149
8	Besonderheiten beim Kauf aus der Insolvenz	151
	Patrick Narr	
8.1	Ausgangslage	152
8.2	Mögliche Transaktionsformen	155
8.2.1	Asset Deal	155
8.2.2	Share Deal	156
8.2.3	Misch- und Sonderformen	156
8.2.4	Insolvenzplanverfahren und Eigenverwaltung	157
8.3	Vorbereitung des Verkaufs	158
8.3.1	Verfahrensfragen	158
8.4	Festlegung des Kaufobjekts	160
8.5	Der richtige Zeitpunkt der Transaktion	163
8.5.1	Vor Stellung des Insolvenzantrags	163
8.5.2	Im Eröffnungsverfahren	164
8.5.3	Nach Eröffnung des Verfahrens	166
8.6	Durchführung der Transaktion	168
8.6.1	Vertragsschluss	168
8.6.2	Phase zwischen Vertragsschluss und Vollzug	170
8.6.3	Vollzug	170
8.7	Zusammenfassung der Erfolgsfaktoren	170
	Literatur	171

9 Management ausgewählter Risiken bei Distressed	
M&A-Transaktionen	173
Jochen Wentzler	
9.1 Ausgangssituation	174
9.1.1 M&A als Sanierungsmaßnahme	174
9.1.2 Verkauf unprofitabler Einheiten	175
9.1.3 Verkauf aus unprofitabler Gruppe	178
9.2 Management der Risiken bei Distressed M&A- Transaktionen	179
9.2.1 Risiken des Verkäufers bei Insolvenz des Verkaufsobjekts	180
9.2.2 Management der Risiken bei Distressed M&A-Transaktionen	186
9.3 Zusammenfassung	187
Literatur	188
10 Distressed M&A-Transaktionen aus Käufersicht	191
Wulf Ihler	
10.1 Einführung	191
10.2 Identifizierung potentieller Targets	192
10.3 Risiken für Käufer	193
10.4 Lösungen für Käufer	194
10.5 Zusammenfassung und Fazit	198
Literatur	199
11 M&A als Bestandteil einer Bankenrestrukturierung	
aus Verkäufersicht	201
Simon G. Grieser	
11.1 Einleitung	202
11.2 Finanzmarktstabilisierungsgesetz	204
11.3 Restrukturierungsgesetz	204
11.3.1 Gesetzgebungsverfahren	204
11.3.2 Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz	205
11.3.3 Maßnahmen gegenüber Kreditinstituten bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems nach dem Kreditwesengesetz	207
11.4 Sanierungs- und Reorganisationsberater sowie Sonderbeauftragte nach Restrukturierungsgesetz	207
11.4.1 Der Sanierungs- und Reorganisationsberater	208
11.4.2 Der Sonderbeauftragte	211
11.5 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	215
Literatur	215

Teil III Post Deal-Phase	217
12 Post-Merger Integration – Stolperfallen und Erfolgsfaktoren aus der Praxis	219
Daniel Riegler und Samy Walleyo	
12.1 Warum Integrationen häufig scheitern	220
12.1.1 Unklare Definition der Transaktionsziele	221
12.1.2 Fehlende Integrations- und Kommunikationsstrategie	222
12.1.3 Verzicht auf kontinuierliche Erfolgsmessung	224
12.1.4 Selbstüberschätzung	225
12.2 Risiken und Erfolgsfaktoren einer Integration	225
12.2.1 Strategie-Risiko	225
12.2.2 Struktur-Risiko	227
12.2.3 Projekt-Risiko	228
12.3 Ein strukturierter Projektansatz zur Integrationsumsetzung	229
12.3.1 Vorbereitung	229
12.3.2 Projektaufsatz und –planung	230
12.3.3 Implementierung und Projekt Management	231
12.3.4 Nachbetrachtung und Abschluss	232
12.4 Fazit	232
Literatur	233
13 Sanierung und Sanierungscontrolling nach einem M&A-Prozess	235
Bernd Richter und Falk Schnurbusch	
13.1 Einleitung	236
13.2 Einführung in die Sanierung von Unternehmen	236
13.2.1 Unternehmenskrisen und Krisenursachen	236
13.2.2 Der Sanierungsprozess	238
13.3 Sanierung	240
13.3.1 Wirkungshorizonte der Sanierungsmaßnahmen	240
13.3.2 Die Maßnahmenarchitektur	241
13.3.3 Strategische Restrukturierung	241
13.3.4 Operative Restrukturierung	243
13.3.5 Finanzielle Restrukturierung	244
13.4 Sanierungscontrolling	245
13.4.1 Begriff und Funktion	246
13.4.2 Zielermittlung	246
13.4.3 Messung des Umsetzungserfolgs	249
13.4.4 Ableitung von Verbesserungsmaßnahmen	250
13.4.5 Zusammenfassende Darstellung	251
Literatur	252
Glossar	255

Die Herausgeber

Prof. Dr. Christoph Bauer ist Professor an der HSBA für Entrepreneurship, Media und Finance und insbesondere in der Ausbildung zum MA und MBA tätig. Er ist zudem Director Executive Education an der HSBA. Prof. Bauer hat in Münster Betriebswirtschaftslehre studiert und anschließend am dort Lehrstuhl für Finanzierung promoviert. Prof. Bauer hat über 20 Jahre in der Telekommunikations- und Medienindustrie im Bereich Finance/Controlling und als CFO und COO in namhaften Unternehmen wie Bertelsmann und AOL gearbeitet. Unter anderem war er von 1998 bis 2006 CFO von AOL Deutschland. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Bereich Telekommunikation/Internet, Online-Marketing und Entrepreneurship. Neben seiner Hochschultätigkeit ist Prof. Bauer als Unternehmensberater im Bereich Finance & eBusiness tätig. Als Gründer und Geschäftsführer von ePrivacyconsult GmbH hat er sich zudem auf die datenschutzrechtliche Beratung und Zertifizierung in digitalen Mediengeschäften spezialisiert, die das Gütesiegel „ePrivacyseal“ umfasst. Prof. Bauer ist Mit-Herausgeber eines der ersten deutschsprachigen Bücher über Online Targeting und Aufsichtsrat der d3media AG.

Prof. Dr. Jens-Erich von Düsterlho ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre an der HAW Hamburg. Zuvor war er Leiter des Departments Finance & Accounting and der HSBA Hamburg School of Business Administration (2007–2012). Er verfügt über umfassende Berufserfahrung im Bereich Finanzmanagement und M&A-Transaktionen aus seinen Tätigkeiten als Prokurist im Bereich Advisory/Transaction Services bei der KPMG AG (2002–2006), als Direktor Investor Relations bei der AWD Holding AG (2001) sowie als Leiter Corporate Finance/Investor Relations bei der Holsten-Brauerei AG (1998–2000). Herr von Düsterlho ist Diplom-Kaufmann und hat an der Universität Hamburg am Institut für Wirtschaftsprüfung und Steuerwesen promoviert. Zuvor hat Herr von Düsterlho eine Offizierausbildung bei der Luftwaffe absolviert.

Teil I
Grundlagen & Pre Deal-Phase

Felix T. M. Schauerte

Inhaltsverzeichnis

1.1	Einleitung	4
1.2	Grundlagen von Distressed M&A	6
1.2.1	Definition und Einordnung	6
1.2.2	Abgrenzung von „Distressed“ und „Standard“ M&A	8
1.2.2.1	Informationsaufbereitung und -darstellung	8
1.2.2.2	Regelungen zur Vertraulichkeit	9
1.2.2.3	Investorenansprache und -selektion	9
1.2.2.4	Management-Gespräche	10
1.2.2.5	Due Diligence	10
1.2.2.6	Vertragsvorbereitung und -durchführung	10
1.2.3	Distressed M&A als Handlungsalternative	11
1.2.4	Auswahl und Rolle des M&A-Beraters	12
1.3	Stakeholder bei Distressed M&A-Prozessen	13
1.3.1	Mehr als ein „Verkäufer“ – komplexe Stakeholder- Matrix	13
1.3.2	Käufer: strategische Investoren, Finanzinvestoren, Altgesellschafter, Gläubiger	14
1.4	Marktumfeld für Distressed M&A Transaktionen	15
1.4.1	Ursprung von potentiellen Transaktionen	15
1.4.2	Käufer- oder Verkäufermarkt?	15
1.5	Taktische Herangehensweise an ein Distressed M&A-Projekt	16
1.5.1	Analyse und Marktintelligenz	16
1.5.2	Transaktionsprozess	17
1.5.2.1	Zeit	17
1.5.2.2	Fakten	18

F. T. M. Schauerte (✉)

Advantum Corporate Finance Ltd. & Co. KG,
Platz vor dem Neuen Tor 2, 10115 Berlin, Deutschland
E-Mail: felix.schauerte@advantum.eu

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2016

C. Bauer, J.-E. von Dusterlho (Hrsg.), *Distressed Mergers & Acquisitions*,
DOI 10.1007/978-3-658-12248-5_1

1.5.2.3 Informationsasymmetrie	18
1.5.2.4 Psychologie	19
1.5.3 Bewertung	19
1.6 Zusammenfassung	20
Literatur	21

1.1 Einleitung

In den nachstehenden Ausführungen zu den „Grundlagen von Distressed M&A“ geht es um die „Master Class“ in dieser Disziplin. Ein erstes Verständnis der für das Thema wesentlichen Zusammenhänge von Betriebswirtschaft, Wirtschaftsrecht sowie der typischen und üblichen Verfahrensschritte bei Unternehmenskäufen und -verkäufen bildet hierfür den notwendigen Kontext.¹

Viele der anzusprechenden Themen reflektieren den deutschen Rechts- und Steuerrahmen, sind jedoch gleichfalls – mit den damit verbundenen Handlungsempfehlungen – in fast allen entwickelten Volkswirtschaften anzuwenden.

Als Grundlagen werden dabei die tatsächlichen Rahmenbedingungen für „Distressed M&A“ gesetzt, welche die mehr als 20-jährige praktische Erfahrung des Verfassers in diesem Bereich reflektieren. Diese unterscheiden sich wesentlich von den theoretischen Umfeldvariablen, die sich implizit aus der Schwerpunktsetzung anderer Beiträge zum Thema ergeben, welche überwiegend rechtliche Fragestellungen reflektieren.

Beginnen wir jedoch zunächst beim Wort „distressed“. Im klassischen Oxford Dictionary der englischen Sprache wird es schlicht als „difficulty caused by lack of money“ definiert, das amerikanische Merriam-Webster Dictionary beschreibt es als „experiencing economic decline or difficulty“, während es das modernere dictionary.com schlicht als „damaged, out-of-date, or used“ bezeichnet.

Distressed M&A fängt insofern genau dort an, wo der übliche Kanon an Krisenerkennung, -analyse und -bewältigung endet: als eine, möglicherweise einzige, Lösung für ein Unternehmen (ohne hinreichende Liquidität, mit ökonomischen Schwierigkeiten, welches bereits Schaden genommen hat – siehe obige Definitionen) verbleibt eine Fusion mit einem stärkeren Partner („Merger“) oder die Übernahme durch einen Dritten („Acquisition“).

Der nachstehende [Abschn. 1.2](#) analysiert diesen Zusammenhang in erweiterter Form und geht dabei der Frage nach, inwieweit sich ein Distressed M&A-Prozess und ein Standard-M&A-Prozess – unabhängig vom Zeitfaktor – tatsächlich unterscheiden. Weiterhin werden wesentliche Grundvoraussetzungen dargestellt, unter denen Distressed M&A überhaupt erst zu einer Handlungsalternative werden kann. Die Rollen hierbei sind dabei klar definiert: Gesellschafter wollen für das Unternehmen und Gläubiger für ihre Forderungen – oft unter

¹ Als hervorragende Referenzen und grundlegende Einführungen zum Thema M&A sind insbesondere empfehlenswert Picot (2008), Sherman (2010) sowie Roberts (2009). Als umfassende Einführung zum Insolvenzrecht wäre zu nennen Bork (2005). Gute, übergreifende Einführungen zur spezifischen Thematik finden sich insbesondere bei Allert und Seagon (2007) sowie Retzlaff (2011), letztere mit Fokus auf insolvenz- und steuerrechtliche Themen.

erheblichem Zeitdruck – noch einen positiven und immer möglichst hohen Wert erzielen. Potentielle Käufer versuchen hingegen den Handlungsdruck beim Verkäufer zu ihren Gunsten auszunutzen und im Falle einer Übernahme insbesondere ihr Haftungsrisiko für Altverbindlichkeiten zu minimieren, hilfsweise dieses immerhin zu quantifizieren.

Es wird herausgearbeitet, dass es aus Sicht der an einem „Distressed Asset“ beteiligten Stakeholder gänzlich unterschiedliche Motivationen gibt: Arbeitnehmer sind bspw. zuvorderst am Erhalt ihrer Arbeitsplätze sowie ihres Besitzstandes interessiert, Gläubiger hingegen an einer vollständigen Rückzahlung bzw. Haftungsübernahme für ihre Forderungen. Beiden ist ein positiver Verkaufserlös für die Eigenkapitalgeber des Unternehmens rein ökonomisch gesehen gleichgültig.

Gesellschafter (und ggf. Mezzanine-Gläubiger) sind hingegen an einer wirtschaftlichen Sicherung ihrer Rechte interessiert, was vielfach nur über entsprechende Verzichte auf der Gläubiger- und Arbeitnehmerseite über sog. „Haircuts“ möglich ist. Daneben sind Gesellschafter – gerade seit den in 2012/2013 in Kraft getretenen Gesetzen zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) – in der Regel im „Driver Seat“, will heißen können (bzw. müssen) den Prozess zu Beginn initiieren und in der Anfangsphase auch weitgehend gestalten. Insofern erhalten die Gesellschafter aufgrund dieser Gestaltungsmöglichkeiten (in der Regel verbunden mit einem erheblichen Informationsvorsprung) ökonomisch gesehen in vielen Fällen auf Kosten der Gläubiger – eine kostenlose „Option“ zum Erhalt ihrer Eigentumsrechte.

Die vorgehenden Aspekte sind im deutschsprachigen Schrifttum, da wie dargelegt überwiegend von der rechtlichen Seite kommend, bisher weitgehend ausgeblendet und werden insofern im Rahmen dieser Einführung ökonomisch – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Praxis – in [Abschn. 1.3.1](#) näher analysiert.

In dem Zusammenhang wird auch auf das typische Kräfteverhältnis zwischen Verkäufern und Käufern eingegangen, und wie dieses, abhängig davon auf welcher Seite man sich befindet, zu seinen Gunsten beeinflusst werden kann. Ein M&A-Berater kann hierbei eine immens wichtige Rolle spielen.

Er ist dabei eindeutig Partei;² gleichzeitig aber notwendig immer auch positiv vermittelnd tätig, da er in den allermeisten Fällen – offen gesprochen – den Großteil seiner eigenen Vergütung nur im Erfolgsfall erhält.³ Im Ergebnis ist sowohl Käufer und Verkäufer zudem nur dann gedient, wenn es zu einer Transaktion kommt, d. h. das strauchelnde Unternehmen in neue, kapitalkräftige Hände überführt und damit gerettet wird, zum anderen wenn der Käufer noch genau den Preis bezahlt, der seinem Grenznutzen entspricht.

Abgerundet werden die Ausführungen um eine Analyse wichtiger Unterschiede bei den spezifischen Bewertungsansätzen, die insbesondere auf Seiten der Gläubiger als auch bei Insolvenzverwaltern als Verkäufern, im Bereich des Distressed M&A Anwendung finden.

² Das unterscheidet den M&A-Berater auch fundamental vom Wirtschaftsprüfer in einer Rolle als „neutraler Gutachter“ bzw. „Schiedsgutachter/Vermittler“ im Sinne des IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1).

³ Für eine sehr innovative Analyse dieses Zusammenhangs siehe Steven und Stephen (2005). *Freakonomics: A Rogue Economist Explores the Hidden Side of Everything*, Penguin Books, Seite 49.

1.2 Grundlagen von Distressed M&A

1.2.1 Definition und Einordnung

In einer notwendigen ökonomischen Eingrenzung des in der Einleitung allgemein abgeleiteten Begriffs „distressed“ geht es im Zusammenhang mit M&A-Aktivitäten um den sog. „financial distress“, d. h. der finanz- und leistungswirtschaftlichen Krise eines Unternehmens.

Das Thema „financial distress“ ist sowohl in der wirtschaftswissenschaftlichen als auch juristischen Literatur sehr umfassend beschrieben und analysiert worden.⁴ Hierbei liegen die Schwerpunkte einerseits in der Analyse, aus welchen Gründen ein Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten gerät und welche Frühindikatoren es hierfür geben kann, zum anderen in der Betrachtung, wie ein Unternehmen durch Restrukturierungsmaßnahmen wieder aus diesem Status herausgeführt werden kann.

Bei den Ansätzen zur Definition des eigentlichen Begriffs wird in der angelsächsischen Literatur im Wesentlichen auf Liquiditätsbetrachtungen abgestellt⁵, während im europäisch geprägten Schrifttum zusätzlich noch bilanzielle Aspekte in Form der Überschuldung betrachtet werden.⁶

Zur funktionalen Herausbildung des Begriffs „Distressed M&A“ kommt es hier jedoch im Wesentlichen darauf an, ob und in welchem Maße sich die Transaktionsdurchführung bei Verkauf (Sell Side) bzw. Kauf (Buy Side) oder Kapitalbeschaffung für ein Unternehmen in einer finanziellen Krise vom Ablauf bei einem gesunden Unternehmen unterscheidet.

Die Frage lässt sich für ein Unternehmen, welches einen Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens (§ 13 InsO) oder eines sog. Schutzschirmverfahrens (§ 270b InsO) (im weiteren Verlauf zusammenfassend „Antragstellung“) gestellt hat, sehr leicht beantworten. Allein durch die Tatsache des Verkaufes durch einen Insolvenzverwalter („übertragende Sanierung“) bzw. eine Rekapitalisierung im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens ergeben sich eine Vielzahl von Besonderheiten, die dann einen spezifischen M&A-Prozess nach sich ziehen.

Im Verlauf dieses Beitrages wird dargelegt, dass sich der eigentliche M&A-Prozess, d. h. Informationsaufbereitung und -darstellung, Regelungen zur Vertraulichkeit, Investorenansprache und -selektion, Managementgespräche, Due Diligence sowie Vertragsvorbereitung und -durchführung – abgesehen vom Zeitfaktor – nicht von M&A für gesunde Unternehmen unterscheidet.

Die Unterschiede liegen vielmehr in der Einbindung einer Vielzahl von Sonderfaktoren, die sich aus Liquiditätskrise und ökonomischer Überschuldung ergeben. Diese rührt

⁴ Eine aktuelle Literaturübersicht zum Thema findet sich bei Stuart Gilson, Edith Hotchkiss, Matthew Osborn, (2015), Cashing out: The Rise of M&A in Bankruptcy, Harvard Business School, Working Paper 15–057, January 8, 2015.

⁵ „Financial distress, by definition, occurs when firms’ cash flows are low in relation to their fixed contractual obligations.“ in: Management turnover and financial distress, SC Gilson – Journal of Financial Economics, Elsevier, Bd. 25, No. 2 (1989), S. 241–262.

⁶ Vgl. Jennifer von Gemünden, Überschuldung als Insolvenzeröffnungsgrund – Insolvenzrechtlich und betriebswirtschaftlich betrachtet, 1. Aufl. 2009, Grin Verlag.

wiederum wesentlich aus den (vielfach notwendigerweise parallelen) Verhandlungen mit den anderen Stakeholdern im Unternehmen her. Dazu gehören bspw. Gespräche mit Betriebsrat und Gewerkschaften über einen Sanierungstarifvertrag, mit Kunden über Vertragsanpassungen, mit Lieferanten über verbesserte Zahlungskonditionen sowie Gläubiger über Verzicht und/oder Stundungen.

Alle vorstehenden Maßnahmen sind nicht Teil eines typischen M&A-Prozesses. Sie werden in Regel auch durch die Unternehmensleitung bzw. operativen Restrukturierungsberater umgesetzt, sind jedoch eng mit dem M&A-Prozess verzahnt und vielfach die einzige Möglichkeit, eine ökonomische Überschuldung zu beenden und damit einen positiven Kaufpreis zu erzielen.

Eine weitere Besonderheit im Umfeld von Krisenunternehmen liegt darin, dass vielfach erhebliche bilanzielle und außerbilanzielle Risiken bestehen, die sowohl vom zeitlichen Anfall als auch von der Höhe nur äußerst schwer zu quantifizieren sind. Obwohl die einzugrenzenden Bereiche (bspw. Auftragskalkulation, Produkthaftung, Umweltaltlasten, Mitarbeiterabfindungen, Prozessrisiken, Bestandsbewertung, etc.) ebenso beim Erwerb gesunder Unternehmen zu behandeln sind, liegen in einem oder mehreren dieser Themen vielfach der Auslöser der Krise und diese sind somit mit einem überdurchschnittlichen Risiko behaftet. Im Ergebnis kommt der Risikoeinschätzung und -abgrenzung bei Distressed M&A-Transaktionen eine erheblich höhere Bedeutung zu.

Dies führt vielfach auch zur Wahl eines sog. *Asset Deals*⁷ als Transaktionsform, welche zwar einerseits eine verbesserte Risikoabgrenzung ermöglicht, andererseits eine Reihe gesonderter Herausforderungen nach sich zieht.

Neben den vorstehenden Aspekten spielt bei einem Unternehmen in einer finanziellen Krise *nolens volens* der Zeitfaktor eine besondere Rolle. Ohne die zügige Bereitstellung neuer finanzieller Mittel *von außen*, d. h. durch M&A, droht dem Unternehmen kurzfristig die Zahlungsunfähigkeit. Im Ergebnis führt dies in der Praxis dazu, dass im Gegensatz zu einem normalen M&A-Prozess, für den gemeinhin sechs bis zwölf Monate veranschlagt werden, bei einem Distressed M&A-Prozess oft nur vier bis zwölf Wochen zur Verfügung stehen.

Somit liegen alle notwendigen Elemente für eine Definition des Begriffes „Distressed M&A“ vor.

Distressed M&A umfasst die Koordination und Integration aller Maßnahmen, die notwendig sind, um ein Unternehmen, welches sich in einer Finanzkrise („financial distress“) befindet, in einem eng begrenzten Zeitrahmen zu rekapitalisieren, eine ökonomische Überschuldung zu beseitigen und/oder zugunsten der Gesellschafter (vorinsolvenzliche Transaktion) oder Gläubiger (Insolvenzverfahren) – unter Gestaltung einer situationsadäquaten Risikoallokation – den bestmöglichen Verkaufserlös⁸ zu erzielen.

⁷ Vgl. Ziegenhagen und Denkhaus (2011), S. 1 f. RWS Verlag, Köln.

⁸ Auf der Buy-Side liegt die Aufgabe entsprechend gegensätzlich, d. h. es geht darum, das Unternehmen in einem eng begrenzten Zeitrahmen von außen zu rekapitalisieren oder unter weitgehender Vermeidung der Übernahme von Risiken zu einem angemessenen Kaufpreis zu erwerben.

1.2.2 Abgrenzung von „Distressed“ und „Standard“ M&A

Ein M&A Prozess hat immer nur eine wesentliche Funktion zu erfüllen: dem Veräußerer eines Unternehmens unter gegebenen Rahmenbedingungen die bestmögliche(n) Option(en) für den Verkauf zu verschaffen. In der großen Mehrzahl der Publikationen wird ein in Regel zweistufiger Auktionsprozess in nur leicht unterschiedlichen Varianten vorgestellt.⁹ Dieser sog. „competitive auction process“ ist auch in einer Vielzahl von Fällen der richtige Weg; er bedarf jedoch immer einer kritischen Reflektion in Bezug auf besonderen Umstände, gerade beim Verkauf von Unternehmen in Krise und Insolvenz.

Dies steht jedoch im Gegensatz zur Auffassung, dass es einen generellen Unterschied zwischen normalen Unternehmenstransaktionen und Unternehmensverkäufen in Krisensituationen gibt.¹⁰

Der besondere Zeitdruck bei Distressed M&A-Prozessen ergibt sich immer aus zwei Bezugspunkten: 1) der Pflicht zur Stellung eines Insolvenzantrages durch das Management des Unternehmens zur Vermeidung der persönlichen Haftung (§ 15a InsO) sowie 2) die fehlende Möglichkeit zur Weiterführung des Unternehmens als „going concern“ durch den Insolvenzverwalter. Im ersten Fall geht das Unternehmen in eine strukturell geänderte Gesamtsituation über, im zweiten Fall gibt es M&A-technisch schlicht nichts mehr zu verkaufen.

Unabhängig vom hierdurch faktisch bedingten Zeitdruck deckt ein M&A-Prozess – wie vorstehend bereits erwähnt – zwingend folgende funktionalen Bereiche ab: Informationsaufbereitung und -darstellung, Regelungen zur Vertraulichkeit, Investorenselektion und – ansprache, Management-Gespräche, Due Diligence sowie Vertragsvorbereitung und – durchführung.

1.2.2.1 Informationsaufbereitung und -darstellung

Eine der wesentlichen Grundvoraussetzungen für einen erfolgreichen M&A-Prozess ist die strukturierte und koordinierte und hierdurch dann effiziente Bereitstellung von Informationen über das Unternehmen für potentielle Investoren. Dies erfolgt zum einen unter der notwendigen Nebenbedingung „Vertraulichkeit“ (siehe nachstehend), zum anderen in Abhängigkeit vom zeitlichen Fortschritt des Verkaufsprozesses.

Hierzu gehören, selbst bei größtem Zeitdruck, ein zwei- bis dreiseitiges Kurzprofil (im M&A-Jargon „Teaser“), ein Informationspaket (in Abgrenzung zum sog. „Informationsmemorandum), die sog. Management-Präsentation sowie ein Dokumenten- bzw. Datenraumindex. Umfang, Detaillierungsgrad sowie formelle Aufbereitung sind exponentiell abhängig vom Zeitfaktor.

Abgesehen von einer Situation, bei der dem Management eines Krisenunternehmens tatsächlich nur noch wenige Tage bis zur zwingenden Stellung eines Insolvenzantrages verbleiben (und dementsprechend in Ermangelung eines bereits eingeleiteten M&A-Prozesses wenn überhaupt nur mit Unternehmen und Branche bestens vertraute Investoren –

⁹ Vgl. Hunt (2009).

¹⁰ So bspw. Allert und Seagon, S. 15.

in der Regel Wettbewerber – zu einer Kurzfristtransaktion zu bewegen wären) besteht bei der überwiegenden Mehrzahl der Fälle der Praxis immer noch ein Zeitfenster von einigen Wochen bis zur 1) Pflicht zur Stellung eines Insolvenzantrages oder 2) zwingenden Liquidation durch den Insolvenzverwalter.

In diesem Zeitraum lassen sich die vorgenannten Dokumente Kurzprofil, Informationspaket, Management-Präsentation sowie ein Dokumenten- bzw. Datenraumindex sowohl sinnvoll erstellen als auch nutzen.

Nach Einschätzung des Verfassers lohnt sich der Zeitaufwand für die Erstellung der o.a. Dokumente ausnahmslos im Verhältnis zu einer rein mündlichen, durch ungeordnete und ungefilterte Einzeldokumente ergänzte, Bereitstellung von Informationen.

1.2.2.2 Regelungen zur Vertraulichkeit

Dass in M&A-Prozessen ab einem gewissen Zeitpunkt notwendigerweise Vertraulichkeitsvereinbarungen abzuschließen sind, gehört zum Allgemeingut. An dieser Stelle soll dementsprechend nur auf zwei wesentliche Fragen näher eingegangen werden: zu welchem Zeitpunkt wird 1) der Name des Zielunternehmens offengelegt und 2) die Vertraulichkeitsvereinbarung zwingend.

Die Frage der Offenlegung der Identität des Unternehmens spielt nur vor einer Antragsstellung eine Rolle – ein Unternehmen, daß einen Antrag gem. § 13 bzw. § 270b InsO gestellt hat ist aufgrund der gerichtlichen Veröffentlichungen de facto „im Markt“.

Bei normalen M&A-Prozessen, aber auch bei beim Verkauf von Unternehmen in der Krise, sei letztere nun öffentlich oder nicht, erwarten bzw. präferieren Gesellschafter regelmäßig, dass mögliche Investoren eine Vertraulichkeitsvereinbarung unterschreiben, ohne den Namen des zum Verkauf stehenden Unternehmens zu kennen.

Einzig praktikable Möglichkeit hierfür ist der Einsatz eines anonymisierten Kurzprofils („Teaser“) und der Abschluss einer zunächst nur mit einem Code-Namen versehenen Vertraulichkeitsvereinbarung, bei der dann anschließend der dahinter stehende eigentliche Unternehmensname kommuniziert wird.

Zur der Frage, ab wann die Vertraulichkeitsvereinbarung abgeschlossen wird, gilt die allgemeine Regel: vor Herausgabe des Informationspaketes bzw. direktem Kontakt mit dem Management. In der Praxis wird jedoch bei Fällen mit sehr hohem Zeitdruck und einem inhaltlich relativ schlanken Informationspaket mit einer diesem selbst vorangestellten Vertraulichkeitsklausel gearbeitet. Die Vertraulichkeitsvereinbarung wird dann in der Regel erst vor weiterführenden Gesprächen vor Ort bzw. Weitergabe ergänzender, sensibler Information vorgelegt und abgeschlossen.

1.2.2.3 Investorenansprache und -selektion

Fundamentales Ziel eines den Veräußerer vertretenden M&A-Beraters ist die Herbeiführung eines Bieterwettbewerbs. Dieser Wettbewerb sollte grundsätzlich bis zum Abschluss eines Kaufvertrages (mit dann natürlich nur einer Partei) aufrechterhalten werden. Insofern muss der anfängliche Trichter bei der Investorenansprache („Long List“) so groß gehalten werden, dass mind. drei bis vier Investoren bis zum Schluss im Rennen bleiben.

Ebenfalls ist wichtig, dass alle Bieter auf gleichem Level in Bezug auf den Prozessfortschritt gehalten werden, insbesondere die notwendige Fleißarbeit geleistet wird, auch vielleicht nur an zweiter, dritter oder vierter Stelle liegende Interessenten zur Vertragsreife zu bringen. Nur so kann ggf. sehr schnell das Pferd gewechselt werden, ohne erst im übertragenen Sinne wieder neu aufsatteln zu müssen.

1.2.2.4 Management-Gespräche

Dem Management eines Unternehmens kommt auch beim Distressed M&A eine wesentliche Bedeutung zu. Dieser vielfach erste persönliche Kontakt der potentiellen Investoren mit den Mitarbeitern des Unternehmens muss professionell und nachhaltig vorbereitet werden.

Es empfiehlt sich auch nach den Management-Präsentationen denn Dialog zwischen Management und Investoren durch den M&A-Berater konsequent zu koordinieren und transparent zu halten. Dabei ist insbesondere Finanzinvestoren, die grundsätzlich nur gemeinsam mit einem Management-Team aus dem Unternehmen investieren, auch hinreichend direkter und privater Zugang zum Management zu geben.

1.2.2.5 Due Diligence

Die eigentliche Due Diligence erfolgt sowohl bei Standard als auch Distressed M&A-Transaktionen heute ganz überwiegend über einen elektronischen Datenraum. Hierbei ergeben sich technisch und prozedural somit keine Unterschiede.

Wie im Rahmen der Herleitung des Begriffes „Distressed M&A“ bereits dargelegt, ist die Risikoallokation zwischen Käufer und Verkäufer bei Unternehmen in der Krise und Insolvenz jedoch von weit größerer Bedeutung als bei normalen Transaktionen. Meist kann auch eine vertiefte Due Diligence hierfür aus Sicht des Käufers keine definitiven Antworten geben.

Für die Handhabung dieser erheblich höheren (wahrgenommenen oder faktischen) Risiken bestehen dann grundsätzlich zwei Wege:

- Share Deal: In Ermangelung solventer Gesellschafter, die werthaltige Garantien geben können, wird sich die Risikoallokation in der Regel über den (entsprechend reduzierten) Kaufpreis gestalten. Käufer werden von einem angenommen „risikofreien“ Kaufpreis die Risikotöpfe so lange bepreisen, bis sich ein aus deren Sicht angemessenes Risiko/Renditeverhältnis ergibt.
- Asset Deal: Da hier nur die Aktiva des Unternehmens verkauft werden, kann die Due Diligence grundsätzlich auch hierauf beschränkt werden. Dies betrifft insbesondere den Kauf aus der Insolvenz, der in der weit überwiegenden Anzahl als Asset Deal oder auch gleichbedeutend „übertragende Sanierung“ gestaltet wird.

1.2.2.6 Vertragsvorbereitung und -durchführung

Bei einem Share Deal unterscheidet sich die Vertragsgestaltung und -durchführung zwischen Standard und Distressed M&A nicht. Änderungen bzw. Ergänzungen ergeben sich im Wesentlichen nur aus einer vielfach zeitgleichen Vereinbarung von Maßnahmen zur Verhinderung oder Verminderung der ökonomischen Überschuldung, auf die im eigentlichen Kauf- und Übertragungsvertrag Bezug genommen wird bzw. in diesen integriert sind.

Bei einem Asset Deal unterscheiden sich die Mechanismen ebenfalls nicht. Der Asset Deal ist jedoch bei normalen M&A-Transaktionen eher selten und betrifft dann nur Unternehmensteile bzw. ggf. Einzelstandorte/Betriebsstätten oder einzelne Anlagen oder Projekte.

1.2.3 Distressed M&A als Handlungsalternative

Grundsätzlich gilt das Primat der Sanierung eines Unternehmens und Beibehaltung der bestehenden Gesellschafterstruktur. Das Management des Unternehmens, gerade bei mittelständischen Unternehmen vielfach identisch bzw. familiär verbunden mit den Gesellschaftern, ist aus Eigeninteresse motiviert, eine Lösung der Probleme des Unternehmens ohne Einfluss von außen zu erreichen. Distressed M&A ist insofern aus Sicht der Gesellschafter nur eine residuale Handlungsalternative und wird dementsprechend von Gesellschaftern und Management erst sehr spät, oft zu spät, eingeleitet.

Die Erfolgsaussichten und damit Sinn und Zweck der Einleitung eines Distressed M&A-Prozess hängen erheblich vom Nichtbestehen bzw. der Beseitigung einer ökonomischen Überschuldung (siehe 1.5.3) ab. Nur im Falle eines zu erwartenden positiven Kaufpreises (Eigenkapitalwert) lohnt sich der zusätzliche Aufwand für einen M&A-Prozess.

Anders sieht der Fall nur bei verlustbringenden Konzerntöchtern aus, bei denen eine Sanierung im Konzernverbund nicht möglich bzw. nicht mehr erwartet ist. Hier wird vielfach zur Vermeidung des Imageschadens, der mit einem Insolvenzantrag verbunden ist, durch die Muttergesellschaft ein negativer Kaufpreis bei Übernahme in einen (vermeintlich) sicheren Hafen akzeptiert. Finanzinvestoren verlagern ihre insolvenzgefährdeten Investments hingegen gerne im Vorfeld an „unverbundene“ Auffanggesellschaften oder auch schon einmal ins Privatvermögen.

Die Praxis zeigt: der Glaube an eine Sanierung aus eigenen Mitteln, d. h. ohne Aufnahme neuen Kapitals (= Mitgeschafter als Mehr- oder Minderheit) oder einen Gesamtverkauf, stirbt zuletzt. Andererseits: unter Wahrung der notwendigen Nebenbedingung Vertraulichkeit (siehe oben) erweitert die rechtzeitige Einleitung eines Kapitalbeschaffungs- bzw. Verkaufsprozess den Rahmen der Handlungsmöglichkeiten erheblich.

Ein derartiger Prozess kann auch in einem kurzen Zeitfenster von wenigen Wochen professionell abgewickelt werden. Entsprechend sollte Distressed M&A rechtzeitig und parallel zur klassischen operativen Sanierung als Handlungsalternative in den Maßnahmenkatalog bei Unternehmenssanierungen aufgenommen werden.

Zudem liegt ausgehend aus den USA zunehmend empirische Evidenz vor, dass der Verkauf des Unternehmens aus Insolvenz als betriebliche Einheit („going concern“) zum einen naturgemäß zu höheren Rückflüssen als eine Liquidierung führt, aber auch zu besseren Ergebnissen verglichen mit einer Fortführung des alten Unternehmensträgers aus dem Chapter 11, dem Äquivalent zum Insolvenzplan.¹¹

¹¹ Hierzu richtungsweisend: Stuart Gilson, Edith Hotchkiss, Matthew Osborn, a. a. O.

1.2.4 Auswahl und Rolle des M&A-Beraters

Die Auswahl eines Beraters für eine Distressed M&A-Transaktion erfolgt vor Antragstellung grundsätzlich durch Gesellschafter/Management, ggf. in Abstimmung mit bzw. auf Empfehlung von Gläubigern sowie bereits im Unternehmen aktiven operativen Restrukturierungsberatern. Nach Antragstellung wird der Prozess zusätzlich durch einen (vorläufigen) Insolvenzverwalter bzw. Sachwalter in Verbindung mit einem sich konstituierenden Gläubigerausschuss beeinflusst.

Die Auswahlkriterien für einen M&A-Berater und deren Gewichtung sind von Fall zu Fall verschieden. Regelmäßig wird eine objektivierte Entscheidung folgende Kriterien berücksichtigen (Tab. 1.1):

Grundsätzlich empfiehlt sich für das Auswahlgremium drei bis vier M&A-Berater in die engere Auswahl einzubeziehen. Diese kann dann auf Basis schriftlicher Angebote oder in Form von Präsentationen durch die M&A-Berater erfolgen (sog. „Beauty Contests“).

Qualitativ sollte der M&A-Berater im Bereich von Distressed Assets im Gegensatz bzw. in Ergänzung zum klassischen M&A-Banker aus einer Investment Bank über zusätzliches Querschnittswissen und ein erweitertes Rollenverständnis verfügen. Im Sinne der unter 1.2.1 abgeleiteten Definition von Distressed M&A hat er dabei (unter Abarbeitung der prozeduralen Grundelemente jedes M&A-Prozesses) eine Koordinations- und

Tab. 1.1 Auswahlkriterien M&A-Berater

Lfd. Nr.	Kriterium	Kommentar
1.	Branchenkenntnisse	Aufgrund des Zeitfaktors sind grundlegende Branchenkenntnisse und bereits abgeschlossene Transaktionen in der Branche von Vorteil
2.	Ressourcen/Team	Hat der M&A-Berater die notwendige Personaltiefe um das Projekt zu bearbeiten? Wie ist das Team strukturiert (Seniorversus Junior- Berater)?
3.	Internationalität	Selbst kleinere und mittlere Transaktion verlangen ein internationales Marketing, da Käufer für Distressed Assets u. a. aus den USA, Mittlerer Osten sowie Asien kommen
4.	Spezifische Distressed M&A- Erfahrung	Klassische Investment-Banken arbeiten nur unregelmäßig in diesem Bereich; insofern ist das spezifische Know-How der Team-Mitglieder von größerer Bedeutung als bei Spezialisten
5.	Erfolgsquote	Kann der M&A-Berater auch bei schwierigen Mandaten Erfolge vorweisen? Wie werden Misserfolge dargestellt?
6.	Integration mit operativer Restrukturierung	In bestimmten Fällen kann die Auswahl eines integrierten Anbieters, der sowohl operative Restrukturierungsberatung und M&A-Services anbietet vorteilhaft sein
7.	Honorare	Die Vergütungsstruktur sollte der Größe der Transaktion entsprechen und ein angemessenes Verhältnis aus fixen und erfolgsbasierten Honorarelementen enthalten