

Christoph Bauer

## Inhaltsverzeichnis

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

---

## 2.1 Anlass für ein Distressed M&A-Projekt

Der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens in einer Krisensituation führt zu erheblichen Änderungen im gewöhnlichen Betriebsgeschehen. Zunächst befindet sich das Unternehmen in einer Krisensituation, die durch externe Faktoren, wie z. B. einen Insolvenzantrag durch Gläubiger, aber auch durch interne Faktoren hervorgerufen werden kann. Die

---

C. Bauer (✉)  
HSBA Hamburg School of Business Administration,  
Alter Wall 38, 20457 Hamburg, Deutschland  
E-Mail: Christoph.Bauer@hsba.de

Gründe hierfür können vielfältig sein.<sup>1</sup> In einer Krisensituation unterliegen das Management und die Mitarbeiter deutlich erhöhten Anforderungen, denn in der Sondersituation gibt es i. d. R. einen sehr hohen Zeit- und Entscheidungsdruck, gleichzeitiges intensives Management der Beziehungen zu Kunden und Lieferanten, parallele Verhandlungen mit vielen Beteiligten sowie einen hohen Bedarf an interner und externer Kommunikation.

Kommt zu einer Krise, die häufig kurzfristig bekannt wird (z. B. durch Insolvenzantrag, Nicht-Verlängerung eines Kredites oder Nicht-Bereitstellung von Eigenkapital), noch die Entscheidung hinzu, dass das Unternehmen oder Unternehmensteile verkauft werden sollen, so erhöhen sich die Anforderungen noch einmal deutlich.

Unternehmen haben für diese mehrfach erhöhten Anforderungen gewöhnlich nicht die erforderlichen Ressourcen und auch nicht die Erfahrung in der Projektsteuerung eines Krisen- oder Distressed M&A-Projektes. Darüber hinaus kann das Management selbst noch von Haftungsfragen betroffen sein und auch aus anderen Gründen nicht mit vollem Einsatz oder nur in Teilen für das M&A-Projekt zur Verfügung stehen.

Auch wenn das Management noch insoweit handlungsfähig ist, dass es ein Distressed M&A-Verkaufsprojekt durchführen kann, kommt dem Projektmanagement eine überragende Bedeutung zu. Dies trifft umso mehr zu, wenn das Management nicht mehr voll handlungsfähig ist. Daneben kann die oftmals desolaten Daten- und Informationslage im Verkaufsunternehmen<sup>2</sup> durch extern unterstütztes Projektmanagement, wie z. B. Interim Manager, schnell und qualitativ hochwertig verbessert werden. Teilweise ist dies sogar zwingend erforderlich.

Mit diesem Artikel werden die Erfolgsfaktoren für ein erfolgreiches Distressed M&A-Projekt aus der Sicht des Managements eines Unternehmens beleuchtet. Die Sichtweise ist damit zwar die Verkäufersicht, aber viele der herauszuhebenden Erfolgsfaktoren treffen auch für die Sichtweise der Käufer zu.

Ziel ist es, die aktuellen Betrachtungen in der Literatur und die Erfahrungen des Verfassers aus einer Vielzahl von Restrukturierungs- und Distressed M&A-Projekten darzustellen.

---

## **2.2 Aufbau eines Distressed M&A-Projektes**

### **2.2.1 Projektstart**

Ein Distressed M&A-Projekt kann aus verschiedenen Gründen und Anlässen gestartet werden. Meist geht ein einschneidendes Ereignis voraus, wie z. B. die Stellung eines Insolvenzantrages. Da aber auch ein Insolvenzantrag vorbereitet werden muss, weiß man i. d. R. schon früher von einer drohenden Insolvenz, zumindest aber von einer Krise bzw. davon, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Krise eintreten wird.

Ein Insolvenzantrag darf weder zu früh noch zu spät gestellt werden. In beiden Fällen drohen erhebliche Haftungsrisiken für das Management.<sup>3</sup> Wie früh aber ein Dis-

---

<sup>1</sup> zu den Gründen Brühl 2004.

<sup>2</sup> Ott 2011, S. 18.

<sup>3</sup> Zu den Haftungsrisiken Classen 2010.

tressed M&A-Projekt begonnen wird, kann von den handelnden Personen, i. d. R. dem Management oder den Anteilseignern, bestimmt werden. Es beginnt allerspätestens mit dem Insolvenzantrag, dann bleibt aber auch nur ein minimales Zeitfenster, ein solches Projekt umzusetzen. Dieser Zeitraum kann in Deutschland aufgrund des Insolvenzgeldes des Staates, das den Mitarbeitern zustehen kann, drei Monate betragen. Es kann aber auch noch weniger Zeit zur Verfügung stehen, wenn selbst das Insolvenzgeld nicht ausreicht, um alle finanziellen Verpflichtungen in dieser Zeit zu erfüllen.

Je früher ein Distressed M&A-Projekt startet, desto mehr Zeit verbleibt, es aktiv zu gestalten. Dies kann sehr wichtig sein, denn ein Verkaufsprojekt über einen Zeitraum von nur drei Monaten ist für viele Käufer aufgrund eigener Governance-Strukturen und -Prozesse nicht immer durchführbar. Darüber hinaus besteht bei einem etwas längeren Prozess zumindest die Chance, dass der Verkaufspreis, der i. d. R. sehr niedrig ist, zumindest etwas höher für die Gläubiger und gegebenenfalls auch für die Altinvestoren ausfällt.

Für den Start eines Distressed M&A-Geschäftes ist es unabdingbar, die aktuelle Situation des Unternehmens genau zu verstehen. Dazu gehören die Gründe für die Krise des Unternehmens, sei es das sie auf interne Veranlassung (Managementfehler, Delikte, Insolvenzantrag des Managements etc.) oder auf externe Veranlassung (Kreditkündigungen, Misserfolg notwendiger Kapitalerhöhungen etc.) zurück zu führen sind. Dazu gehört aber auch, möglichst schnell eine Einschätzung über die Marktsituation des Unternehmens, über den Wettbewerb sowie über die Kunden, Lieferanten Management und Mitarbeiter des Unternehmens zu gewinnen. Nur dann lässt sich der passende M&A-Prozess aufsetzen, der auf den Auslösern und Gründen für die Krise aufsetzt.

Wird ein Distressed M&A-Projekt noch vor Stellung eines Insolvenzantrages eingeleitet, führt dies nicht nur dazu, dass mehr Zeit zur Verfügung steht, sondern auch, dass die Stellung des Insolvenzantrages als Projekt ausgestaltet werden kann. Dies sollte deshalb bedacht werden, weil gegenüber dem Insolvenzverwalter u. a. nachgewiesen werden muss, welche Tätigkeiten das Management unternommen hat, um die Insolvenz abzuwenden oder dolose Handlungen aufzudecken. Die Aufarbeitung und Dokumentation solcher Dinge kann besser gesteuert werden, wenn rechtzeitig ein entsprechendes Projekt gestartet wird, das dann häufig in ein Distressed M&A-Projekt mündet.

Für den Projektstart ist es daher von besonderer Bedeutung, die zur Verfügung stehende Zeit realistisch einzuschätzen, denn diese determiniert alle weiteren Planungen und Schritte.

## 2.2.2 Projektplanung

Die Projektplanung eines Distressed M&A-Projektes ist entscheidend für den Erfolg des geplanten Verkaufes. Deshalb sollte der Projektplan gründlich und tiefgehend vorbereitet werden.<sup>4</sup> Meist bleibt keine Zeit, einen einmal festgelegten Projektplan zu ändern, so dass ein falscher Projektplan schnell zum Misserfolg führen kann.

---

<sup>4</sup> Forde 2011.

An dieser Stelle soll ein Überblick über die wichtigsten Elemente und Strukturen des Projektplanes gegeben werden (siehe [Tab. 2.1](#)). Der Schwerpunkt des Projektplanes kann von Fall zu Fall abweichen, die wesentlichen Elemente aber bleiben.

**Tab. 2.1** Interner Projektplan eines Distressed M&A-Projektes (Grobdarstellung). (Quelle: Eigene Darstellung aus einem realen Fall)

	Teil-Projekte	Aufgaben	Leitung Team
1	<i>Liquiditätsmanagement/ Kreditgeber</i>	Erhalten einer Mindest-Liquidität für die Phasen vor Insolvenzantrag und im Insolvenzverfahren	NN1
		Verhandlung von Zahlungsbedingungen	
		Eintreiben fälliger Forderungen	
		Verhandlungen mit Banken und anderen Kreditgebern	
2	<i>Kunden</i>	Liste strategischer Kunden	NN2
		Liste Kunden für Nachverhandlungen	
		Kurzfristige Vertriebspipeline und Vertriebsplan	
		Kündigung unprofitabler Kunden	
3	<i>Dienstleister</i>	Darstellung aktueller Außenstände	NN3
		Kontaktieren der wesentlichen Dienstleister	
		Verhandlung neuer Preis- und Lieferstrukturen	
4	<i>Restrukturierung/ Businessplan</i>	Anpassen des Geschäftsmodells durch Restrukturierung	NN4
		Aufstellen eines neuen Businessplans	
		Definition einer neuen Organisation	
		Freisetzen von Mitarbeitern	
		Besetzen neuer Stellen	
5	<i>Rechtl. Fragen/ Insolvenzvorbe- reitung</i>	Aufnehmen aller rechtlichen Fragen im Zusammen- hang mit der (voraussichtlichen) Insolvenz	NN5
		Organisation der rechtlichen Unterstützung	
		Organisation übergreifendes Projekt-Management	
		Dokumentation aller relevanten Geschäftsvorfälle	
6	<i>Kommunikation</i>	Vorbereitung Krisen-Kommunikation	NN6
		Issue Management	
		Pro-aktive PR	
7	<i>Due Diligence</i>	Vorbereiten notwendiger Unterlagen	NN7
		Einrichten Datenraum	
		Q+A Management vorbereiten	
8	<i>M&amp;A-Prozess</i>	Bewertung strategischer und finanzieller Investoren	NN8
		Planung eines geordneten Verkaufsprozesses	
		Vertragsverhandlungen	
		Signing und Closing	

Das Liquiditätsmanagement und die Verhandlungen mit Banken und anderen Kreditgebern sind als erstes wichtiges Arbeitspaket zu nennen. Es muss dafür gesorgt werden, dass in der Zeit des laufenden Distressed M&A-Projektes alle finanziellen Verpflichtungen erfüllt werden können. Gegebenenfalls kann auch in Verhandlungen mit den Gläubigern erreicht werden, dass die bis zum Verkauf verfügbare Zeit noch etwas verlängert wird.

Den Kunden des Unternehmens ist in der Phase eines Distressed M&A-Prozesses besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Wichtige und profitable Kunden sollten gehalten werden, während man sich von unprofitablen Kunden trennen und bestehende Verträge kündigen sollte. Für potenzielle Käufer von Krisenunternehmen sind die bedeutenden Kunden eines Unternehmens stärker im Fokus als in einer gewöhnlichen Verkaufssituation, da sich Kunden häufig von Unternehmen trennen, wenn diese in eine Krise geraten.

Ähnliches gilt für die Dienstleister des Unternehmens. Hier geht es häufig darum, schnell Preis- und Lieferzugeständnisse zu bekommen, sofern dies kurzfristig möglich ist. Sobald ein (vorläufiger) Insolvenzverwalter benannt ist, geht er häufig schnell auf die Dienstleister zu, sichert bestimmte reduzierte Zahlungen über den Zeitraum der Insolvenz zu, um dafür gesicherte Lieferungen oder Dienstleistungen an das betroffene Unternehmen zu erhalten.

Die Restrukturierung des Geschäftes sollte schnell und konsequent angegangen werden und auf ein mit hoher Sicherheit profitables Geschäft führen. Befindet sich ein Unternehmen bereits in der Insolvenz, hat der (vorläufige) Insolvenzverwalter erhebliche Möglichkeiten, Verträge mit Lieferanten, aber auch mit Mitarbeitern schnell zu ändern. Diese Chance muss genutzt werden, damit ein neuer Businessplan erstellt werden kann. Eine Reorganisation in der Krise führt praktisch immer zum Freisetzen von Mitarbeitern, aber es gibt häufig auch neue Stellen, die schnell mit qualifizierten Mitarbeitern zu besetzen sind.

Für rechtliche Fragen sollten Rechtsanwälte mit speziellem Insolvenz-Know-How zu Rate gezogen werden. Wenn ein Unternehmen noch keinen Insolvenzantrag gestellt hat, kann der Rechtsrat selbst beschafft werden. Wichtig für das bisherige Management sind insbesondere die Dokumentation der relevanten Geschäftsvorfälle, die Beziehung zu einer möglichen Insolvenz haben. Dann kann das Management später auch den sicheren Nachweis über seine Tätigkeiten erbringen. In der Phase der Insolvenz sorgt der Insolvenzverwalter mit seinem Team für die notwendige Rechtssicherheit, die Projekt-Organisation und das Projekt-Management, zumeist in Zusammenarbeit mit einzelnen Mitgliedern des bisherigen Managements des Unternehmens.

Die Kommunikation ist insbesondere in der Phase einer Insolvenz entscheidend, denn nur über die vom Unternehmen gesteuerte Kommunikation lässt es sich erreichen, dass ein Unternehmen in dem Kern, der weitergeführt werden soll, erhalten bleibt. Die divergierenden Kräfte in einem Krisen-Unternehmen sind häufig so stark, dass selbst sicher geglaubte Kunden, Lieferanten oder Mitarbeiter schnell dem Unternehmen entfliehen. Jeder der einzelnen Stakeholder des Unternehmens hat dabei seine eigene Agenda,<sup>5</sup> die das verkaufende Unternehmen kennen und berücksichtigen muss. Zur Kommunikationsstrategie gehören hier insbesondere die Vorbereitung der Krisen-Kommunikation, das Issue-Management und pro-aktive Public Relations- bzw. Investor Relations-Arbeit.

---

<sup>5</sup> Coco 2011.

Sobald entschieden ist, dass ein Verkaufsprozess eingeleitet werden soll, ist mit Hochdruck die Due Diligence als separates Teilprojekt vorzubereiten. Sie ist für die Käufer essentiell, denn in der sehr kurz bemessenen Zeit des M&A-Prozesses muss sich der Käufer sehr zuverlässig und schnell über das Unternehmen informieren können. Es empfiehlt sich hier, einen elektronischen Datenraum einzurichten, da er effizient gepflegt und weiterentwickelt werden kann. Zudem bietet er die Möglichkeit, die parallele Due Diligence mehrerer potentiellen Käufern zu beobachten und zu managen, d. h. die Prüfkategorien und den Fokus der Aktivitäten festzustellen, Antworten für die einzelnen Fragen schnell zur Verfügung zu stellen usw. Wenn die Verkäufer auch Wettbewerber, die sich für den Kauf des Unternehmens interessieren, für den zunächst vom Umfang her beschränkten Datenraum zulassen, lässt sich teilweise auch erkennen, ob sie sich wirklich für das gesamte Unternehmen oder nur für bestimmte Informationen in dem Datenraum interessieren.

Als weiteres Teilprojekt ist schließlich der M&A-Prozess zu organisieren. Hier geht es darum, die möglichen strategischen und gegebenenfalls finanziellen Investoren zu bewerten, den Verkaufsprozess geordnet durchzuführen und die Vertragsverhandlungen bis zum Signing und Closing abzuschließen. I. d. R. wird ein Asset Deal vorbereitet.<sup>6</sup> Hat aber das Unternehmen besondere, öffentlich-rechtliche Genehmigungen, scheidet ein Unternehmenskauf per Asset Deal meist aus, wenn diese Genehmigungen nicht übertragbar sind.<sup>7</sup> Für den M&A-Prozess sollte ein M&A-Berater mit umfangreicher Erfahrung im Distressed M&A-Geschäft gewählt werden.

### 2.2.3 Team, Ressourcen und Commitment

Im Rahmen des Projektplanes, der im vorangegangenen Abschnitt behandelt wurde, wird auch die Zusammenstellung des Teams geklärt, dass das Distressed M&A-Projekt betreut. In einer Insolvenzphase ist naturgemäß der Insolvenzverwalter der wesentliche Entscheider in einem solchen Projekt. Befindet sich das Unternehmen noch nicht in einem Insolvenzverfahren oder ist es in einem vorläufigen Insolvenzverfahren, so ist das Management verantwortlich.

Nach dem Beginn einer Insolvenzverwaltung stellt sich zunächst die Frage, welche Mitglieder des bisherigen Managements im Projektteam sein werden und es ggf. sogar vorantreiben. Vorbelastete Mitglieder des Managements sind i. d. R. nicht dabei, allerdings ist es für einen Käufer auch wichtig, dass gerade beim Kauf eines Unternehmens aus einer Krisensituation einige Mitglieder aus dem erfahrenen Managementteam zumindest zeitweise zur Verfügung stehen.

Sehr wichtig ist häufig, die relevanten Erfahrungsträger aus dem Finanzbereich eines Unternehmens mit in das Projektteam aufzunehmen, da sie einerseits die Historie des

---

<sup>6</sup> Vgl. Arends und Hofert-von Weiss 2009, siehe auch die Aufführungen in einigen andern Artikeln dieses.

<sup>7</sup> Bitter und Rauhut 2011.

Unternehmens sehr gut kennen, aber gerade auch für effiziente Weiterführung des Geschäftes unabdingbar sind. Sie sind typischerweise diejenigen, die den Businessplan und die eminent bedeutende Liquiditätsplanung koordinieren können. Auch für die Due Dilligence und die weitere Unterstützung des M&A-Prozesses ist der Finanzbereich wichtig. Sollten allerdings Probleme im Finanzbereich zu der Krisensituation geführt haben, muss genau geprüft werden, welche personellen Ressourcen aus dem Finanzbereich dann noch unterstützen können.

Bevor jemand zu einem Teammitglied werden kann, ist es wichtig, seine Motivation und Interessenlage für das Distressed M&A-Projekt zu prüfen. Vorbelastete Personen oder Personen, die das Unternehmen verlassen wollen, sollten nicht für wesentliche Aufgaben oder die Leitung eines Teil-Projektes herangezogen werden.

Die oftmals desolatte Informationslage im Verkaufsunternehmen<sup>8</sup> kann durch extern gestütztes Projektmanagement und Interim Manager schnell verbessert werden. Manchmal ist dies auch zwingend notwendig. Damit lassen sich dann auch schnell die notwendigen Ressourcen für ein Distressed M&A-Projekt zusammenstellen.

Auch wenn die bisherigen Eigentümer bei einem Distressed M&A-Prozess in der Insolvenz entmachtet sind, so sind sie vor dem Stellen des Insolvenzantrages noch bedeutend für die Zustimmung zu einem Distressed M&A-Prozess. Allerdings kommt es nicht so häufig vor, dass die Eigentümer wirklich so klar die Krise beurteilen, dass sie schon vor Stellen des Insolvenzantrages einem Distressed M&A-Projekt zustimmen. Ein professioneller M&A-Berater wird regelmäßig beauftragt, da die Steuerung des M&A-Projektes zumeist weder von dem Unternehmen und auch nicht vom dem Insolvenzverwalter geleistet werden kann.

Steht schließlich das Team für ein Distressed M&A-Projekt, so ist im Gegensatz zu üblichen M&A-Projekten entscheidend, dass hier ein absolutes Commitment, extrem hohe Zuverlässigkeit und sehr hoher Einsatz der Teammitglieder eingebracht werden. Fehler in der Bearbeitung des Distressed M&A-Projektes lassen sich aus Zeitgründen später kaum noch korrigieren.

---

## 2.3 Durchführung eines Distressed M&A-Projektes

### 2.3.1 Aufgabenteilung und Verantwortung

Aufgabenteilung und geteilte Verantwortung sind essentiell für ein Distressed M&A-Projekt. Jedes Teammitglied – intern oder extern – bekommt seine spezielle Rolle zugewiesen und hat sie zu erfüllen. Alle wichtigen Teil-Projekte (siehe [Tab. 2.1](#)) bekommen einen Teilprojektleiter und ein Team, das ihn unterstützt. Aufgrund beschränkter Ressourcen müssen einige Mitglieder allerdings häufig mehrere Rollen gleichzeitig ausfüllen bzw. in mehreren Teams mitwirken.

---

<sup>8</sup> Ott 2011, S. 18.

**Tab. 2.2** Typischer Ablauf eines Verkaufsprozesses eines Distressed M&A- Projektes (3 Monate).  
(Quelle: eigene Darstellung aus einem realen Fall)

Nr.	Aufgabe	Fertigstellung KW
1.	Start M&A-Projekt	0
2.	Auswahl M&A-Berater	2
3.	Presseinformationen (bei Bedarf)	2
4.	Vorbereitende Dokumente (Executive Summary, Teaser, Prozessinformationen)	4
5.	Long List potentieller Käufer	4
6.	Short List potentieller Käufer, inkl. beidseitig unterschriebener Vertraulichkeitsvereinbarungen	6
7.	Rechtsberater für M&A-Verträge	7
8.	Letter of Intent und unverbindliche Angebote potentieller Käufer	8
9.	Versand Factbook an potentielle Käufer	8
10.	Fertigstellung und Öffnung Datenraum	8
11.	Due Diligence	8–13
12.	Vorlage bindender Kaufangebote potentieller Käufer	11
13.	Entwurf M&A-Kaufvertrag	11
14.	Vertragsverhandlungen und Abschluss (Signing)	13
15.	Umsetzung Kaufbedingungen (Closing)	14

Im Kern-Team, i. d. R. bestehend aus den Leitern der Teilprojekte, ist eine extrem hohe Verfügbarkeit und direkte Abstimmung zu gewährleisten. Das Kern-Team sollte sich häufig und regelmäßig innerhalb einer Woche treffen, falls erforderlich auch täglich, damit ein zeitnaher Informationsfluss gewährleistet wird. Nur so lassen sich Abweichungen vom Ablaufplan (siehe [Tab. 2.2](#)) schnell genug feststellen, um noch Korrekturen im weiteren Projektverlauf zu ermöglichen.

Zur wichtigsten Verantwortung des Kern-Teams und der Gesamtverantwortlichen gehört es, den richtigen Verkaufsprozess für das Unternehmen aufzusetzen.<sup>9</sup> Dabei geht es darum, mit dem M&A-Berater wesentliche Eckpfeiler des M&A-Prozesses abzustimmen, z. B. Asset Deal, was die Regel ist. Es werden aber auch Vereinfachungsmöglichkeiten vorab geklärt, z. B. die Freistellung der Verkäuferseite von Garantien, Haftung usw. Dies kann zwar zu deutlichen Abschlägen bei dem Verkaufspreis führen,<sup>10</sup> ist aber zumeist notwendig, damit ein M&A-Prozess in kurzer Zeit durchgeführt werden kann. Insgesamt hängen die Gestaltungsmöglichkeiten und Risiken einer Transaktion maßgeblich von dem Zeitpunkt des beabsichtigten Unternehmensverkaufs ab.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Coco 2011.

<sup>10</sup> Principles of Distressed Company Valuation: Nesvold 2011, S. 305 ff.

<sup>11</sup> Classen 2010.



### 2.3.2 Projektsteuerung und Verhandlungsführung

Die Steuerung des Verkaufsprozesses und die Verhandlungsführung des Distressed M&A-Projektes sollten einem extra dafür beauftragten M&A-Berater obliegen. Er wird vom Unternehmen oder dem Insolvenzverwalter beauftragt, so dass der M&A-Berater hier umfassend an die Geschäftsleitung oder den Insolvenzverwalter berichtet. Die Gestaltung der Projektsteuerung und Verhandlungsführung wird dann gemeinsam besprochen und umgesetzt.

Demgegenüber obliegt die gesamte Projektverantwortung für das Distressed M&A-Projekt der Unternehmensleitung bzw. dem Insolvenzverwalter (alle Teilprojekte lt. [Tab. 2.1](#)). Dies ist eine komplexe und umfangreiche Aufgabe und umfasst die vielfach notwendigerweise parallelen Verhandlungen mit allen Stakeholdern im Unternehmen. Dazu gehören bspw. Gespräche mit Betriebsrat und Gewerkschaften über einen Sanierungstarifvertrag, mit Kunden über Vertragsanpassungen, mit Lieferanten über verbesserte Zahlungskonditionen sowie mit Gläubigern über Verzichte und/oder Stundungen.<sup>12</sup>

Nachfolgend werden der Verkaufsprozess und die Verhandlungsführung des Distressed M&A-Projektes näher dargestellt (= Teilprojekt 8 lt. [Tab. 2.1](#)).

Für die Projektsteuerung des Verkaufsprozesses ist es zunächst essentiell, einen möglichst detaillierten Ablaufplan zu erstellen.<sup>13</sup> [Tab. 2.2](#) zeigt einen beispielhaften Ablaufplan für den Verkaufsprozess im Rahmen eines Distressed M&A-Projektes von einem realen Fall, der nach drei Monaten bzw. 14 Wochen erfolgreich abgeschlossen wurde. Es sind auch andere Abläufe möglich,<sup>14</sup> wobei sich die in [Tab. 2.2](#) genannten wesentlichen Phasen von Distressed M&A-Projekten in vielen Projektstrukturen mit ähnlichem Inhalt und unter ähnlicher zeitlicher Abfolge wiederfinden.

Im Folgenden sollen die Besonderheiten des Verkaufsprozesses im Rahmen von Distressed M&A-Projekten dargestellt werden, die speziell für diese Projekte gelten und bei gewöhnlichen M&A-Projekten meistens nicht vorzufinden sind. Die meisten Schritte entsprechen der Vorgehensweise bei einem gewöhnlichen M&A-Prozess, sie sind bei Distressed M&A-Projekten allerdings zeitlich viel kürzer getaktet und werden stärker parallel durchgeführt, damit unter dem extremen Zeitdruck ein Abschluss erreicht werden kann.

Für den Verkaufsprozess eines Unternehmens im Rahmen eines Distressed M&A-Projektes ist als erstes die Auswahl des M&A-Beraters zu treffen. Dieser sollte umfangreiche Erfahrungen im Bereich der Distressed M&A-Aktivitäten haben, allerdings sollten auch Erfahrungen aus der jeweiligen Branche des Unternehmens vorliegen.

Die vorbereitenden Unterlagen, zu denen insbesondere ein Teaser, das Executive Summary und Prozessinformationen gehören, sind sehr schnell zu erstellen. Mit einer vom M&A-Berater erstellten verbindlichen Prozessinformation wird Auskunft darüber gegeben, in welchen Prozessschritten (Vertraulichkeitsvereinbarung (NDA), Letter of Intent

---

<sup>12</sup> Coco [2011](#).

<sup>13</sup> Siehe auch zu weiteren Informationen über einen Ablaufplan Picot [2004](#) S. 23 ff.

<sup>14</sup> Zu den Phasen für den Unternehmenskauf in der Krise/Insolvenz Windhöfel et al. [2011](#) und zur Analyse Ablauf Distressed M&A-Aktionen Weigert [2009](#).

(LoI) und unverbindliches Angebot, Due Diligence, verbindliches Angebot etc.) der Verkauf abläuft und zu welchem Zeitpunkt der Verkauf abgeschlossen sein soll bzw. muss.

Nach diesen Informationen können die potentiellen Bieter beurteilen, ob es für sie überhaupt möglich ist, den Prozess mitzugehen. Viele Unternehmen sind nicht in der Lage, innerhalb von zumeist nur 3 Monaten die internen Genehmigungen für den Kauf eines Unternehmens zu bekommen. Der M&A-Berater muss also zunächst feststellen, welche potentiellen Käufer überhaupt in der Lage sind, den Kauf innerhalb des vorgegebenen Zeitrahmens zu vollziehen.

Die zunächst erstellte Long List reduziert sich dann meistens schnell auf eine Short List derjenigen potentiellen Erwerber, die ein echtes Interesse am Kauf des Unternehmens haben. Häufig sind auch Wettbewerber des Unternehmens im Bieterkreis. Dabei ist genau zu prüfen, ob sie wirklich am Kauf des Unternehmens interessiert sind, oder nur Informationen insbesondere aus der Due Diligence (z. B. über Kunden und Lieferantenbeziehungen) erhalten wollen. Es fällt aber häufig schwer zu entscheiden, Wettbewerber aus dem Verkaufsprozess auszuschließen, denn i. d. R. gibt es nicht allzu viele potentielle Käufer mehr, wenn man in die Phase der Due Diligence eintritt.

Die Verhandlungen von Bietern mit den existierenden Eigentümern sind zumeist schwierig, da sie (ungewollt) Einfluss verlieren und manchmal die aktuelle Situation des Unternehmens, insb. den Umfang der Krise und die Optionen aus der Krisensituation, noch nicht voll erfasst haben. Die bisherigen Eigentümer haben aber zumindest in dem Prozess der Insolvenz keine Entscheidungsgewalt mehr, so dass Sie nur noch im vorläufigen Insolvenzverfahren und dann auch nur vermindert Einfluss auf den Verkauf haben.

Die Verhandlungen mit Kreditgebern sind ebenfalls bedeutend, denn sie können die weiteren Verhandlungen über den Verkauf sogar verhindern. Bei dem häufig anzutreffenden Asset Deal haben sie zwar geringeren Einfluss, aber auch hier müssen sie im Rahmen einer Insolvenz in der Gläubigerversammlung den möglichen Lösungen zustimmen. Bei den Kreditgebern sind auch Pfandrechte, Sicherungsübereignungen usw. zu berücksichtigen.<sup>15</sup> Dies kann zu vergleichsweise hoher Komplexität führen.

Bei den Verhandlungen mit potentiellen Käufern wird häufig die Strategie des sogenannten „stalking horse“ eingesetzt. Das bedeutet, dass man sich früh verständigt, welcher potentielle Käufer gern genommen werden soll. Dann wird mit dieser Partei schneller und intensiver verhandelt. Diese Vereinbarungen haben den Vorteil, dass man einen Käufer näher an sich bindet und ein tatsächlicher Verkauf sicherer einzuschätzen ist. Allerdings ist es aufgrund der notwendigen Gleichberechtigung zwischen potentiellen Käufern recht schwierig, den gewünschten Käufer zu schützen bzw. zu stärken („stalking horse protection“).<sup>16</sup>

Bei allen Verhandlungen mit den betroffenen Parteien ist für beide Seiten zu berücksichtigen, dass aufgrund der knappen Zeit und der Vielzahl der Verhandlungen Nachverhandlungen praktisch nicht möglich sind. Aus diesem Grund ist auch für den Käufer sehr entscheidend, dass er die Due Diligence schnell, umfassend, gründlich und abschließend durchführt.

---

<sup>15</sup> Coco 2011.

<sup>16</sup> Coco 2011.

Ein Verkauf von assets vor einer Insolvenz kann problematisch sein, da der Verkauf wesentlicher assets das Geschäft schwächt und als Insolvenzursache oder -beschleuniger wirken kann. Ferner ist darauf zu achten, dass beim Verkauf von assets vor einer Insolvenz marktgerechte Preise gezahlt werden und die marktgerechten Preise auch nachgewiesen werden können. Meist lassen sich aber in der kurzen zur Verfügung stehenden Zeit keine marktgerechten Preise für den Verkauf einzelner assets erzielen.

Break-up Vereinbarungen und -gebühren, die bei gewöhnlichen M&A-Verhandlungen vereinbart werden können, sind bei Distressed M&A-Projekten meist nicht wirksam, da das Unternehmen beim Eintritt solcher Regelungen häufig schon insolvent wäre bzw. es zu lange dauert, die Break-up Vereinbarungen umzusetzen.

Bei der Organisation des M&A-Prozesses ist bedeutend, dass Informationen schnell und effizient transportiert werden. Ferner sollten die M&A-Berater eine zumindest wöchentliches Reporting, häufig „control schedule“ genannt, erstellen.

### **2.3.3 Projektabschluss**

Zum Projektschluss werden die abschließenden Verhandlungen geführt. Die wesentlichen Entscheidungen sind in einer früheren Phase getroffen worden. Zum Zeitpunkt des Projektabschlusses geht es in der Hauptsache um den Kaufpreis sowie um die letzten Details der Organisation, der Restrukturierung und um mögliche Closing-Bedingungen.

Sind noch mehrere Bieter im Prozess, so gibt es wie bei gewöhnlichen M&A-Abschlüssen parallele Verhandlungen um den Kaufpreis, allerdings in sehr kurzer Zeit. In vielen Fällen wird aber zu diesem Zeitpunkt der Verhandlungen stärker mit dem bevorzugten Käufer („Stalking horse“) verhandelt, um einen schnellen Vertragsabschluss zu erreichen.

Generell sollte dann auch eine sehr kurze Zeit zwischen Signing und Closing liegen, die idealerweise nur durch die Zahlung des Kaufpreises bestimmt ist. Sollten wesentliche Closing-Bedingungen von einer der beiden Parteien gewünscht sein, ist es taktisch ratsam, den Kaufpreis anzupassen und im Gegenzug auf die Closing-Bedingung zu verzichten. Ein Zurückhalten eines Teils des Kaufpreises auf einem Notaranderkonto ist möglich, wenn auch bei Distressed M&A-Transaktionen wenig üblich.

Nach dem Closing erfolgt häufig eine weitere Reorganisation und Restrukturierung in Zusammenarbeit von Käufer und dem verbliebenem und gegebenenfalls neu berufenen Management.

---

## **2.4 Zehn Erfolgsfaktoren eines Distressed M&A- Projektes**

Die Anforderungen an das Projektmanagement von Distressed M&A-Projekten lassen sich in 10 Erfolgsfaktoren zusammenfassen:

1. Verstehen der aktuellen Situation des Unternehmens  
Zum Verständnis der aktuellen Situation gehören insbesondere das Verständnis der Gründe für die Krisensituation, die Bestimmung der zur Verfügung stehenden Zeit, verfügbarer Cash und ein aktueller Finanzplan mit den kritischen Pfaden.
2. Schnelle Restrukturierung des Geschäftes zur Erreichung von Profitabilität  
Sofern eine weitere Restrukturierung des Geschäftes notwendig ist, sollte sie in kurzer Zeit umgesetzt werden und zumindest zur Profitabilität in einzelnen Teilsegmenten führen.
3. Realistische Distressed M&A-Projektplanung und effiziente Umsetzung  
Es ist notwendig, das Projekt unter folgender Maßgabe aufzubauen: Exakte Planung ohne Puffer, kein Plan B und Effizientes Projektmanagement (Dokumentation, Zeitpläne einhalten etc).
4. Hochprofessionelles Team/Ressourcen mit absolutem Commitment,  
Turnaround-/Krisen-Team zur Stabilisierung des Betriebs, Cash-Einsparungen, externer Support durch Interim Management und spezialisierte Rechtsberater vor Insolvenzantragsstellung.
5. Dynamik und Fokus im Projekt  
Fokus und Geschwindigkeit bei der Umsetzung. Kein Abdriften in alternative Szenarien.
6. Realistisches Erwartungsmanagement von Management und Investoren  
Erwartungen von Management und Investoren abgleichen und laufend aktuell halten.
7. Parallele, umfassende und intensive Kommunikation mit allen Stakeholdern  
Aktuelle und schnelle Kommunikation mit allen Beteiligten, d. h. mit Mitarbeitern, Shareholdern, Kunden, Lieferanten, Öffentlichkeit/Presse.
8. Hochprofessioneller Verkaufsprozess  
Unterlagen, Projektmanagement, Zusagen absolut einhalten, Tempo ist absolut entscheidend.
9. Vertrauensvolle Verhandlungen und schnelle Entscheidungen („der richtige Käufer“)  
Verbindliche Prozessabsprache mit den potentiellen Käufern, nicht mit zu vielen potentiellen Käufern verhandeln, da sonst der Verkaufsprozess nicht mehr kontrollierbar ist, Kontrolle sensibler und unternehmenswichtiger Informationen, keine Zeit für Nachverhandlungen, einmal Zugesagtes muss zugesagt bleiben.
10. Möglichst einfacher Kaufvertrag  
Abschluss eines Asset Deal, keine Garantien, „sign and close together“, Closing-Bedingungen in kürzester Zeit umsetzen.

---

## 2.5 Zusammenfassung und Fazit

Distressed M&A-Projekte stellen höchste Anforderungen an das Projektmanagement. Die Zeit für diese Projekte ist extrem knapp, deshalb sollten Distressed M&A-Projekte nicht erst bei Stellen eines Insolvenzantrages begonnen werden sondern idealerweise früher.

Ein Distressed M&A-Projekt umfasst in seiner Gesamtheit viele einzelne Teilprojekte, wie z. B. Liquiditätssteuerung, Kunden, Dienstleister, Restrukturierung/Businessplan, Rechtsfragen/Insolvenzvorbereitung, Kommunikation, Due Diligence sowie den eigentlichen M&A-Prozess. In extrem kurzer Zeit sind parallele Verhandlungen mit einer Vielzahl von Stakeholdern durchzuführen und zu koordinieren.

Der Verkaufs- und Verhandlungsprozess erfolgt dabei in extrem kurzer Zeit und ein Alternativplan liegt i. d. R. nicht vor, da nach einem Misserfolg des M&A-Projektes oftmals nur noch eine Liquidation des Unternehmens möglich ist.

Es werden zehn Erfolgsfaktoren für ein Gelingen des gesamten Distressed M&A-Projektes vorgeschlagen, damit ein Unternehmensverkauf möglichst wahrscheinlich wird. Bei Umsetzung der zehn Erfolgsfaktoren ist zwar ein Erfolg eines Distressed M&A-Projektes aus Sicht des Managements bzw. der Verkäufer nicht sicher, aber zumindest wird dann alles Mögliche getan, damit das Unternehmen verkauft wird und es weitergeführt werden kann.

Die Erfolgsfaktoren lassen sich auch gut aus Sicht möglicher Unternehmenskäufer interpretieren, die sich hiermit an die Situation der verkaufenden Partei gut anpassen können und so die Möglichkeit bekommen, ein Unternehmen oder ein Unternehmensteil zu einem potentiell günstigen Preis zu erwerben.

---

## Literatur

- Arends, Volker/Hofert-von Weiss, Sebastian (2009): Distressed M&A – Unternehmenskauf aus der Insolvenz, BB 2009, S. 1538 ff.
- Bitter, Georg/Rauhut, Tilman (2011): Unternehmenskauf in Krise und Insolvenz, Mannheim 2011 (Online-Publikation Universität Mannheim/ZIS).
- Brühl, V. (2004): Restrukturierung – Ursachen, Verlauf und Management von Unternehmenskrisen; erschienen in Brühl, V./Göpfert, B. (2004): Unternehmensrestrukturierung – Strategien und Konzepte, S. 3–31.
- Classen, Dirk (2010): Distressed M&A – Besonderheiten beim Unternehmenskauf aus der Insolvenz, BB 2010, S. 2898 ff.
- Coco, N. F. (2011): The Top Five Traps in Distressed M&A Transactions. Aufgerufen am 7. April 2012: <http://www.natlawreview.com/article/top-five-traps-distressed-ma-transactions>.
- Forde, Michael K. (2011): Managing the Early Stages of Commercial Litigation: Critical First Steps, Mayer Brown.
- Nesvold, H. Peter/Anapolsky, Jeffrey M./Lajoux, Alexanra (2011): The Art of Distressed M&A: Buying, Selling, and Financing Troubled and Insolvent Companies, New York.
- Ott, Wolfgang (2011): Unternehmenskauf aus der Insolvenz, Ein Praxisleitfaden, 2. Auflage, Wiesbaden.
- Picot, Arnold (Hrsg.), Unternehmenskauf und Restrukturierung, 3. Aufl. 2004.
- Windhöfel, Thomas/Ziegenhagen, Andreas/Denkhaus, Stefan (2011): Unternehmenskauf in Krise und Insolvenz, 2. Aufl., Köln.
- Weigert, Andreas (2009): Distressed M&A im Mittelstand: Grundlagen, Marktstruktur und Durchführung, Saarbrücken.



**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.

Distressed Mergers & Acquisitions  
Kauf und Verkauf von Unternehmen in der Krise  
Bauer, C.; von Düsterlho, J.-E. (Hrsg.)  
2016, XIX, 257 S. 39 Abb., Softcover  
ISBN: 978-3-658-12247-8