

Fusion als strukturelle Sanierungsoption

1	Fusion als „ultima ratio“?	3
2	Motive für Fusionen in Restrukturierungssituationen	4
2.1	Schaffung von Shareholder Value als Oberziel	4
2.2	Operative Ziele	5
2.3	Finanzielle Ziele	6
3	Wertsteigerungs- und Ergebniseffekte von Fusionen	7
3.1	Ökonomische Beurteilung von Fusionen	8
3.2	Bedeutung von kurz- und langfristigen Ergebniseffekten für die Aktienkursentwicklung	9
3.3	Ermittlung des Earnings Dilution/ Accretion – Effektes	12
3.4	Gestaltungsmöglichkeiten der Earnings Dilution	13
4	M&A-Prozess	15
4.1	Phase 1: Entwicklung M&A-Strategie	16
4.2	Phase 2: Transaktion	22
4.3	Phase 3: Post-Merger-Integration	26
5	Übertragende Sanierung	37
5.1	Sanierung im Insolvenzplanverfahren vs. übertragende Sanierung	37
5.2	Rollen von Management und Insolvenzverwalter	38
5.3	Eckpunkte eines Restrukturierungskonzepts	39
5.4	Der Ablauf einer übertragenden Sanierung im Vergleich zum generellen M&A-Prozess	40

1 Fusion als „ultima ratio“?

Gerade bei Unternehmen, die sich in einer Restrukturierungs- oder Sanierungssituation befinden, stellt sich die Frage, ob es der richtige Zeitpunkt ist, über Fusionen nachzudenken. Zunächst ist unklar, ob überhaupt ein Partner gefunden werden kann, der bereit ist, eine Verbindung mit einer „ugly duck“ – einem Unternehmen mit Restrukturierungsbedarf – einzugehen. Auch für den Fall, dass sich ein potenzieller Partner für das zu restrukturierende Unternehmen findet, ist es fraglich, ob die bei einer Restrukturierung freigesetzten Wertreserven hinreichend Beachtung finden und sich somit ein attraktiver Einbringungspreis für die bisherigen Eigentümer ergibt. So ist es auch nicht verwunderlich, dass in der einschlägigen Literatur zu dem Thema M&A in Restrukturierungssituationen fast ausschließlich Verkäufe von Unternehmensteilen, aber kaum Fusionen behandelt werden (Achleitner/ Bassen/ Wahl, 2003).

Dennoch ist gerade der Zusammenschluss zweier Unternehmen ein sehr wichtiges Instrument eines strukturellen Turnarounds. Insbesondere in einer Phase der Rationalisierungen und des Kapazitätsabbaus gilt es zu prüfen, ob ein Unternehmen alleine noch über eine ausreichend kritische Masse verfügt, um langfristig im Markt zu überleben. Auch stehen oftmals nicht mehr ausreichende finanzielle Mittel zur Verfügung, um die für den Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit notwendigen Investitionen durchzuführen (Dietsch-Dortenbach, 2001). Insbesondere vor dem Hintergrund einer zunehmend restriktiveren Kreditpolitik der Banken sind die notwendigen Investitionen in Produkte und Technologien für ein einzelnes Unternehmen häufig nicht mehr zu finanzieren. Durch den Zusammenschluss zweier Unternehmen kann einerseits die notwendige kritische Größe erreicht werden, um wesentliche Investitionen zu realisieren, zum anderen ergeben sich für den neu entstandenen Unternehmenszusammenschluss oft auch neue Finanzierungsalternativen, z. B. über die Kapitalmärkte, die eine gewisse Unternehmensgröße voraussetzen.

Im Extremfall kann eine Einbringung des Unternehmens in ein anderes Unternehmen sogar die „ultima ratio“ sein, die ein Überleben des Unternehmens sicherstellt. Befindet sich das zu restrukturierende Unternehmen bereits in der Insolvenz, so kann die „übertragende Sanierung“, d. h. die Einbringung der Assets des Unternehmens in ein anderes Unternehmen, oft die einzige Möglichkeit sein um eine Liquidation zu verhindern (Fröhlich/ Köchling, 2003).

Grundsätzlich ist noch festzuhalten, dass gerade bei Fusionen in Restrukturierungssituationen angebracht ist, möglichst frühzeitig die Weichen zu stellen und zu hohen Zeitdruck (z.B. durch eine drohende Zahlungsunfähigkeit) nach Möglichkeit zu vermeiden. Nur so kann sichergestellt werden, dass das Management umfassende Handlungsspielräume behält und nicht zum Spielball der Marktkräfte wird. Auch lässt sich zu einem früheren Zeitraum meist ein höherer Wert für die bisherigen Eigentümer erzielen, als dies kurz vor oder während der Insolvenzphase der Fall ist.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert: Nach einer Übersicht der wesentlichen Motive für Fusionen in Restrukturierungssituationen werden die langfristigen Wertsteigerungspotenziale aus Fusionen im Gegensatz zu kurzfristigen finanziellen Effekten (insbesondere unter Berücksichtigung des Ergebnis-Verwässerungseffekts) kritisch gegenübergestellt. Den Schwerpunkt dieses Beitrags bildet eine Darstellung des idealtypischen M&A-Prozesses von der Suche eines Fusionspartners bis hin zur Post-Merger-Integration. Abschließend erfolgt ein Ausblick auf das Thema „übertragende Sanierung“, die als Spezialfall einer Fusion, die Verschmelzung bzw. Einbringung eines insolventen Unternehmens behandelt.

2 Motive für Fusionen in Restrukturierungssituationen

2.1 Schaffung von Shareholder Value als Oberziel

Das grundlegende Ziel einer Fusion ist im Grundsatz identisch mit jeder anderen Investitionsentscheidung eines Unternehmens: das Ziel den Unternehmenswert nachhaltig zu steigern bzw. die Schaffung von „Shareholder Value“. Bei Fusionen wird Shareholder Value dann geschaffen, wenn durch den Zusammenschluss beider Unternehmen der Unternehmenswert der fusionierten Unternehmen größer ist als die Summe der Einzelwerte der an der Fusion beteiligten Unternehmen (Copeland/ Kolter/ Murrin, 2002; Zenz-Spitzweg, 2001). Dies setzt voraus, dass durch die Fusion Synergien geschaffen werden, die den Mehrwert aus dem Zusammenschluss beider Unternehmen erklären. Meist sind diese Synergien jedoch vor Vertragsabschluss nur schwer quantifizierbar und oftmals nur über einen langfristigen Zeitraum hinweg zu realisieren. Davon zu unterscheiden sind Veränderungen des Marktwertes börsennotierter Unternehmen, die auf eine Aktienkursreaktion nach einer Fusionsankündigung zurückzuführen sind. Diese stellen nicht die eigentlichen Fusionssynergien dar, sondern sind lediglich ein Abbild der **Erwartungen des Kapitalmarktes** über die zu erwartende Wertschaffung aus dem Unternehmenszusammenschluss. Insbesondere solange das Umtauschverhältnis der Aktien zweier börsennotierter Fusionspartner noch nicht feststeht, kann es zu erheblichen Schwankungen und Verschiebungen des Unternehmenswertes kommen. Auch ex-post lässt sich der Mehrwert einer Fusion nicht unmittelbar aus der Veränderung des Marktwerts ableiten. So wäre es notwendig, die Marktwertveränderung des fusionierten Unternehmens mit der Summe der Marktwertveränderungen der Einzelunternehmen zu vergleichen – letztere haben

jedoch durch die Fusion aufgehört als eigenständige Einheiten am Kapitalmarkt zu existieren.

Neben dem langfristigen Ziel der Realisierung von wertsteigernden Synergien kann eine Fusion auch durch kurzfristige Ziele motiviert sein. So ist es möglich, dass durch eine Fusion bestimmte Finanzkennzahlen positiv beeinflusst werden (siehe Kapitel 3.4). Kurzfristig besteht die Möglichkeit, dass der Kapitalmarkt dies als Zeichen potenzieller Synergien wahrnimmt. Zu einer nachhaltigen Wertsteigerung wird es jedoch nur dann kommen, wenn die bilanzielle Wirkung des Zusammenschlusses nicht nur buchhalterische Zahlenkosmetik darstellt, sondern zu realen Synergien führt. Ein unmittelbarer Effekt ergibt sich aus einer Veränderung der Finanzkennzahlen, wenn diese die Aufnahme von Fremdkapital erleichtern. Unter Umständen kann ein Unternehmenszusammenschluss für ein Unternehmen sogar überlebensnotwendig sein, und zwar dann, wenn ein Zusammenschluss zweier Unternehmen für die Einhaltung bestimmter Loan Covenants notwendig ist, da andernfalls das Kreditinstitut die Möglichkeit einer Kündigung der Fremdfinanzierung hätte.

Im Folgenden sollen mögliche operative und finanzielle Ziele von Unternehmenszusammenschlüssen betrachtet werden. Selbstverständlich führen auch operative Vorteile letztendlich zu finanziellen, den Unternehmenswert steigernden Vorteilen.

2.2 Operative Ziele

Synergien aus dem Zusammenschluss von Unternehmen beziehen sich meist auf operative Vorteile (Dietsch-Dortenbach, 2001). Dabei sind zu unterscheiden:

■ Erzielung von Skalenvorteilen (economies of scale)

Gerade in sich konsolidierenden Märkten kann das Erreichen einer kritischen Größe überlebensnotwendig sein. Bsp. Hierfür ist die Automobilindustrie sowie der Flugzeugbau, bei denen es zu einem kontinuierlichen Konzentrationsprozess kam, der zu zahlreichen Unternehmenszusammenschlüssen führte. Gleichzeitig sind zahlreiche Wettbewerber aus dem Markt ausgeschieden, die nicht rechtzeitig die kritische Größe durch überdurchschnittliches internes und externes Wachstum erreichen konnten. Ein wesentlicher Effekt der Economies of Scale ergibt sich durch das Zusammenlegen von bestimmten operativen Funktionsbereichen. Dies ist nahezu in allen Funktionen der betrieblichen Wertschöpfungskette zu erreichen: im Einkauf (z. B. durch größere Einkaufsvolumina), im F&E-Bereich (z. B. durch Ressourcenbündelung), in der Produktion (z. B. durch Werkszusammenlegungen), der Lagerbewirtschaftung, der Logistik und schließlich auch im Vertrieb und der Verwaltung. Die Erfahrung zeigt, dass die Vorteile in diesem Bereich grundsätzlich umso höher sind, je besser sich die Funktionsbereiche der Partnerunternehmen ergänzen. Skalenerträge haben dabei den Effekt, dass sie die langfristigen Durch-

schnittskosten eines Unternehmens reduzieren und dadurch einen wesentlichen Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens beitragen.

■ Erzielung von Wissensvorteilen (economies of scope)

Operative Vorteile können u. a. dadurch entstehen, dass sich bei einem fusionierten Unternehmen das technische oder betriebliche Know-how des einen Unternehmens auf das Geschäft des neu entstandenen Fusionsunternehmens übertragen lässt. So ist es denkbar, dass zwei Unternehmen aus der Automobilzulieferindustrie durch den Zusammenschluss künftig als Systemanbieter auftreten können.

Neben technischem Know-how ist es auch möglich, dass durch die Fusion sich ergänzende Fähigkeiten oder Kernkompetenzen in einem Unternehmen gebündelt werden. So war eine wesentliche Motivation der Fusion der Unternehmen AOL und TIMEWARNER die Zusammenführung der Internetkompetenz von AOL mit den Medieninhalten von TIMEWARNER. Ein anderes Bsp. ist die Fusion der Investmentbank MORGAN STANLEY mit der Retailbank DEAN WITTER zu MSDW. Auch ein sanierungsbedürftiges Unternehmen kann trotz finanzieller Probleme wichtige Fähigkeiten oder Kernkompetenzen (z. B. besondere Patente oder Verfahrenstechniken) haben, die einen Unternehmenszusammenschluss motivieren können.

2.3 Finanzielle Ziele

Neben operativen Vorteilen können auch finanzielle Vorteile das Ziel eines Unternehmenszusammenschlusses sein. Dazu zählen v. a. die Verbesserung der Refinanzierung, die Senkung der Kapitalkosten sowie die Optimierung der steuerlichen Situation.

Durch einen Unternehmenszusammenschluss kann eine für das Wachstum notwendige, höhere **Kapitalkraft und Kapitalaufnahmekapazität** erreicht werden. So ist es möglich, dass es durch die Fusion zu einer Verbesserung der für die Kreditaufnahme wesentlichen Finanzkennzahlen (loan covenants) kommt, die eine zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital erlauben. Gleichzeitig stehen einem fusionierten Unternehmen bei Erreichen einer bestimmten kritischen Größe oftmals andere Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, die den Einzelunternehmen unter Umständen verweht gewesen wären. Dies kann z. B. eine direkte Aufnahme von Fremdkapital über die Kapitalmärkte durch die Emission einer Unternehmensanleihe oder auch die Verbriefung von Forderungen in Form von Asset-backed Securities sein. Darüber hinaus kann sich eine Fusion aber auch positiv auf die Eigenkapitalfinanzierung auswirken, wenn z.B. durch die Fusion eines nicht-notierten Unternehmens mit einem börsennotierten Unternehmen erstmalig der Kapitalmarkt „angezapft“ werden kann. Ebenso können bereits notierte Unternehmen nach einer Fusion oftmals die notwendige kritische Größe für die Ansprache neuer Investorengruppen oder die Schwelle für die Aufnahme in einen bestimmten Börsenindex erreichen.

Ein weiterer Vorteil ist eine mögliche **Senkung der Kapitalkosten**, die nach der Shareholder Value-Theorie insbesondere dann erreicht wird, wenn es durch den Zusammenschluss zu einer Reduzierung des systematischen Risikos (gemessen im Beta-Faktor des Unternehmens) kommt. Begründet werden kann dies dadurch, dass die Cash Flow-Ströme der einzelnen Unternehmen unterschiedlich auf Marktveränderungen reagieren und durch den Zusammenschluss der Cash Flow des fusionierten Unternehmens möglicherweise eine geringere Korrelation zum Gesamtmarkt aufweist. Diese geringere Korrelation drückt sich in einem niedrigeren Beta-Faktor aus, was die Eigenkapitalkosten des Unternehmens reduziert (Copeland/ Koller/ Murrin, 2002).

Ein weiterer finanzieller Vorteil einer Fusion kann sich aus Gründen der **Steueroptimierung** ergeben. So ist es denkbar, dass durch den Zusammenschluss Gewinne des einen Unternehmens mit Verlusten eines anderen (sanierungsbedürftigen) Unternehmens verrechnet werden können. Grundsätzlich hat die Finanzverwaltung zwar die Nutzbarkeit eines Verlustvortrags in den letzten Jahren stark eingeschränkt, allerdings gibt es nach wie vor Sondersituationen wo dies nach wie vor möglich ist (Stichwort: „Sanierungsprivileg“)

3 Wertsteigerungs- und Ergebniseffekte von Fusionen

Die ökonomische Betrachtung der Effekte aus einer Fusion bewegt sich im Spannungsfeld zwischen den auf langfristigen Zukunftserfahrungen basierenden Werteffekten einerseits und den kurzfristig absehbaren Ergebniseffekten andererseits. Auch wenn ein auf das Ziel der Wertsteigerung fokussiertes Management primär die langfristige Entwicklung des Unternehmens- und Eigenkapitalwertes im Auge hat, so sind insbesondere für börsennotierte Unternehmen auch die kurzfristigen Ergebnis- und Cash Flow-Ziele nicht zu vernachlässigen. Daher ist für die Mehrzahl der Equity-Analysten und Investoren ein wesentliches Kriterium zur Beurteilung der Attraktivität einer bestimmten Aktie, ob das Management in der Lage ist die Erwartungen des Kapitalmarktes im Hinblick auf die kurzfristige (meist quartalsweise) Umsatz- und Ergebnisentwicklung zu erfüllen (Andrade, 1999).

Häufig stehen jedoch gerade kurz- und mittelfristige ökonomische Ziele in konkurrierender Beziehung. So können bspw. Forschungs- und Entwicklungskosten oder Marketingaufwendungen zunächst zu negativen Cash Flow- und Ergebniseffekten führen, wohingegen erst langfristig die entsprechenden positiven Effekte erreicht werden. Ein vergleichbarer Effekt ist auch bei Unternehmensfusionen und -akquisitionen zu beobachten: Einem durch Transaktions- und Integrationskosten verursachten negativen Ergebniseffekt steht ein durch Synergierealisierung langfristig positiver Ergebniseffekt

gegenüber. Insgesamt sind aber bei Fusionen und Akquisitionen weitere Aspekte, wie die Transaktionsgestaltung und die Form der Kaufpreisbezahlung im Hinblick auf ihre Ergebniswirkung zu betrachten. Im Mittelpunkt dieser Betrachtung steht die Überlegung, ob und unter welchen Bedingungen es bei einer Fusion oder Akquisition zu einer Ergebnisverwässerung (**Earnings Dilution**) oder zu einer Ergebnisaufwertung (**Earnings Accretion**) kommt. Im Folgenden soll dargestellt werden, wie eine Fusion aus ökonomischen Gesichtspunkten in ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert beurteilt werden kann und welche Bedeutung vor diesem Hintergrund kurz- und langfristige Ergebniseffekte auf die Aktienkursentwicklung haben. Im Anschluss wird anhand eines vereinfachten Beispiels die Berechnung der Earnings Dilution/ Accretion dargestellt sowie die wesentlichen Einflussfaktoren zur Gestaltung des Ergebniseffektes diskutiert.

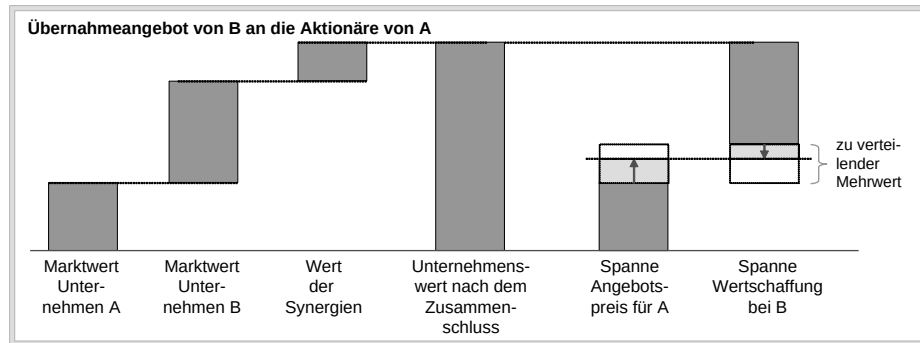
3.1 Ökonomische Beurteilung von Fusionen

Wie dargelegt, sollte eine Steigerung des Unternehmenswertes das Oberziel einer Fusion sein. Dabei ist der zu erwartende (Netto-) Marktwertzuwachs gleichzusetzen mit der erwarteten (Netto-) Vermögenssteigerung und damit den zusätzlichen zukünftigen Einkommensströmen, die durch die Verbindung der fusionierenden Unternehmen entstehen. Gesamtökonomisch betrachtet ist eine Fusion somit dann sinnvoll, wenn durch die Verbindung ein zusätzlicher Mehrwert (= Synergien) geschaffen wird. Aus Sicht der Anteilseigner der an einem Unternehmenszusammenschluss beteiligten Unternehmen ist darüber hinaus sicherzustellen, dass sie einen angemessenen Anteil am neu geschaffenen Gesamtunternehmen erhalten. Dies ist v. a. dann zu beachten, wenn der Unternehmenszusammenschluss durch ein öffentliches Übernahmeangebot initiiert wird. Da der Angebotspreis bei einem öffentlichen Übernahmeangebot i. d. R. über dem aktuellen Börsenkurs liegen wird, um das Angebot für die Aktionäre attraktiv zu machen, kann man davon ausgehen, dass die Aktionäre des Zielunternehmens einen Teil der Wertschaffung erhalten. Für die Aktionäre des Bieterunternehmens ist dagegen zu prüfen, ob diesen ein angemessener Anteil an der Gesamtwertsteigerung verbleibt oder ob die gebotene Prämie den Wert der zu erwartenden Synergien übersteigt. Ist dies der Fall, kann der Unternehmenszusammenschluss zwar gesamtwirtschaftlich positiv zu betrachten sein, die Aktionäre des Bieterunternehmens müssen dennoch eine Abwertung ihrer Anteile befürchten (vgl. Abb. 3-1).

Der aktuelle „stand-alone“-Wert orientiert sich bei börsennotierten Unternehmen üblicherweise am aktuellen Marktwert. Der Wert der Synergien ist dagegen ex-ante nicht am Kapitalmarkt zu beobachten und ist daher im Rahmen einer kapitaltheoretisch fundierten Bewertung des neuen Gesamtunternehmens zu ermitteln. Dabei errechnet sich der Marktwertzuwachs durch Gegenüberstellung des auf Basis eines Discounted Cash Flow oder Ertragswertverfahrens ermittelten Gesamtwertes der

fusionierenden Unternehmen abzüglich der Stand-alone-Werte der Einzelunternehmen.

Abbildung 3-1: Wertsteigerungen aus Sicht des Bieterunternehmens



Auf Unternehmensebene ist ferner üblich, dass zusätzlich zur Marktwertanalyse auch eine Ergebnis- und Liquiditätsanalyse hinzukommt. So wird i. R. der Ergebnisanalyse der periodenbezogene Einfluss des Unternehmenszusammenschlusses auf absolute Ergebnisgrößen und zugehörige Ergebnisbestandteile (z. B. Umsatz, bilanzielles Ergebnis, Ergebnis/ Aktie, steuerliche Ergebniswirkungen, Opportunitätskosten) sowie auf relative Ergebnisgrößen (z. B. Umsatzrendite, ROCE) betrachtet. Im Rahmen der Liquiditätsanalyse wird der Einfluss des Unternehmenszusammenschlusses auf liquiditätsbezogene Stromgrößen (z. B. operativer Cash Flow, Capex, Finanzierungskosten) sowie liquiditätsbezogene Bestandsgrößen (z. B. Nettofinanzschulden) einbezogen.

3.2 Bedeutung von kurz- und langfristigen Ergebniseffekten für die Aktienkursentwicklung

Eine Vielzahl von empirischen Studien sowie Stellungnahmen aus der Unternehmenspraxis zeigt, dass bei Auswahlentscheidungen im M&A-Geschäft vielfach eine extreme Kurzfristorientierung mit besonderem Blick auf die unmittelbar nach einer Fusion oder Akquisition zu erwartende Ergebniswirkung anzutreffen ist (Block, 2002). Offensichtlich wird bei der ökonomischen Beurteilung einer Transaktion den kurzfristigen Veränderungen des bilanziellen Periodenergebnisses und des Ergebnisses je Aktie (Earnings per Share – EPS) häufig eine größere Beachtung als den langfristig zu erwartenden Werteffekten geschenkt. Teilweise sind Akquisiteure sogar bereit, eine höhere

Prämie für einen kurzfristig niedrigeren negativen EPS-Einfluss zu bezahlen, ohne dass daraus positive Werteffekte zu erwarten wären.¹

Eine Erklärung für die hohe Bedeutung, die Führungskräfte den kurzfristigen Ergebniswirkungen zuschreiben, dürfte das antizipierte Verhalten der Investoren bei börsennotierten Unternehmen sein. So wird die Kennzahl Earnings per Share (EPS) regelmäßig als zentraler Indikator für die Bewertung von Aktien börsennotierter Unternehmen verwendet und dient dabei als herausragende Informationsbasis für Anlageentscheidungen der Kapitalgeber. Bspw. werden zur vereinfachten Berechnung des Wertes einer Aktie Dividenden-Diskontierungs-Modelle auf Basis der Formel der ewigen Rente herangezogen. Im einfachsten Modell wird dabei unter Zugrundelegung einer Vollausschüttungshypothese der gegenwärtige Aktienwert (P_0) auf Basis der EPS der nächsten Periode (EPS_1), des Eigenkapitalkostensatzes (r_e) und einer jährlich konstanten Wachstumsrate (g) geschätzt (unter der Nebenbedingung $r_e > g$):

$$(1) \quad P_0 = \frac{EPS_1}{r_e - g}$$

Neben der Bewertung auf Basis von Dividenden-Diskontierungs-Modellen besitzt die Multiplikator-Bewertung auf Basis des Price Earnings Ratios (P/E-Ratio) eine große Praxisrelevanz. Dabei beurteilen Investoren den Wert einer Aktie auf Basis der erwarteten EPS und dem durchschnittlichen P/E-Ratio, das in der entsprechenden Branche anzutreffen ist:

$$(2) \quad P_0 = EPS_1 \times \frac{P}{E} - Ratio$$

Kritisch ist jedoch, dass bei einer solchen Bewertung spezifische Unterschiede des P/E-Ratios eines bestimmten Unternehmens vom Branchendurchschnitt ignoriert werden. Führt eine Fusion nun bspw. zu einer Earnings Dilution, so würde dies nach obiger Formel zu einer Abwertung der Aktie führen. Eine derartige Fusionsbewertung ist jedoch höchst unvollständig: in dieser Form berücksichtigt eine EPS-Analyse lediglich die Kurzfristeffekte, langfristige Synergien die erst in späteren Perioden ergebniswirksam werden, werden hingegen vernachlässigt. Bei korrekter Berücksichtigung sollten sich solche Synergiewerte entweder in einer höheren Wachstumsrate (g) künftiger EPS und/ oder einem höheren P/E-Ratio niederschlagen. Das bedeutet jedoch wiederum, dass eine Ergebnisverschlechterung in den ersten Jahren durchaus durch längerfristige positive Effekte überkompensiert werden kann.

Je höher das P/E-Ratio eines Unternehmens ist, umso größer ist die Differenz zwischen der aktuellen Ergebnislage des Unternehmens (ausgedrückt durch den Nenner) und den zukünftig erwarteten Gewinnen (ausgedrückt durch den Zähler). Demzufolge

¹ So zeigt bspw. eine Studie von ROBINSON/ SHANE (1990), dass bei Zusammenschlüssen, die der Pooling of interest-Methode folgten und damit keinen negativen EPS-Effekten aus Goodwill-Abschreibungen ausgesetzt waren, eine höhere Prämie bezahlt wurde als bei Akquisitionen nach der Purchase-Methode.

steigt c. p. die Werthaltigkeit eines Unternehmens mit steigendem P/E-Ratio und damit auch der zu entrichtende Kaufpreis für ein solches Unternehmen. Ebenso kann es sein, dass bei einem Unternehmen aufgrund von Restrukturierungsmaßnahmen die Ergebnislage kurzfristig stark verschlechtert ist, ein höheres P/E-Ratio jedoch das tatsächliche Wertpotenzial nach einer Restrukturierung widerspiegelt. Erwirbt nun ein Unternehmen, dessen P/E-Ratio im Vergleich zum Zielunternehmen deutlich niedriger ist, und unterstellt man, dass die EPS des Zielunternehmens im Ausgangszustand niedriger seien und der Kauf durch die Ausgabe neuer Aktien erfolge, so muss der Bieter einen in der Anzahl von Aktien ausgedrückten Kaufpreis aufwenden, der in keinem entsprechenden Verhältnis zum (Stand-alone-)Ergebnis des Zielunternehmens steht (außer dieser Effekt wird durch Synergiewirkungen überkompensiert). Durch den Kauf eines höher bewerteten Unternehmens tauscht gleichsam der Bieter die Zahlung des Kaufpreises gegenwärtig vergleichsweise hoher und zukünftig vergleichsweise geringer EPS (des eigenen Unternehmens) gegen einen umgekehrt verlaufenden EPS-Strom (beim Zielunternehmen). Damit kommt es implizit zu einem Austausch von EPS-Strömen mit abweichenden zeitlichen Verläufen. Aus diesem Grund kommt es in der Unternehmenspraxis immer wieder zu der Aussage, dass im Zuge eines Aktientausches keine Unternehmen mit einem höheren P/E-Ratio erworben werden sollten:

„... the general belief that one should not acquire companies with a higher P/E-ratio than one's own under a stock exchange, since it would dilute the acquirer's earnings per share“ (Roy, 1997, S. 17)

Der Effekt einer Earnings Dilution ist jedoch dann zu vermeiden, wenn die Ergebnisverwässerung durch einen relativ hohen Kaufpreis (d. h. Umtauschverhältnis <1) durch entsprechende Ergebnissteigerungen aus Synergien überkompensiert wird. Eine allgemeine Regel, dass Unternehmen mit höherem P/E-Ratio nicht akquiriert werden sollten, erscheint daher nicht sinnvoll. Ebenso kritisch ist das sog. Bootstrap-Game (Brealey/ Myers, 2000) zu beurteilen. Manager versuchen dabei die vom Kapitalmarkt geforderten EPS-Steigerungen dadurch zu erreichen, dass kontinuierlich Unternehmen mit niedrigeren P/E-Ratios und entsprechender positiver Ergebniswirkung (Earnings Accretion) akquiriert werden. Sofern bei diesen Akquisitionen keine tatsächlichen Wertsteigerungen durch Synergien erzielt werden, bleibt zu befürchten, dass die Wachstumserwartungen des Kapitalmarkts mittelfristig nicht erreicht werden können und es zu einer Herabstufung des P/E-Ratios und somit gleichzeitig zu einer Abwertung des Unternehmens kommen wird.

Anhand des **Bootstrapping-Games** lässt sich auch die generelle Problematik im Zusammenhang mit der Earnings Dilution-Diskussion veranschaulichen: Insbesondere in Ermangelung einer langfristigen Ergebnistransparenz, nicht zuletzt aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit von Synergiewirkungen, gehen oftmals sichere Ergebnisfakten (d. h. kurzfristige EPS-Effekte) stärker in die Beurteilung der Investoren ein, als unsichere und erfahrungsgemäss häufig überschätzte Synergien (d. h. langfristige EPS-Effekte). Darüber hinaus ist zu bemerken, dass häufig schon intern durch das

Unternehmensmanagement die Synergiewirkungen nur schwer abzuschätzen sind. Auf Seite der Informationen kommt hinzu, dass aufgrund des geringeren Informationsstands die „Acquisition Story“ noch schwerer nachvollziehbar sein dürfte. Experimentell wurde eine Tendenz der Investoren zur „Overreaction“ nachgewiesen, d. h. dass ökonomische Daten mit einfachem Zugang in der Beurteilung künftiger Ergebnisentwicklungen übergewichtet werden (de Bondt/ Thaler, 1985). Das Ausmaß der Overreaction wird dabei stark von der gleichzeitigen Publikation über die erwarteten kurz- und langfristigen Ergebnisentwicklungen sowie dem Vertrauen der Investoren in die Fähigkeit des Managements diese tatsächlich zu realisieren abhängen. Mit zunehmendem Vertrauen in die Fähigkeiten der Unternehmensführung tatsächliche Synergien und langfristige Ergebnisverbesserungen zu realisieren, dürfte auch der zu erwartende Effekt der EPS-Dilution abhängen.

3.3 Ermittlung des Earnings Dilution/ Accretion - Effektes

Die Earnings Dilution bzw. Earnings Accretion infolge einer Unternehmensfusion oder -akquisition berechnet sich aus den Earnings per share (EPS) des Bieters im Planungszeitraum vor und nach der Fusion bzw. Akquisition. Die Grundformel lautet somit:

$$\begin{aligned} & \text{EPS des Akquisiteurs nach der Akquisition} \\ & - \frac{\text{EPS des Akquisiteurs vor der Akquisition}}{\text{Anzahl der Aktien}} \\ & = \text{Earnings Dilution (-) bzw. Earnings Accretion (+)} \end{aligned}$$

In einer vereinfachten Form² berechnen sich die EPS für die nächste Planungsperiode anhand des bilanziellen (Konzern-)Periodenergebnisses, das durch den gewogenen Durchschnitt der in dieser Periode im Umlauf befindlichen Aktien zu dividieren ist.

Die Zählergröße der EPS wird definitionsgemäß durch alle Ergebniseffekte einer Fusion oder Akquisition beeinflusst. Dazu zählen die Ergebnisse des fusionierten bzw. akquirierten Unternehmens, die Ergebniseffekte aus Synergien abzüglich der ergebniswirksamen Transaktions-, Restrukturierungs- und Integrationskosten. Ebenso zu berücksichtigen sind etwaige Goodwill-Abschreibungen sowie Finanzierungskosten bei einem Barkauf des Zielunternehmens. Auf die Nennergröße der EPS wirken akquisitionsbedingte Veränderungen bei der Anzahl der ausgegebenen Aktien. Diese können sowohl bei Fusionen und Akquisitionen über Aktientausch (share deal), als auch bei Barkäufen (cash deal) entstehen, und zwar dann, wenn im Zuge der Transaktion und ihrer Finanzierung neue Aktien des Unternehmens ausgegeben werden.

² D. h. ohne Berücksichtigung eventuell vorhandener Vorzugsaktien oder weiterer Verwässerungseffekte durch wandlungsfähige Wertpapiere, Optionen und Bezugsrechte.

3.4 Gestaltungsmöglichkeiten der Earnings Dilution

Die Treiber der Earnings Dilution bieten vielfältige Gestaltungsoptionen durch das Management. Im Folgenden sollen drei unterschiedliche Gestaltungssphären unterschieden werden: leistungswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche und buchhalterische.

■ Leistungswirtschaftliche Gestaltungsmöglichkeiten

Die ersten beiden Einflussfaktoren auf die EPS, das Ergebnis des Zielunternehmens sowie die Netto-Synergien, werden maßgeblich durch die Akquisitionsstrategie und die Kandidatenwahl bestimmt. Grundsätzlich ist es aus EPS-Gesichtspunkten zunächst positiv, wenn ein Unternehmen mit einem relativ hohen Jahresüberschuss akquiriert wird, der das Ergebnis des Bieterunternehmens erhöht. Allerdings ist gerade bei der hier im Mittelpunkt stehenden Fusion bzw. Akquisition von Restrukturierungsunternehmen häufig eine aktuelle Ergebnisschwäche festzustellen. So kann eine Akquisitionsstrategie gerade darauf abzielen, dass ein Turnaround-Kandidat möglichst günstig erworben wird um anschließend strukturelle Defizite und Management-schwächen mit den eigenen Fähigkeiten auszugleichen.

Nach erfolgter Kandidatenwahl sind insbesondere das Design des Zusammenschlusses sowie die Integrationsmaßnahmen bezüglich der bisher getrennt geführten Geschäfte und Wertschöpfungsprozesse zentrale Gestaltungsparameter in der leistungswirtschaftlichen Sphäre. Beide beeinflussen stark die zu realisierenden Synergiearten, sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Kostenseite. Letztlich relevant ist der Nettoeffekt aus den erzielten Synergiewirkungen einerseits und den dafür aufzuwendenden Kosteneffekten andererseits. Gerade zu Beginn einer Integration fallen größere Restrukturierungs- und Koordinierungsmaßnahmen an, die teilweise mit erheblichen Aufwendungen verbunden sind. Dazu zählen bspw. Schließungskosten von Produktionsstätten, Abfindungsaufwendungen im Zuge der Verschlankung der Administration oder Kosten zur Umstellung des Produktprogramms auf eine einheitliche Plattform. Diese Maßnahmen führen allerdings erst mittel- und längerfristig zu entsprechenden Vorteilen und positiven Ergebniseffekten. Zu den zu berücksichtigenden Kosten treten die eigentlichen Transaktionskosten in Form von Honoraren für Investmentbanken, Rechtsanwälte und Berater hinzu.

Somit ist es möglich, dass die Nettosynergien nach Berücksichtigung der Transaktionskosten zunächst negativ sind und somit zur EPS-Verschlechterung beitragen. Ein wesentliches Ziel des Integrationsmanagements sollte es daher sein, positive Synergiewirkungen möglichst schnell zu realisieren. Nur durch eine zügige Umsetzung solcher „Quick-wins“ ist es letztendlich möglich, schneller positive Ergebniseffekte zu erzielen. Diese sind insbesondere deshalb besonders wertvoll, da sie nicht nur zur EPS-Verbesserung beitragen, sondern auch einen erheblichen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes insgesamt liefern können.

■ Finanzwirtschaftliche Gestaltungsmöglichkeiten

Neben der Wahl der Transaktionsform hat insbesondere die Wahl der Gegenleistung einen entscheidenden Effekt auf die EPS-Dilution. Dafür steht grundsätzlich die Möglichkeit des Erwerbs über Aktientausch und/oder über Barmittel zur Verfügung. Die unterschiedlichen EPS-Wirkungen der beiden Transaktionsformen wurde bereits in dem Beispiel in Kapitel 3.3 dargelegt. Die Art der Akquisitionsfinanzierung kann dabei auf zweifache Weise Auswirkungen auf die EPS und damit die Earnings Dilution haben: Der Zähler der EPS wird entscheidend durch die Finanzierungskosten bzw. entgangenen Ergebnisse gemindert, der Nenner durch zusätzlich ausgegebene Aktien erhöht. Während die Finanzierungseffekte bei einer Außenfinanzierung durch Fremdkapitalaufnahme oder durch Ausgabe neuer Aktien relativ gut zu berechnen sind, ist die Berechnung bei Innenfinanzierung insofern schwierig, da hier die Opportunitätskosten anzusetzen sind, um die das Periodenergebnis infolge der Alternativverwendung des Kapitals beeinträchtigt wird. Geht man davon aus, dass die Finanzierung durch überschüssige liquide Mittel (*excess capital*) erfolgt, so kann zur Vereinfachung der durchschnittliche Anlagezins des Bieters herangezogen werden.

In den letzten Jahren kam es zu einer signifikanten Veränderung der Zahlungsform bei Übernahmeangeboten. Während Mitte der 1980er Jahre mehr als 50 % der größten Transaktionen vollständig in bar oder mit weniger als 20 % in Aktien bezahlt wurden, kehrte sich das Verhältnis Ende der 1990er Jahre um (Rappaport/ Sirower, 2000). Ein Grund mag der Anstieg der Bewertungen an den Kapitalmärkten Ende der 90er Jahre gewesen sein, allerdings hat eine Bezahlung von Akquisitionen über Aktien den weiteren Vorteil, dass das Transaktionsrisiko von beiden Aktionärsgruppen getragen wird.

■ Buchhalterische Gestaltungsmöglichkeiten

Die Bedeutung der Goodwill-Abschreibungen bei der Beurteilung von Unternehmenszusammenschlüssen hat durch die jüngsten Veränderungen der Bilanzierungsrichtlinien nach US-GAAP und IAS deutlich abgenommen. Während es bis zur Einführung der neuen Rechnungslegungsstandards insbesondere im angelsächsischen Raum von zentraler Bedeutung war, ob ein Unternehmenszusammenschluss nach der *purchase method* oder der *pooling-of-interest method* zu beurteilen ist (bei letzterer konnte der Ausweis von Goodwill vermieden werden), ist dies nun kein Gestaltungsthema mehr. Seit der Einführung der *Statements of Financial Accounting Standards* (SFAS) 141 und 142 im Jahre 2001 wurde unter US-GAAP die *pooling-of-interest method* abgeschafft, gleichzeitig wird aber auf eine planmäßige Goodwill-Abschreibung zugunsten eines jährlichen *Impairment-Tests* verzichtet. Im März 2004 hat das *International Accounting Standards Board* (IASB) seine Regelungen angepasst und schreibt nun nach IFRS 3 *Business Combinations* eine mit US-GAAP im Grundsatz vergleichbare Behandlung von Unternehmenszusammenschlüssen vor. Somit existiert eine planmäßige Abschreibung von Goodwill lediglich noch in den lokalen Buchhaltungsstandards, wie z. B. bei einer Bilanzierung nach HGB. Daher ist davon auszugehen, dass die Frage eines Ausweises von Goodwill für die Beurteilung von Unternehmens-

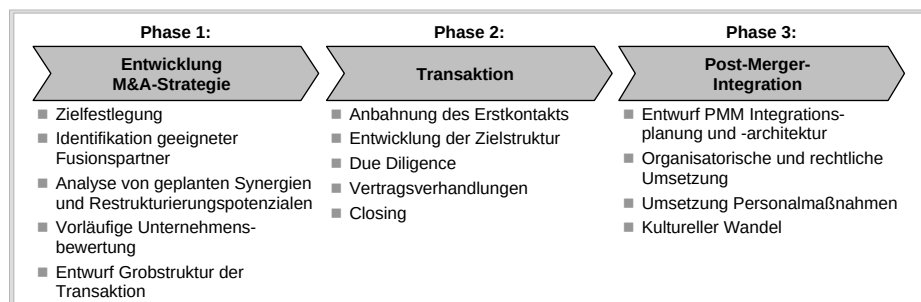
zusammenschlüssen künftig eine geringere Rolle spielen wird. Entscheidungsrelevant sind lediglich die verbliebenen Gestaltungsparameter wie die Zuordnung von Goodwill zu bestimmten Reporting Units sowie die Art der Durchführung des jährlichen Impairment Tests. Gleichzeitig ist es nach den neuen Accounting-Regelungen bei Unternehmenszusammenschlüssen notwendig, dass stille Reserven und Lasten aufgedeckt und im Goodwill enthaltene immaterielle Vermögenswerte gesondert ausgewiesen werden. Im Hinblick auf Restrukturierungsrückstellungen ist zu berücksichtigen, dass diese nach IFRS 3 nur noch dann passivierbar sind, wenn bereits vor dem Zusammenschluss beim erworbenen Unternehmen eine Verpflichtung vorlag.

Insgesamt kann man jedoch davon ausgehen, dass die Bedeutung des buchhalterischen Gestaltungsspielraum bei Unternehmenszusammenschlüssen durch die Einführung der neuen Bilanzierungsspielräume abgenommen hat und das Augenmerk des Managements und der Analysten stärker auf leistungswirtschaftlichen und finanziellen Parametern liegen wird. Gleichzeitig sind dies auch die Stellhebel, die nicht nur eine „kosmetische“ Veränderung der EPS bewirken, sondern i. d. R. auch einen direkten Bezug zu einer verbesserten Wertschaffung haben.

4 M&A-Prozess

Eine wesentliche Voraussetzung für den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen ist ein konsequentes Projektmanagement und damit eine ex-ante Festlegung des logischen und chronologischen Ablaufs der auszuführenden Tätigkeiten. Im Folgenden soll ein idealtypischer Prozess dargestellt werden, der ein M&A-Projekt in die drei Phasen der Strategieentwicklung, der eigentlichen Transaktion und des Post-Merger-Managements einteilt (vgl. Abb. 4-1).

Abbildung 4-1: Phasen eines M&A-Projekts



4.1 Phase 1: Entwicklung M&A-Strategie

Die Initiative für einen Unternehmenszusammenschluss geht i. d. R. zunächst von einem einzelnen Unternehmen aus. Der Ideengeber kann sowohl intern aus dem Unternehmen kommen (z. B. durch das eigene Management oder die interne Unternehmensplanung) oder auch von extern (z. B. Investmentbanker oder Berater). Sobald sich diese Idee konkretisiert, ist es notwendig, ein entsprechendes Projektteam zusammenzustellen, das die Vorbereitung und später die Durchführung einer Transaktion begleitet. Aufgrund der hohen Vertraulichkeit eines M&A-Projektes und des potenziellen Schadens, den ein zu frühes Bekanntwerden einer beabsichtigten Transaktion haben kann, ist es essenziell die Zahl der Insider möglichst gering zu halten. Gleichzeitig ist es aber notwendig, die entscheidenden Wissensträger mit einzubinden, um die zur Vorbereitung eines derart komplexen Projektes notwendigen Fähigkeiten zur Verfügung zu haben. In der Praxis hat sich dabei der Ansatz bewährt, zunächst mit einem sehr kleinen Projektteam, das direkt an den CEO berichtet, zu beginnen und dieses im Laufe der Transaktion um die jeweils relevanten Wissensträger zu erweitern.

■ Zielfestlegung

Der erste Schritt in der Entwicklung einer M&A-Strategie ist die Festlegung der mit einem Unternehmenszusammenschluss verbundenen Ziele. Grundlage bildet hierfür eine genaue Analyse der Branchentrends sowie der Positionierung des Unternehmens innerhalb der Branche. So kann es bspw. in einem stagnierenden Markt mit sinkenden Margen für die Marktteilnehmer notwendig sein, eine kritische Größe zu erreichen und an einer Industriekonsolidierung zu partizipieren (vgl. Kapitel 2.2). Als Beispiel kann die Luftfahrtindustrie dienen, bei der es nur durch einen Zusammenschluss der nationalen Unternehmen zur EADS möglich war, die hohen Investitionsvolumina aufzubringen, die für die Entwicklung einer neuen Flugzeuggeneration notwendig

sind. Ebenso kann auch ein Technologiesprung in einer Branche einen Unternehmenszusammenschluss indizieren, wenn bspw. ein ehemaliger Branchenführer den Einstieg in eine neue Technologie verpasst hat und sich nun die entsprechende Kompetenz durch einen Unternehmenszusammenschluss einkauft. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist es, bestimmte Branchentrends bereits frühzeitig zu erkennen und eine darauf abgestimmte M&A-Strategie zu entwickeln und umzusetzen.

Auf Basis der Branchen- und Wettbewerbssituation gilt es nun, die mit einem Unternehmenszusammenschluss verbundenen Ziele festzulegen. Bei Unternehmen in Restrukturierungssituationen werden dies in den meisten Fällen die Realisierung von operativen Synergien bzw. die Einsparung von Kosten sein. Weitere Ziele sind bspw. die Bündelung von Know-How im Bereich Forschung und Entwicklung oder des notwendigen Investitionskapitals. Darüber hinaus können aber auch Wachstumssynergien, z. B. durch die Erschließung neuer geographischer Märkte oder die gemeinsame Entwicklung neuer Produkte, im Vordergrund stehen. Sobald ein mit der aktuellen Branchen- und Wettbewerbssituation abgestimmter Zielkatalog festgelegt wurde, kann dieser als Bewertungsschema für die Auswahl der geeigneten Kandidaten herangezogen werden.

Gerade bei Unternehmen in Restrukturierungssituationen gilt es, frühzeitig und proaktiv zu handeln. Nur so kann sichergestellt werden, dass dem Management noch genügend Handlungsfreiheit bleibt und ein entsprechender Fusionspartner gefunden werden kann. Ist ein Unternehmen bereits in einer existenzbedrohlichen Liquiditätskrise, ist es für eine aktive M&A-Strategie meist zu spät. Oft ist dann nur noch ein „Notverkauf“ des Unternehmens zu einem deutlich niedrigeren Preis und mit entsprechenden Zugeständnissen an den Käufer möglich.

■ Identifikation geeigneter Fusionspartner

Nach der Festlegung der Zielkriterien für einen Unternehmenszusammenschluss gilt es, die geeigneten Fusionspartner zu identifizieren. Dabei kann es sich entweder um direkte Wettbewerber, aber auch in der Wertschöpfungskette vor- oder nachgelagerte Unternehmen handeln. Während bei ersteren primär Konsolidierungs- und Kosteneinsparpotenziale im Vordergrund stehen, kann durch eine Fusion mit einem Kunden oder Lieferanten eine entsprechend höhere Wertschöpfungstiefe erreicht werden (Beispiel ist hier die Expansion von Sony als Entertainment-Gerätehersteller in die US-Filmindustrie). Ferner ist es auch denkbar, außerhalb der eigenen Strukturen zu denken und geeignete Partner zu identifizieren, die einen Zusammenschluss aus strategischen oder finanziellen Gründen erwägen könnten. Darüber hinaus bieten Unternehmenskrisen Chancen für auf das Thema Restrukturierung spezialisierte Finanzinvestoren. Durch eine Kombination von innovativen Eigen- und Fremdkapitalstrukturen mit einer konsequenten Unterstützung und dem Vorantreiben des Restrukturierungsprozesses gelingt es diesen Investoren i. d. R. überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Für das Management des übernommenen Unternehmens bietet dies meist die Möglichkeit einer direkten Partizipation an der erfolgreichen Restrukturierung in Form

von Stock Options oder anderen Beteiligungsformen, setzt aber auf der anderen Seite auch konsequentes und entschlossenes Handeln voraus (Suhl/ Englert, 2004).

Wesentlicher Bestandteil bei der Identifikation möglicher Partner für einen Unternehmenszusammenschluss ist das Zusammenstellen und die Aufbereitung zahlreicher Informationen über die in Frage kommenden Zielunternehmen. Die Verfügbarkeit von Daten wird dabei stark davon abhängen, ob es sich um ein börsennotiertes Unternehmen (mit entsprechender Publizitätspflicht), eine Division eines börsennotierten Unternehmens oder ein nicht gelistetes Unternehmen handelt. Das Ziel dieser Informationssammlung ist es, einen strukturierten Überblick über die möglichen Fusionskandidaten und deren heutige Eigentümerstruktur zu bekommen sowie die für die Synergiebewertung notwendigen Informationen aufzubereiten. Ein Kurzprofil der Fusionskandidaten sollte dabei mindestens folgende Informationen umfassen:

- Unternehmensbeschreibung mit Darstellung der Geschäftsaktivitäten und des Produktspektrums
- Darstellung der Produktionsstandorte und Vertriebsorganisation mit spezifischen Wettbewerbsvorteilen
- Kurzprofil des Managementteams
- Eigentümerstruktur (börsennotiert/ privat, Anteil Mitarbeiteraktionäre, Anteil institutionelle Investoren)
- Wesentliche Finanzdaten (Umsatz, Ergebnis, Profitabilität, Cash Flow, Bilanzstruktur etc.)

Je nach Situation kann es unter Umständen notwendig sein, weitere Informationen, z. B. zur Kunden- und Lieferantenstruktur oder zu spezifischen Umweltrisiken oder regulatorischen Risiken in die Betrachtung mit aufzunehmen.

■ **Vorläufige Bewertung von Synergien und Restrukturierungspotenzialen**

Die im Rahmen der Kandidatenauswahl zusammengestellten Informationen dienen als Input zur Identifikation und vorläufigen Bewertung von Synergien und Restrukturierungspotenzialen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen generellen Synergien, die das Zielunternehmen auch mit anderen Fusionspartnern realisieren könnte (z. B. Senkung der administrativen Kosten) und spezifischen Synergien, die nur bei einer Kombination des Zielunternehmens mit dem eigenen Unternehmen entstehen. Während es in den Kaufpreisverhandlungen üblicherweise zu einer Aufteilung des Wertes der generellen Synergiepotenziale zwischen Käufer und Verkäufer kommt, sind insbesondere spezifische Synergien für den Bieter interessant, da er meist in der Lage sein wird, einen Großteil der Wertschaffung für sich zu vereinnahmen.

Ein Ansatz für eine systematische Identifikation der erzielbaren Synergien ist die Identifikation von Einsparpotenzialen entlang der Wertschöpfungskette. Als Bsp. ist in Abbildung 4-2 eine Untersuchung von MCKINSEY & COMPANY dargestellt, die auf Basis

von 32 Transaktionen in der pharmazeutischen Industrie je nach Funktionsbereich Einsparpotenziale von 5-50 % (gemessen in % der Kosten des kleineren Fusionspartners) identifizierte (Anslinger/ Baird /Copeland, 2002).

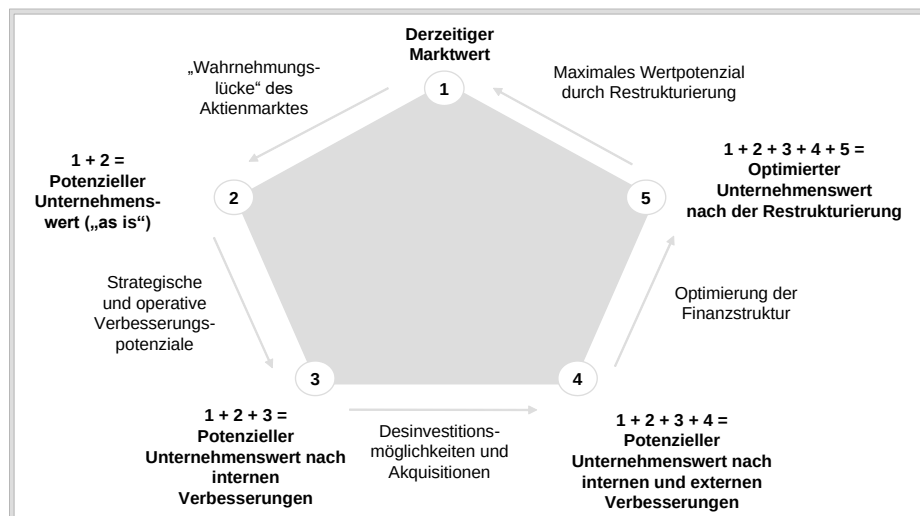
Abbildung 4-2: Synergiepotenziale in der Pharmaindustrie

	F & E	Produktion	Marketing	Vertrieb	Verwaltung
Einsparung funktionale Kosten durch Fusion*	15-20 %	5-20 %	5-15 %	15-50 %	25-50 %
Anzahl Jahre bis Umsetzung	1 - 2	1 - 2	< 1	< 1	< 1
Beispiele für Synergien	■ Streichen doppelter Projekte ■ Reduzierung überflüssiger Overhead ■ Höhere Effizienz durch Erreichen kritischer Masse	■ Werksrationalisierungen ■ Vermeidung zusätzlichen Kapazitätsaufbaus ■ Senkung Einkaufskosten	■ Streichen doppelter Projekte ■ Streichen doppelter Positionen ■ Bessere Nutzung existierende Marken	■ Vermeidung überlappender Vertriebsgebiete ■ Cross-selling ■ Reduzierung Overhead ■ Vereinheitlichung Back-office	■ Reduzierung doppelter Verwaltungsfunktionen ■ Best-Practice Austausch ■ Konsolidierung outsourceter Funktionen

* Einsparungen in Prozent der Kostenbasis des kleineren Unternehmens
Sample: Daten aus 32 Unternehmenszusammenschlüssen von 1990-2002 in der Pharmaindustrie mit vergleichbarer Unternehmensgröße

Neben der Identifikation von Synergien gilt es darüber hinausgehende Restrukturierungspotenziale zu identifizieren. Unterschieden werden kann dabei zwischen strategisch/ operativen Restrukturierungspotenzialen, Potenzialen aus Veränderungen der Portfoliostruktur (beim Zielunternehmen) und Potenzialen des Finanzbereiches. Das Restrukturierungs-Pentagon in Abbildung 4-3 zeigt das Zusammenspiel dieser Hebel bei der Identifizierung des durch Restrukturierung zu hebenden Wertschaffungspotenzials. Beispiele für Hebel der strategisch/ operativen Restrukturierung sind Veränderungen des Produkt-/ Marktportfolios, Steigerungen der operativen Effizienz oder eine Optimierung der Lagerhaltung. Im Rahmen der Portfoliostruktur sind insbesondere Divestmentmöglichkeiten beim Zielunternehmen zu identifizieren. Dazu zählen insbesondere Bereiche die im Rahmen der angestrebten Fusion keine strategische Bedeutung besitzen und nicht mehr in die geplante Zielstruktur des fusionierten Unternehmens passen. Der letzte Hebel – Restrukturierungspotenziale aus dem Finanzbereich – umfasst eine Optimierung der Kapitalstruktur (die unter Umständen erst durch die Übernahme möglich wird) oder eine Reduzierung des gebundenen Kapitals (z. B. Sale & Lease-back-Transaktionen). Eine detaillierte Beschreibung dieser Restrukturierungshebel findet sich in zahlreichen anderen Beiträgen dieses Sammelbandes.

Abbildung 4-3: Restrukturierungspentagon (Copeland/ Koller/ Murrin, 2001, S. 46)



■ Vorläufige Unternehmensbewertung/ Entwurf Grobstruktur der Transaktion

Ein wesentlicher Schritt bei der Entwicklung der Akquisitionsstrategie ist die Durchführung einer vorläufigen Unternehmensbewertung. Dabei empfiehlt es sich, sowohl den Stand-alone-Wert des Zielunternehmens (ohne Synergien und Restrukturierungspotenziale) sowie den potenziellen Wert nach dem Unternehmenszusammenschluss (inklusive Synergien und Restrukturierungspotenziale) zu bestimmen. Diese Bewertungen dienen einerseits dazu, entsprechende Argumentationsgrundlagen für die anschließende Verhandlungsführung parat zu haben, zum anderen bilden sie die Grundlage zur Bestimmung des Kaufpreises bzw. der letztendlich resultierenden Beteiligungsquoten.

In dieser frühen Phase wird es allerdings i. d. R. nicht möglich sein, auf unternehmensinterne Daten des Zielunternehmens zurückzugreifen – die Bewertung muss daher Outside-in erfolgen. Bei börsennotierten Unternehmen sollte allerdings eine relativ gute Verfügbarkeit historischer Jahresabschlüsse gegeben sein, auf deren Basis sich entsprechende Zukunftsprognosen erstellen lassen. Ggf. können die eigenen Prognosen mit den externen Research Analysen validiert werden.

In der Praxis existieren verschiedene Varianten von Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Methoden, die zur Unternehmensbewertung eingesetzt werden. Da eine detaillierte Beschreibung dieser Methoden zur Unternehmensbewertung den Rahmen dieses Artikels sprengen würde, soll hier nur kurz auf die Grundlogik einer DCF-Bewertung

sowie die Besonderheiten, die bei der Bewertung von Unternehmen in Restrukturierungssituationen beachtet werden müssen, eingegangen werden. Eine detailliertere Beschreibung des DCF-Bewertungsansatzes findet sich z. B. bei COPELAND/ KOLLER/ MURRIN (2002).

Bei der DCF-Methode wird im Gegensatz zur Ertragswertmethode eine Ertragsgröße gewählt, welche die Finanzierungsstruktur des Unternehmens zunächst nicht berücksichtigt. Der den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehende freie Cash Flow wird aus einer detaillierten Planergebnisrechnung und Planbilanz abgeleitet. Eine mögliche (vereinfacht dargestellte) Berechnungsmethode stellt dabei auf das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern ab:

Operatives Ergebnis (vor Zinsen und Steuern)

- Ertragssteuern auf das operative Ergebnis

= Operatives Ergebnis nach Steuern

+ Abschreibungen

+/- Erhöhung/Verringerung von Rückstellungen

+/- Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen

+/- Investitionen/Desinvestitionen in das Working Capital

= Operativer Freier Cash Flow

+ Nichtoperativer Cash Flow

= **Freier Cash Flow**

Der vom Unternehmen zukünftig generierte freie Cash Flow informiert über die Fähigkeit des Unternehmens, Liquidität für die Bedienung des Eigen- und Fremdkapitals zu schaffen. Im Rahmen der DCF-Methode werden die freien Cash Flows der einzelnen Planjahre zunächst mit dem Kapitalkostensatz auf die Gegenwart abgezinst und anschließend addiert. Am Ende der Detailplanungsperiode ist der Restwert bzw. Fortführungswert des Unternehmens zu bestimmen. Dies geschieht üblicherweise durch Berechnung einer ewigen Rente auf Basis des um Sondereinflüsse bereinigten freien Cash Flows der letzten Planungsperiode.

Aus der Summe der abgezinsten freien Cash Flows der Planungsperiode und dem abgezinsten Fortführungswert ergibt sich der Gesamtwert des Unternehmens. Von diesem wird der Marktwert des Fremdkapitals (und ggf. des Vorzugskapitals) abgezogen und man erhält den theoretischen Marktwert des Eigenkapitals. Dieser spiegelt den aktuellen Wert des Zielunternehmens vor Einbringung in das fusionierte Gesamtunternehmen wider. Allerdings soll an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass ein derart ermittelter Unternehmenswert teilweise sehr sensitiv auf die in der Prognoseberechnung getroffenen Annahmen reagiert und somit stets eine gewisse subjektive Komponente enthält. Daher sind die Bewertungsannahmen und der daraus resultierende Unternehmenswert stets ein wesentlicher Schwerpunkt der weiteren Diskussionen bei der Kaufpreisverhandlung.

Bei der Übernahme bzw. Fusion mit Restrukturierungsunternehmen ist zu beachten, dass es häufig zu einer signifikanten Veränderung der Kapitalstruktur kommt (z. B. Reduzierung einer extrem hohen Fremdkapitalposition) und dass ein hoher Teil der Wertschaffung beim Zielunternehmen durch einen möglicherweise vorhandenen Verlustvortrag geschaffen wird. In solchen Fällen bietet es sich an, die Bewertung nach dem Adjusted Present Value (APV)-Verfahren durchzuführen, einer Variante der DCF-Methodik. Wesentliches Element einer APV-Bewertung ist es, die Cash Flows in drei Gruppen zu unterteilen: (1) freie operative Cash Flows aus der Geschäftstätigkeit (2) Tax shields, die durch einen höheren Fremdkapitalanteil entstehen sowie (3) zusätzliche Cash Flows, die durch die Inanspruchnahme des Verlustvortrages resultieren. Eine Besonderheit der APV-Methode ist, dass die drei Cash Flow-Arten mit unterschiedlichen Diskontierungsfaktoren abzuzinsen sind. So sind dies bei den Cash Flows unter (1) – wie auch bei der klassischen DCF-Methode – die gewichteten Kapitalkosten, bei den Cash Flows unter (2) die Fremdkapitalkosten und unter (3) die Eigenkapitalkosten. Diese unterschiedlichen Diskontierungsfaktoren sollen die unterschiedlichen, den Cash Flow-Strömen zugrunde liegenden Risiken widerspiegeln.

Am Ende des M&A-Strategieprozesses gilt es, eine Auswahl der attraktivsten bzw. aussichtsreichsten Zielunternehmen zu treffen und zu entscheiden, welches Unternehmen im Rahmen der nächsten Phase des Prozesses konkret angesprochen werden soll.

4.2 Phase 2: Transaktion

■ Anbahnung des Erstkontakts

Gerade der erste Kontakt zu einem potenziellen Fusionspartner ist häufig entscheidend für den weiteren Erfolg der Transaktion. Hier gilt es insbesondere abzuschätzen, wie das Management des Zielunternehmens auf den Vorschlag reagieren wird und welche Vorbehalte gegenüber einem vorgeschlagenen Unternehmenszusammenschluss bestehen könnten. Sehr wichtig ist es auch, die Hauptentscheidungsträger zu identifizieren, die je nach Unternehmen unterschiedlich sein können. Abhängig von der Aktionärsstruktur und spezifischen Situation ist es möglich, dass entweder ein Hauptaktionär, der Aufsichtsrat oder das Management den wesentlichen Einfluss auf eine Entscheidung für oder gegen eine geplante Transaktion haben wird. Letztendlich ist es auch möglich gegen den Willen des Managements durch ein öffentliches Übernahmeangebot eine spg. „feindliche Übernahme“ zu versuchen. Meist münden diese in lang andauernde und kostspielige „Abwehrschlachten“, in denen das Management des Zielunternehmens versuchen wird, die Aktionäre gegen die Annahme des Übernahmeangebots zu bewegen. Häufig kommt es jedoch im Laufe des Prozesses zu einer Einigung zwischen Bieter und Zielunternehmen, so dass aus der „feindlichen“ eine

„freundliche Übernahme“ wird (wie z. B. bei den Übernahmeschlachten von VODAFONE/ MANNESMANN sowie SANOFI-SYNTHELABÓ/ AVENTIS).

Aufgrund der hohen strategischen und finanziellen Bedeutung eines Unternehmenszusammenschlusses lohnt es sich in den meisten Fällen, entsprechend fachkundige Unterstützung zu holen. Dies kann durch Investmentbanken erfolgen, die neben der Kontakthanbahnung auch die Rolle eines stringenten Prozessmanagers übernehmen. Allerdings hat diese Beratung auch ihren Preis: neben einer erfolgsabhängigen Transaktionsgebühr (i. d. R. zwischen 1-3 % des Transaktionswertes) kommt meistens noch eine „Retainer-Fee“ hinzu, die unabhängig von der Durchführung der Transaktion fällig wird. Da bei Restrukturierungsmandaten häufig ein vergleichsweise geringer Kaufpreis fällig wird, würde dies zu entsprechend niedrigeren Transaktionsgebühren führen. In diesen Fällen werden die Investmentbanken entweder spezielle Compensation Arrangements vereinbaren oder auch ein derartiges Mandat gänzlich ablehnen (insbesondere wenn das zu übernehmende Unternehmen unter einer bestimmten Mindestgröße liegt) (Hollenberg, 2003). Als Alternative zu Investmentbanken bietet es sich an, die Dienstleistungen spezialisierter Unternehmensmakler in Anspruch zu nehmen. Deren Schwerpunkt liegt primär auf dem Bereich der Kontakthanbahnung, die Verantwortung für das Prozessmanagement verbleibt größtenteils bei den betroffenen Unternehmen. Ein wesentlicher Vorteil dieser Unternehmensmakler ist, dass diese häufig auf einen Retainer komplett verzichten und nur eine Gebühr im Erfolgsfall berechnen. Hinzu kommt, dass die Unternehmensmakler auch kleinere Mandate und schwierige Sanierungsfälle übernehmen werden, für die es unter Umständen schwierig sein kann eine Investmentbank zu mandatieren.

Ein wesentliches Element bei der Ansprache möglicher Partnerunternehmen ist die Wahrung der Vertraulichkeit. Deshalb ist es üblich, bereits vor Beginn der ersten Gespräche Vertraulichkeitserklärungen auszutauschen, welche die Vertragspartner dazu verpflichten, die im Rahmen des weiteren Transaktionsprozesses ausgetauschten Informationen nicht an Dritte weiterzugeben und auch bei einem Nicht-Zustandekommen der Transaktion zu vernichten. Ebenso ist es üblich, dass in einer frühen Phase nur sehr allgemeine Informationen ausgetauscht werden, insbesondere dann, wenn es sich bei den potenziellen Transaktionspartnern um konkurrierende Unternehmen handelt.

■ Entwicklung der Zielstruktur

Ein weiteres Element im Rahmen der Transaktionsphase ist die Entwicklung eines gemeinsamen Verständnisses über die Zielstruktur, welche im Laufe des weiteren Prozesses unter Berücksichtigung rechtlicher, steuerlicher und buchhalterischer Gesichtspunkte weiter zu detaillieren ist. Als wesentliche Gestaltungsparameter der Zielstruktur unterscheidet man:

1. Organisatorische Gesichtspunkte: Welche Unternehmensbereiche/ Divisionen wird das Zielunternehmen aufweisen? Wie sieht das Organigramm des Zielunterneh-

mens aus? Wer besetzt die wesentlichen Managementfunktionen? Welche Prozesse/ Geschäftsabläufe werden übernommen?

2. Rechtliche Gesichtspunkte: Welche Art der Verschmelzung bzw. des Unternehmenszusammenschlusses wird gewählt? Welches ist das übertragende, welches das aufnehmende Unternehmen? Werden die Anteile der Zielgesellschaft (share deal) oder deren Vermögenswerte (asset deal) übertragen?
3. Finanzielle Gesichtspunkte: Wird die Zielgesellschaft im Rahmen eines Aktientausches und/ oder durch Barmittel erworben? Wie wird der Akquisitionspreis finanziert (z. B. durch Ausgabe neuer Aktien)?

Üblicherweise lassen sich viele dieser Fragestellungen erst im Laufe des Prozesses und nach einer detaillierten Unternehmensprüfung (Due Diligence) beantworten. Im Sinne eines professionellen Prozessmanagements ist es daher sehr wichtig zu unterscheiden, über welche Aspekte der Zielstruktur relativ früh ein gemeinsames Verständnis zu erzielen ist, und welche Elemente in Abhängigkeit einer detaillierteren Prüfung erst später unterschieden werden können.

■ Due Diligence

Unter Due Diligence versteht man eine Überprüfung der für einen Unternehmenskauf relevanten Geschäftsunterlagen (Harrer, 2001). Das Ergebnis der Due Diligence stellt eine wesentliche Grundlage für die Unternehmensbewertung dar und ihre Ergebnisse werden auch im Rahmen der Vertragsgestaltung, z. B. bei der Ausgestaltung von Gewährleistungs-, Zusicherungs- und Garantieregelungen, berücksichtigt.

Die Due Diligence beginnt üblicherweise mit der Übersendung einer Checkliste mit der Bitte um Bereitstellung der darin genannten Unterlagen. Dabei werden Informationen zu Gesellschaftsunterlagen, Vermögenswerten und Vertragsverhältnissen sowie steuer- und arbeitsrechtliche Unterlagen angefordert. Abhängig von der Branche, der beabsichtigten Transaktionsstruktur sowie sonstiger Besonderheiten des beabsichtigten Unternehmenszusammenschlusses ist die Checkliste entsprechend anzupassen. So ist es bspw. bei einem beabsichtigten Erwerb eines Unternehmens mit umweltrelevanten Produktionstechniken sinnvoll, detaillierte Informationen über das Vorhandensein von Altlasten sowie der Einhaltung besonderer immissionsschutzrechtlicher Vorschriften und Richtlinien anzufordern. Bei Unternehmen in den neuen Bundesländern kann das Einfordern von Informationen von Grundstücks- und Unternehmensrestitutionsansprüchen sowie Freistellungsbescheiden von Umweltaltlasten relevant sein. Wie wichtig eine detaillierte Prüfung möglicher Risiken ist, zeigt das Bsp. der Fusion der BAYRISCHEN VEREINSBANK mit der BAYRISCHEN HYPOTHEKEN- UND WECHSELBANK. Bei Letzterer traten umfassende Risiken aus Immobiliengeschäften erst nach Vollendung der Fusion zu Tage, was zu erheblichen Belastungen des neu geschaffenen Finanzinstituts geführt hatte. Wären diese Risiken bereits während einer Due Diligence entdeckt worden, wäre die Transaktion mit Sicherheit anders gestaltet worden oder unter Umständen sogar ganz unterlassen worden.

Die Art und Weise der Prüfung der Unterlagen weicht in der Praxis im Einzelfall stark voneinander ab. Je nach Größe der jeweiligen Transaktion und dem Umfang der Prüfung kann sich die Due Diligence über mehrere Tage und Wochen erstrecken und ein Team aus zahlreichen Juristen, Wirtschaftsprüfern, Steuerrechtsexperten, Unternehmensberatern und weiteren Spezialisten, die fachübergreifend zusammenarbeiten, beschäftigen. Bei Unternehmen mit mehreren Standorten kann eine Due Diligence auch in verschiedenen Städten bzw. Ländern stattfinden. Im Regelfall werden die angeforderten Unterlagen vom Veräußerer im Unternehmen selbst in einem Datenraum zusammengestellt werden. Dies erleichtert insbesondere bei einer Prüfung durch mehrere potenzielle Transaktionspartner den Arbeits- und Verwaltungsaufwand. Bei der Durchführung der Due Diligence ist darauf zu achten, dass das Tagesgeschäft der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften nicht unnötig beeinträchtigt wird und deren Mitarbeiter nicht in unzumutbarem Umfang durch die Durchführung der Prüfung und Folgefragen belastet werden.

Eine umfassende Due Diligence bildet eine wesentliche Grundlage für eine Kaufentscheidung und Kaufpreisfindung. Häufig können erst im Rahmen der Due Diligence bestimmte Risiken des geplanten Unternehmenskaufs eingeschätzt und eine zuverlässige Basis für eine realistische Unternehmensbewertung gewonnen werden.

■ **Vertragsverhandlungen und Closing**

Nach Abschluss der Due Diligence erfolgt üblicherweise eine weitere, verfeinerte Unternehmensbewertung. Dabei wird sowohl der „Stand-alone-Wert“ des Zielunternehmens bestimmt, als auch der Wert inklusive des Wertes angestrebter Synergien und weiterer Restrukturierungspotenziale. Während der „Stand-alone Wert“ üblicherweise die für den Verkäufer gerade noch akzeptable Preisuntergrenze darstellen wird, ist der Wert inklusive Synergien und Restrukturierungspotenziale der maximale für den Käufer zu bezahlende Kaufpreis. Abhängig von der Art des Zusammenschlusses (echte Verschmelzung/ Erwerb durch ein Übernahmeangebot) und der jeweiligen Konkurrenzsituation wird der Bieter üblicherweise zunächst einen niedrigeren Preis anbieten und diesen im Laufe der Verhandlungsrunden anpassen. Unter Umständen ist aufgrund einer Aufdeckung wertmindernder Sachverhalte auch eine Kaufpreisanpassung nach unten möglich. Handelt es sich beim Unternehmenszusammenschluss um eine echte Verschmelzung, so werden üblicherweise die „stand-alone-Werte“ aller beteiligten Unternehmen bestimmt. Anschließend werden die Beteiligungsquoten üblicherweise entsprechend dem prozentualen Anteil an der Summe aller Unternehmenswerte festgelegt.

Wird der Unternehmenszusammenschluss durch ein öffentliches Übernahmeangebot initiiert, so sind die entsprechenden Vorschriften des WpÜG zu beachten (König/Leuring, 2004). Dazu zählt bspw., dass eine Vorabinformation an die BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEITUNGSAUFSICHT (BAFIN) sowie an die Börsen und anschließend in mindestens einem Börsenpflichtblatt oder elektronischen Informationssystem erfolgen muss (§ 10 Abs. 1 WpÜG). Anschließend ist die detaillierte Angebotsunterlage dem

BaFin spätestens vier Wochen nach Bekanntgabe der Erwerbsabsicht zur Prüfung vorzulegen (§ 14 Abs. 1 WpÜG). Nach Gestattung der Veröffentlichung hat die Bekanntmachung im Internet und einem Börsenpflichtblatt zu erfolgen (§ 14 Abs. 3 WpÜG). Die Annahmefrist für die Aktionäre darf nicht weniger als vier Wochen und i. d. R. nicht mehr als zehn Wochen betragen (§ 16 Abs. 1 WpÜG).

Ferner kann es in Einzelfällen notwendig sein, weitere Genehmigungen, z. B. durch das Kartellamt, einzuholen. Da diese Verfahren häufig mehrere Wochen oder gar Monate andauern, ist es üblich einen Kaufvertrag oder Verschmelzungsvertrag bereits vorab unter der aufschiebenden Wirkung der entsprechenden Genehmigungen zu schließen.

4.3 Phase 3: Post-Merger-Integration

Damit die Ertragskraft des neu fusionierten Unternehmens über der Summe der Potenziale der bisherigen Einzelunternehmen liegt, muss nach Abschluss des Fusionsvertrages rasch mit der operativen Integration der Betriebsteile und Funktionen begonnen werden. In dieser abschließenden Phase des M&A-Prozesses liegt das größte Wertschaffungspotenzial für die an der Fusion beteiligten Unternehmen. Die empirisch festgestellten, geringen Wertsteigerungen, die Unternehmen nach Fusionen in den letzten Jahren verzeichnet haben, sind größtenteils auf eine mangelnde Beachtung des Integrationsprozesses zurückzuführen. Um dies zu vermeiden, empfiehlt es sich bereits in einem frühen Stadium des Fusionsprozesses, systematisch die für die später zu erfolgende Integration notwendigen Voraussetzungen zu schaffen (Fubini, 2000).

■ Entwurf Post-Merger-Integrationsplanung und -architektur

Eine Fusion stellt oft nahezu alle Routinen, alle Strukturen und Kommunikations- und Entscheidungsprozesse im operativen Geschäft in Frage. Diese Komplexität der organisatorischen Neugründung wird nur durch eine komplexe Struktur der Integrationsarchitektur möglich, die als temporäre Parallelorganisation fungiert (Jansen, 2002).

Die Koordination und die Architektur der Integrationsaktivitäten wird im Wesentlichen durch den Typus der Transaktion und seiner strategischen Zielsetzung geprägt. Die folgende idealtypische Unterscheidung von drei Fusionstypen gibt bereits einen Hinweis auf die Schwerpunkte der Koordinationsaufgaben:

- *Back-end Merger*: Der Schwerpunkt der Synergien liegt hier in unterstützenden Funktionen wie Verwaltung, IT oder Personal. Typische Branchen für Back-end Mergers sind Finanzdienstleistungen und Telekommunikation.
- *Operational Merger*: Beim Operational Merger liegt der Schwerpunkt der Synergieerzielung in den Bereichen Produktion, Forschung & Entwicklung oder dem Einkauf. Typische Branchen sind hier die Automobilindustrie oder der Flugzeugbau.

- **Front-end Merger:** Hier liegt der Schwerpunkt der Synergieerzielung auf den Bereichen Marketing und Vertrieb. Typische Branchen sind Handel, Dienstleistung sowie Teile der pharmazeutischen Industrie.

Grundsätzlich lassen sich zentralisierte und dezentrale Integrationsarchitekturen unterscheiden. Während Erstere oftmals unter Überlastung und fehlender Einbindung von dezentralen Experten leiden, ist bei dezentralen Architekturen häufig ein Trend zu Verzögerungen bei der Synergieerzielung sowie mangelhafte Koordination zu beobachten. Idealerweise werden daher kombinierte Integrationsarchitekturen eingesetzt, bei denen bspw. dezentrale Integrationsteams durch ein vergleichsweise schlanke, zentrales Integration Office gesteuert werden. Während die Integrationsteams die Aufgabe haben, tatsächliche Synergiepotenziale zu identifizieren und umzusetzen, liegt der Schwerpunkt der Tätigkeiten des Integration Offices auf der Festlegung von Timelines, dem Nachhalten der geplanten Potenziale und einer Koordination der Tätigkeiten zwischen den Teams.

■ Organisatorische/ rechtliche Umsetzung

Eine wesentliche Aufgabe nach dem „Signing“, der Unterzeichnung des Kauf- bzw. Fusionsvertrages, ist die organisatorische und rechtliche Umsetzung. Dazu gehört das Einholen der notwendigen Genehmigungen (z. B. Kartellamt) sowie der Entwurf zahlreicher Verträge, die zur Umwandlung der gesellschaftsrechtlichen Struktur in die geplante Zielstruktur vorsieht (z. B. Verschmelzungsverträge, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge). Hier liegt der Schwerpunkt der Tätigkeiten des Integration Offices auf einer Koordination der verschiedenen Aufgaben, bei denen häufig zahlreiche interne und externe Ressourcen (z. B. Fachanwälte) mit einzubinden sind. Erst wenn alle möglichen rechtlichen und regulatorischen Hürden der Fusion genommen sind, kommt es zum „Closing“, dem rechtswirksamen Abschluss der Transaktion.

■ Umsetzung Personalmaßnahmen

Gerade bei Fusionen von Restrukturierungsunternehmen ist häufig ein Schwerpunkt der Synergien nur durch Personalmaßnahmen umzusetzen. Hier ist insbesondere eine von Beginn an offene Kommunikation mit Betriebsrat und Belegschaft notwendig, die entsprechende Ziele und Erfordernisse des geplanten Unternehmenszusammenschlusses anspricht. Ebenso gilt es die spezifischen arbeitsrechtlichen Bestimmungen, z. B. zur Umsetzung von betriebsbedingten Kündigungen, zu beachten. Insbesondere ist dies die Regelung des § 613a BGB zum Betriebsübergang, die auch bei einem Asset Deal zur Anwendung kommt, d. h. der Erwerber eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen tritt in sämtliche mit dem Arbeitsverhältnis existierende Verpflichtungen ein. Eine vom Verkäufer oder Erwerber ausgesprochene Kündigung wegen des Übergangs des Betriebs oder eines Betriebsteils ist unwirksam, der Arbeitnehmer hat jedoch das Recht dem Übergang seines Arbeitsverhältnisses zu widersprechen. Dabei wird deutlich, dass es neben einer schnellen und konsequenten Realisierung der ge-

planten Synergien auch Aufgabe eines Integrationsmanagements ist, die Hauptleistungsträger in der Organisation durch sog. „Management Audits“ zu identifizieren und entsprechend zu incentivieren. Dies betrifft die Mitarbeiter aus allen an einer Fusion beteiligten Unternehmen, da es unter Umständen zu einem „Reverse Take-over“ kommen kann, bei dem das Management des übernommenen Unternehmens alle Schlüsselpositionen in der Organisation besetzt.

■ **Kultureller Wandel**

Eine besonders komplexe, da häufig nur wenig greifbare, Aufgabe des Post-Merger-Managements ist die kulturelle Integration. Gerade eine gezielte Veränderung der Unternehmenskultur stellt häufig den Faktor dar, der den Erfolg bzw. Misserfolg eines Unternehmenszusammenschlusses entscheidend beeinflusst. Unter Unternehmenskultur ist nach einer gängigen Definition die Gesamtheit von Normen, Wertvorstellungen, Denkhaltungen, Ritualen, Symbolen und Umgangsformen zu verstehen, welche die Verhaltensweisen der Mitarbeiter und somit das Erscheinungsbild einer Unternehmung prägen (Bickmann/ Rohde, 2002). Die materiellen Phänomene der Unternehmenskultur können verschiedene Ausprägungen haben:

- *Instrumentelle Erscheinungen*, wie z. B. die Organisationsstruktur und das Managementsystem, wozu u. a. der Führungsstil, Incentivesysteme, Zielfestlegungen und Informationssysteme gehören.
- *Optische Erscheinungen* gelten als die visuelle Manifestation der Unternehmenskultur. Dazu zählen z. B. Corporate Design und Markenzeichen des Unternehmens, aber auch die Architektur und Raumgestaltung sowie der Dress Code der Mitarbeiter.
- *Sprachliche Erscheinungen/ Kommunikation*: Ein prägendes Element der Unternehmenskultur ist die Art der internen und externen Unternehmenskommunikation. Dazu zählt sowohl der Stil interner Memoranden, die Tatsache wann wer über was informiert wird, sowie sprachliche Umgangsformen, wie die generelle Anwendung der Anredeform Du oder Sie.
- Mit *prozessspezifischen Erscheinungen* ist die Art und Weise gemeint, in der Unternehmensprozesse gestaltet sind und werden.

Neben diesen materiellen Phänomenen gehören auch immaterielle Phänomene zur Unternehmenskultur. Dazu zählen bspw. die Werte und Normen der Organisationsmitglieder, die sich im konkreten Handeln und somit im Verhalten der Mitarbeiter widerspiegeln.

Diese Komplexität des Themas Unternehmenskultur zeigt, dass es sich dabei um eine zentrale Aufgabe des Post-Merger-Managements handelt, welche die Einbindung der gesamten Organisation und insbesondere des Top-Managements erfordert.

5 Unternehmenssanierungen im Insolvenzverfahren

Innerhalb des Insolvenzverfahrens lassen sich zwei Arten der Sanierung von Unternehmen grundsätzlich unterscheiden. Zum einen die Sanierung des Unternehmens durch Übertragung des Betriebs bzw. von Betriebsteilen auf einen anderen Rechtsträger, bspw. eine Auffanggesellschaft (sog. übertragende Sanierung), als Sonderfall der Verwertung der Insolvenzmasse im Rahmen des Regelinsolvenzverfahrens. Zum anderen die Sanierung des Rechtsträgers selbst im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens – ein dem US-amerikanischen „Chapter 11“-Verfahren ähnlichen Vorgehen. Diese Möglichkeiten innerhalb des Insolvenzplanverfahrens wurden zuletzt durch Inkrafttreten des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) zum 1.3.2013, erheblich gestärkt und erweitert. Die Fortführung des sanierten Unternehmens soll nun im Vordergrund stehen. So wurden die Hürden für die Anordnung der Eigenverwaltung abgesenkt und somit praxistauglicher. Das sog. Schutzschirmverfahren wurde eingeführt und die Regularien zum Insolvenzplan überarbeitet. Damit können nun auch Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der an der Gesellschaft Beteiligten mit in den Insolvenzplan einbezogen werden. Auch der Debt to Equity-Swap (DES) hat nun ausdrücklichen Eingang in die Insolvenzordnung gefunden. Dies bietet den Beteiligten mehr Spielraum, um Sanierungen künftig frühzeitig möglichst unter Vermeidung eines Regelinsolvenzverfahrens durchzuführen.

Innerhalb des Insolvenzplanverfahrens sind verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten und Sanierungsmechanismen vorgesehen. Abzugrenzen vom Insolvenzplanverfahren durch einen Insolvenzverwalter ist die Eigenverwaltung. Dabei wird bei Eröffnung des Verfahrens auf die Bestellung eines Insolvenzverwalters verzichtet und der Schuldner beziehungsweise seine Organe behalten grundsätzlich die Verfügungsbefugnis über das Vermögen. Dies wird durch einen Sachwalter zu Überwachungszwecken begleitet. Neu eingeführt wurde ebenfalls das sogenannte Schutzschirmverfahren nach § 270 b InsO. Demnach kann, sofern eine Sanierung nicht offensichtlich aussichtslos ist, das Insolvenzgericht bei beantragter Eigenverwaltung und drohender Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung (keine Zahlungsunfähigkeit) eine Frist von maximal drei Monaten zur Vorlage eines Insolvenzplanes bestimmen. Der Schuldner ist währenddessen berechtigt, im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs, Masseverbindlichkeiten zu begründen, ansonsten bedarf es der Zustimmung des Sachwalters. Das Gericht kann für diesen Zeitraum Vollstreckungsmaßnahmen gegen den Schuldner untersagen.

Darüber hinaus sind durch das ESUG auch die Regularien zum Insolvenzplan selbst reformiert worden mit dem Ziel, diese Verfahrensmöglichkeit attraktiver und praxisnäher zu gestalten. So wurden unter anderem Eingriffsmöglichkeiten in das Gesellschaftsrecht geschaffen und die Stellung der Altgesellschafter, die in der Regel für die

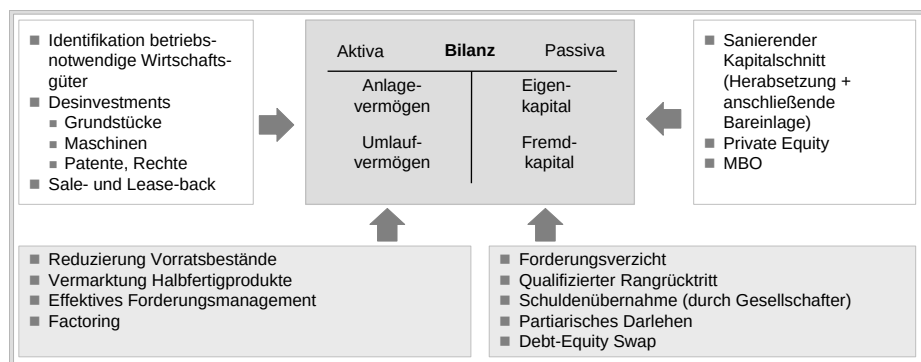
Krise des Unternehmens verantwortlich waren, modifiziert. Prominent ist die Beschreibung des DES. Demnach kann im gestaltenden Teil des Plans vorgesehen werden, dass Forderungen von Gläubigern in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden. Insbesondere kann der Plan eine Kapitalherabsetzung oder -erhöhung, die Leistung von Sacheinlagen, den Ausschluss von Bezugsrechten oder die Zahlung von Abfindungen an ausscheidende Anteilsinhaber vorsehen, § 225 a Absatz 2 Satz 3 InsO. Damit regelt die InsO nunmehr selbst eine Unternehmenssanierung durch Umwandlung von Forderungen in Geschäftsanteile.

Nachfolgend werden die Sanierungsmöglichkeiten im Regelinsolvenzverfahren denen des Insolvenzplanverfahrens gegenübergestellt. Exemplarisch wird der DES an einem Fall aus der Praxis beleuchtet.

5.1 Eckpunkte eines Restrukturierungskonzepts

Die größte Aussicht auf Erfolg einer Sanierung – unabhängig ob im Rahmen des Regelinsolvenzverfahrens oder im Insolvenzplanverfahrens – besteht dann, wenn bereits im Vorfeld der Insolvenz ein Restrukturierungskonzept erarbeitet wird. Eine gezielt vorbereitete Insolvenz muss das Ziel verfolgen, die Unterstützung der Gläubiger zu finden. Die Eckpunkte eines umfassenden Restrukturierungskonzepts sollten idealerweise an allen Elementen der Bilanz ansetzen (vgl. Abb. 5-1). Hinzu kommen Maßnahmen für eine nachhaltige Profitabilitätssteigerung sowie die Vorbereitung der weiteren Sanierungsmaßnahmen.

Abbildung 5-1: Eckpunkte einer bilanziellen Restrukturierung (Quelle: Fink, 1998)



5.2 Sanierung im Regelinsolvenzverfahren durch übertragende Sanierung oder im Insolvenzplanverfahren durch Debt to Equity-Swap

Voraussetzung einer Sanierung ist zumeist, dass der daraus erwartete Erlös höher ist als bei einer Liquidation des Unternehmens.

Bei einer übertragenden Sanierung innerhalb der Regelinsolvenz übernimmt der Erwerber ausgewählte Aktiva, Passiva und sonstige Rechtsbeziehungen des Unternehmens. Bestimmte Unternehmensteile werden von dem Rechtsträger getrennt. Die Vermögenswerte werden dabei einzeln auf einen neuen Rechtsträger übertragen (Asset Deal). Das Ziel des Insolvenzverfahrens – eine gleichmäßige Befriedigung der Gläubiger – steht zwar grundsätzlich der Übertragung einzelner Gesellschaftsverbindlichkeiten entgegen – jedenfalls dann, wenn diese anschließend voll erfüllt werden. Jedoch wird sich dies jedenfalls dann nicht vermeiden lassen, wenn die Übertragung von Vermögensgegenständen betroffen ist, an denen ein dingliches Recht besteht. Bei diesen sind die zugrundeliegenden Verbindlichkeiten mit zu übernehmen. Dies stellt einen häufigen Anwendungsfall dar.

Soll ein Unternehmen oder ein Unternehmensteil im Rahmen der Regelinsolvenz veräußert werden, hat der Insolvenzverwalter die Zustimmung des Gläubigerausschusses, bzw. ist dieser nicht bestellt der Gläubigerversammlung, einzuholen. Die Zustimmung des Gläubigerausschusses ist erteilt, wenn die Mehrheit der Mitglieder an der Sitzung teilgenommen haben und auf den Beschluss die Mehrheit der abgegebenen Stimmen entfallen. Die Gläubigerversammlung kann jedoch eine Zustimmung des Gläubigerausschusses jederzeit ersetzen oder aufheben. Ein Beschluss der Gläubigerversammlung kommt zustande, wenn mehr als die Hälfte der Summe der abstimmenden Forderungsbeiträge diesem zustimmt. Ist die einberufene Gläubigerversammlung beschlussunfähig, weil z.B. kein Gläubiger daran teilnimmt, gilt die Zustimmung als erteilt.

Kapitalmaßnahmen finden innerhalb der Regelinsolvenz praktisch nicht statt. Auch sind die Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der an der Gesellschaft Beteiligten nicht Gegenstand der Sanierung.

Anders ist dies innerhalb des Insolvenzplanverfahrens. Dabei kann unter anderem ein DES durchgeführt werden. Bei diesem werden Forderungen gegen die Gesellschaft durch Geschäftsanteile an der Gesellschaft ersetzt. Dies kann durch eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage erfolgen (echter DES). Dabei werden neue Geschäftsanteile geschaffen, die von Gesellschaftsgläubigern gegen Erlass oder Abtretung der Forderungen gegen die Gesellschaft übernommen werden.

Diese Maßnahme kann durch eine vorangehende Kapitalherabsetzung, ggf auf null, ergänzt werden, um die bisherigen Gesellschafter aus der Gesellschaft auf diese Weise auszuschließen.

Eine weitere Möglichkeit des DES stellt die Abtretung bestehender Geschäftsanteile an Gesellschaftsgläubiger gegen Erlass oder Abtretung ihrer Forderungen gegen die Gesellschaft dar (unechter DES – vergleiche insbesondere unter 5.4)

Der Rechtsträger bleibt sowohl beim echten, wie auch beim unechten DES erhalten. Die Verschuldung der Gesellschaft wird reduziert und entsprechende Sicherheiten werden ggfls. frei.

Gegenüber einer Restrukturierung mittels Kapitalmaßnahme außerhalb der Insolvenz ergeben sich im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens wesentliche Erleichterungen hinsichtlich der Zustimmungserfordernisse. Im Insolvenzplanverfahren werden die Stakeholder in Gruppen eingeteilt (Arbeitnehmer, Anteilsinhaber, Gläubiger, etc.). Innerhalb jeder Gruppe wird über die Zustimmung zum Insolvenzplan abgestimmt. Bei der Zustimmung der Gläubigergruppen ist die Kopf- und Stimmenmehrheit der abstimmenden Gläubiger; bei der Gruppe der Anteilsinhaber die Summenmehrheit der Beteiligung der abstimmenden Gesellschafter, erforderlich. Die Zustimmung einzelner Gruppen kann darüber hinaus ersetzt werden, wenn mehrheitlich die Gruppen dem Plan zugestimmt haben(1), keine Schlechterstellung gegenüber der Liquidation durch den Plan erfolgt(2) und die Gruppenangehörigen durch den Insolvenzplan am wirtschaftlichen Wert des Plans beteiligt werden(3). Für die Gruppe der Anteilsinhaber gilt die 3. Voraussetzung nicht. Ihre Zustimmung kann auch ersetzt werden, wenn durch den Plan keine Gläubigerbefriedigung über deren Anspruch hinaus besteht und keine einzelnen Anteilsinhaber bessergestellt werden.

Das komplexe Zustimmungsprozedere des Insolvenzplans führt dazu, dass auch gegen den Willen der Altgesellschafter – die in der Regel die Krise der Gesellschaft zu verantworten haben – Strukturmaßnahmen wie Kapitalerhöhungen, Kapitalherabsetzungen, etc., durchgeführt werden können, die ihre Anteils- und Mitgliedschaftsrechte selbst betreffen.

Im Rahmen einer Sanierung durch DES eröffnet sich für die Gesellschaftsgläubiger die Möglichkeit durch eine Loan to Own-Strategie höheren Einfluss auf die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft zu nehmen. Ein Investor kann im Wege des Forderungskaufs (Factoring) aufgrund der Krise der Gesellschaft möglicherweise günstig in die Stellung eines Gesellschaftsgläubigers eintreten und sodann auf einen DES hinwirken, um maßgeblichen Einfluss auf die Gesellschaft zu gewinnen. Dadurch kann der eintretende Gesellschafter am Sanierungserfolg direkt partizipieren.

5.3 Der Ablauf einer übertragenden Sanierung im Vergleich zum generellen M&A-Prozess

Der Prozess des Erwerbs eines insolventen Unternehmens im Rahmen einer übertragenden Sanierung ist vom Grundsatz vergleichbar mit einem normalen Unternehmenserwerb in der Form eines Asset Deals. Im Folgenden wird lediglich auf einige Besonderheiten in Ergänzung zu dem in Kapitel 4 dargestellten M&A-Prozess hingewiesen:

- Die Initiative für eine Transaktion geht in der Regel von dem insolventen Unternehmen bzw. seinem Insolvenzverwalter aus. Der Insolvenzverwalter stellt auch den eigentlichen Vertragspartner des Erwerbers bzw. Investors dar, der den Unternehmensverkauf im Auftrag der Gläubigerversammlung durchführt.
- Das insolvente Unternehmen wird bei der Suche nach Investoren häufig durch spezialisierte Unternehmensmakler unterstützt. Investmentbanken, die besonders auf das Prozessmanagement ausgerichtet sind, sind in der Regel nicht so stark in den Transaktionsprozess eingebunden. Aufgrund der niedrigeren Kosten kann eine Transaktion wirtschaftlicher gestaltet werden.
- Wichtiger Erfolgsfaktor der übertragenden Sanierung ist eine klare Definition des Kaufgegenstands. Das klingt zwar trivial, dennoch ist oftmals unklar, ob ausschließlich der Gesamtbetrieb veräußert werden soll oder den Investoren auch eine Auswahl der attraktivsten Unternehmensteile erlaubt wird. Bei mehreren potenziellen Kaufinteressenten steigt die Komplexität der Transaktion enorm an, wenn jeder einen anderen Kaufgegenstand in Betrachtung zieht, so dass frühzeitig eine klare, einheitliche Abgrenzung des Kaufgegenstandes erfolgen sollte.
- Bei der Kaufpreisermittlung spielen neben dem zukunftsgerichteten Ertragswert- und DCF-Verfahren auch das Substanzwertverfahren eine wichtige Rolle. So stellt für die Gläubigerversammlung der Substanz- bzw. Liquidationswert meist die Untergrenze für den noch zu akzeptierenden Kaufpreis dar. Ansonsten ist eine Auflösung und der Einzelverkauf der Assets lukrativer als ein Verkauf des Unternehmens im Rahmen einer übertragenden Sanierung. Auf der anderen Seite wird der Kaufpreis meist unter dem theoretisch erzielbaren Ertragswert liegen, da die Verhandlungsmacht des Investors deutlich höher ist als die des Verkäufers.
- Der Erwerber trägt ein geringes Haftungsrisiko, da dieser nicht automatisch in die Rechte und Pflichten der Vorgängergesellschaft eintritt. Andererseits ergibt sich dadurch aber der Nachteil, dass alle vertraglichen Verbindungen (z. B. Lieferverträge) neu abzuschließen sind. Einzige Ausnahme bilden hier Arbeitsverträge, deren Rechte und Pflichten nach § 613a BGB auch bei einer übertragenden Sanierung auf den Erwerber übergehen.

- Ein wesentlicher Nachteil einer übertragenden Sanierung ist, dass ein etwaiger Verlustvortrag des zu verkaufenden Unternehmens untergeht, da nicht der Rechts-träger, sondern lediglich die Vermögensgegenstände des Unternehmens übertra-gen werden.

5.4 Der Debt-to-Equity-Swap als Fallbeispiel

Die gesetzlichen Grundlagen für den DES wurden wie dargestellt in das Insolvenz-planverfahren aufgenommen. Nachfolgend sollen die Gestaltungsmöglichkeiten exemplarisch dargestellt werden:

Die Schuldnergesellschaft ist eine börsennotierte AG, mit einem zukunftsfähigen, jedoch nicht gesondert veräußerlichen Geschäftsbereich. Der Insolvenzeröffnungs-grund der Überschuldung liegt vor. Die Gläubiger der Gesellschaft bestehen zum einen aus Banken und zum anderen aus Anleihegläubigern.

Da die Voraussetzungen des § 270 b InsO gegeben sind, soll im Rahmen des Eröff-nungsverfahrens der Schuldnerin im Rahmen eines Schutzschirmverfahrens die Mög-lichkeit gegeben werden, in Eigenverwaltung ein Insolvenzplan zur Sanierung zu erarbeiten.

Dabei sind folgende Punkte zu beachten:

1. Die Handelbarkeit der Geschäftsanteile der Gesellschaft stellt einen eigen-ständigen wertbildenden Faktor dar. Sie soll möglichst erhalten bleiben.
2. Die Altgesellschafter sollen im Ergebnis an dem sanierten Unternehmen keine Beteiligung mehr halten.
3. Die Banken-Gläubiger haben –wie häufig – kein Interesse an einer Gesell-schafterstellung, da ein etwa verbleibender Rest der Darlehen oder künftige Darlehen als Gesellschafterdarlehen nachrangig wären.

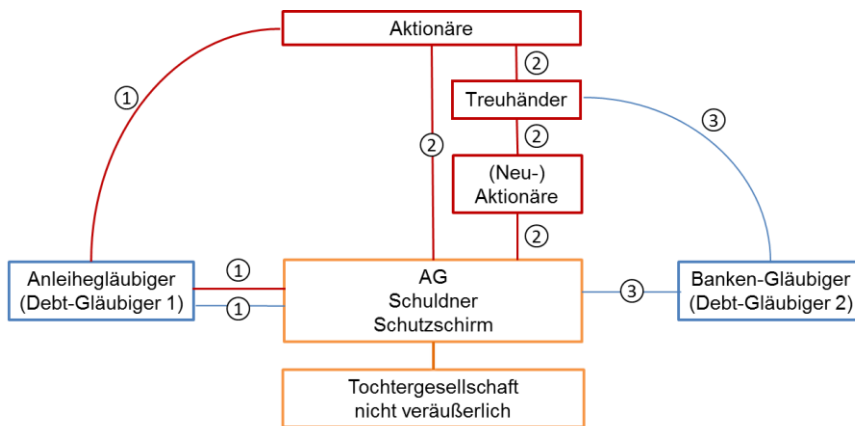
Die im Rahmen eines Insolvenzplans zulässigen Strukturmaßnahmen sind demgemäß auf Ihre Tauglichkeit zu untersuchen:

- A. Eine Kapitalherabsetzung auf null führt zwar zum Ausschluss der Altgesell-schafter, aber auch -mangels handelbarer Anteile – gleichzeitig zum Aus-scheiden der Gesellschaft aus dem regulierten Markt. Der Mehrwert der Handelbarkeit der Geschäftsanteile würde nicht erhalten.
- B. Die Schaffung neuer Anteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung – ggfls. einer Sachkapitalerhöhung, also eines echten DES – ist ebenfalls nur bedingt inte-ressengerecht. Es entstehen durch den (notwendigen) Börsenprospekt hohe Transaktionskosten und ein hoher Zeitbedarf bis zur Klärung des Zulas-sungsverfahrens der neuen Anteile für die künftige Börsennotierung. Dar-über hinaus wird so den unterschiedlichen Interessen der beiden Gläubiger-

gruppen (Banken und Anleihegläubiger) nicht hinreichend Rechnung getragen.

Hier kann ein interessengerechter Sanierungsansatz in der Durchführung eines um einen Treuhänder modifizierten unechten DES liegen (vgl. Abb 5-2).

Abbildung 5-2: Unechter Debt to Equity Swap



- ① Aktionäre treten Geschäftsanteile an Debt-Gläubiger 1 ab. Diese treten ihre Forderung an die Gesellschaft ab und bringen sie dadurch zum Erlöschen.
- ② Nicht bezogene Geschäftsanteile, werden an Treuhänder abgetreten, der diese für Debt-Gläubiger 2 treuhändisch verwertet. Die (Alt-)Aktionäre scheiden aus Gesellschaft aus
- ③ Der Erlös wird von dem Treuhänder an Debt-Gläubiger 2 gegen Abtretung ihrer Forderungen an die Gesellschaft ausgekehrt. Die Forderungen werden zum Erlöschen gebracht.

Voraussetzung ist ein Einvernehmen mit den Altgesellschaftern bzw. die Ersetzung der Zustimmung unter den o.g. Voraussetzungen.. Im gestaltenden Teil des Insolvenzplans können hierzu folgende Regelungen getroffen werden:

- Den unterschiedlichen Gläubigergruppen wird im Rahmen des Insolvenzplans die Wahlmöglichkeit eröffnet, an einem unechten DES teilzunehmen oder nicht.
- Die tauschbereiten Gläubiger erhalten bestehende Geschäftsanteile der Altgesellschafter und treten im Gegenzug ihre Forderungen gegen die Gesellschaft ab und bringen sie dadurch zum Erlöschen.

- Nicht bezogene Aktien werden auf einen Treuhänder übertragen. Die Altgesellschafter scheiden so allesamt aus der Gesellschaft aus.
- Der Treuhänder veräußert die nicht bezogenen Aktien an Neuaktionäre.
- Der Erlös der Aktienveräußerung wird an die nicht am DES teilnehmenden Gläubiger gegen Abtretung ihrer Forderung an die Gesellschaft ausgekehrt. Die Forderungen werden somit zum Erlöschen gebracht.

Im Ergebnis werden alle Vorgaben erfüllt:

Die Handelbarkeit der Gesellschaft wird durch Erhalt der Börsennotierung aufrechterhalten

Die Gesellschaft wird maßgeblich entschuldet und erhält hierdurch ggfls. freiwerdende Sicherheiten wieder und damit Spielraum für die künftige Finanzplanung.

Die Gläubiger haben die gruppengerechte Wahlmöglichkeit zur Teilnahme am DES oder einer Barentschädigung. Eine Umwandlung von Forderungen in Geschäftsanteile gegen den Willen des jeweiligen Gläubigers erfolgt nicht.

5.5 FAZIT

Die durch das ESUG geschaffenen Mechanismen und Erleichterungen werden sich in der Praxis noch weiter zu verproben sein. Fest steht jedoch, dass die Flexibilisierungen des Insolvenzplanverfahrens einen weiteren Baustein hin zur effektiven Unternehmenssanierung durch M&A Prozesse bilden. Erweitern sie doch die vormaligen Möglichkeiten erheblich. Für die M&A-Praxis eröffnet sich dadurch ein weiterer Bereich, eines interessengerechten Ausgleichs.

6 Übertragende Sanierung

Die „übertragende Sanierung“ kann man als einen Spezialfall eines M&A-Prozesses sehen, nämlich die Übertragung der Vermögenswerte eines insolventen Unternehmens auf eine andere Gesellschaft. Dabei kann es sich sowohl um ein bereits existierendes, operatives Unternehmen handeln oder auch eine eigens für den Zweck der Unternehmensübertragung gegründeten Auffanggesellschaft. Die in Kapitel 5 dargestellte Vorgehensweise im Rahmen einer M&A-Transaktion ist dabei größtenteils auch auf die übertragende Sanierung anwendbar, davon abweichende Besonderheiten sollen im Folgenden dargestellt werden.

6.1 Sanierung im Insolvenzplanverfahren vs. übertragende Sanierung

Die übertragende Sanierung bzw. die Bildung einer Auffanggesellschaft war bis zur Reform des deutschen Insolvenzrechtes zum 1.1.1999 oftmals das einzig mögliche Mittel, um eine organisch gewachsene Unternehmenseinheit zu erhalten. Die damalige Konkursordnung war primär auf Abwicklung bzw. Liquidation des insolventen Unternehmens ausgerichtet und die Voraussetzungen der damaligen Vergleichsordnung ließen i. d. R. keine Sanierung zu, da den Gläubigern umfangreiche Rechte zugesichert wurden, die einen Fortbestand des Unternehmens ständig in Frage gestellt hätten (Seefelder, 2003).

Die aktuelle Insolvenzordnung ermöglicht jedoch ein mit dem US-amerikanischen „Chapter 11“-Verfahren vergleichbares Vorgehen: das Insolvenzplanverfahren. Dieses Verfahren erlaubt dem insolventen Rechtsträger eine „Reorganisation“, ohne dass das Unternehmen zerschlagen werden muss. Voraussetzung sowohl für die Durchführung einer Sanierung im Insolvenzplanverfahren als auch einer übertragenden Sanierung ist, dass im insolventen Unternehmen Geschäftsfelder vorhanden sein müssen, deren Fortführung wirtschaftlich sinnvoll ist. Da meist ein wesentlicher Bestandteil der Sanierung durch einen Forderungsverzicht der Gläubiger erreicht wird, werden diese einem Fortbestand des Unternehmens i. d. R. nur dann zustimmen, wenn der erwartete Erlös höher ist als bei einer Liquidation des Unternehmens. Oftmals wird es einfacher sein, ein Unternehmen im Insolvenzverfahren als Sachgesamtheit an eine Auffanggesellschaft zu veräußern, als es im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens zu sanieren. Entscheidend ist auch hier, welches Verfahren für die Gläubiger einen höheren Erlös, also eine höhere Quote, bringen wird. Deshalb ist auch bei einer Sanierung im Insolvenzplanverfahren zu prüfen, ob ein Verkauf der Gesellschaft an ein anderes Unternehmen möglich ist. Nur wenn ein Verkauf nicht möglich ist oder zu geringeren Erlösen für die Masse führt, werden die Gläubiger einem Insolvenzplan zustimmen.

Der wesentliche Unterschied zwischen einer übertragenden Sanierung und einem Unternehmensverkauf i. R. eines Insolvenzplanverfahren ist, dass bei Letzterem die Gesellschaft als Ganzes übertragen wird (vergleichbar mit einem share deal), wohingegen bei einer übertragenden Sanierung die Vermögenswerte einzeln auf einen neuen Rechtsträger übertragen werden (asset deal). Aus diesem Grunde bietet eine übertragende Sanierung für den Erwerber höhere Flexibilität im Hinblick auf die Auswahl welche Assets bzw. Betriebsteile übernommen werden sollen. Ein weiterer Vorteil ergibt sich aus einem geringeren Haftungsrisiko für den Erwerber, da dieser nicht automatisch in die Rechte und Pflichten der Vorgängergesellschaft eintritt. Andererseits ergibt sich dadurch aber der Nachteil, dass alle vertraglichen Verbindungen (z. B. Lieferverträge) neu abzuschließen sind. Einzige Ausnahme bilden hier Arbeitsverträge, deren Rechte und Pflichten nach § 613a BGB auch bei einer übertragenden Sanierung auf den Erwerber übergehen. Ein weiterer Nachteil der übertragenden Sanierung ist, dass steuerlich relevante Tatbestände (insbesondere die Nutzung eines Verlustvortrages) beim ursprünglichen Rechtsträger verbleiben und somit nicht durch einen Erwerber nutzbar sind.

6.2 Rollen von Management und Insolvenzverwalter

Nach Insolvenzantragstellung bei Gericht beginnt das vorläufige Insolvenzverfahren unter Regie eines vorläufigen Insolvenzverwalters. Dieser führt das Unternehmen fort und prüft, ob die Insolvenzmasse ausreicht, um die Kosten eines Insolvenzverfahrens zu decken. Die Löhne und Gehälter der Belegschaft sind bis zu einem Zeitraum von bis zu drei Monaten durch das Insolvenzgeld abgedeckt.

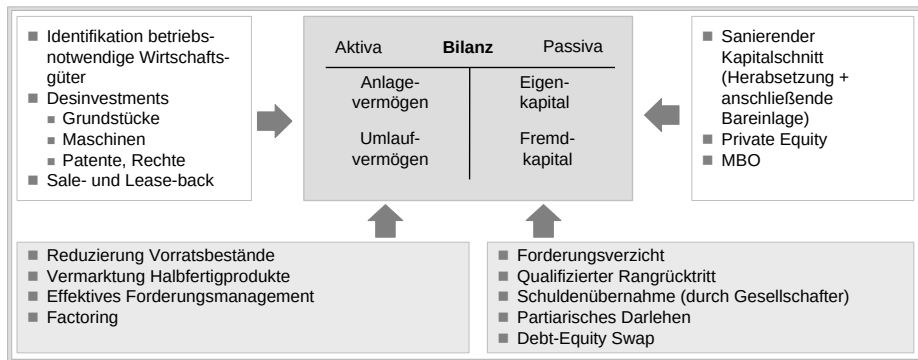
Im vorläufigen Verfahren behält das Management noch seinen Status als Geschäftsführungsorgan, den es im später eröffneten Verfahren an den Verwalter verliert. Es ist i. d. R. aber falsch zu glauben, dass Insolvenzverwalter i. R. des vorläufigen Insolvenzverfahrens Sanierungskonzepte erstellen. Der Verwalter konzentriert sich überwiegend auf die Schaffung idealer Rahmenbedingungen zur Umsetzung der angestrebten Verwertungsoption. Das Schuldnerunternehmen muss somit selbst die Initiative ergreifen und eine Lösung anstreben. Ein passives Management kommt in vielen Fällen einem Todesurteil für das Unternehmen gleich, da viele Verwalter – auch in Anbetracht der Vielzahl an Verfahren, die zu bewältigen sind – nur selten selbst aktiv werden. Ein eigener Vorschlag der Geschäftsleitung kommt einem Verwalter i. d. R. entgegen, da der oder die Geschäftsführer auf Grund des Informationsvorsprungs gegenüber einem externen Interessenten i. d. R. schneller handeln können.

6.3 Eckpunkte eines Restrukturierungskonzepts

Die größte Aussicht auf Erfolg verspricht die übertragende Sanierung dann, wenn bereits im Vorfeld der Insolvenz ein Restrukturierungskonzept erarbeitet wird. Idealerweise sollte bereits die Zeit vor dem eigentlichen Insolvenzantrag als Konzeptionsphase genutzt werden, dass zumeist der Zeitrahmen des vorläufigen Insolvenzverfahrens (maximal drei Monate) hierfür nicht ausreicht. Das Konzept mit der Präsentation eines potenziellen Erwerbers sollte zu Beginn des vorläufigen Verfahrens dem vom Gericht eingesetzten vorläufigen Insolvenzverwalter dargelegt werden.

Eine gezielt vorbereitete Insolvenz muss das Ziel verfolgen, die Unterstützung der Gläubiger zu finden. Die Eckpunkte eines umfassenden Restrukturierungskonzepts sollten idealerweise an allen Elementen der Bilanz ansetzen (vgl. Abb. 5-1). Hinzu kommen Maßnahmen für eine nachhaltige Profitabilitätssteigerung sowie die Vorbereitung des Unternehmensverkaufs. Diese Maßnahmen sollen dazu führen, dass dem vorläufigen Insolvenzverwalter eine optimale Ausgangsposition verschafft wird, eine übertragende Sanierung zu befürworten.

Abbildung 6-1: Eckpunkte einer bilanziellen Restrukturierung (Quelle: Fink, 1998)



6.4 Der Ablauf einer übertragenden Sanierung im Vergleich zum generellen M&A-Prozess

Der Prozess des Erwerbs eines insolventen Unternehmens im Rahmen einer übertragenden Sanierung ist vom Grundsatz vergleichbar mit einem normalen Unternehmenserwerb in der Form eines Asset Deals. Im Folgenden soll daher lediglich auf einige Besonderheiten der übertragenden Sanierung hingewiesen werden, die in Ergänzung zu den Elementen des in Kapitel 4 dargestellten M&A-Prozesses zu beachten sind:

- Während bei traditionellen Unternehmenszusammenschlüssen die Initiative meist vom größeren bzw. finanzstärkeren Unternehmen ausgeht, wird eine übertragende Sanierung i. d. R. durch das insolvente Unternehmen bzw. den Insolvenzverwalter initiiert. Der Insolvenzverwalter stellt auch den eigentlichen Vertragspartner des Käufers bzw. Investors dar, der den Unternehmensverkauf im Auftrag der Gläubigerversammlung durchführt.
- Meist stellt die übertragende Sanierung für das betroffene Unternehmen die letzte Chance dar, um ein Überleben des Unternehmens zu ermöglichen. Dabei werden oftmals umfassende Zugeständnisse (z. B. in der Anpassung der Organisationsstruktur bzw. in der Höhe des Kaufpreises) zugunsten des Investors gemacht werden müssen. Auch wird eine Investorensuche i. d. R. nur dann erfolgreich verlaufen, wenn eine realistische Chance besteht das insolvente Unternehmen strukturell zu sanieren und zukünftig die Insolvenzgründe zu vermeiden.
- Bei einer übertragenden Sanierung wird die Suche nach Investoren häufig durch spezialisierte Unternehmensmakler unterstützt, deren Dienstleistungen primär auf die Investorensuche und weniger als bei Investmentbanken auf das Prozessmanagement ausgerichtet sind. Wesentlicher Vorteil der Unternehmensmakler sind die im Vergleich zu Investmentbanken deutlich niedrigeren Gebühren, die auch bei geringeren Transaktionsvolumina eine Unterstützung bei der Investorensuche wirtschaftlich möglich machen (Hollenberg, 2003, S. 79).
- Ein wichtiger Erfolgsfaktor der übertragenden Sanierung ist eine klare Definition des Kaufgegenstands. Das klingt zwar trivial, dennoch ist oftmals unklar, ob ausschließlich der Gesamtbetrieb veräußert werden soll oder den Investoren auch eine Auswahl der attraktivsten Unternehmensteile erlaubt wird. Bei mehreren potenziellen Kaufinteressenten steigt die Komplexität der Transaktion enorm an, wenn jeder einen anderen Kaufgegenstand in Betracht zieht, so dass frühzeitig eine klare, einheitliche Abgrenzung des Kaufgegenstandes erfolgen sollte.
- Bei der Ermittlung des Kaufpreises werden neben zukunftsgerichteten Ertragswert- und DCF-Verfahren auch Substanzwertverfahren eine wichtige Rolle spielen. So stellt für den Verkäufer (im Falle eines insolventen Unternehmens die Gläubi-

gerversammlung) der Substanz- bzw. Liquidationswert meist die Untergrenze für den noch zu akzeptierenden Kaufpreis dar, da ansonsten eine Auflösung und Einzelverkauf der Assets lukrativer als ein Verkauf des Unternehmens im Rahmen einer übertragenden Sanierung wäre. Voraussetzung ist dabei allerdings, dass die Bewertung der Assets zu realen Marktpreisen erfolgt und ein Verkauf innerhalb eines akzeptablen Zeitrahmens möglich ist. Auf der anderen Seite wird der Kaufpreis meist unter dem theoretisch erzielbaren Ertragswert liegen, da die Verhandlungsmacht des Investors deutlich höher ist als die des Verkäufers.

- Da es sich bei einer übertragenden Sanierung um einen Erwerb der Vermögenswerte (Asset Deal) und nicht des gesamten Rechtsträgers handelt, haftet der Erwerber grundsätzlich nicht für die Verbindlichkeiten des Altunternehmers (Bernsau et al., 2002, S. 151). Dennoch hat die Rechtsprechung eine Reihe von Tatbeständen der Haftungsüberleitung definiert, zu denen insbesondere die Vorschriften des Betriebsübergangs bzw. Teilbetriebsübergangs nach § 613a BGB gelten. Wie bereits dargelegt, tritt der Investor auch bei einer übertragenden Sanierung in alle bestehenden und zukünftigen Verpflichtungen aus Arbeitsverträgen ein, so dass eine im Rahmen einer Sanierung möglicherweise notwendige Reduzierung der Belegschaft nur über betriebsbedingte Kündigungen möglich ist, die eine Erstellung eines Sozialplans mit Interessensausgleich notwendig machen. Weitere Tatbestände der Haftungsüberleitung auf den Neuunternehmer ergeben sich aus einer möglicherweise ungerechtfertigten Inanspruchnahme von staatlichen Beihilfen oder aus einer Haftung von Altlasten, wie z. B. einer Kontaminierung eines Betriebsgrundstücks. Daher sind insbesondere diese Elemente bei einer Due Diligence-Prüfung besonders zu beachten.
- Ein wesentlicher Nachteil einer übertragenden Sanierung ist, dass ein etwaiger Verlustvortrag des zu verkaufenden Unternehmens untergeht. Dies ergibt sich daraus, dass nicht der Rechtsträger, sondern lediglich die Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens übertragen werden. Ein Investor kann somit lediglich die sich möglicherweise zukünftig ergebenden Verluste des übertragenen Unternehmens mit Gewinnen des eigenen Unternehmens verrechnen. Aus diesem Grunde ist zu überlegen, ob nicht ein Verkauf des Gesamtunternehmens bereits vor einer drohenden Insolvenz vorteilhafter ist, da in diesem Fall ein Verlustvortrag mit übernommen werden kann. Dabei ist allerdings zu beachten, dass der Investor in diesem Fall – wie bei jedem Unternehmenskauf – grundsätzlich in alle Verpflichtungen des Altunternehmers eintritt.

Wie oben gezeigt, stellt die „übertragende Sanierung“ einen Sonderfall dar. Dabei stellt dies für das insolvente Unternehmen meist den letzten Ausweg dar, um ein Überleben zu sichern. Auf der anderen Seite sollte ein Käufer eines insolventen Unternehmens sich nicht zu dem Trugschluss verleiten lassen, ein „Schnäppchen“ zu machen. So ist im Rahmen der Due Diligence genau zu prüfen, welche potenziellen Risiken der Übernehmer eingeht und ob eine Sanierung überhaupt realistisch erreicht

werden können. Häufig wird die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens ex-ante überschätzt, was im Extremfall sogar eine Insolvenz des Gesamtunternehmens zur Folge haben kann, wie das Beispiel der GARANT SCHUH AG zeigt, die in 2002 die sanierungsbedürftige SALAMANDER AG übernommen hatte und nach einer missglückten Sanierung im Sommer 2004 schließlich selbst Insolvenz anmelden musste.

Literaturverzeichnis

ACHLEITNER, ANN-KRISTIN/ BASSEN, ALEXANDER/ WAHL, SIMON (2003): Corporate Restructuring: Instrumente und deren Anwendung in Deutschland, in: FinanzBetrieb, Heft 7-8, S. 432–447.

ANDRADE, GREGOR (1999): Do Appearances Matter? The Impact of EPS Accretion and Dilution on Stock Prices, Working Paper, Harvard Business School, Boston.

ANSLINGER, PAT/ BAIRD, PETER /COPELAND, TOM (2002): A Process Guide for Conducting Mergers and Acquisitions, Working Paper, McKinsey & Company, New York.

BÄCHSTADT / FRÖHLICH (2014): Mergers & Acquisitions bei Krisenunternehmen, in: Buth, Hermanns (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Auflage 2014

BAUSCH, ANDREAS (2003): Earnings Dilution bei Unternehmensakquisitionen – Bedeutung und Gestaltungsmöglichkeiten, Teil 1 in: M&A Review, Heft 6, S. 260-265, Teil 2, in: M&A Review, Heft 7/2003, S. 304-309.

BERNSAU, GEORG/ HÖFFNER, ALEXANDER/ RIEGER, STEFAN/ WAHL, MICHAEL (2002): Handbuch der übertragenden Sanierung, Verlag Luchterhand, Kriftel.

BICKMANN, ROLAND/ RHODE, CURT (2002): Die Cultural Due Diligence (6.8.2.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1–34 (Loseblattsammlung).

BLOCK, STANLEY B. (2002): The EPS Myopia Hypothesis and Post-Merger Market Performance of Acquiring Firms, in: Journal of Investing, Spring 2002, Issue 1, S. 7-15.

BREALEY, R.A./ MYERS, S.C. (2000): Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., McGraw-Hill, Boston.

COPELAND, TOM/ KOLLER, TIM/ MURRIN, JACK (2002): Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Auflage, Campus Verlag, Frankfurt / New York.

DE BONDT, WERNER F./ THALER, RICHARD H. (1985): Does the Stock Market Overreact?, in: The Journal of Finance, 40, S. 793-805.

DIETZSCH-DORTENBACH, MAXIMILIAN (2001): Fusionen – Bildung von Gemeinschaftsunternehmen (6.1.2.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1–19 (Loseblattsammlung).

EU-KOMMISSION (2003): Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlamentes und des Rates über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten vom 18.11.2003, Dokument KOM (2003) 703 endg., Brüssel.

FINK, PAUL (1998): Maßnahmen des Verwalters zur Finanzierung in der Unternehmensinsolvenz, in: Beiträge zum Insolvenzrecht, Band 20, RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, Köln.

FRÖHLICH, ANDREAS/ KÖCHLING, MARCEL (2003): Die übertragende Sanierung, in Finance, 11/2003, S. 72-73.

FUBINI, DAVID (2000): After the merger, in: McKinsey Quarterly, 4/2000, S. 21-28.

HARRER, HERBERT (2001): Due Diligence-Prüfung (6.2.2.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1-16 (Loseblattsammlung).

HOLLENBERG, CHRISTIAN (2003): Die Qual der Wahl – wie finden Krisenunternehmen einen Investor?, in: Finance, Juli-August/2003, S. 78-79.

JANSEN, STEPHAN A. (2002): Post Merger Management (6.8.4.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1-19 (Loseblattsammlung).

KÖNIG, THOMAS/ LEUERING, DIETER (2004): Die Strukturierung von Fusionen – national und international (6.1.3.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1-29.

KURNEY, STENCEL (2014): M&A in der Krise – rechtliche Aspekte, in: Buth, Herrmanns (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Auflage 2014

PETERS (2014): Sanierung im Schutzschirmverfahren, in: Buth, Herrmanns (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, 4. Auflage 2014

RAPPAPORT, ALFRED / SIOWER, MARK L. (2000): Unternehmenskauf – mit Aktien oder in bar bezahlen?, in: Harvard Business Manager, 3/2000, S. 32-46.

ROBINSON, JOHN R./ SHANE, PHILLIP B. (1990): Acquisition Accounting Method and Bid Premia for Target Firms, in: The Accounting Review, 1990, S. 25 – 48.

ROY, ASIM (1997): Acquiring Firms with higher PE-Ratios, in: Lloyd, B. (Hrsg.): Creating Value through Acquisitions, Demergers, Buyouts and Alliances, New York.

SEEFELDER, GÜNTER (2003): Unternehmenssanierung, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

SUHL, WERNER/ ENGLERT, JOACHIM (2004): Distressed M&A - In Krisensituationen ist schnelles und effizientes Handeln gefordert, in: Börsenzeitung vom 31.1.2004, S. 58.

ZENZ-SPITZWEG, STEPHAN R. (2001): Strategische Rahmenbedingungen von Unternehmenskäufen und -verkäufen (6.1.1.), in: Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage, Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, S. 1-30 (Loseblattsammlung).