

# Distressed M&A in der Corona-Krise I - Kritische Erfolgsfaktoren

6. April 2020

Die Corona-Krise hat die M&A Aktivität zuletzt fast zum Erliegen gebracht. Lediglich weit fortgeschrittene Transaktionen werden derzeit noch zu Ende verhandelt. Viele Projekte, die sich in früheren Phasen befinden, werden unterbrochen, wenn nicht gleich abgebrochen. Aufgrund der Corona-Krise sind viele Unternehmen weltweit im Krisenmodus. Feuerlöschen hat Vorrang. Immer mehr Unternehmen stoppen derzeit alle nicht betriebsnotwendigen Projekte – und dazu zählen nun mal auch viele M&A-Transaktionen. Die Aufgabe jedweder Transaktionstätigkeit isoliert aber auch, und kann genauso falsch sein wie die staatliche Isolation und Abschottung. Miteinander hat schon immer stärker gemacht.

Mit unserer Beitragsserie 'Distressed M&A in der Corona Krise' wollen wir für weitere M&A Tätigkeit werben. Die Krise verändert nur die Spielregeln – und diese veränderten Spielregeln wollen wir für Sie näher beleuchten.

## Was versteht man unter Distressed M&A?

Distressed M&A umfasst alle Transaktionen unter Beteiligung eines Unternehmens in einer Krisenphase, sowohl vor als auch in der eigentlichen Insolvenz. Dem liegt keine allgemeingültige Definition von Krise zugrunde: Die Krise beginnt dabei schon lange vor der Insolvenz, sobald einem Unternehmen ohne weitreichende leistungs- oder finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen die Insolvenz droht, oder es voraussichtlich bald nicht mehr in der Lage sein wird, laufende Verbindlichkeiten zu erfüllen oder den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten.

Distressed M&A ist dabei oft negativ belegt mit dem Makel der Unternehmenspleite. Zu Unrecht – Distressed M&A Transaktionen haben schon viele Unternehmen gerettet, Unternehmen, die heute als erfolgreiche Marktteilnehmer wahrgenommen werden. Statt der Erinnerung an die Krise überwiegt heute die sich an die Rettung anschließende Erfolgsstory.

Dieser Art von Transaktionen ist gemein, dass sie unter besondere Rahmenbedingungen verhandelt und vollzogen werden. In diesem Beitrag zeigen wir auf, welche Erfolgsfaktoren besonders kritisch sind, um Distressed M&A-Transaktionen zum Erfolg zu führen.

## Zeitdruck

Der Zeitdruck bei Distressed M&A-Transaktionen ist hoch, der Abschluss immer ein Wettlauf gegen die Zeit. Das hängt zum einen damit zusammen, dass jeder Tag ohne Sanierung dem Unternehmen weiter schadet, Kunden abspringen, Mitarbeiter kündigen, Lieferketten zusammenbrechen. Zum anderen steigt – jedenfalls in Asset Deal-Szenarien – von Tag zu Tag das Insolvenzrisiko des Verkäufers und die damit verbundenen Risiken, insbesondere die insolvenzrechtliche Anfechtung der Transaktion.

Distressed M&A Transaktionen gehen daher typischerweise in schnellen 4-6 Wochen über die Bühne - nicht vergleichbar mit den 4-6 Monaten bei herkömmlichen Transaktionen.

Die Kunst besteht darin, trotz des Zeitdrucks die Risiken richtig einzuwerten, die Due Diligence auf die richtigen Themen zu fokussieren, die richtigen Schwerpunkte bei den Verhandlungen zu legen.

## Stakeholder Management

Während eine normale M&A-Transaktion oft nur unmittelbar zwischen Käufer und Verkäufer verhandelt wird und oft sogar das Management der Zielgesellschaft außen vor ist, ist der Kreis der erfolgskritischen Stakeholder bei Distressed Transaktionen viel größer: der Erfolg der Transaktion hängt maßgeblich davon ab, dass das Management des Zielunternehmens, seine Arbeitnehmer, aber auch die Gläubiger (vor allem die Banken und Kreditversicherer) und Kunden die Transaktion unterstützen. Alle können und müssen ihren Beitrag zum Erfolg der Transaktion leisten, alle können mit der Transaktion nur gewinnen, wenn die Alternative die Zerschlagung des Unternehmens ist. Der Käufer muss das Management für seinen Sanierungsplan begeistern, die Arbeitnehmervertreter müssen an diesen Plan glauben und zu Zugeständnissen und Einschnitten bereit sein, Gläubiger müssen einem Haircut von Forderungen zustimmen, Kunden können den Schulterchluss zeigen und ihre weitere Unterstützung zusagen. Beim Verkauf aus der Insolvenz fungiert der Insolvenzverwalter als Mittler zwischen den verschiedenen Stakeholdern, mit dem Ziel und Auftrag, die Insolvenzmasse zugunsten der Gläubiger zu maximieren.

Es zählt zu den Kernaufgaben des Transaktionsberaters, die verschiedenen Interessen aller Stakeholder zu verstehen, zwischen den Stakeholdern zu vermitteln, und die Unterstützung für die Transaktion zu sichern.

## Vertrauen und Vertraulichkeit

Die Vertraulichkeit der Verhandlungen über die Transaktion ist in der Krise noch entscheidender als ohnehin bei Transaktionen – das Publikum werden der Krise kann den Abschwung beschleunigen und damit die Transaktion gefährden. Gleichzeitig erfordert die Transaktion wie gezeigt die Abstimmung mit vielen Stakeholdern, was die Vertraulichkeit noch schwieriger macht.

Vertraulichkeitsvereinbarungen sind zwingend, aber allenfalls 'nett' – entscheidend ist, dass alle Beteiligten wirklich verstehen, dass jedes Informationsleck die Transaktion und damit das Überleben des Unternehmens gefährdet. Es hilft in jedem Fall, wenn sich die Beteiligten gut kennen und – wichtiger noch – vertrauen.

## Erfahrung und Professionalität

Gerade weil so wenig Zeit ist, kommt es in besonderem Maße darauf an, dass die Transaktion mit einem kleinen, professionellen und erfahrenen Team begleitet wird. Die Marktstandards und Vertragsbedingungen von Distressed M&A Transaktionen unterscheiden sich erheblich von normalen M&A Transaktionen. Gleichwohl bestehen Verhandlungsspielräume. Es ist zwingend erforderlich, die Marktstandards und Verhandlungsspielräume zu kennen, in den Verhandlungen nicht zu überziehen und keine unüblichen Forderungen zu stellen. Wer von einem Insolvenzverwalter etwa operative Garantien im Kaufvertrag fordert und diese zum Dealbreaker erklärt, manövriert sich selbst auf das Abstellgleis.

## Transaktionssicherheit

Die Transaktionssicherheit ist grundsätzlich in allen M&A Transaktionen ein wichtiges Kriterium. Grundsätzlich will der Verkäufer immer sicherstellen, dass die Transaktion nach ihrem Abschluss auch tatsächlich vollzogen wird, der Käufer also nicht unbegründet zurücktreten kann und die Kaufpreiszahlung zum Closing gesichert ist.

Für den Insolvenzverwalter setzt die Transaktionssicherheit sogar noch früher an: er muss sicherstellen, dass die übertragende Sanierung überhaupt gelingt. Jeder Deal, mit dem er einen höheren Erlös als die Zerschlagungswerte erzielt, ist für die Gläubiger besser als die Zerschlagung. Oft führt der Insolvenzverwalter einen Bieterprozess durch und verkauft an den Meistbietenden; allerdings wird er dabei nur solche Gebote berücksichtigen, bei welchen die Finanzierung des Kaufpreises gesichert und die Kaufpreiszahlung nicht gefährdet ist. Daher gewinnt nicht zwingend das höchste Gebot, sondern vielmehr das höchste bei maximaler Transaktionssicherheit.

## Sanierungs-Know-how

Und schließlich: Der Käufer braucht einen Plan für die Sanierung. Das Abschneiden von Verbindlichkeiten durch die Transaktion reicht in den meisten Fällen nicht, wenn das Geschäft weiterhin jeden Tag Geld verbrennt. Das Sanierungs-Know-how des Käufers entscheidet über Erfolg und Misserfolg der Transaktion und die Zukunft des Unternehmens.

## Kontakt



**Dr. Heiko Tschauner**  
Restrukturierung und Insolvenzrecht  
Partner, München  
T +49 89 29012242  
[heiko.tschauner@hoganlovells.com](mailto:heiko.tschauner@hoganlovells.com)



**Dr. Nikolas Zirngibl**  
Gesellschaftsrecht/M&A, Venture Capital  
Partner, München  
T +49 89 29012131  
[nikolas.zirngibl@hoganlovells.com](mailto:nikolas.zirngibl@hoganlovells.com)

## [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com)

"Hogan Lovells" oder die "Sozietät" ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören. Die Bezeichnung "Partner" beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen, finden Sie unter [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung. Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2020. Alle Rechte vorbehalten.