

Bachelorthesis

Untersuchung internationaler Distressed M&A Deals: aktuelles
Marktumfeld, Besonderheiten im M&A Prozess sowie
Handlungsempfehlungen

Vorgelegt am: 20.08.2018

Von: **Jan Klaus**
Hamburger Straße 15
99085 Erfurt

Studiengang: Bank (Bankwirtschaft und Bankmanagement)
Studienrichtung: Bank (Bankwirtschaft und Bankmanagement)

Seminargruppe: 4BK15-1

Matrikelnummer: 4001941

Praxispartner: Sparkasse Mittelthüringen
Anger 25/26
99084 Erfurt

Gutachter: Prof. Dr. Renate Luderer
(Staatliche Studienakademie Glauchau)

Dipl.-Kfm. Thomas Schmitz-van de Bergh
(Sparkasse Mittelthüringen)

Freigabeerklärung

Hiermit erklären wir uns einverstanden/~~nicht einverstanden~~-*), dass die Bachelorthesis/Diplomarbeit-* des/der Studenten/in

Name, Vorname: Klaus, Jan SG : BK2015.....

zur öffentlichen Einsichtnahme durch den Dokumentenserver der Bibliothek der Staatlichen Studienakademie Glauchau bereitgestellt wird.

Thema der Arbeit:

Untersuchung internationaler Distressed M&A Deals: aktuelles Marktumfeld,
Besonderheiten im M&A Prozess und Handlungsempfehlungen

Erfurt, 16/8/18

Ort, Datum

SM

Sparkasse Mittelhessen

Stempel, Unterschrift des Praxispartners

Arbeit zur Veröffentlichung freigegeben: ja nein

.....
Datum

.....
Unterschrift Leiter/in d. Studiengangs

*) Nichtzutreffendes bitte streichen

Themenblatt Bachelorthesis

Studiengang Bank

Student: **Jan Klaus**
Matrikelnummer: **4001941**
Seminargruppe: **4BK15-1**

Thema der Bachelorthesis

Untersuchungen internationaler Distressed M & A Deals: Marktfeld, Besonderheiten im M & A Prozess sowie Handlungsempfehlungen

Gutachter/ Betreuer: Dipl.-Betriebswirt Thomas Schmitz-van de Bergh
Gutachter (Studienakademie): Prof. Dr. Renate Luderer

Ausgabe des Themas: **28.05.2018**

Abgabe der Arbeit an den SG am: **20.08.2018, bis 14:00:00**


Prof. Dr. Katja Flehmig
Vorsitzende des Prüfungsausschusses
Wirtschaft

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Formelverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
1 Einleitung	1
2 Aktuelles Marktumfeld	4
2.1 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	4
2.2 Insolvenzumfeld	8
2.3 Aktuelle rechtliche Neuerungen in Deutschland	12
3 Besonderheiten im M&A Prozess	15
3.1 Grundlagen Distressed M&A	15
3.1.1 Abgrenzung zum konventionellen M&A	15
3.1.2 Aufbau eines M&A Prozesses	17
3.1.3 Besonderheiten im Distressed M&A Prozess	18
3.2 Die Unternehmenskrise	20
3.3 Unternehmensbewertung	23
3.3.1 Grundlagen und Systematisierung	23
3.3.2 Einzelbewertungsverfahren	24
3.3.2.1 Substanzwertverfahren	24
3.3.2.2 Liquidationswertverfahren	26
3.3.3 Relative Bewertung – Multiplikatoren	28
3.3.3.1 Comparable Company Analysis	28
3.3.3.2 Comparable Transaction Analysis	36
3.3.4 Intrinsische Bewertung – Discounted Cash Flow Verfahren	39
3.3.5 Realoptions-Ansatz	46
3.4 Arten der Übernahme	48
3.4.1 Asset Deal vs. Share Deal	48
3.4.2 Debt-Equity Swap	50
4 Handlungsempfehlungen	52

4.1 Handlungsempfehlungen aufgrund des aktuellen Marktumfeldes.....	52
4.2 Handlungsempfehlungen im Rahmen des M&A Prozesses.....	54
5 Schlussbetrachtung	56
Anhangverzeichnis	59
Quellenverzeichnis	63

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Entwicklung des Leitzinses	4
Abbildung 2 OECD Frühindikatoren	6
Abbildung 3 Unternehmensinsolvenzen in Deutschland	8
Abbildung 4 Unternehmensinsolvenzen in Westeuropa	10
Abbildung 5 Unternehmensinsolvenzen in Japan	12
Abbildung 6 Krisenstadien und das Zeitfenster für einen Distressed M&A Prozess ..	22
Abbildung 7 Systematisierung der gängigen Bewertungsverfahren	23
Abbildung 8 Einordnung des Realoptionsansatzes	24
Abbildung 9 Aktienkategorien nach Peter Lynch	32
Abbildung 10 Rating Skala der IFD	33
Abbildung 11 Rating Matrix	33
Abbildung 12 Comparable Company Analysis Tabelle	35
Abbildung 14 Comparable Transaction Analysis Tabelle	38
Abbildung 15 Darstellung der Kapitalmarktlinie	42
Abbildung 16 Risikoklassifizierung im CAPM	43
Abbildung 17 Perspektive der Buy Side und der Sell Side	47
Abbildung 18 Funktionsweise eines Debt-Equity-Swaps	51

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 Ermittlung des Teilreproduktionswertes	26
Tabelle 2 Ermittlung des Liquidationswertes	27
Tabelle 3 Rahmenbedingungen der Informationsselektion.....	29
Tabelle 4 Berechnung des Enterprise Value	35
Tabelle 5 Vor- und Nachteile der Comparable Company Analysis	36
Tabelle 6 Vor- und Nachteile der Comparable Transaction Analysis.....	39
Tabelle 7 Berechnung des Free Cash Flows.....	40
Tabelle 8 Berechnung des Present Value nach der Exit Multiple Methode	45
Tabelle 9 Vor- und Nachteile des DCF-Verfahrens	46

Formelverzeichnis

Formel 1 Berechnung der Anlageintensität.....	25
Formel 2 Berechnung des Konstituts.....	25
Formel 3 Berechnung der weighted average cost of capital.....	41
Formel 4 Berechnung des unlevered beta.....	44
Formel 5 Berechnung des levered beta.....	44
Formel 6 Berechnung des TV mit der Exit-Multiple Methode.....	44
Formel 7 Berechnung des TV mit der ewigen Rente	45
Formel 8 Berechnung der Wachstumsrate g	45
Formel 9 Berechnung des Present Value auf Grundlage der ewigen Rente	45

Abkürzungsverzeichnis

AO	Abgabeordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
CAPM	Capital asset Pricing model
CCA	Comparable Company Analysis
CDU	Christliche demokratische Union
CFO	Chief Financial Officer
CTA	Comparable Transaction Analysis
DCF	Discounted Cash Flow
D&O	Directors and Officers
EBITDA	Earnings before interest taxes depreciation and amortization
EU	Europäische Union
EV	Enterprise Value (Unternehmenswert)
EZB	Europäische Zentralbank
FCF	Free Cash Flow
i. e. S.	im engeren Sinne
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InsO	Insolvenzordnung
PV	Present Value
TV	Terminal Value
WACC	Weighted average cost of capital

1 Einleitung

Die expansive Geldpolitik der EZB heizt die internationalen Finanzmärkte an. Neben den klassischen Finanzmärkten wie z. B. den Aktienmärkten, ist auch der Markt für Unternehmenskäufe und –verkäufe (M&A Markt) betroffen.

Ein spezieller Bereich ist der Distressed M&A Markt, welcher Krisenunternehmen fokussiert. Die Niedrigzinsphase sorgt in den großen Volkswirtschaften für abnehmende, attraktive Investitionsmöglichkeiten. Die Renditen der Assets, wie z. B. Sparbücher, Tagesgelder oder Bundesanleihen, liegen unterhalb der Inflationsrate und erscheinen daher unattraktiv. Aus diesem Grund suchen Investoren nach Alternativen, wie z. B. Aktien oder Immobilien. An diesen Märkten sind jedoch in den letzten Jahren blasenähnliche Tendenzen zu erkennen. Die Suche nach rentablen Assets, kann folglich zu speziellen Märkten führen, wie z. B. dem Distressed M&A Markt. So können Krisenunternehmen hohe Renditemöglichkeiten, aber auch hohe Risiken beinhalten. Ein aktuelles Beispiel für Distressed M&A ist die Insolvenz der Airline Air Berlin, welche ihre Tochtergesellschaften an Lufthansa und easyjet verkaufte. Weiterhin ist der Möbelkonzern Steinhoff International Holdings, im Jahr 2018, in die Krise aufgrund von Bilanzmanipulationen geraten und verkaufte seitdem die Tochtergesellschaften Poco an XXLutz und Kika/Leiner an Rene Benko. Diese Beispiele zeigen die Bedeutsamkeit eines Distressed M&A Deals, um die Liquidität der Unternehmen wiederherzustellen, sowie die Sanierung und Restrukturierung durchzuführen. Die Renditechancen der Unternehmensanteile von Krisenunternehmen reizen Investoren oft mehr als die Investition in Unternehmensanteile gesunder und stabiler Unternehmen, welche am aktuellen Markt kaum oder nur zu unrentablen Kaufpreisen erworben werden können. Den Krisenunternehmen wird ein größeres Umsatz- und Gewinnwachstum zugesprochen, welches nach Meinung der Investoren mit höheren Renditechancen einhergeht. Außerdem suchen in der derzeitigen Niedrigzinsphase Investoren nach Kapitalanlagen und gehen dabei immer größere Risiken ein. Käufe von Krisenunternehmen können dabei eine Möglichkeit darstellen.

Das Ziel dieser Bachelorthesis ist es, die aktuelle Marktsituation am Distressed M&A Markt zu analysieren, Besonderheiten im M&A Prozess zu identifizieren und daraus Handlungsempfehlungen abzuleiten. Die Arbeit erhebt dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit, da es den Rahmen übersteigen würde, alle internationalen Märkte und deren spezifische M&A Rahmenbedingungen zu analysieren. Es wird sich auf die Marktsituation der Volkswirtschaften Europa, USA, Japan und Großbritannien beschränkt. Zudem wird Deutschland im Kapitel 3 „Besonderheiten im M&A Prozess“ fokussiert. Die Handlungsempfehlungen werden kurz formuliert und nicht

intensiv behandelt. Zudem wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben, denn sie dienen als Denkanstoß für Handlungen im M&A Prozess.

Der erste Teil der Bachelorthesis, widmet sich in Kapitel 2 dem aktuellen Marktumfeld für Distressed M&A Deals. Es werden in Punkt 2.1 die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Volkswirtschaften Europa, Deutschland, USA, Japan und Großbritannien analysiert. Das Kapitel 2.2 untersucht das Insolvenzumfeld in diesen Wirtschaftsnationen und fokussiert dabei Unternehmensinsolvenzen. Anschließend werden in Kapitel 2.3 aktuelle rechtliche Neuerungen in Deutschland aufgezeigt. Dies wurde auf drei Neuerungen beschränkt, um die Übersichtlichkeit der Bachelorthesis zu wahren.

Der zweite Teil der Bachelorthesis widmet sich in Kapitel 3 den Besonderheiten im M&A Prozess. In Kapitel 3.1 werden die Grundlagen des Distressed M&A erläutert. Beginnend mit der Abgrenzung des Distressed M&A zum konventionellen M&A, in Kapitel 3.1.1, folgt darauf der Aufbau eines M&A Prozesses in Kapitel 3.1.2. Ergänzend werden in Kapitel 3.1.3 die Besonderheiten im M&A Prozess aufgezeigt. Die Unternehmenskrise wird in Kapitel 3.2 erläutert. Dieses Kapitel steht in logischer Reihenfolge mit den vorangegangenen Kapiteln, da es aufzeigt, in welchen Phasen einer Unternehmenskrise, ein Distressed M&A Projekt sinnvoll ist. Zudem werden in Kapitel 3.3 verschiedene Modelle der Unternehmensbewertung analysiert und erklärt. Dieses Kapitel behandelt die Modelle der Einzelbewertung, der relativen- und intrinsischen Bewertung sowie den Realoptions-Ansatz intensiver, erhebt aber keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Des Weiteren werden die grundsätzlichen Arten einer Übernahme in Kapitel 3.4 aufgezeigt. Dabei werden in Kapitel 3.4.1 der Asset Deal und der Share Deal analysiert, sowie die jeweiligen Vor- und Nachteile in Hinblick auf Distressed M&A Deals aufgezeigt. Abschließend wird der Debt-Equity Swap in Kapitel 3.4.2 intensiver erklärt, da dieser, durch in Kapitel 2.3 beschriebene rechtliche Neuerung, für potenzielle Investoren interessant werden könnte.

Aus den Erkenntnissen der aktuellen Marktsituation und den Besonderheiten im M&A Prozess, werden in Kapitel 4 Handlungsempfehlungen abgeleitet. Es werden die vorangegangenen Themen aufgegriffen und kritisch betrachtet. Dabei wird die Geeignetheit für Distressed M&A Deals fokussiert und entsprechende Handlungsempfehlungen formuliert. Diese gliedern sich in Handlungsempfehlungen aufgrund des aktuellen Marktumfeldes in Kapitel 4.1 und Handlungsempfehlungen aufgrund im Rahmen des M&A Prozesses in Kapitel 4.2.

Die Schlussbetrachtung und ein aktueller Ausblick schließen diese Arbeit ab. Dabei

wird auf verschiedene Trends eingegangen. Diese sind z. B. die Blockchain Technologie und künstliche Intelligenz. Diese neuen Trends betreffen insbesondere die Einschätzung der aktuellen wirtschaftlichen Situation und die Optimierung des M&A Prozesses. Der Leser dieser Arbeit sollte damit über die grundlegenden Kenntnisse des Distressed M&A verfügen, den aktuellen Stand in Deutschland kennen und kritisch hinterfragen, wie sich die zukünftige Entwicklung darstellen wird.

2 Aktuelles Marktumfeld

2.1 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die aktuelle wirtschaftliche Lage und Entwicklung am internationalen M&A Markt wird durch verschiedene Hauptfaktoren beeinflusst. Diese werden im vorliegenden Kapitel genannt, erläutert und deren Wirkung auf den M&A Markt aufgezeigt. Diese Arbeit fokussiert speziell auf Distressed M&A, also Firmenfusionen und –übernahmen von Krisenunternehmen. Aus diesem Grund werden die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und deren Wirkung in diesem speziellen Bereich untersucht.

Um die Haupttreiber im M&A Markt zu identifizieren, wurden verschiedene Studien u. a. von den Unternehmen Deloitte, Roland Berger, Oaklins Germany oder auch Bain & Company ausgewertet. Die hauptsächlichen Einflussfaktoren, welche untersucht werden, sind die seit Jahren anhaltende Niedrigzinsphase, die internationale wirtschaftliche Konjunktur, die daraus resultierende Stimmung am Markt, der Brexit Großbritanniens aus der EU, die protektionistischen Tendenzen der USA und zuletzt die vermehrte Beteiligung chinesischer Investoren.

Die seit Jahren anhaltende Niedrigzinsphase ist der Grund, dass klassische Geldanlagen wie das Sparbuch, Tagesgeld oder auch Bundesanleihen unattraktive Renditen bieten. Dies wird nachfolgend erklärt. Die Leitzinsen haben sich seit Anfang der 2.000er Jahre in den großen Volkswirtschaften Europa, USA, Japan und Großbritannien folgendermaßen entwickelt:

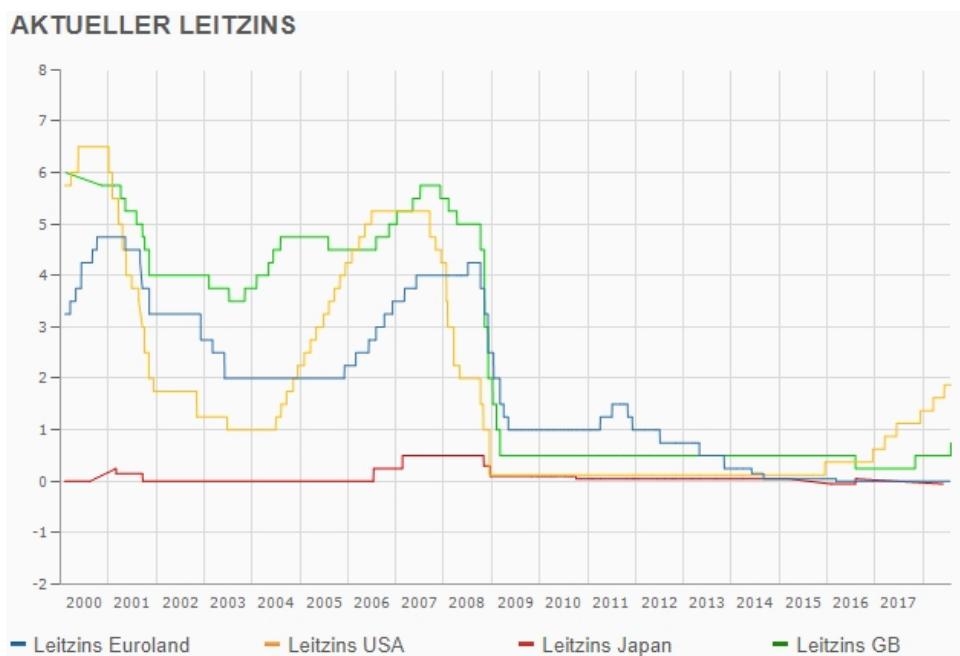


Abbildung 1 Entwicklung des Leitzinses (online: FINANZEN.NET, 2018, (10.08.2018))

Die Abbildung zeigt deutlich, dass die Leitzinsen besonders seit der globalen Finanzkrise in den Jahren 2007-2008 rapide gesunken sind. Das Ziel war es, dass

sich die Unternehmen und der Staat günstig bei den Banken z. B. mit einem klassischen Bankkredit oder über den Kapitalmarkt z. B. mittels einer Anleiheemission finanzieren können. Eine Folge dieser genannten Aspekte ist, dass die Investoren in den letzten Jahren zunehmend in die verschiedensten Assetklassen investieren, mit der Erwartung, eine Rendite oberhalb der Inflation zu erzielen und so der Realzinsfalle (Rendite des Assets abzüglich der Inflationsrate) zu entgehen. Diese Entwicklung konnte beginnend an den Aktien- und Immobilienmärkten beobachtet werden. Die Preise für diese Assets, erreichten in den oben genannten Volkswirtschaften, seit der Finanzkrise immer neue Höchststände und die Gefahr einer Blasenbildung entstand. Eine weitere Folge dessen, ist der zunehmende Unternehmensaufkauf seit der Finanzkrise. An diesem Markt ist, wie auf den klassischen Aktien- und Immobilienmärkten zu erkennen, dass zu Beginn die „bekannten“, „gesunden“ und qualitativ hochwertigen Assets aufgekauft wurden. Aufgrund der mangelnden Investitionsmöglichkeiten stiegen im M&A und Private Equity Bereich die Preise für Unternehmen an, sodass dort auch die erwarteten Renditen und die Anzahl der Zielunternehmen zunehmend sanken. Aufgrund dieser Entwicklung und den fehlenden attraktiven Renditemöglichkeiten, suchen Investoren alternative Investments, wie zum Beispiel Unternehmen in Krisensituationen. Eine Folge dessen ist, dass die Nachfrage nach Distressed M&A Deals, Distressed Debt oder auch Distressed Private Equity zunimmt. Des Weiteren erscheinen durch die günstigen Zinsen auch entsprechende Finanzierungen in Hinblick auf Leveraged Buyouts besonders attraktiv. Durch eine geringe Zinsbelastung für Kredite der Investoren und aufgrund der lockeren Geldpolitik, ist es möglich immer höhere, fremdfinanzierte Kaufpreise zu bezahlen, ähnlich wie am Immobilienmarkt. Es lässt sich also schlussfolgern, dass die anhaltende Niedrigzinsphase den Distressed M&A Markt für Investoren interessant macht und sich in den nächsten Jahren blasenähnliche Tendenzen, wie an den z. B. Immobilien- oder Aktienmärkten, zeigen könnten.

Des Weiteren wird die Konjunkturlage näher betrachtet. Die gute Konjunkturlage kann u. a. durch die OECD Frühindikatoren ausgedrückt werden.

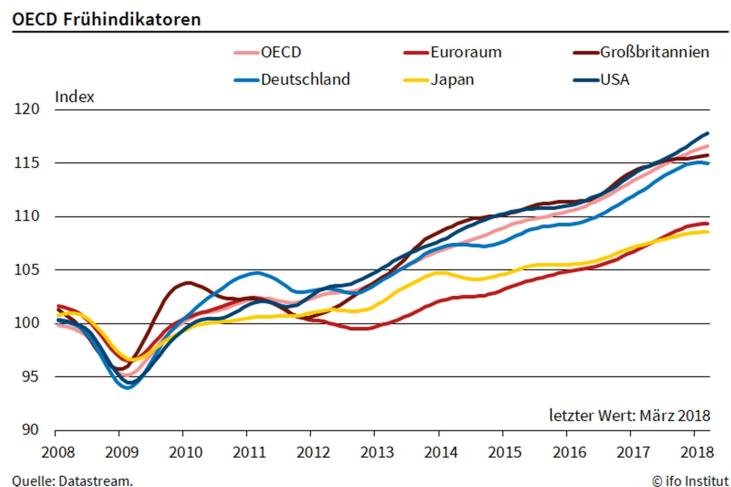


Abbildung 2 OECD Frühindikatoren (online: IFO INSTITUT, 2018, (10.08.2018))

Diese Indikatoren werden genutzt um die konjunkturelle Stimmung aufzuzeigen und eventuelle Wendepunkte in der wirtschaftlichen Entwicklung zu erkennen.¹ Diese Abbildung zeigt die Entwicklung im Euroraum, Großbritannien, Japan, USA und in Deutschland. Es wird deutlich, dass seit der Finanzkrise die Frühindikatoren in den größeren Wirtschaftsnationen steigen. Dies hängt unter anderem auch mit der anhaltenden Niedrigzinsphase und der expansiven Geldpolitik der EZB zusammen. Das günstige Marktumfeld wirkt sich positiv auf den internationalen M&A Markt aus. Besonders bei Krisenunternehmen wird aufgrund dieser Lage ein Turnaround bzw. eine Sanierung oder Restrukturierung angedacht.

Zudem ist der Brexit Großbritanniens aus der EU zu erwähnen. Seit dieser Entscheidung herrscht eine steigende Verunsicherung der Marktteilnehmer. Dieses Votum hat auch einen Einfluss auf den M&A Markt zwischen Großbritannien und der EU. Eine Tendenz ist die Sicherung des Zugangs zum Binnenmarkt durch M&A Deals.² Diese sind durch hohe Unsicherheit geprägt, da die zukünftige Entwicklung von Zielunternehmen, welche den Großteil ihrer Handelsaktivitäten zwischen der EU und Großbritannien haben, nur schwer eingeschätzt werden kann.³ Besonders im Rahmen der Due Diligence öffnen sich einige neue Problemfelder. Diese beziehen sich insbesondere auf Verträge, den Datenschutz des Zielunternehmens, die Sicherung von Patenten und Marken, finanzielle Beihilfen der EU oder auch auf den Aufenthaltsstatus der Arbeitnehmer.⁴ Zudem ist zu beachten, dass M&A Deals zwischen Beteiligten der EU und Großbritannien erschwert werden, da ab einem gewissen Transaktionsvolumen, die Wettbewerbsbehörden der verschiedenen

¹ online: vgl. RISKNET, 2017 (12.08.2018)

² online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

³ online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

⁴ online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

Länder oder auch die EU Kommission eine Prüfung durchführen müssen.⁵ Eine denkbare Folge wäre, dass M&A Prozesse durch diese Prüfungen zusätzlich verlängert werden, sodass sich der Zeitraum verlängert und der Aufwand des Projektes steigt. Außerdem hat der Brexit Großbritanniens Auswirkungen auf die Beteiligungen ausländischer Investoren. Es gibt bisher nur die Möglichkeit M&A Deals in speziellen bzw. sensiblen Sektoren (z. B. Energiewirtschaft, Verteidigungsindustrie) zu verweigern.⁶ Dies könnte jedoch nach dem Brexit in Großbritannien gelockert werden, um potenzielle Zielunternehmen attraktiv für ausländische Investoren zu machen. Neben dem konventionellen M&A Markt ist auch der Distressed M&A Markt betroffen. In diesem Zusammenhang, steht auch die individuellere Vertragsgestaltung für Deals in Großbritannien.⁷ Diese Freiheiten können den M&A Markt antreiben. Aus den vorliegenden Fakten wird deutlich, dass der Brexit einige Vor- und Nachteile für Großbritannien und die EU mit sich bringt. Es ist jedoch festzuhalten, dass aufgrund der Stärke der EU und der größeren Auswahl an Zielunternehmen, in diesem Bereich eine erhöhte M&A Aktivität zu erwarten ist.

Ein weiterer Faktor sind die protektionistischen Tendenzen der USA und der damit verbundene, nicht nur latent drohende Handelskrieg. Da die USA aktuell die verschiedensten Spannungsfelder u. a. mit Europa, China und Russland hat, befinden sich diese Volkswirtschaften und deren Unternehmen in einer erhöhten Unsicherheit über die zukünftigen Handelsaktivitäten, Beschränkungen und Zölle (z. B. Zölle auf Erdnussbutter, Stahl, Motorräder, Autos).⁸ Eine Folge dessen ist eine erhöhte Unsicherheit am M&A Markt, da die zukünftige Entwicklung potenzieller Zielunternehmen auch unsicher wird. Dieser Fakt hat auch zur Folge, dass die Unsicherheit und die Zurückhaltung unter den Beteiligten eines M&A Prozesses steigt. Des Weiteren sind die USA bisher für ausländische Investoren eine attraktive Nation gewesen. Die „America First“ Politik von Präsident Trump befürwortet das aber nicht und hat als Ziel, den amerikanischen Markt vor ausländischen Investoren, insbesondere aus China, zu schützen.⁹ Beispielsweise verbot Präsident Trump im Januar 2018, dass das chinesische Unternehmen Ant Financial Services das amerikanische Unternehmen Money Gram übernimmt.¹⁰ In Bezug auf Übernahmeaktivitäten ist er gegenüber Deutschland etwas positiver gestimmt. Diese Politik des Präsidenten Trumps, sorgt im internationalen M&A Markt für Spannungen, insbesondere bei Unternehmen in Krisensituationen, da deren zukünftige Entwicklung noch unsicher ist.

⁵ online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

⁶ online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

⁷ online: vgl. BECKER, VON MASSENBACH, 2016 (12.08.2018)

⁸ online: vgl. WEYGAND, 2018 (12.08.2018)

⁹ online: vgl. LUCKS, 2018 (12.08.2018)

¹⁰ online: vgl. LUCKS, 2018 (12.08.2018)

Ein letzter Aspekt ist die eben bereits angesprochene Aktivität chinesischer Investoren. Hier wird als Beispiel Deutschland genutzt. Die politische Tendenz, insbesondere die der CDU, ist darauf gerichtet, besonders M&A Aktivitäten ausländischer Investoren stärker zu kontrollieren.¹¹ Bisher existiert die Regelung, dass der Bund erst eingreifen darf, wenn der ausländische Investor mehr als 25% Anteil an einem Unternehmen erwirbt.¹² Es wird angestrebt, diese Schwelle zu senken (evtl. auf 15%), um früher die Aktivitäten der ausländischen Investoren zu prüfen und darauf zu reagieren. Im Juli 2017 wollte sich der Stromnetzbetreiber SGCC aus China beim deutschen Unternehmen 50Hertz beteiligen.¹³ Diese Transaktion wurde vom Bund verhindert. Ein weiteres Beispiel für eine verhinderte Übernahme ist die des chinesischen Unternehmens Yantai Taihai, welches den Maschinenbauer Leifeld Metal Spinning kaufen wollte.¹⁴ Diese Tendenzen wirken sich negativ auf die M&A Aktivitäten mit ausländischen Investoren aus.

2.2 Insolvenzumfeld

In diesem Kapitel wird das aktuelle Insolvenzumfeld für M&A Transaktionen, insbesondere Distressed M&A, betrachtet. Dabei werden wieder die Volkswirtschaften Deutschland, USA, Europa und Japan untersucht.

Beginnend wird das Insolvenzumfeld in Deutschland erläutert. Dieses hat sich in den letzten Jahren folgendermaßen entwickelt:



Abbildung 3 Unternehmensinsolvenzen in Deutschland (DELOITTE, 2018, (14.08.2018))

Es werden Unternehmensinsolvenzen untersucht, da diese Arbeit Distressed M&A thematisiert. Es ist deutlich zu erkennen, dass seit 2009, das Jahr nach der

¹¹ online: vgl. KÖGLER, 2018 (13.08.2018)

¹² online: vgl. KÖGLER, 2018 (13.08.2018)

¹³ online: vgl. KÖGLER, 2018 (13.08.2018)

¹⁴ online: vgl. KÖGLER, 2018 (13.08.2018)

weltweiten Finanzkrise, die Unternehmensinsolvenzen immer weiter sanken. Im Jahr 2017 waren es ca. 40 % Unternehmensinsolvenzen in Deutschland weniger als 2009. Dies ist u. a. eine Folge der guten konjunkturellen Lage in Deutschland und der Niedrigzinspolitik der EZB. Es ist jedoch anzumerken, dass aufgrund der niedrigen Zinsen die Gefahr der Insolvenzverschleppung besteht. Eine Folge dessen kann ein starker Anstieg der Unternehmensinsolvenzen sein, wenn die Leitzinsen und damit verbunden auch teilweise die Fremdkapitalkosten der Unternehmen steigen. Aufgrund einer höheren Belastung der Kapitaldienstfähigkeit der Unternehmen und der erhöhten Ausgaben, könnte Unternehmen eine Insolvenz drohen. Es würde eine Art „Marktbereinigung“ stattfinden.

Eine degressive Entwicklung der Insolvenzen ist insbesondere im Bausektor und im verarbeitenden Gewerbe zu finden.¹⁵ Einige Branchen sind jedoch stärker betroffen. Dazu zählen Dienstleistungsunternehmen und der Handel.¹⁶ Die Branchen im Fokus, bei denen vermehrt Distressed M&A Fälle erwartet werden, sind der Handel, die Textilindustrie und die Automobilindustrie.¹⁷ Der Handel wird von dem aktuellen Trend der Digitalisierung erfasst. Insbesondere die Multikanalstrategie setzt teilweise hohe Investitionen und eine genaue Analyse des Geschäftsmodells, sowie des Marktes voraus. Dieser Trend und der Druck großer Unternehmen wie z. B. Amazon setzen den Händlern sehr zu und daraus folgend wird mit einem Anstieg von Distressed M&A Deals gerechnet. Die Textilindustrie ist bereits in einem gesättigten Markt. Jedoch drängen immer mehr neue Wettbewerber auf diesen.¹⁸ Des Weiteren ändert sich durch immer neue Modetrends und auch Digitalisierungsstrategien die Struktur der Branche.¹⁹ Eine steigende Anzahl von Distressed M&A Fällen kann hier eine Folge sein. Zuletzt ist die Automobilindustrie als Branche im Fokus zu erwähnen. Aktuelle Probleme großer Automobilkonzerne sind die Gerichtsverfahren aufgrund der Abgasmanipulationen. Zudem ist das Geschäftsmodell in Hinblick auf die Entwicklung und Vermarktung von Elektromotoren und digitalen Produkten, wie z. B. Virtual Reality Konzepte in Flagship-Stores, in denen man das eigene Auto virtuell zusammenstellt und besichtigt, aufgrund der hohen Konkurrenz in einem Spannungsfeld. Das deutsche Insolvenzumfeld ist geprägt von einem historisch niedrigen Insolvenzniveau. Es gibt jedoch einige Branchen welche im Fokus sind. Insbesondere ein Zinsanstieg könnte eine starke Progression der Insolvenzen in Deutschland zur Folge haben, da die Gefahr der Insolvenzverschleppung besteht.

¹⁵ online: vgl. DELOITTE, 2018, S. 6 (14.08.2018)

¹⁶ online: vgl. DELOITTE, 2018, S. 6 (14.08.2018)

¹⁷ online: vgl. DELOITTE, 2018, S. 6 (14.08.2018)

¹⁸ online: vgl. DELOITTE, 2018, S. 9 (14.08.2018)

¹⁹ online: vgl. DELOITTE, 2018, S. 9 (14.08.2018)

Das Insolvenzumfeld in Europa insgesamt ist durch einen Wirtschaftsaufschwung und damit verbunden rückläufige Insolvenzen geprägt. Die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Westeuropa stellt sich folgendermaßen dar:

	2017	2016	2015	2014	2013	Veränderung 2016/17 in Prozent
Belgien	9.968	9.170	9.762	10.736	11.739	+ 8,7
Dänemark	6.383	6.674	4.029	4.049	4.993	- 4,4
Deutschland	20.140	21.560	23.180	24.030	26.120	- 6,6
Finnland	2.160	2.408	2.574	2.954	3.131	- 10,3
Frankreich	54.470	57.953	61.429	60.853	60.980	- 6,0
Griechenland	120	108	189	330	392	+11,1
Großbritannien *)	18.401	17.976	15.983	17.660	18.935	+ 2,4
Irland	874	1.032	1.049	1.164	1.365	- 15,3
Italien	14.108	15.057	16.015	16.101	14.272	- 6,3
Luxemburg	935	983	873	845	1.016	- 4,9
Niederlande	3.290	4.399	5.271	6.645	8.375	- 25,2
Norwegen	4.557	4.544	4.462	4.803	4.564	+ 0,3
Österreich	5.318	5.534	5.422	5.600	5.626	- 3,9
Portugal	6.284	7.195	7.288	6.773	8.131	- 12,7
Schweden	6.394	6.019	6.433	7.158	7.701	+ 6,2
Schweiz	6.684	6.504	6.098	5.867	6.495	+ 2,8
Spanien	4.095	4.297	5.097	6.564	8.934	- 4,7
Gesamt	164.181	171.413	175.154	182.132	192.769	- 4,2

*) neue Berechnungsmethode ab 2015; Datenrevision ab 2008

Abbildung 4 Unternehmensinsolvenzen in Westeuropa (online: CREDITREFORM, 2018 (15.08.2018))

In dieser Darstellung zählen zu den Staaten Westeuropas die EU-15 Staaten zzgl. der Schweiz und Norwegen. 2017 wurden 164.181 Unternehmensinsolvenzen erfasst. Bei diesem Fakt wird wieder der Bezug zum Jahr der Finanzkrise 2008 deutlich, da es der niedrigste Stand seit dem Krisenjahr ist. Von den 17 Ländern weisen 11 Länder eine rückläufige Insolvenzzahl auf. Bei den restlichen 6 Ländern ist besonders Griechenland mit einem Anstieg von 11,1% hervorzuheben. Diese Nation ist seit Jahren in der Krise und dies macht sich nun auch bei der Insolvenzzahl bemerkbar. Besonders hier kann ein interessanter Markt mit Distressed M&A Deals entstehen. Insgesamt ging in diesem Wirtschaftsraum die Insolvenzzahl um ca. 4,2% zurück. Jedoch stellt diese Statistik nicht alle Insolvenzen dar. Kleinstunternehmen werden teilweise geschlossen, ohne ein reguläres Insolvenzverfahren einzuleiten. Im Jahr 2017 wurden von diesen Schließungen 2,2 Millionen in West- und Osteuropa verzeichnet (von diesen waren es 620.000 in Osteuropa). Es ist davon auszugehen, dass diese Zahl aber weitaus höher sein kann, da die Länder unterschiedliche Regelungen zur Erstellung der Insolvenzstatistiken haben. Teilweise werden z. B. die Insolvenzen von Selbstständigen bei den Privatinsolvenzen berücksichtigt. Ein

weiteres Problem ist die bereits angesprochene Verschleppung der Insolvenz. Die expansive Geldpolitik und die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen können bei einer Anhebung der Leitzinsen zu einer neuen Finanzkrise in Europa führen. Der Markt für Distressed M&A Deals würde dann einen neuen Aufschwung erfahren.

Das Insolvenzumfeld in den USA ist ähnlich. Die Anzahl der Insolvenzen von Unternehmen in den USA verzeichnete im Zeitraum vom März 2017 bis März 2018 einen Rückgang von 3.724 auf 3.639, dies entspricht ca. -2,3 %.²⁰ Anders verhält es sich bei Unternehmen, welche nach Chapter 11 dem Gläubigerschutz zugeordnet werden. Bei diesen wird angenommen, dass es sinnvoller bzw. rentabler ist, den Geschäftsbetrieb fortzuführen, als das Unternehmen zu liquidieren. Im Zeitraum vom März 2017 bis März 2018 stiegen die Unternehmensinsolvenzen von 471 auf 770, dies ist eine Steigerung um ca. 64%.²¹ Jedoch machen diese Insolvenzen nur einen geringen Anteil der gesamten Insolvenzen aus. Die gesamten Insolvenzen der Verbraucher verzeichneten einen noch stärkeren Rückgang. Diese sanken von 77.908 auf 72.353, also um ca. 7,2% im selben Zeitraum.²² Das Insolvenzumfeld ist von einem Rückgang der Insolvenzen geprägt und ähnelt damit dem in Deutschland. In den USA werden Kredite grundsätzlich variabel verzinst. Die aktuell steigenden Zinsen in den USA können zu einem Anstieg der Insolvenzen führen, da die variabel verzinsten Kredite an ihren Referenzzins angepasst werden. Durch die erhöhte Zinsbelastung kann die Kapitaldienstfähigkeit der Kreditnehmer gefährdet werden. Eine Erhöhung der Kreditausfälle, welche 2008 eine Finanzkrise auslöste, könnte eine Folge sein. Sollte dies passieren, wird der Markt für Distressed M&A Deals stark wachsen und an Bedeutung gewinnen.

Zuletzt wird das Insolvenzumfeld in Japan betrachtet. Diese Volkswirtschaft ist ähnlich der Deutschen. Japan ist ebenfalls eine Exportnation, welche wenige Rohstoffvorkommen hat. Des Weiteren ist Japan ebenfalls fokussiert auf den Automobil- und Chemiesektor. Die Niedrigzinsphase in Japan sorgte für einen wirtschaftlichen Aufschwung und auch die rückläufige Insolvenzzahl ist eine Folge dieser.

²⁰ online: vgl. FINANZMARKTWELT, 2018 (15.08.2018)

²¹ online: vgl. FINANZMARKTWELT, 2018 (15.08.2018)

²² online: vgl. FINANZMARKTWELT, 2018 (15.08.2018)



Abbildung 5 Unternehmensinsolvenzen in Japan (online: FORTMANN, 2018 (12.08.2018))

Die Unternehmensinsolvenzen verzeichnen ein neues Tief. Neben der Niedrigzinspolitik ist dafür auch die wirtschaftliche Integration Asiens verantwortlich. Diese ist ein weiterer Faktor für die gute konjunkturelle Entwicklung. Seit 2015 war die USA einer der Hauptabnehmer Japans. Diese Beziehung ist seit der protektionistischen Wirtschaftspolitik Trumps gefährdet. Ein Konflikt mit den USA könnte daher die Exporte und Wirtschaft Japans erheblich beeinflussen. Diese Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage könnte einen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen und einen Wachstum des Distressed M&A Marktes haben.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass in den großen Volkswirtschaften grundsätzlich rückläufige Insolvenzzahlen zu beobachten sind. Dies liegt an der allgemeinen Niedrigzinspolitik und der positiven konjunkturellen Lage. Es gibt jedoch einige Problemfelder, die diesem Trend entgegenstehen. Diese sind z. B. der Brexit Großbritanniens aus der EU, die protektionistischen Tendenzen zwischen der USA und der EU, sowie zu weiteren Volkswirtschaften. Außerdem ist das Szenario steigender Zinsen zu berücksichtigen, welches einen erheblichen Einfluss auf die Finanzierungskosten und der Liquidität der Unternehmen hat.

2.3 Aktuelle rechtliche Neuerungen in Deutschland

Das aktuelle Marktumfeld beinhaltet neben ökonomischen Aspekten auch rechtliche Rahmenbedingungen. In diesem Kapitel werden die rechtlichen Neuerungen, welche Distressed M&A Deals betreffen, fokussiert. Da es den Rahmen der vorliegenden Arbeit überschreiten würde alle internationalen Rechtssysteme zu berücksichtigen, wurde als Beispiel Deutschland gewählt.

Eine sehr aktuelle rechtliche Neuerung gibt es in Bezug auf den Sanierungserlass. Die EU-Kommission ermöglicht diesen in Form von Debt-Equity-Swaps und dem Erlass von Schulden.²³ In diesem Zusammenhang steht die Regelung des Bundesfinanzhofs, welche in den letzten Jahren für unwirksam erklärt wurde und Unternehmen von der Steuerpflicht auf Sanierungsgewinne befreit.²⁴ Diese Regelung könnte im Laufe des Jahres 2018 wieder wirksam werden. Das bedeutet, dass die erlassenen Schulden eines Gläubigers im Rahmen eines Debt-Equity-Swaps, als Buchgewinne ausgewiesen und nicht besteuert werden. Die Grundlage für die Reaktivierung dieser Regelung war ein Comfort Letter der EU Komission an die Bundesregierung.²⁵ Dieser Sanierungserlass könnte das Fortbestehen vieler Krisenunternehmen sichern. Der offizielle Erlass dieses Gesetzes könnte aber noch einige Monate dauern. Sollte dies geschehen, werden durch den eben beschriebenen Steuererlass Distressed M&A Deals für Investoren deutlich attraktiver.

Des Weiteren wurde der Sanierungsstandard IDW S6 das erste Mal seit 2012 aktualisiert und am 08.08.2018 veröffentlicht. Dieser dient der Beurteilung für die aktuelle Situation der Krisenunternehmen. Auf Grundlage dessen können Banken Kredite an das Krisenunternehmen vergeben. Die neue Version ist wesentlich kürzer und lässt für kleine Unternehmen mehr Spielraum.²⁶ Die Straffung des Sanierungskonzeptes zielt darauf ab, nur noch wirklich relevante Aspekte zu fokussieren. In Zusammenhang mit dieser Zielsetzung implementiert die Neuerung auch die Analyse der Digitalisierungsstrategie des Unternehmens, da ohne diese Unternehmen nur schwer am Markt bestehen können.²⁷ Die nächste Neuerung bezieht sich auf die Handelsbilanz der Krisenunternehmen. Der Sanierungsstandard sieht ein ausreichend bilanzielles Eigenkapital vor. Dieses kann z. B. bei einem Darlehen, welches gewährt wurde, mit einer verbindlichen Belassenserklärung in Verbindung mit einem qualifizierten Rangrücktritt umgesetzt werden.²⁸ Ein weiterer wichtiger Aspekt ist, dass die dauerhafte Zahlungsfähigkeit in einem Unternehmen nicht mehr ausreicht, sondern das Krisenunternehmen auch eine angemessene Rentabilität erreichen muss, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.²⁹ Besonders bei Unternehmen in Sondersituationen kann es sinnvoll sein, den Rentabilitätsvergleich nicht nur auf Branchenebene sondern auch auf der Ratingebene durchzuführen. Diese Neuerung können ebenfalls den Distressed M&A Markt, durch die vorangegangenen Aspekte, attraktiv machen.

²³ online: vgl. HEDTSTÜCK, 2018 (15.08.2018)

²⁴ online: vgl. HEDTSTÜCK, 2018 (15.08.2018)

²⁵ online: vgl. HEDTSTÜCK, 2018 (15.08.2018)

²⁶ online: vgl. KÖGLER, 2018 (15.08.2018)

²⁷ online: vgl. KÖGLER, 2018 (15.08.2018)

²⁸ online: vgl. KÖGLER, 2018 (15.08.2018)

²⁹ online: vgl. KÖGLER, 2018 (15.08.2018)

Als letzte Neuerung der rechtlichen Rahmenbedingungen werden die Haftungsrisiken des Finanzvorstandes (CFO) erläutert. Ein neues Urteil des BGH zeigt auf, dass CFOs erhebliche Haftungsrisiken tragen, wenn die Sanierung in der Eigenverwaltung stattfindet.³⁰ Dies hat zur Folge, dass das Management eines Unternehmens und die CFOs nun auch gegenüber den Gläubigern haften, wenn sie ihre Pflichten verletzen.³¹ Das Risiko für den CFO steigt, je weniger Erfahrung er mit Insolvenzverfahren und der Eigenverwaltung hat.³² Es wäre daher sinnvoll einen externen Berater zu engagieren. Dies steigert jedoch die Kosten und die CFOs wären nicht komplett aus der Haftung, könnten jedoch Fehler vermindern oder im besten Fall vermeiden. Des Weiteren ist es möglich eine D&O Versicherung abzuschließen, um die Haftungsrisiken der leitenden Angestellten abzusichern.³³ Diese neuen Erkenntnisse in Bezug auf die Haftungsrisiken des CFOs und des Managements können sich negativ auf den Distressed M&A Markt auswirken.

Im vorliegenden Kapitel wurde eine Auswahl an Neuerungen der rechtlichen Rahmenbedingungen aufgeführt, welche Distressed M&A Deals betreffen. Es wird deutlich, dass diese den Distressed M&A Markt erheblich beeinflussen können. Es ist außerdem zu betonen, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen im internationalen Vergleich stark variieren und diese vor jedem Projekt genau analysiert werden sollten, um Chancen zu nutzen und Risiken zu vermeiden.

³⁰ online: vgl. BACKHAUS, 2018 (16.08.2018)

³¹ online: vgl. BACKHAUS, 2018 (16.08.2018)

³² online: vgl. BACKHAUS, 2018 (16.08.2018)

³³ online: vgl. BACKHAUS, 2018 (16.08.2018)

3 Besonderheiten im M&A Prozess

3.1 Grundlagen Distressed M&A

3.1.1 Abgrenzung zum konventionellen M&A

Die Abkürzung M&A steht für die Begriffe *Mergers and Acquisitions*, welche die Fusion oder die Übernahme von zwei Unternehmen beschreiben. Bei einem *Merger* fusionieren Unternehmen, indem sie wirtschaftlich und rechtlich eine Einheit werden.³⁴ Bei einer *Acquisition* wird ein komplettes Unternehmen oder nur Teile davon erworben.³⁵ Das Zielunternehmen wird dabei *Target* genannt. Die Hauptakteure sind Private Equity Investoren („Finanzinvestoren“) und strategische Investoren („klassische Unternehmen“). Der Unterschied zwischen diesen Investorengruppen liegt darin, dass Private Equity Investoren Kundengelder verwalten und Strategen mit ihrem eigenen Kapital investieren. Es wird außerdem zwischen der *Buy Side* (Käufer) und der *Sell Side* (Verkäufer) unterschieden. Die Käufer streben einen möglichst geringen Kaufpreis und die Verkäufer einen möglichst hohen Kaufpreis an. Bei den M&A Deals werden die verschiedenen Akteure grundsätzlich von Investmentbanken oder M&A Boutiquen beraten, welche für ihre Beratungsleistung eine Gebühr bekommen.

Es kann die verschiedensten Gründe für einen M&A Prozess geben. In der vorliegenden Arbeit wird die Krise eines Unternehmens in der Finanz- und Leistungswirtschaft thematisiert.³⁶ Findet ein M&A Prozess in solch einer Krisensituation statt, wird der Begriff *Distressed M&A* genutzt. Es ist anzumerken, dass dieser Begriff in der Theorie noch nicht genau definiert wurde.

Ist das Unternehmen in einer Krisensituation, wie einer Ergebniskrise, Liquiditätskrise oder Insolvenz, welche einen nachhaltigen Charakter aufweisen, kann ein *Distressed M&A* Deal das Unternehmen aus der Krise führen. Die Art des Deals ist häufig ein Share Deal (Verkauf der Unternehmensanteile), ein Asset Deal (Verkauf der Vermögensgegenstände) oder ein Debt-Equity-Swap.³⁷ Diese verschiedenen Arten werden im Kapitel 3.4 genauer erklärt. Wenn das Unternehmen in einer Krisensituation ist, gibt es einige Besonderheiten im M&A Prozess, die beachtet werden müssen. Durch diese Sondersituation wird der Prozess oft komplex und erschwert. Die Beteiligten müssen an diese Situation anders herangehen als bei einem konventionellen M&A Prozess.³⁸

³⁴ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

³⁵ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

³⁶ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 21

³⁷ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

³⁸ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

Dabei definieren Bauer und von Düsterlho den Begriff folgendermaßen:

„Distressed M&A umfasst die Koordination und Integration aller Maßnahmen, die notwendig sind, um ein Unternehmen, welches sich in einer Finanzkrise („financial distress“) befindet, in einem eng begrenzten Zeitrahmen zu rekapitalisieren, eine ökonomische Überschuldung zu beseitigen und/oder zugunsten der Gesellschafter (vorinsolvenzliche Transaktion) oder Gläubiger (Insolvenzverfahren) - unter Gestaltung einer situationsadäquaten Risikoallokation - den bestmöglichen Verkaufserlös zu erzielen.“³⁹

Die Abgrenzung zwischen konventionellen M&A und Distressed M&A, wird durch die fehlende Eindeutigkeit der Definition erschwert. Jedoch differieren diese beiden Gebiete in der Struktur der Transaktion, der Verfügbarkeit der Zeit, der Unternehmensbewertung und den beteiligten Akteuren.⁴⁰

Die Transaktion im konventionellen M&A haben oft Assets, welche eindeutig definiert und danach veräußert werden können. Die am meisten genutzte Methode ist hier der Share Deal. Die Transaktionen des Distressed M&A können je nach Ausgangslage mit einem Share Deal oder einem Asset Deal durchgeführt werden. Des Weiteren ist für die Transaktion eines „gesunden“ Unternehmens i. d. R. vier bis zwölf Monate Zeit. Die Transaktion eines Distressed M&A Deals erfolgt jedoch oft in nur sechs bis zwölf Wochen.⁴¹ Dieser Zeitdruck ergibt sich auch aus der gesetzlichen Vorgabe, dass die Pflicht des Managements des Krisenunternehmens besteht, den Insolvenzantrag zu stellen (§15a InsO). Dies muss ohne schuldhafte Zögern geschehen (§15a InsO), sonst können auf das Management weitere Haftungsrisiken zukommen. Es wird deutlich, dass dabei alle Beteiligten unter einem hohen Zeitdruck stehen, was eine spezielle Herangehensweise an den Deal voraussetzt.

Bei diesen Transaktionen und dem M&A Prozess gibt es einige Sonderfaktoren, welche berücksichtigt werden müssen. In einem Distressed M&A Projekt gibt es eine größere Anzahl an Beteiligten, wie z. B. Berater für die Restrukturierung oder auch der Insolvenzverwalter.⁴² Des Weiteren müssen intensivere Gespräche mit dem Betriebsrat und den Gewerkschaften in Hinblick auf einen Sanierungstarif geführt werden.⁴³ Außerdem gibt es im Distressed M&A Projekt größere bilanzielle und außerbilanzielle Risiken, welche aufgrund der ungewissen Zukunft nur schwer zu

³⁹ BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 22

⁴⁰ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

⁴¹ vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §22 Rn. 3-9

⁴² vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 22

⁴³ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 22

kalkulieren sind.⁴⁴ Die verschiedenen Bereiche eines Unternehmens haben aufgrund der Krisensituation erhöhte oder zusätzliche Risiken, welche durch ein intensiviertes Risikomanagement vermindert werden müssen.

3.1.2 Aufbau eines M&A Prozesses

In diesem Kapitel wird der klassische Aufbau eines M&A Sell Side Prozesses (aus Sicht des Verkäufers) anhand eines strukturierten Auktionsprozesses beschrieben. Der M&A Buy Side Prozess (aus Sicht des Käufers) ist eine Spiegelung dessen. Der M&A Sell Side Prozess lässt sich grundsätzlich in die folgenden Schritte gliedern:

1. Organisation und Vorbereitung
2. Erste Verhandlungsrunde
3. Zweite Verhandlungsrunde
4. Signing & Closing (Vertragsunterschrift, Regulatorik)

Der erste Schritt, die Organisation und Vorbereitung, setzt voraus, dass das Mandat und der Pitch für den bevorstehenden M&A Deal gewonnen sind. Daraufhin gibt es eine Kickoff Veranstaltung bei der das M&A die Organisation des Projektes bespricht. Sind die Eckpunkte des Projektes abgesprochen, beginnt die Vorbereitung der Unterlagen und die Recherche nach Informationen über das Zielunternehmen, Vergleichsunternehmen und potenzielle Käufer. Dies ist insbesondere für die Unternehmensbewertung und die darauffolgenden Verhandlungen sehr wichtig. Für diesen ersten Schritt sind grundsätzlich 2-4 Wochen geplant.⁴⁵

Der zweite Schritt ist die erste Verhandlungsrounde. Es werden an die potenziellen Käufer nun grundlegende Informationen in Form einer Präsentation über das zu verkaufenden Unternehmen geschickt. Mit den interessierten Käufern wird ein Non-Disclosure Agreement abgeschlossen, welches zur Geheimhaltung der Informationen des M&A Deals verpflichtet. Ist diese Vereinbarung unterzeichnet, bekommen die interessierten Käufer detailliertere Informationen zum Unternehmen und dem M&A Prozess. Ist ein Käufer bereit, das Zielunternehmen zu kaufen, wird ihm ein konkretes Angebot unterbreitet, welches in einem Letter of Intent (Absichtserklärung) aufgeführt und unterschrieben wird. Für diesen Schritt sind grundsätzlich 4-6 Wochen geplant.⁴⁶

Der dritte Schritt ist die zweite Verhandlungsrounde. In dieser sind nur noch potenzielle Käufer, welche sich aufgrund des Preises oder der Qualität des Gebots

⁴⁴ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 22

⁴⁵ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 256

⁴⁶ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 256

für den M&A Deal interessieren. In dieser Phase erhalten die verbleibenden Bieter einen neuen Process Letter, welcher das u. a. das Timing der Due Diligence enthält. Die Due Diligence analysiert und prüft das Zielunternehmen im Detail.⁴⁷ Grundsätzlich wird zwischen der Legal Due Diligence (Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen), der Financial Due Diligence (Analyse der Finanzlage) und der Tax Due Diligence (Analyse der steuerlichen Situation) unterschieden. Zudem wird ein Treffen des Managements mit den potenziellen Käufern organisiert, um weitere Einzelheiten des Deals zu besprechen. Diese erhalten dann den Zugang zum Datenraum, welcher heutzutage meist elektronisch zur Verfügung gestellt wird.⁴⁸ In diesem werden detaillierte Informationen über Verträge, Kundenlisten, aktuelle Finanzierungen und Rechtsstreitigkeiten etc. verwahrt.⁴⁹ Die Investment Bank muss darauf achten, dass die Interessen des Verkäufers gewahrt werden und nur ernsthaft interessierte potenzielle Käufer Zutritt zu diesen Daten bekommen. Abschließend werden die letzten Verhandlungen durchgeführt. Für diesen Schritt sind grundsätzlich 6-8 Wochen geplant.⁵⁰

Der vierte Schritt ist das Signing & Closing, welches die Unterzeichnung des Vertrages und die Prüfung der Regulatorik beinhaltet. Es wird nun der Bieter bekannt gegeben, welcher das Zielunternehmen zum Kauf erhält. Des Weiteren wird der finale Vertrag erstellt, welcher vom Käufer und Verkäufer unterzeichnet wird. Daraufhin werden nun zuletzt noch die regulatorischen Fragen geklärt. Dies kann eine Prüfung des Kartellamtes oder der Regierung sein. Für diesen Schritt sind grundsätzlich 4-8 Wochen geplant.⁵¹ Dieser Zeitraum kann z. B. durch die Prüfung des Kartellamtes weit überschritten werden.

3.1.3 Besonderheiten im Distressed M&A Prozess

Der Aufbau eines Distressed M&A Sell Side Prozesses ist in der Grundstruktur gleich aufgebaut wie im konventionellen M&A. Da sich das Unternehmen in einer Krisensituation befindet, gibt es einige Besonderheiten, welche nachfolgend angeführt werden. Der Prozess unterscheidet sich grundsätzlich in den folgenden Aspekten:

- Zeit
- Fakten
- Informationsasymmetrie
- Psychologie

⁴⁷ vgl. ACHLEITNER, 2002, S. 178

⁴⁸ vgl. IANOTTA, 2010, S. 125

⁴⁹ vgl. IANOTTA, 2010, S. 124

⁵⁰ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 256

⁵¹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 256

Beginnend wird die Zeit erläutert. Es wurde bereits erwähnt, dass Distressed M&A Prozesse im Gegensatz zu konventionellen M&A Prozessen, einem sehr beschränkten und viel kürzen Zeitrahmen unterliegen. Dies wirkt sich oft negativ auf die Verhandlungsposition des Verkäufers aus, da die Zeit gegen ihn arbeitet und die Käufer grundsätzlich nicht unter Zeitdruck stehen.⁵² Aus diesem Grund ist es besonders bei diesen Prozessen sehr wichtig, ein effizientes und genaues Projekt- und Zeitmanagement zu haben.⁵³ Dieses hat zur Aufgabe die benötigten Informationen des Krisenunternehmens korrekt, fokussiert und zeiteffizient aufzubereiten. Dieser Aspekt des Prozesses setzt eine enge Zusammenarbeit und offene Kommunikation des Managements mit dem M&A Berater voraus. Dabei sollten die Beteiligten versuchen, emotionale Extreme wie Panik oder Euphemismus zu vermeiden, um das Unternehmen den Investoren sachlich zu präsentieren und eine geeignete Verhandlungsbasis für den Verkaufspreis zu bilden.⁵⁴

Im Folgenden werden die Fakten erläutert. Insbesondere bei Unternehmen in Krisensituationen sind die Finanzkennzahlen, sowie die Liquiditätsplanung oft nur mangelhaft oder gar nicht vorhanden.⁵⁵ Es wäre jedoch genau bei diesen Unternehmen und M&A Deals durch den hohen Zeitdruck von Vorteil, auf eine aufbereitete und vollständige Datenbasis zurückzugreifen. Ein wichtiger Schritt als Grundlage für die Gespräche mit Gläubigern und Investoren, sowie der Verhandlung über den Verkaufspreis ist, diese Daten zu recherchieren, analysieren und aufzubereiten. Außerdem ist zu analysieren, ob das gesamte Unternehmen oder nur einzelne Geschäftsbereiche für die Krise verantwortlich sind. Daraus folgt, dass es sinnvoll sein kann, nur bestimmte Unternehmensteile zu veräußern. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, nicht zwingend betriebsnotwendige Vermögensgegenstände zu verkaufen, um die Liquidität des Unternehmens vorerst zu sichern.⁵⁶ Insbesondere Krisenunternehmen neigen dazu, in nicht ausreichende oder gar fehlende Finanz- und Liquiditätsplanung zu haben. Diese aufzubereiten erschwert oft den Prozess und verlängert ihn unnötig oft um mehrere Wochen.⁵⁷

Ein nächster Aspekt ist die Informationsasymmetrie. Die Theorie der asymmetrischen Informationsverteilung beschreibt die Gegebenheit mehrerer Vertragsparteien oder Marktteilnehmer, die bei Abschluss bzw. Erfüllung eines Vertrages mehr bzw. weniger Information haben. Diese Theorie hängt mit dem „Market of Lemons“ oder auch dem „Zitronenproblem“ zusammen. Oft wird diese mit dem Autohandel

⁵² vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 33

⁵³ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 33

⁵⁴ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 33

⁵⁵ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 34

⁵⁶ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 52-72

⁵⁷ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 35

verglichen, bei dem der Käufer nur die durchschnittliche Qualität der Kraftfahrzeuge kennt, der Verkäufer jedoch mehr Informationen über den wahren Wert bzw. den Zustand des Autos hat. Daraus folgt, dass insbesondere bei Krisenunternehmen eine Informationsasymmetrie herrscht, die der Verkäufer beim Bieterwettbewerb zu seinem Vorteil nutzen kann, da die Datenlage oft sehr undurchsichtig und unvollständig ist. Ein aktuelles Beispiel dafür ist der Bilanzskandal der Steinhoff International Holdings (ISIN: NL0011375019).

Der dritte Aspekt ist die Psychologie und als ein Teil dessen auch die Motivation des Verkäufers. Bei einem konventionellen M&A Prozess kann der Verkäufer teilweise extrinsisch und intrinsisch motiviert sein. Grundsätzlich kann der Unternehmer sein Unternehmen veräußern, muss es aber nicht unbedingt. Bei Unternehmen in der Krise wird der Verkäufer eher extrinsisch motiviert. Dies geschieht durch den Druck von Gläubigern oder aus dem eigenen Unternehmen heraus, wenn sich der eigentliche Geschäftsbetrieb fehlentwickelt und daraus eine Liquiditätskrise oder Überschuldung entsteht.⁵⁸ Es wird daher deutlich, dass einige psychologische Faktoren den M&A Prozess beeinflussen. Insbesondere das Management kann in dieser Situation angespannt oder überfordert sein. Dies kann zu unüberlegten Entscheidungen bei den zähen Verhandlungen mit den Gläubigern, Lieferanten, Kunden und Kreditinstituten führen.⁵⁹ Des Weiteren sind die Mitarbeiter des Krisenunternehmens in Ungewissheit über ihr weiteres Arbeitsverhältnis. Die Kommunikation zwischen den Beteiligten in einem Distressed M&A Prozess hat daher eine hohe Priorität.

3.2 Die Unternehmenskrise

Das folgende Kapitel befasst sich mit den Ursachen einer Unternehmenskrise und den Insolvenzstatbeständen in Deutschland. Außerdem wird aufgezeigt, in welcher Phase der Krise ein Distressed M&A Prozess sinnvoll ist.

Eine Unternehmenskrise ist eine Notsituation des Unternehmens, welche durch Liquiditätsprobleme oder Überschuldung deutlich wird. Diese Krisen bahnen sich in der Praxis langsam an und sind nur in Ausnahmefällen plötzlich anzutreffen.⁶⁰ Es gibt eine Vielzahl qualitativer und quantitativer Faktoren, anhand welcher die Notsituation erkennbar wird. Qualitative Faktoren sind z. B. Führungsschwäche, zunehmende Unehrlichkeit, sowie Unzuverlässigkeit des Managements, oder auch das Ausscheiden guter Fach- und Führungskräfte aus dem Unternehmen. Quantitative Faktoren sind z. B. Umsatzrückgang, eine starke Zunahme der Privatkredite oder

⁵⁸ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 52-72

⁵⁹ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 35

⁶⁰ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 254

auch Zahlungsstockungen bei Kreditraten. Zudem werden grundsätzlich sechs Krisenstadien unterschieden:⁶¹

- Stakeholderkrise
- Strategiekrisen
- Produkt- und Absatzkrise
- Erfolgskrise
- Liquiditätskrise
- Insolvenzreife

Diese verschiedenen Stadien kommen in der Praxis nicht immer in dieser Reihenfolge vor, d. h. sie sind idealtypisch aufgeführt.⁶² Nachfolgend werden diese kurz erläutert, da eine intensive Erklärung den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigen würde.

Die Stakeholderkrise entsteht, wenn es zwischen den verschiedenen Stakeholdern des Unternehmens Konflikte gibt, welche z. B. durch die bereits beschriebenen qualitativen Faktoren entstehen können. Die Stakeholder des Unternehmens sind z. B. Gesellschafter, das Management, Lieferanten und Abnehmer, Kreditinstitute, Behörden oder auch die Arbeitnehmer. Je größer die Anzahl der Stakeholder ist, desto komplexer wird die Struktur zwischen diesen. Dies kann eine Einengung der Handlungsspielräume zur Folge haben, da die verschiedensten Interessen beachtet werden müssen.⁶³

Die Strategiekrisen ist grundsätzlich die Abnahme der Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Diese tritt ein, wenn die Entwicklung des Marktes oder auch der Wettbewerber nicht korrekt eingeschätzt wird.⁶⁴ Ein Verlust von Marktanteilen hat jedoch nicht unbedingt einen direkten finanziellen Verlust zu Folge.⁶⁵ Dieser kann erst später in der Erfolgskrise eintreten. Daraus folgt, dass dieses Stadium meist zu spät erkannt wird und somit geeignete Gegenmaßnahme nicht rechtzeitig eingeleitet werden können.⁶⁶

Die Produkt- und Absatzkrise und die Erfolgskrisen stehen im engen Zusammenhang. Zu Beginn geht die Nachfrage nach den Produkten und Dienstleistungen des Unternehmens zurück oder sie stagnieren.⁶⁷ Dies hat Auswirkungen auf die Margen und auf den Erfolg des Unternehmens. Die Erträge gehen zurück und es kann ein

⁶¹ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 5

⁶² vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 5

⁶³ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 5

⁶⁴ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 254

⁶⁵ vgl. BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 254

⁶⁶ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 6

⁶⁷ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 6

Verlust in der GuV entstehen, welcher sich negativ auf das Eigenkapital und die Liquiditätslage des Unternehmens auswirkt.⁶⁸ Dies kann die (drohende) Zahlungsunfähigkeit oder auch Überschuldung und somit die Insolvenz des Unternehmens zur Folge haben.

Die Liquiditätskrise beinhaltet grundsätzlich die Gefahr der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit. Diese baut grundsätzlich auf der vorangegangenen Erfolgskrise auf. Des Weiteren ist eine Ursache eine unzureichendes oder gänzlich fehlendes Working Capital Management.⁶⁹ Nun kann die Insolvenzreife eintreten und die Insolvenz muss beantragt werden. Dies ist der Fall wenn einer der Insolvenztatbestände nach §§ 17, 18, 19 InsO vorliegt. Dies sind die Zahlungsunfähigkeit (§17 InsO), die drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) oder die Überschuldung (§19 InsO).

Da nun die verschiedenen Krisenstadien grundlegend erklärt wurden, stellt sich die Frage, wann ein Distressed M&A Prozess sinnvoll wäre. Die nachfolgende Abbildung bildet dafür einen Ansatz:

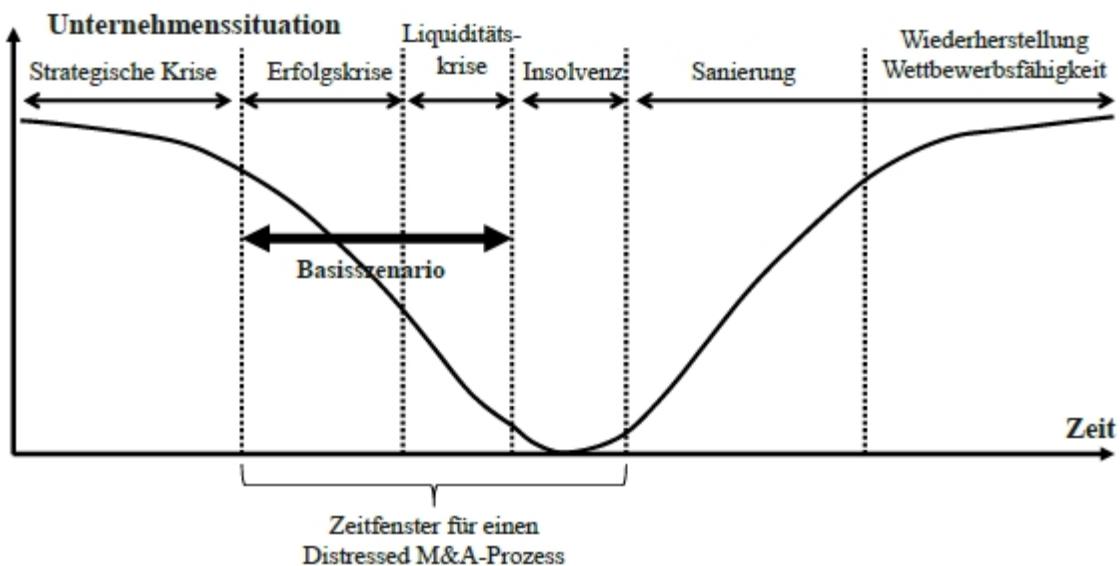


Abbildung 6 Krisenstadien und das Zeitfenster für einen Distressed M&A Prozess (BAUER, VON DÜSTERLHO, 2013, S. 253)

In dieser Abbildung werden beispielhaft vier Krisenstadien aufgeführt. Da die Strategiekrisen in der Praxis oft erst in der Erfolgs- oder Liquiditätskrise erkannt wird, eröffnet sich hier die Möglichkeit für einen Distressed M&A Prozess. Da dies aber ein Basisszenario ist, kann es nicht standardisiert auf alle Unternehmenskrisen angewandt werden. Jede Krisensituation muss individuell betrachtet werden. Es ist

⁶⁸ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 6

⁶⁹ vgl. CRONE, WERNER, 2012, S. 7

auch möglich den Distressed M&A Prozess in der Insolvenz, im Rahmen einer „Übertragenden Sanierung“ durchzuführen.

Es ist zu bemerken, dass diese Stadien und Verläufe einer Unternehmenskrise sehr selten so idealtypisch in der Praxis vorkommen. Oft werden Krisen zu spät erkannt und dementsprechende Gegenmaßnahmen nicht rechtzeitig eingeleitet. Des Weiteren spielen neben den zeitlichen Faktoren auch psychologische Faktoren aller Beteiligten eine Rolle, welche kaum berechnet werden können.

3.3 Unternehmensbewertung

3.3.1 Grundlagen und Systematisierung

Das folgende Kapitel befasst sich mit den verschiedenen Bewertungsmethoden eines Unternehmens. Bei Unternehmen in Krisensituationen wird die Unternehmensbewertung, durch die intransparente Situation und unsichere Zukunft, erschwert. Aus diesem Grund werden verschiedene Methoden miteinander verglichen und teilweise erweitert. In dem vorliegenden Kapitel wird intensiver auf die Discounted-Cash-Flow-Methode eingegangen und ein Bewertungsmodell für Distressed Unternehmen, im Rahmen der Realoptionen, vorgestellt. Alle Modelle zu erweitern und intensiv zu erläutern, würde den Rahmen dieser Arbeit übertreffen, aus diesem Grund wird sich auf die oben genannte Methode beschränkt.

Grundsätzlich lassen sich die verschiedenen Bewertungsverfahren folgendermaßen systematisieren:

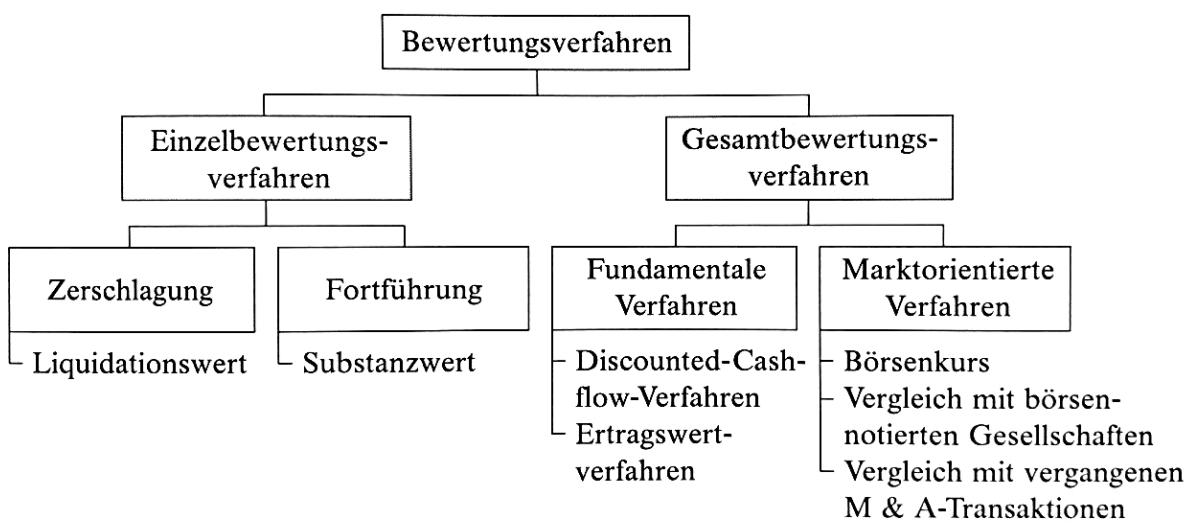


Abbildung 7 Systematisierung der gängigen Bewertungsverfahren (ACHLEITNER, 2002, S. 171)

Diese Abbildung umfasst die gängigen Verfahren der Einzel- und Gesamtbewertung. Es erscheint jedoch sinnvoll bei Unternehmen in Sondersituationen bestehende Modelle zu erweitern oder ein neues Modell auf Geeignetheit zu untersuchen. Aus

diesem Grund wird auf eine Erweiterung des DCF-Modells hingewiesen und der Realoptions-Ansatz intensiver behandelt. Dieser ordnet sich in die Gesamtbewertungsverfahren ein.

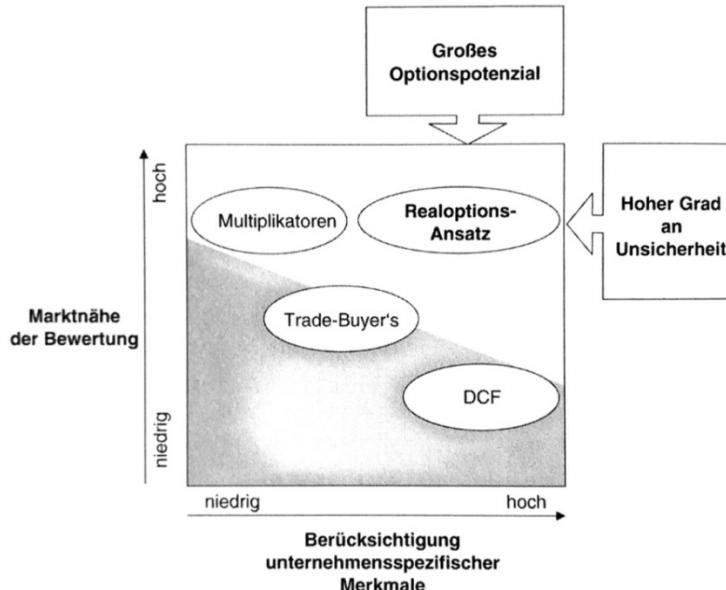


Abbildung 8 Einordnung des Realoptionsansatzes (ERNST, HÄCKER, 2002, S. 36)

Dieses Bewertungsverfahren verhält sich zu den klassischen Bewertungsverfahren komplementär, da in die Entwicklung des Unternehmens aktiv eingegriffen werden kann. Neben dem hohen Optionspotenzial bringen die Realoptionen ein hohes Maß an Unsicherheit mit sich. Dabei bündelt das Modell der Realoptionen die Vorteile der klassischen Bewertungsverfahren, indem es neben den verschiedenen planbaren Szenarien, die Entwicklung des Marktes und eine gewisse Flexibilität des Handelns implementiert.⁷⁰ Dieses Modell wird im Kapitel 3.3.5 detaillierter erklärt.

Handlungsempfehlungen aufgrund der verschiedenen Bewertungsmethoden werden nicht in diesem Kapitel, sondern im Kapitel 4 näher erläutert

3.3.2 Einzelbewertungsverfahren

3.3.2.1 Substanzwertverfahren

Das Substanzwertfahren gehört zu den klassischen Verfahren der Unternehmensbewertung. Der Substanzwert wird als „Summe der mit ihren Wiederbeschaffungspreisen angesetzten einzelnen Vermögensobjekte und Schulden“⁷¹ beschrieben. Daraus folgt, dass dieser eine Bestandsgröße ist, der den Sachwert fokussiert. Dem Substanzwert wurden die verschiedensten Funktionen zugeordnet, wie z. B.: „Wertuntergrenze des Unternehmens“⁷², „Korrekturwert“⁷³ oder

⁷⁰ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 36

⁷¹ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53 zit. nach MOXTER, 1998, S. 41

⁷² vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53 zit. nach BANKMANN, 1957, S. 409

⁷³ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53 zit. nach BODARWE, 1963, S. 89

auch „Hilfswert“⁷⁴. Diese Aspekte können besonders bei Unternehmen in Krisensituationen eine Rolle spielen. Dies wird im weiteren Verlauf des Kapitels genauer erklärt.

Der Substanzwert hat besonders bei Unternehmen mit einem hohen materiellen Anlagevermögen eine wichtige Bedeutung. Der Anteil des Anlagevermögens im Verhältnis zum Gesamtvermögen oder zum Umlaufvermögen kann z. B. durch die Anlageintensität oder das Konstitut bestimmt werden. Die zugehörigen Formeln lauten:

$$\text{Anlageintensität in \%} = \frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Gesamtvermögen}} * 100$$

Formel 1 Berechnung der Anlageintensität

$$\text{Konstitut in \%} = \frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Umlaufvermögen}} * 100$$

Formel 2 Berechnung des Konstituts

Diese relativen Kennzahlen geben einen Aufschluss darüber, wie viel in das Unternehmen investiert wurde und beachten aber nicht die zukünftige Liquiditäts- und Ertragslage.⁷⁵ Aus diesem Grund wurde dieses Bewertungsverfahren häufig kontrovers diskutiert. Des Weiteren geht das Substanzwertverfahren vom Going - Concern-Prinzip, also der Fortführung des Unternehmens, aus. Aus diesem Grund wird auf die Anrechnung der Liquidationskosten verzichtet.⁷⁶

Das Ziel dieser Bewertung ist es, den Reproduktionswert des Unternehmens zu ermitteln. Dabei wird zwischen dem Teilreproduktionswert und dem Vollreproduktionswert unterschieden. Der Teilreproduktionswert setzt dabei alle materiellen und marktgängigen Vermögensgegenstände des Unternehmens an.⁷⁷ Der Unterschied zum Vollreproduktionswert besteht darin, dass dieser neben den materiellen auch immaterielle Vermögensgegenstände einberechnet. Die genaue Bewertung dieser wird nicht genauer erläutert, da es den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigt und nicht zur Zielsetzung beiträgt. Außerdem weist der Teilreproduktionswert eine höhere Objektivität auf. Des Weiteren wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen, überhöhte Lagerhaltung oder betriebsfremde Aktiva differenziert zum betriebsnotwendigen Vermögen betrachtet.⁷⁸ Diese werden mit den Liquidationswerten angesetzt, das betriebsnotwendige Vermögen hingegen mit

⁷⁴ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53 zit. nach HERZOG, 1962, S. 1616

⁷⁵ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53

⁷⁶ vgl. ACHLEITNER, 2002, S. 171

⁷⁷ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 53

⁷⁸ vgl. ACHLEITNER, 2002, S. 171

Wiederbeschaffungskosten. Um den Bezug zur Praxis herzustellen, wird ein selbstgewähltes Beispiel dargestellt, um den Teilreproduktionswert zu ermitteln:

in €	Wiederbeschaffungskosten	Korrektur	Angesetzter Wert
Grundstücke	100.000		100.000
Gebäude	200.000		200.000
Maschinen	50.000		50.000
Fuhrpark	20.000	-5.000	15.000
Wertpapiere des AV	5.000		5.000
Wertpapiere des UV	5.000		5.000
Kassenbestand	1.000		1.000
Ingangssetzungskosten		0	0
Bruttoteilreproduktionswert			376.000
./. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten			-150.000
./. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung			-100.000
Teilreproduktionswert			126.000

Tabelle 1 Ermittlung des Teilreproduktionswertes (eigene Darstellung in Anlehnung an HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 54)

Die Tabelle verstärkt das Verständnis, wieso dieses Unternehmensbewertungsverfahren nur bedingt auf Firmen in Krisensituationen angewendet werden könnte. Da der objektive Blick auf den Teilreproduktionswert durch den meist hohen Verschuldungsgrad stark gemindert wird, wird dieser meist als Wertuntergrenze herangezogen. Besonders wenn es um die immateriellen Vermögensgegenstände geht, verbleiben durch die subjektive Sichtweise gewisse Spielräume in der Bewertung.

3.3.2.2 Liquidationswertverfahren

Das Liquidationswertverfahren spielt eine wichtige Rolle für Unternehmen in Krisensituationen. Dieses Verfahren geht im Gegenteil zum Substanzwertverfahren nicht von der Fortführung des Unternehmens aus. Hier gilt es zwei Szenarien zu unterscheiden.⁷⁹ Die Liquidation kann im Rahmen einer Rechtsstreitigkeit stattfinden, dabei wird der Betrieb eingestellt und das Unternehmen wird im Rahmen eines „Fire Sales“ liquidiert. Ist der Zeitdruck hoch werden oft wesentlich geringere Kaufpreise erzielt, als bei einem M&A Deal ohne starken Zeitdruck.⁸⁰ Das andere Szenario ist,

⁷⁹ vgl. AFFLERBACH, 2014, S. 25

⁸⁰ vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 61

wenn der Liquidationswert den Barwert (*Net Present Value*) übersteigt.⁸¹ In diesem Fall würde jeder rational denkende Unternehmer das Unternehmen liquidieren. Des Weiteren ist zu beachten, dass die Buchwerte der Vermögenswerte unterschiedlich zu den Marktpreisen dieser sein können. Daraus folgt, dass es je nach Situation zu negativen oder positiven Korrekturen der Vermögenswerte kommen kann. Zu einer negativen Korrektur kommt es, wenn der Buchwert größer als der Marktpreis ist. Zu einer positiven Korrektur kommt es, wenn der Buchwert kleiner als der Marktpreis ist. Außerdem ist die Asymmetrie der Informationen zwischen dem Käufer und dem Verkäufer zu beachten, welche sich auf den Preis auswirken kann. Auf die Theorien der Informationsasymmetrie wird nicht weiter eingegangen, da dies den Rahmen dieser Arbeit überschreiten würde.

Der Liquidationswert aufgrund der vorangegangenen Aspekte als die Untergrenze des Unternehmenswertes angesehen wird und daher eine Kontrollgröße ist.⁸² Um den Bezug zur Praxis herzustellen und den Unterschied zum Substanzwertverfahren darzustellen, folgt ein selbstgewähltes Beispiel:

Aktiva in €	Marktpreis	Buchwert	Korrektur	Korrigierter Erlös
Grundstücke	200.000	150.000	+50.000	200.000
Gebäude	200.000	200.000	-	200.000
Maschinen	30.000	35.000	-5.000	30.000
Fuhrpark	20.000	20.000	-	20.000
Wertpapiere des AV	30.000	20.000	+10.000	30.000
Wertpapiere des UV	30.000	25.000	+5.000	30.000
Kassenbestand	10.000	10.000	-	10.000
Summe				520.000
./. Mietkosten				10.000
./. Liquidationskosten				20.000
Brutto Liquidationswert				490.000
./. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten				200.000
./. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung				50.000
Netto Liquidationswert				240.000

Tabelle 2 Ermittlung des Liquidationswertes (eigene Darstellung in Anlehnung an HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 62)

⁸¹ vgl. AFFLERBACH, 2014, S. 25

⁸² vgl. HOMMEL, DEHMEL, 2011, S. 61

Es wird deutlich, dass diese Methode relativ einfach und schnell durchgeführt werden kann. Jedoch muss auch beachtet werden, wie spezifisch die verschiedenen Vermögensgegenstände sind. So kann es Probleme geben, überhaupt Abnehmer für z. B. hochspezialisierte Maschinen zu finden. Dieses Problem kann die Liquidation erschweren.

Da bei einem M&A Deal seltener der Liquidationswert genutzt wird, wurden die Grundlagen hinreichend behandelt.

3.3.3 Relative Bewertung – Multiplikatoren

3.3.3.1 Comparable Company Analysis

Die Comparable Company Analysis (CCA) gehört zum Bereich der relativen Unternehmensbewertung. Diese wird in der Praxis gerne angewandt, da anhand der Multiplikatoren (auch „Trading Comps“), schnell ein grober Unternehmenswert ermittelt werden kann. Dies ist insbesondere im M&A Bereich wichtig. Aus diesem Grund wird die relative Bewertung neben der intrinsischen Bewertung intensiver erklärt.

Der Grundgedanke der CCA ist es, die Unternehmensbewertung anhand ähnlicher bzw. vergleichbarer Unternehmen durchzuführen.⁸³ Dabei wird die Annahme getroffen, dass Unternehmen innerhalb einer Peergroup bzw. eines Sektors z. B. ähnliche Bilanzstrukturen, Unternehmensstrategien, Produkte, rechtliche Rahmenbedingungen oder auch Risiken haben.⁸⁴ Bei jeder Peergroup werden vergleichbare Kriterien benötigt, die Häufigsten sind die Relationen Enterprise Value/ EBITDA, Enterprise Value/ EBIT und Enterprise Value/ Umsatz.⁸⁵

Diese Form der Unternehmensbewertung wird grundsätzlich in 5 Schritten vorgenommen:⁸⁶

1. Selektion der vergleichbaren Unternehmen vornehmen, Peergroup bestimmen
2. Finanzkennzahlen und notwendige Informationen recherchieren
3. Verschiedene Kennzahlen und Multiples definieren
4. Zielunternehmen mit der Peergroup vergleichen
5. Unternehmenswert bestimmen

Im ersten Schritt werden die verschiedenen Unternehmen der Peergroup ausgesucht. Dies bildet das Fundament der CCA. In diesem Schritt ist es wichtig, das

⁸³ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 15

⁸⁴ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 11

⁸⁵ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 17

⁸⁶ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 12

Zielunternehmen oder auch *Target* zu verstehen und das Unternehmensprofil zu analysieren, sowie potenzielle Wettbewerber zu identifizieren.⁸⁷ Vergleichbare Unternehmen finden sich grundsätzlich im gleichen Sektor oder im gleichen Subsektor mit einer ähnlichen Größe. Die Schwierigkeit vergleichbare Unternehmen zu finden, variiert je nach Zielunternehmen, da es nicht in jedem Sektor oder Subsektor genügend börsennotierte Unternehmen oder Unternehmen mit vielen öffentlich zugänglichen Informationen gibt.⁸⁸ Die Selektion dieser Unternehmen sollte also nur beginnen, wenn die Research-Arbeiten vollendet sind und möglichst viele Informationen vorliegen.

Zunächst werden aus den gesammelten Informationen die Wichtigsten selektiert, um eine Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen zu erreichen.⁸⁹

Unternehmensprofil	Finanzkennzahlen
<ul style="list-style-type: none"> - Sektor, Subsektor - Produkte, Dienstleistungen - Kunden, Endverbraucher - Distributionskanäle - geografischer Standort 	<ul style="list-style-type: none"> - Unternehmensgröße - Profitabilität - Wachstum - Rentabilität - Kreditwürdigkeit, Rating

Tabelle 3 Rahmenbedingungen der Informationsselektion (eigene Darstellung in Anlehnung an ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 16)

Diese Tabelle unterteilt die Rahmenbedingungen für die Sektion der Informationen in zwei Bereiche, dem Unternehmensprofil und den Finanzkennzahlen. Das Unternehmensprofil umfasst dabei grundsätzlich den Sektor/ Subsektor, die Produkte/ Dienstleistungen, die Kunden/ Endverbraucher, die Distributionskanäle und den geografischen Standort. Die Finanzkennzahlen umfassen grundsätzlich die Unternehmensgröße, da die Profitabilität, das Wachstum, die Rentabilität, die Kreditwürdigkeit und Rating. Da diese Rahmenbedingungen entscheidend im Prozess der Unternehmensbewertung, insbesondere auch bei Unternehmen in Stresssituationen sind, werden diese nachfolgend näher erläutert.

Das Unternehmensprofil beginnt mit den Sektoren, welche eine wichtige Rolle bei der Analyse des Zielunternehmens spielen. Um den Bezug zur Praxis herzustellen, wurde als Beispiel die Sektorklassifizierung der Deutsche Börse AG genutzt. Die Vielfalt der Klassifizierung dieser wird anhand des Anhangs 1 deutlich.

Anhang 1 stellt dar, wie Sektoren in 3 Ebenen unterteilt werden. Diese sind in der Sektorklassifizierung die Supersektoren, die Sektoren und die Subsektoren. Wegen der Praxisnähe zum M&A Prozess, wurden in dieser Tabelle die Beschreibungen der

⁸⁷ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 12

⁸⁸ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 15

⁸⁹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 16

jeweiligen Subsektoren mit aufgenommen. Es wird deutlich, dass es nur eine endliche Anzahl von Subsektoren gibt. Daraus folgt, dass es in der Praxis Schwierigkeiten in der CCA geben wird, wenn ein sehr spezielles oder ein sehr diversifiziertes Unternehmen bewertet soll.

Der zweite Aspekt des Unternehmensprofils stellen die Produkte und Dienstleistungen dar. Diese sind für das Unternehmen und die weitere Fortführung des Unternehmens elementar. Durch Produkte und Dienstleistungen baut sich das Unternehmen Image und Reputation auf.⁹⁰ Besonders im M&A Prozess und speziell bei Unternehmen in der Krise werden diesen eine hohe Bedeutung zugemessen, da sie mit den Kundenbeziehungen und –verhalten im Zusammenhang stehen.⁹¹ Anhand des Anhang 1 werden Produktgruppen der einzelnen Subsektoren ersichtlich. Die Analyse des Unternehmens implementiert daher auch eine intensive Analyse der Produkte und Dienstleistungen sowie deren Endverbraucher und Absatzmärkte.

Der dritte und nächste Aspekt des Unternehmensprofils stellen die eben genannten Endverbraucher und Absatzmärkte dar. Aufgrund einer Analyse der Kunden und Endverbraucher, kann die Absatzstruktur bestimmt werden. Dabei können z. B. Klumpenrisiken aufgedeckt werden. Besonders für M&A Deals von Unternehmen in Stresssituationen ist eine genaue Analyse des Netzwerks der Lieferanten und Abnehmer von hoher Relevanz. Diese können unter anderem durch Vertrauensverluste in Folge einer drohenden Insolvenz oder tatsächlichen Insolvenz geschädigt werden. Beispielsweise in bestimmten Branchen, wie der Automobilbranche, gibt es spezielle Zulieferer und Abnehmer.⁹² Werden diese Kundenbeziehungen beendet, kann dies schwerwiegende Folgen für das Unternehmen haben. Daraus folgt, dass insbesondere bei Unternehmen in Krisensituationen auf Kundenbeziehungen und Absatzmärkte geachtet werden sollte.

Der vierte Aspekt, welcher im Unternehmensprofil angeführt wurde, sind die verschiedenen Distributionskanäle eines Unternehmens. Diese sind die verschiedenen Kanäle, über die ein Unternehmen seine Produkte und Dienstleistungen verkauft.⁹³ Um möglichst ähnliche Unternehmen zum Vergleich für das Zielunternehmen zu finden, sollte auch auf diesen Aspekt geachtet werden. Es ist wenig sinnvoll ein Unternehmen zum direkten Vergleich zu nehmen, welches eine Multikanalstrategie hat (z. B. Onlineshop, Telefonberatung, lokale Shops usw.), wenn das Zielunternehmen nur einen Distributionskanal (z. B. Onlineshop) nutzt.

⁹⁰ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 17

⁹¹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 17

⁹² vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 17

⁹³ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 17

Der letzte angeführte Punkt des Unternehmensprofils ist der geografische Standort des Unternehmens und seiner Absatzmärkte. Der geografische Standort des Unternehmens hat viele Faktoren. Einige dieser Faktoren sind z. B. die Infrastruktur (z. B. Verkehr, Ver- und Entsorgung, Aus- und Weiterbildung), Steuern/ Abgaben, die politische und soziale Situation, Umweltauflagen, Arbeitskräfte, Rohstoffvorkommen und auch die Wettbewerbswirksamkeit (z. B. Made in Germany).⁹⁴

Als nächste Rahmenbedingung werden die Finanzkennzahlen angeführt.⁹⁵ Zuerst wird die Unternehmensgröße erläutert. Da dieser Begriff hinreichend ungenau ist, wird er intensiver beschrieben. Im Rahmen eines M&A Prozesses ist die Unternehmensgröße relativ unterschiedlich zu verstehen. Grundsätzlich können damit folgende Kennzahlen gemeint sein:⁹⁶ Marktbewertung (z. B. *Equity Value* (Eigenkapitalwert), *Enterprise Value* (Unternehmenswert) oder auch Bilanzkennzahlen wie Umsatz, Gewinn, EBITDA, EBIT usw.. Es wird die Annahme getroffen, dass Unternehmen mit einer ähnlichen Größe eher vergleichbar sind, da diese oft gleiche Kostenstrukturen (insbesondere in Bezug auf Skaleneffekte, Kaufkraft/ Investitionsfähigkeit und Hebeleffekte) haben.⁹⁷ Aufbauend auf diesen Kennzahlen wird analysiert, wie hoch die verschiedenen Margen des Unternehmens sind und mit den des Zielunternehmens verglichen. Dies könnte insbesondere bei Unternehmen in der Krise zum Problem werden.

Die zweite aufgeführte Kennzahl ist das Wachstum des Unternehmens. Diese Kennzahl muss nachfolgend genauer beschrieben werden. Das Wachstum lässt sich durch folgende Kennzahlen ausdrücken:⁹⁸ Marktwachstum (Marktanteile), EBITDA, Beschäftigtenanzahl, Umsatz oder auch Gewinn. Ein Beispiel aus der Praxis findet sich in der Kategorisierung der Aktien nach Peter Lynch. Diese findet sich in der nachfolgenden Abbildung. Peter Lynch definiert die drei Kategorien: Nicht-Zykliker, Zykliker und Asset-Play. Die Nicht-Zykliker werden dreifach unterteilt in *Slow Grower*, *Average Grower* und *Fast Grower*. Die genauen Beschreibungen der Begrifflichkeiten sind aus der Abbildung zu entnehmen. Insbesondere bei den Nicht-Zykliker Werten wird deutlich, unter welchen Aspekten es möglich ist, Unternehmen anhand des Wachstums zu vergleichen. Die Kategorie der Zykliker wird in typische Zykliker und Turnaround Unternehmen unterteilt. Es wird deutlich, dass Zykliker schwieriger nach Kennzahlen des Wachstums unterteilt werden können als Nicht-Zykliker, da die Gewinnmargen sehr mit der konjunkturellen Phase korrelieren. Die Kategorie des

⁹⁴ vgl. KREUS, LINDNER, VON DER RUHREN, 2006, S. 62

⁹⁵ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 17

⁹⁶ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 18

⁹⁷ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 18

⁹⁸ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 18

Asset-Play kann für die vorliegende Arbeit vernachlässigt werden, da diese keine nennenswerten Wachstumskennzahlen berücksichtigt.

Peter Lynch Aktienkategorien

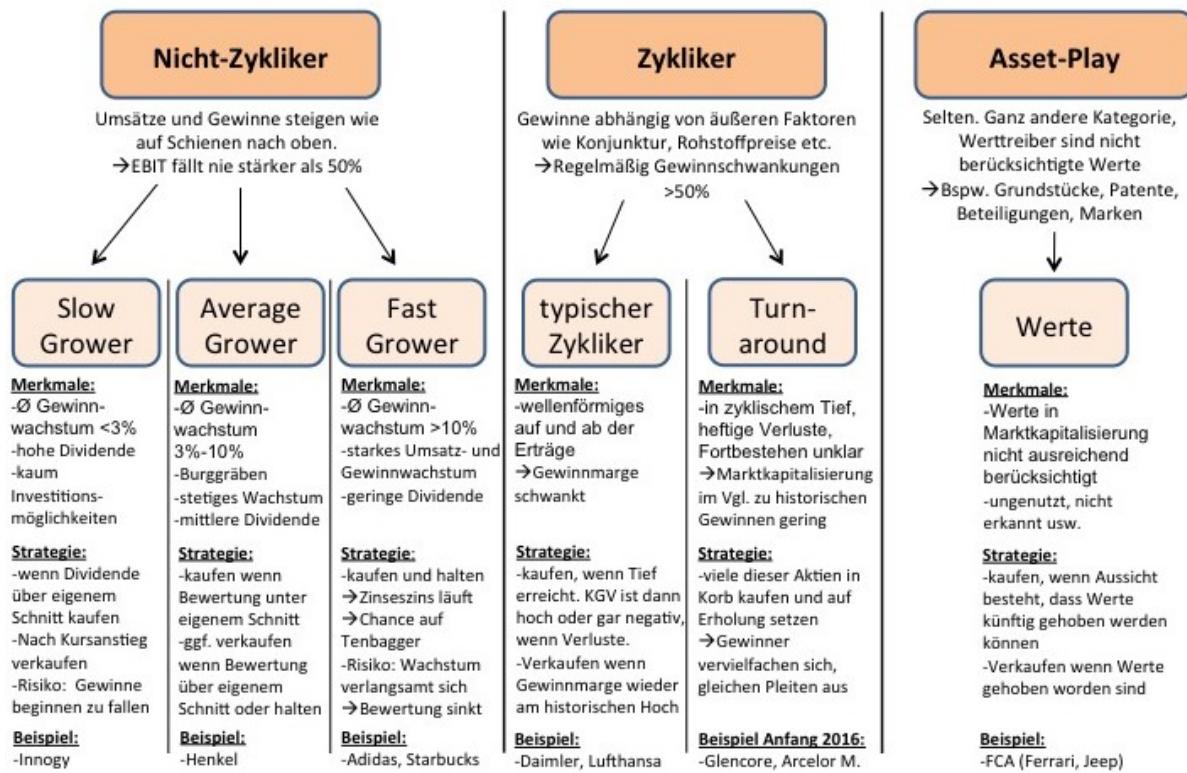


Abbildung 9 Aktienkategorien nach Peter Lynch (online: ALLEAKTIEN, 2018 (25.07.2018))

Der dritte beschriebene Aspekt der Finanzkennzahlen ist die Rentabilität des Unternehmens. Diese kann unter anderem die Rentabilität des Eigenkapitals, des Fremdkapitals, des Gesamtkapital, des Umsatz oder der Return on Investment sein. Dieser Aspekt verliert aber bei Unternehmen in Krisensituationen eher an Bedeutung, da diese oft nicht rentabel wirtschaften.

Der letzte Aspekt der Finanzkennzahlen, die Kreditwürdigkeit oder auch Rating, sind insbesondere bei Unternehmen in Krisensituationen von hoher Bedeutung.⁹⁹ Wichtige Kennzahlen hier sind z. B.: Verschuldungsgrad, Zinsdeckungsgrad, Fremdkapitalquote oder auch die Liquidität ersten/ zweiten/ dritten Grades. Zudem gibt es verschiedene Rating Skalen und Einteilungen.

⁹⁹ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 37

Eine mögliche Skala kann beispielsweise so aussehen:

RATING-SKALA INITIATIVE FINANZSTANDORT DEUTSCHLAND (IFD)-		
Rating-Stufe	Beschreibung	PD-Bereich*
I	Unternehmen mit sehr guter bis guter Bonität	Bis 0,3 %
II	Unternehmen mit guter bis zufrieden stellender Bonität	0,3 bis 0,7 %
III	Unternehmen mit befriedigender bzw. noch guter Bonität	0,7 bis 1,5 %
IV	Unternehmen mit durchschnittlichem bis erhöhtem Risiko	1,5 bis 3,0 %
V	Unternehmen mit hohem Risiko	3,0 bis 8,0 %
VI	Unternehmen mit sehr hohem Risiko	Ab 8,0 %

* PD = Probability of Default. Die PD gibt die Wahrscheinlichkeit an, dass ein Kreditnehmer innerhalb eines Jahres ausfällt. Angabe des PD-Bereichs von (inkl.) bis (exkl.).

Abbildung 10 Rating Skala der IFD (online: NEUHAUS & PARTNER, 2010, S. 15 (25.07.2018))

So gliedert sich die Rating Matrix der größten Ratingagenturen:

Ratingagenturen* und Ratingklassen								Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung
	S&P	Moody's	Fitch	Credit-reform	Euler Hermes	Scope	GBB RATING	
Investmentgrade	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	Sehr gut Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko.
	AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	Sehr gute bis gute Bonität Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit.
	AA	Aa2	AA	AA	AA	AA	AA	
	AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	
	A+	A1	A+	A+	A+	A+	A+	Gute bis befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung. Viele gute Investementattribute aber auch Elemente, die sich bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage negativ auswirken können.
	A	A2	A	A	A	A	A	
	A-	A3	A-	A-	A-	A-	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen.
	BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	
Speculative Grade	BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	Ausreichende Bonität Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld.
	BB	Ba2	BB	BB	BB	BB	BB	
	BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	
	B+	B1	B+	B+	B+	B+	B+	Mangelhafte Bonität Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.
	B	B2	B	B	B	B	B	
	B-	B3	B-	B-	B-	B-	B-	
	CCC+	Caa1	CCC+	CCC	CCC	CCC	CCC+	Ungenügende Bonität Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr eines Zahlungsverzuges.
	CCC	Caa2	CCC	CC	CC	CC	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	C	C	C	CCC-	

Abbildung 11 Rating Matrix (online: BÖRSE STUTTGART, 2018 (26.07.2018))

Die Unternehmen lassen sich nach ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit (*Probability of Default*) einteilen. Dieser Faktor hat bei der CCA von Unternehmen in Krisensituationen eine hohe Bedeutung. Für diese Unternehmen werden dann vergleichbare Unternehmen mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit im unteren Bereich der Rating Stufen gesucht.

Der zweite Schritt ist die Beschaffung der nötigen allgemeinen und finanziellen Informationen. Diese werden z. B. der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung oder Unternehmensmitteilungen entnommen.¹⁰⁰ Allgemeine Informationen zum Sektor und der Marktsituation, lassen sich aus den verschiedensten Medien der Finanznachrichten, wie z. B. Zeitungen, Websites oder Branchenreports entnehmen. Die Informationsbeschaffung ist bei börsenlisteten Unternehmen einfacher, als bei kleinen nicht gelisteten Unternehmen, da eine Börsenlistung verschiedene Pflichten zu Informationsveröffentlichung mit sich bringt. Eine weitere Quelle können unter anderem auch Ratingagenturen wie Moody's, S&P und Fitch sein. Insbesondere bei Firmen in Stresssituationen, liefern diese erkenntnisreiche Informationen.

Der dritte Schritt ist es die verschiedenen Kennzahlen und Multiples zu definieren. Je nach Branche und Situation des Unternehmens, können verschiedene Kennzahlen eine höhere Bedeutung haben. Die am meisten genutzten Kennzahlen sind dabei:¹⁰¹

- Unternehmensgröße (Marktkapitalisierung, Eigenkapitalwert (*equity value*), Unternehmenswert (*enterprise value*), Umsatz, Gewinn, EBTIDA, EBIT usw.)
- Profitabilität (EBITDA-Marge, EBIT-Marge, Umsatz, Betriebsergebnis usw.)
- Wachstum (erwartetes Wachstum/ Wachstumsraten, historisches Wachstum/ Wachstumsraten)
- Rentabilität (Rendite des Eigenkapitals/ Fremdkapitals/ Gesamtkapitals, Return on Investment usw.)
- Kreditwürdigkeit, Rating (Anteil Fremdkapital, Verschuldungsgrad (statisch und dynamisch), Rating der Agenturen)

Die am meisten genutzten Multiples sind im M&A Bereich EV/ EBITDA, EV/ EBIT und EV/ Umsatz. Diese können anhand der recherchierten Bilanzzahlen der Unternehmen errechnet werden.

¹⁰⁰ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 21

¹⁰¹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 27

Der Equity Value ist die hier die Marktkapitalisierung und der Enterprise Value lässt sich folgendermaßen berechnen:¹⁰²

Equity-Value (Marktkapitalisierung)	
+	Zinstragende Verbindlichkeiten
+	Anteile Dritte
-	Kassenposition
-	Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen
=	Enterprise Value

Tabelle 4 Berechnung des Enterprise Value (eigene Darstellung in Anlehnung an ERNST, HÄCKER, 2002, S. 24)

Der vierte Schritt besteht darin, das Zielunternehmen nun anhand der verschiedenen Kennzahlen und Multiples mit der Peergroup zu vergleichen. Dabei ist es sinnvoll, eine Rangfolge für die verschiedenen Kennzahlen und Multiples der Peergroup zu bilden.¹⁰³ Daraus lassen sich der Median und der arithmetische Mittelwert je Kennzahl oder Multiple berechnen. Diese können nun mit den Werten des Zielunternehmens verglichen werden. Die Multiples werden genutzt, um den Unternehmenswert des Zielunternehmens zu bestimmten. Dies geschieht immer in einer bestimmten Schwankungsbreite z. B. +/- 5% des Unternehmenswertes bzw. des Multiples.

Der fünfte und letzte Schritt werden die Multiples berechnet und in einer Übersicht dargestellt.

Die Darstellung der CCA kann folgendermaßen aussehen:

Unternehmen	Ticker	Aktueller Aktien- kurs	% of 52 W Hoch	Unter-nehmens- wert	Enterprise Value /											
					12 M		2019E		2020E		12 M		2019E		2020E	
					Umsätze	Umsätze	Umsätze	Umsätze	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT		
1	ABC	70€	83%	8829€	14712€	1,7x	1,6x	1,4x	8,5x	7,8x	7,2x	10,0x	9,3x	8,5x		
2	DEF	22€	81%	8850€	11323€	0,9x	0,8x	0,8x	7,0x	6,7x	6,3x	8,4x	8,0x	7,4x		
3	GHI	57€	76%	7781€	8369€	1,0x	1,0x	0,9x	7,4x	7,1x	6,5x	8,6x	8,3x	7,6x		
4	JKL	85€	82%	7456€	9673€	1,2x	1,1x	1,1x	7,6x	7,1x	6,7x	9,5x	8,9x	8,4x		
5	MNO	78€	74%	5034€	6161€	0,9x	0,9x	0,8x	7,0x	6,6x	6,2x	8,4x	7,9x	7,4x		
Mittelwert					1,1x	1,1x	1,0x	7,5x	7,1x	6,6x	9,0x	8,5x	7,9x			
Median					1,0x	1,0x	0,9x	7,4x	7,1x	6,5x	8,6x	8,3x	7,6x			

Abbildung 12 Comparable Company Analysis Tabelle (eigene Darstellung in Anlehnung an ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 14)

Die Abbildung zeigt nur einen Ausschnitt der Analyse. Diese Tabelle wäre um verschiedene Kennzahlen erweiterbar, dies würde jedoch die Übersichtlichkeit erheblich einschränken.

¹⁰² vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 24

¹⁰³ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 49

Abschließend werden noch einige Vor- und Nachteile dieser Unternehmensbewertung aufgezeigt:¹⁰⁴

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> - marktorientiert (Wachstum, Risiko etc.) - einfach mess- und vergleichbar - schnelle Kalkulation - Nutzung aktueller Daten 	<ul style="list-style-type: none"> - Hause oder Baisse kann Marktbewertung verzerrn - Suche nach Vergleichsunternehmen bei Nischen schwer - keine Beachtung des Cash Flow - Bewertung auf Grundlage anderer Unternehmen (Risiken des eigenen Unternehmens unbeachtet)

Tabelle 5 Vor- und Nachteile der Comparable Company Analysis

Nun ist kritisch zu betrachten, wie sinnvoll es ist, Unternehmen in Stresssituationen mit dieser Art der Unternehmensbewertung zu bewerten. Die CCA orientiert sich an vergleichbaren Unternehmen und somit am Markt. Aus diesem Grund ist kritisch zu hinterfragen, ob die verschiedenen Kennzahlen und Schritte überhaupt Aussagekraft haben. Diese Unternehmensbewertung baut sehr stark auf den Finanzkennzahlen auf, da mit diesen unter anderem Vergleichsunternehmen gesucht werden, sind diese nicht immer sinnvoll. Unternehmen in Krisensituationen können ein negatives EBITDA, EBIT, Umsatz oder auch einen negativen Eigenkapital ausweisen. Des Weiteren wird deutlich, dass der Aspekt der Kreditwürdigkeit bzw. das Rating bei diesen Unternehmen eine hohe Bedeutung hat. Handlungsempfehlungen zu dieser Problematik werden im Kapitel „4 Erfolgsfaktoren und Handlungsempfehlungen“ angeführt.

3.3.3.2 Comparable Transaction Analysis

Die Comparable Transaction Analysis ähnelt der Comparable Company Analysis. Aus diesem Grund wird nicht so detailliert auf diese Art der Unternehmensbewertung eingegangen. Diese Analyse ist auch als „Transaction Comps“ bekannt. Das grundsätzliche Ziel ist es, vergleichbare, historische M&A Transaktionen zu selektieren und anhand dieser eine Unternehmensbewertung vorzunehmen.¹⁰⁵ Der primäre Unterschied zur CCA ist, dass die CTA die Unternehmensbewertung aufgrund der Vergangenheit und die CCA aufgrund der Gegenwart und Zukunft vornimmt.¹⁰⁶

¹⁰⁴ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 52

¹⁰⁵ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 55

¹⁰⁶ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 71

Auch diese Form der Unternehmensbewertung lässt sich in 5 Schritte aufteilen, dabei werden die Unterschiede zur CCA verdeutlicht:¹⁰⁷

1. Selektion der vergleichbaren **Transaktionen, Zeitraum festlegen**
2. Finanzkennzahlen und **Informationen der M&A Transaktion recherchieren**
3. Verschiedene Kennzahlen und Multiples definieren
4. Vergleich des Zielunternehmens **mit M&A Transaktionen**
5. Unternehmenswert bestimmen

Anhand dieser Schrittfolge wird der vorher erklärte Unterschied deutlich.

Im ersten Schritt wird der Zeitraum der historischen Transaktionen festgelegt. Darauf folgt die Auswahl der M&A Transaktionen in diesem Zeitraum.¹⁰⁸ Genau wie bei der CCA muss dafür das Zielunternehmen und der Sektor genau verstanden werden. Beispiele für die verschiedenen Supersektoren, Sektoren und Subsektoren befinden sich im Anhang 1. Bei der Recherche nach geeigneten Transaktionen, wird zuerst in die interne Datenbank der Investmentbank geschaut, da diese Informationen schnell und leicht zugänglich sind, weil sie Erfahrungswerte und Referenzen der letzten Transaktionen haben.¹⁰⁹ Des Weiteren wird überprüft ob das Zielunternehmen oder vergleichbare Unternehmen Teil eines M&A Deals waren. Es ist wichtig den Zeitraum und die Transaktionen genau zu analysieren und die Selektion daran vorzunehmen.¹¹⁰ Je genauer die Analyse stattfindet, desto besser kann der Unternehmenswert des Zielunternehmens berechnet werden.

Im zweiten Schritt werden die Finanzkennzahlen und die genauen Informationen der vorher selektierten M&A Transaktionen recherchiert. Wie bei der CCA ist es einfacher Informationen von öffentlichen bzw. an der Börse gelisteten Unternehmen zu beschaffen, als von nicht gelisteten Unternehmen.¹¹¹ Aufgrund der Wettbewerbssituation unter den Unternehmen, veröffentlichen die Unternehmen nur die nötigsten bzw. gesetzlich geregelten Informationen über die Transaktionen.¹¹² Dies stellt teilweise ein erhebliches Problem bei der Informationsbeschaffung dar. Besonders bei kleineren nicht gelisteten Unternehmen ist es teilweise, sogar unmöglich Informationen über eine M&A Transaktion zu bekommen.

¹⁰⁷ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 72

¹⁰⁸ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 55

¹⁰⁹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 72

¹¹⁰ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 56

¹¹¹ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 56

¹¹² vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 72

Der dritte Schritt ist dem der CCA sehr ähnlich. Der Unterschied ist, dass statt der *Trading Multiples*, die *Transactions Multiples* berechnet werden. Dabei wird jede historische Transaktion genau untersucht. Hier ist es wieder sinnvoll, Transaktionen von Unternehmen des gleichen Sektors/ Subsektors zu nehmen. Ein weiterer Unterschied zur CCA ist, dass die *Transaction Multiples* meist eine Prämie für die Kontrolle oder gewisse Synergien beinhalten, da die historischen Kaufpreise schon gezahlt wurden¹¹³. Des Weiteren werden wie in der CCA die verschiedenen Kennzahlen gesammelt und aufbereitet.

Der vierte Schritt vergleicht die verschiedenen M&A Transaktionen miteinander. In diesem Schritt ist es von hoher Bedeutung, das Zielunternehmen und die bevorstehende Transaktion genauestens zu analysieren, um so die am besten geeigneten Transaktionen zum Vergleich heranzuziehen. Hier ist zu beachten, dass nicht immer die neuesten Transaktionen wichtiger als ältere Transaktionen sind.¹¹⁴ Werden Transaktionen im selben Zeitraum verglichen, werden zunächst die Finanzstrukturen der Unternehmen und Transaktionen untersucht.¹¹⁵ Auf Grundlage dessen, werden dann die ähnlichsten Transaktionen zum Vergleich herangezogen. Des Weiteren ist zu beachten, dass in einem Zeitraum auch eine Boom Phase inkludiert sein kann, bei der es extreme Überbewertungen gibt. Extremwerte in die positive und negative Richtung sollten kritisch betrachtet und eventuell entnommen werden.

Der fünfte und letzte Schritt berechnet, wie in der CCA, den Unternehmenswert anhand der Multiplikatoren. Grundlage dafür ist eine intensive Bearbeitung der Schritte 1-4. Eine Berechnung kann folgendermaßen aussehen:

Datum der Transaktion	Käufer	Zielunternehmen	Unter- nehmens- wert			12 M		
			Wert	Umsätze	EBITDA	12 M	12 M	EBITDA
[Datum]	[Käufer 1]	[Target 1]	1700	2000	1,5	8	9,1	18,8%
[Datum]	[Käufer 2]	[Target 2]	932	1232	1,2	7,6	8,7	15,8%
[Datum]	[Käufer 3]	[Target 3]	650	875	1,1	7,1	8,1	15,5%
[Datum]	[Käufer 4]	[Target 4]	1301	1326	1,6	8,5	12,5	18,8%
[Datum]	[Käufer 5]	[Target 5]	225	330	1,3	7,7	9,2	16,9%
Mittelwert					1,3x	7,8x	9,5x	17,1%
Median					1,3x	7,7x	9,1x	16,9%

Abbildung 13 Comparable Transaction Analysis Tabelle (eigene Darstellung in Anlehnung an ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 74)

¹¹³ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 72

¹¹⁴ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 92

¹¹⁵ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 92

Diese Abbildung stellt dar, wie verschiedene historische Transaktionen zusammengefasst und gegliedert werden können.

Abschließend werden noch einige Vor- und Nachteile dieser Unternehmensbewertung aufgezeigt:¹¹⁶

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> - berücksichtigt M&A Dynamik - implementiert Kontrollprämie - schnelle Kalkulation - Bewertung durch verschiedene historische Wirtschaftszyklen hindurch 	<ul style="list-style-type: none"> - Informationsbeschaffung über Transaktionen teilweise sehr schwer - selten öffentlich zugängliche Multiples und Kennzahlen zu den Transaktionen - keine Beachtung des Cash Flow - Vergangenheit hat nicht immer Auswirkungen auf die Zukunft

Tabelle 6 Vor- und Nachteile der Comparable Transaction Analysis

Wie die CCA wird auch die CTA kritisch in Bezug auf Unternehmen in Stresssituationen betrachtet. Da die CTA auf Grundlage der historischen Daten die M&A Dynamik beachtet, ist es möglich einen Zeitraum zu wählen, in denen die Insolvenzen und die Distressed M&A Deals steigen. Des Weiteren implementiert die CTA eine Prämie zur Kontrolle und für Synergien. Dies kann insbesondere bei Unternehmen in Stresssituationen wichtig sein, da diese Prämie den meist geringen Unternehmenswert erheblich steigern kann. Es ist außerdem zu beachten, dass die Informationsbeschaffung von Unternehmen in Stresssituationen bzw. Distressed M&A Deals sich als sehr schwierig erweisen kann, da die meisten Unternehmen negative Schlagzeilen meiden wollen und daher möglichst wenig Informationen der Transaktion öffentlich machen. Handlungsempfehlungen zu dieser Problematik werden im Kapitel „4 Erfolgsfaktoren und Handlungsempfehlungen“ angeführt.

3.3.4 Intrinsische Bewertung – Discounted Cash Flow Verfahren

Das Discounted Cash Flow Verfahren (DCF-Verfahren) ordnet sich in die intrinsische Unternehmensbewertung ein, da diese aus dem Unternehmen heraus stattfindet. Das DCF-Verfahren ist der Investitions- und Kapitalmarkttheorie zuzuordnen.¹¹⁷ Bei dieser Methode wird der *Present Value* (PV) auf Grundlage des *Free Cash Flows* (FCF) berechnet.¹¹⁸ Die FCF werden für einen bestimmten Zeitraum abgezinst und summiert, der abgezinste *Terminal Value* (TV), sowie der Veräußerungswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzugerechnet.¹¹⁹ Dabei werden die FCF mit den *weighted average cost of capital* (WACC) abgezinst. Daraus folgt eine

¹¹⁶ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 94

¹¹⁷ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 18

¹¹⁸ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 109

¹¹⁹ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 18

Schrittfolge¹²⁰ festzulegen, um die verschiedenen Komponenten des DCF-Verfahrens zu bestimmen und so den Unternehmenswert zu berechnen.¹²¹

1. Analyse des Zielunternehmens und der Performance-Treiber
2. Berechnung des FCF
3. Kalkulation der WACC
4. Bestimmung des TV
5. Kalkulation des PV und Bestimmung der Bewertung

Der erste Schritt ähnelt etwas dem der CCA und CTA. Zu Beginn muss das Zielunternehmen genau analysiert werden. Dafür ist es nötig, möglichst viele Informationen über das Unternehmen und den zugehörigen Sektor herauszufinden. Als Grundlage für die nächsten Schritte, sind insbesondere Informationen über den Umsatz, die Rentabilität und den FCF von hoher Bedeutung.¹²² Wie auch in der CCA und CTA ist es einfacher Informationen über öffentlich gelistete Unternehmen als über nicht gelistete Unternehmen herauszufinden. Bei diesen meist kleineren Unternehmen, muss sich auf die Informationen des Managements verlassen werden.

Der zweite Schritt ist die Berechnung des FCF:

=	Jahresüberschuss
+	Zinsen und ähnliche Aufwendungen
+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/-	Zuführung/Auflösung Rückstellungen
-/+	Zunahme/Abnahme aktivischer Rechnungsabgrenzungsposten
+/-	Zunahme/Abnahme passivischer Rechnungsabgrenzungsposten
-/+	Zunahme/Abnahme des Bestands liquider Mittel
-	Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände
-	Investitionen in das Sachanlagevermögen
-	Investitionen in das Finanzanlagevermögen
-/+	Zunahme/Abnahme des Working Capitals
=	Operativer Einzahlungsüberschuss
-	Unternehmensteuerersparnis wegen anteiliger Fremdfinanzierung
=	Free Cash Flow

Tabelle 7 Berechnung des Free Cash Flows (online: IWW, 2018 (28.07.2018))

Die vorangehende Abbildung zeigt die detaillierte Berechnung des Free Cash Flows. Der FCF wird meist 3-5 Jahre innerhalb einer Planungsrechnung aufgeführt. Die Daten für diese Berechnung werden aus der Bilanz, der Kapitalflussrechnung und

¹²⁰ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 110

¹²¹ vgl. unveröffentlicht: AGNEW, BALDELLI, BARCLAY, 2006, S. 55

¹²² vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 110

der GuV entnommen.¹²³ Des Weiteren, wird unter anderem die ewige Rente hinzugerechnet, welche eine stagnierende Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie einen unveränderten Cash Flow unterstellt.¹²⁴ Die richtige Einschätzung der Entwicklung des FCF ist eine der wichtigsten Bestandteile im DCF-Verfahren, da die Höhe des FCF einen maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert hat. Die Schätzung erfolgt auf Sicht historischer Daten des Unternehmens und des Sektors.¹²⁵ Aus diesem Grund ist wieder eine detaillierte Analyse des Unternehmens äußerst wichtig.

Der dritte Schritt ist die Berechnung der WACC. Die Herleitung der WACC ist folgende:

$$k_{EK} = r_f + (r_m - r_f) * \beta$$

$$k_{FK} = i * (1 - s)$$

$$WACC = k_{GK} = \frac{EK}{GK} * r_f + (r_m - r_f) * \beta + \frac{FK}{GK} * i * (1 - s)$$

Formel 3 Berechnung der weighted average cost of capital

k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

k_{FK} = Fremdkapitalkostensatz

k_{GK} = Gesamtkapitalkostensatz

β = Betafaktor der EK – Rendite zum Marktportfolio

r_m = Rendite des Marktportfolios

r_f = risikofreier Zins

i = Fremdkapitalzinsen

s = (durchschnittlicher) Ertragssteuersatz

EK = Eigenkapital

FK = Fremdkapital

GK = Gesamtkapital

Die WACC wird genutzt, um die FCF zu diskontieren. Dabei werden die Kosten des Eigen- und Fremdkapitals berücksichtigt. Im Eigenkapitalkostensatz werden der risikolose Zinssatz, die Rendite eines Marktportfolios und der Betafaktor berücksichtigt. Zur Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes, bezieht sich das DCF-Verfahren auf das *Capital-Asset-Pricing-Model* (CAPM).

¹²³ online: vgl. IWW, 2018 (27.08.2018)

¹²⁴ online: vgl. IWW, 2018 (27.08.2018)

¹²⁵ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 111

Dem CAPM liegen folgende Annahmen zugrunde: ¹²⁶

1. Nutzenmaximierung risikoaverser Investoren
2. Erwartete Wertpapierrenditen sind normalverteilt und Erwartungen der Investoren homogen
3. Existenz der risikofreien Anlage, identischer Zins für Geldanlage und -aufnahme
4. Marktpreise werden nicht von einzelnen Investoren beeinflusst
5. Aktiva sind ideal teilbar und marktfähig, Anzahl dieser steht fest
6. keine Beschränkungen, Steuern oder Kosten für Informationen und Transaktionen

Die Prämie bzw. Forderung des Investors für das aufgenommene Risiko entspricht dem Eigenkapitalkostensatz. Das CAPM lässt sich folgendermaßen darstellen:

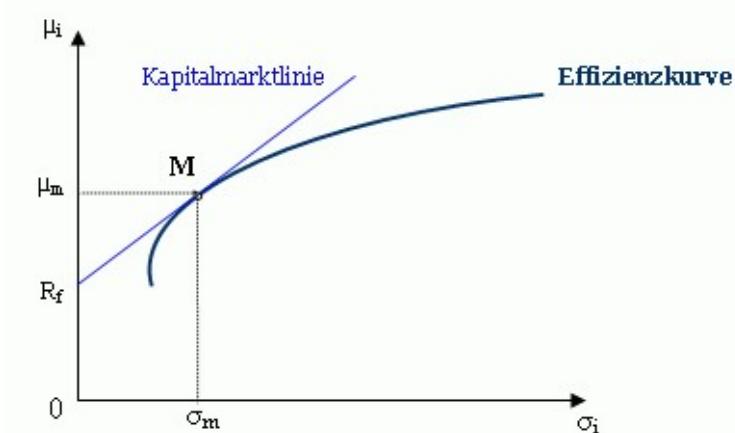


Abbildung 14 Darstellung der Kapitalmarklinie (online: WEYGAND, 2018, (27.08.2018))

In der Abbildung wird das Grundprinzip des CAPM dargestellt. Dieses Modell steht im Zusammenhang mit der Portfoliotheorie von Markowitz. Auf die Portfoliotheorie wird in der vorliegenden Arbeit nicht weiter eingegangen, da es nicht zur Zielsetzung beitragen würde. Die Kapitalmarklinie berücksichtigt, wie in der Annahme beschrieben, einen risikolosen Zins. Dies bedeutet, dass nun zu jedem Portfolio ein risikoloser Anteil einberechnet wird. Wie hoch dieser ist hängt, von der Risikoneigung des Investors ab.

¹²⁶ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 20

Das Risiko lässt in das systematische und das unsystematische Risiko folgendermaßen einteilen:

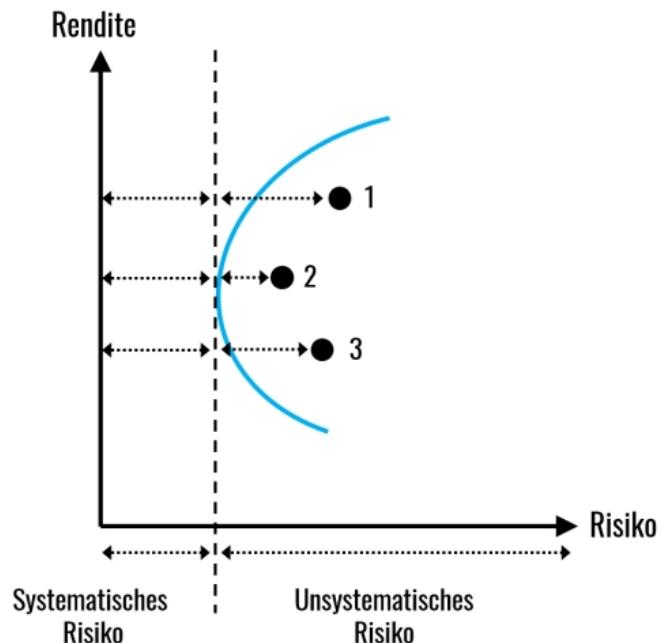


Abbildung 15 Risikoklassifizierung im CAPM (online: WERLE, 2018 (28.07.2018))

Das Beta (β) beschreibt in diesem Modell das systematische Risiko. Dies kann z. B. ein Börsencrash, ein Krieg oder eine Umweltkatastrophe sein. Das unsystematische Risiko steht im Zusammenhang mit den Unternehmensrisiken. Dies kann durch Diversifikation eliminiert werden. Ist das Zielunternehmen an der Börse notiert, ist es einfach das Beta zu bestimmen.¹²⁷ Hat das Beta einen Wert von 1, dann sind die Rendite der Anlage und das systematische Risiko genau gleich dem Markt. Ist der Betawert kleiner als 1, dann ist das systematische Risiko kleiner und ist er größer als 1, dann ist das systematische Risiko größer als das Risiko des Marktes.

Bei der Berechnung des Betas ist zwischen dem *levered beta* und dem *unlevered beta* zu unterscheiden. Dabei wird das *levered beta* bei verschuldeten Unternehmen und das *unlevered beta* bei unverschuldeten Unternehmen (100% Eigenkapital) zur Berechnung genutzt.¹²⁸ Zur Bestimmung des Betas wird der Durchschnitt dieses Faktors von verschiedenen Vergleichsunternehmen gebildet. Da diese oft sehr unterschiedliche Kapital- und Bilanzstrukturen, insbesondere in Hinblick auf das Zielunternehmen aufweisen, wird hier das *unlevered beta* berechnet und der Durchschnitt gebildet.¹²⁹

¹²⁷ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 20

¹²⁸ online: vgl. SCHREYER, 2010 (29.07.2018)

¹²⁹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 130

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + \frac{FK}{EK} * (1 - s))}$$

Formel 4 Berechnung des unlevered beta

β_U = unlevered beta

β_L = levered beta

Nachdem der Durchschnitt aus allen *unlevered betas* errechnet wurde, muss dieses relevered werden um das *levered beta* für das Zielunternehmen zu bilden.¹³⁰

$$\beta_L = \beta_U * (1 + \frac{FK}{EK} * (1 - s))$$

Formel 5 Berechnung des levered beta

Leichte Änderungen des Betas im DCF-Verfahren können hohe Auswirkungen auf den berechneten Unternehmenswert haben, da sich der Diskontierungssatz erheblich ändert.

Der vierte Schritt ist die Berechnung des *Terminal Value*. Der TV ist der Endwert einer Investition am Ende einer Periode T. Da das Grundprinzip des DCF-Verfahrens das Diskontieren von zukünftigen FCF ist, wird für die Berechnung des TV der FCF genutzt.¹³¹ Der TV ist der Unternehmenswert nach der betrachteten Periode. Er macht bis zu einem Drittel des Unternehmenswertes aus und hat daher eine hohe Bedeutung im DCF-Verfahren. Dabei gibt es zwei Möglichkeiten der Berechnung. Der Wert kann mit einem Exit-Multiple (z. B. 8x EBITDA) oder mit der ewigen Rente berechnet werden.¹³² Bei den Exit-Multiples ist zu beachten, dass diese durch die verschiedenen Wirtschaftszyklen stark beeinflusst werden können. Dies ist insbesondere bei der Bewertung von zyklischen Unternehmen sehr wichtig.¹³³ Der Exit-Multiple orientiert sich dabei an den Multiples der Vergleichsunternehmen, ähnlich wie bei der CCA.

$TV = EBITDA_n * Exit\ Multiple$

Formel 6 Berechnung des TV mit der Exit-Multiple Methode

$EBITDA_n$ = EBITDA zur Periode n

Die Exit-Multiple Methode errechnet den TV daran, wie viel ein Investor bei seinem Exit aus dem Unternehmen verlangen würde. Diese Methode ist relativ einfach und schnell durchzuführen.

¹³⁰ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 131

¹³¹ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 131

¹³² vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 132

¹³³ vgl. ROSENBAUM, PEARL, 2009, S. 132

Des Weiteren wird die Berechnungsmethode auf Grundlage der ewigen Rente betrachtet:

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Formel 7 Berechnung des TV mit der ewigen Rente

$g = \text{Wachstumsrate}$

$FCF_n = \text{unlevered FCF zur Periode } n$

Die Wachstumsrate wird mit der folgenden Formel berechnet:

$$g = \frac{((TV * WACC) - FCF_N)}{(TV + FCF_N)}$$

Formel 8 Berechnung der Wachstumsrate g

$FCF_N = \text{FCF zu Schlussperiode } N$

Die Berechnung des TV auf Grundlage der ewigen Rente wird genutzt, wenn die Berechnung mit der Exit-Multiple Methode wenig sinnvoll erscheint. Dies kann der Fall sein, wenn die Multiples der Peergroup durch boomende Wirtschaftszyklen oder stark unterschiedliche Vergleichsunternehmen sehr weit auseinander liegen.

Der fünfte Schritt ist den PV zu berechnen. Es werden nun die zuvor berechneten und recherchierten Bestandteile zur folgenden Formel zusammengesetzt:

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{(EBITDA_T * \text{Exit Multiple})}{(1 + WACC)^T}$$

Tabelle 8 Berechnung des Present Value nach der Exit Multiple Methode

oder:

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g) * (1 + WACC)^T}$$

Formel 9 Berechnung des Present Value auf Grundlage der ewigen Rente

Anschließend werden noch Vor- und Nachteile des DCF-Verfahrens aufgezeigt:

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> - Cash Flow als Grundlage, Bezug zum Zielunternehmen - Berechnung unabhängig vom Markt - autarke Unternehmensbewertung - Flexibilität, verschiedene Szenarien berechnen 	<ul style="list-style-type: none"> - Abhängigkeit von der aktuellen Lage des Unternehmens - kleine Änderungen der Faktoren kann große Änderung im Unternehmenswert bedeuten - Anteil des TV ist oft zu groß - ähnliche Kapitalstruktur wird für die Zukunft vorausgesetzt.

Tabelle 9 Vor- und Nachteile des DCF-Verfahrens

Des Weiteren ist das DCF-Verfahren wie auch die vorangegangenen Methoden der Unternehmensbewertung kritisch zu betrachten. Wie bereits beschrieben, hat der TV einen sehr großen Anteil am Unternehmenswert.¹³⁴ Außerdem ist das DCF-Verfahren eine starre Planung, da von gleich bleibenden oder gleich steigenden Cash Flows ausgegangen wird.¹³⁵ Dieses Problem kann im nachfolgenden Kapitel in der Unternehmensbewertung im Realoptions-Ansatz gelöst werden. Des Weiteren ist anzumerken, dass Unternehmen in Krisensituationen oft nur einen sehr geringen oder sogar negativen Cash Flow haben. Dies würde einen negativen Unternehmenswert zur Folge haben. Aus diesem Grund wird das DCF-Verfahren im Kapitel 4 erweitert und auf Krisenunternehmen ausgerichtet.

3.3.5 Realoptions-Ansatz

Im vorliegenden Kapitel wird die Unternehmensbewertung auf Grundlage von Realoptionen behandelt. Die Bewertung von Optionen wird grundsätzlich mit Derivaten in Verbindung gebracht. Es gibt jedoch auch Möglichkeit Investitionen, in der vorliegenden Arbeit das Zielunternehmen, auf Grundlage der Optionsbewertung zu ermitteln. Grundlagen der Optionen und Optionsbewertung werden nicht detailliert erklärt, da dies den Rahmen des vorliegenden Kapitels übersteigen und nicht dem Ziel der dieser Bachelorthesis dienen würde.

Zu Beginn werden die Voraussetzungen für diese Bewertungsmethode erklärt. Optionen sind im Gegensatz zu Futures bedingte Termingeschäfte, in Hinblick auf Realoptionen kann dies z. B. die Option sein ein Projekt zu einem bestimmten Zeitpunkt, abzubrechen oder die Option eine Gewerbefläche zu einem bestimmten Zeitpunkt zu einem bestimmten Preis zu mieten.¹³⁶ Daraus folgt die erste Voraussetzung, für die Realoptionen müssen eine hohe Handlungsflexibilität und ein unsicheres Marktumfeld vorliegen.¹³⁷ Des Weiteren wird bei einer Verhandlung über

¹³⁴ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 22

¹³⁵ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 22

¹³⁶ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 97

¹³⁷ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 97

den Kaufpreis nicht immer der Unternehmenswert gezahlt, sondern es wird auch die aktuelle Marktsituation betrachtet.

Die Bewertung auf dem Ansatz der Realoptionen baut auf dem DCF-Verfahren auf, welches im vorangegangenen Kapitel thematisiert wurde. Dieses Modell rechnet zu diesem Unternehmenswert noch den Wert der Option oder mehrerer Optionen hinzu. Je nachdem ob es aus der Sicht der Buy Side oder Sell Side betrachtet wird, kann dies folgendermaßen dargestellt werden:

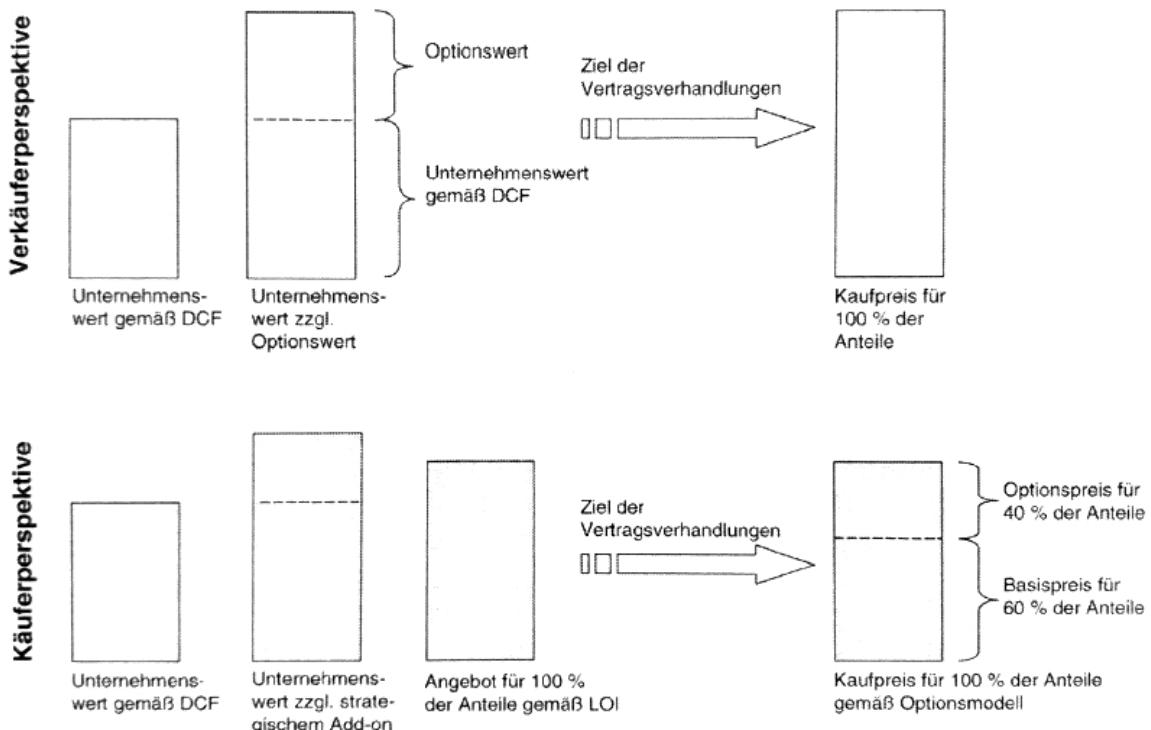


Abbildung 16 Perspektive der Buy Side und der Sell Side (ERNST, HÄCKER, 2002, S. 99)

Besonders bei Start-Ups oder auch Krisenunternehmen, welche einen meist niedrigen oder sogar negativen Cash Flow haben, weisen einen niedrigen Unternehmenswert gemäß des DCF-Verfahrens auf.¹³⁸ Der Optionswert kann diesen erheblichen steigern und so eine bessere Ausgangsposition für Verhandlungen des Verkäufers bieten. Hier sind grundsätzlich 5 Arten der Realoptionen zu unterscheiden:¹³⁹

1. Abbruchoptionen
2. Erweiterungsoption
3. Reduktionsoption
4. Aufschuboption
5. Verlängerungsoption

¹³⁸ vgl. ERNST, HÄCKER, 2002, S. 98

¹³⁹ vgl. HULL, 2012, S. 950

Diese werden nun sehr grundlegend erklärt. Die *Abbruchoption* ist eine grundsätzlich eine amerikanische Verkaufsoption (Ausübung während der Laufzeit möglich), welche als Ziel hat, ein Projekt abzubrechen oder zu beenden.¹⁴⁰ Die *Erweiterungsoption* ist eine amerikanische Kaufoption, welche grundsätzlich für weitere Investitionen oder eine Erhöhung der Produktionsleistung genutzt wird.¹⁴¹ Die *Reduktionsoption* ist ebenfalls wie die Abbruchoption eine amerikanische Verkaufsoption, welche sich aber auf die bereits verbrauchten Ressourcen und Kapazitäten bezieht. Die *Aufschuboption* ist wie die Erweiterungsoption eine amerikanische Kaufoption auf den Projektwert, jedoch bekommt das Management das Recht das Projekt und somit den Zeitpunkt zu verschieben. Die *Verlängerungsoption* ist eine europäische Kaufoption.¹⁴² Eine Option amerikanischer Art kann auch während der Laufzeit ausgeübt werden, die Option europäischer Art hingegen erst bei Fälligkeit.

Des Weiteren ist es möglich, mehrere dieser Optionen zu kombinieren und so eine individuelle Strategie für einen M&A Prozess zu entwickeln. Dies kann insbesondere bei einem Distressed M&A Prozess vorteilhaft sein, da die Zukunft der Zielunternehmen grundsätzlich sehr unsicher und Flexibilität im Prozess somit sehr wichtig ist. Es ist aber kritisch zu betrachten, wie diese Form der Unternehmensbewertung in den zeitlichen Rahmen eines Distressed M&A Projekts passt. Besonders bei Krisenunternehmen ist der Zeitplan sehr eng und es gibt einige zusätzliche Faktoren und Beteiligte im Prozess, welche beachtet werden müssen. Es ist daher genau zu prüfen und abzuwägen, ob es sich lohnt und zeitlich überhaupt zu schaffen ist, die Unternehmensbewertung aufgrund der Realoptionen durchzuführen.

3.4 Arten der Übernahme

3.4.1 Asset Deal vs. Share Deal

Dieses Kapitel behandelt zwei Arten der Übernahme, den *Share Deal* (Verkauf von Unternehmensanteilen) und den *Asset Deal* (Verkauf von Vermögensgegenständen). Dabei werden die jeweiligen Vor- und Nachteile in einer Krisensituation aufgezeigt. Die Auswahl der Übernahmeart hat für die verschiedenen Stakeholder teilweise entscheidende Auswirkungen und hat daher eine wichtige Bedeutung im M&A bzw. Distressed M&A Prozess.

Der *Share Deal* hat, wie bereits genannt, das Ziel die Unternehmensanteile zu verkaufen. Dies können Aktien, GmbH-Anteile oder Gesellschaftsanteile einer Personengesellschaft sein. Daraus folgt, dass sich bei einer Übernahme die Struktur

¹⁴⁰ vgl. HULL, 2012, S. 950

¹⁴¹ vgl. HULL, 2012, S. 950

¹⁴² vgl. HULL, 2012, S. 950

die Gesellschafter ändert. Die Rechtsgrundlage für diesen Rechtskauf findet sich in § 453 BGB. Durch den *Share Deal* wird der Rechtsträger erhalten und damit auch bestehende Namensrechte oder auch z. B. Genehmigungen, Patente und Lizenzen.¹⁴³ Da im Gegensatz zum *Asset Deal* nicht nur einzelne Vermögenswerte sondern, auch Risiken und Verbindlichkeiten veräußert werden, ist die Grundlage für einen Share Deal eine sehr intensive Due Diligence, welche den Prozess wesentlich verlängern kann.¹⁴⁴ Im Rahmen eines Distressed M&A Prozesses wird im Falle eines *Share Deals* häufig *Fresh Money* aufgenommen, um die Finanzierung des Deals zu sichern.¹⁴⁵

Bei Unternehmen in Krisensituationen ist der Share Deal jedoch kritisch zu betrachten. Wie bereits beschrieben werden Unternehmensanteile übertragen und damit auch Risiken, sowie Verbindlichkeiten des Unternehmens. Daraus folgt, dass für einen Share Deal im Distressed M&A Prozess individuelle Haftungsregelungen in den Vertrag aufgenommen werden müssten. Ein Risiko besteht außerdem darin, dass die erworbenen Anteile wertlos werden und die Investoren einen Totalverlust erleiden.¹⁴⁶ Aufgrund der wenig attraktiven Aussichtsmöglichkeiten und den Vorteilen eines Asset Deals, wird der Share Deal bei Krisenunternehmen selten angewendet. Eine Anwendung ist grundsätzlich bei nicht insolventen Tochterunternehmen sinnvoll und kann attraktiv für Investoren sein.¹⁴⁷

Der *Asset Deal* ist die Übertragung von betriebsnotwenigen Vermögensgegenständen.¹⁴⁸ Hier besteht im Gegensatz zum Share Deal die Möglichkeit Verbindlichkeiten, Altlästen und bestimmte Risiken zu umgehen, da grundsätzlich die Aktiva von der Passiva getrennt betrachtet wird. In § 613a BGB ist jedoch die Ausnahme geregelt, dass Arbeitsverträge bei einem Übergang des Betriebes automatisch einer Übertragung auf dem Bewerber unterliegen. Des Weiteren wird im Rahmen einer Insolvenz oder Krisensituation oft von einer übertragenden Insolvenz geredet. Dies ist der Fall, wenn die werthaltigen und betriebsnotwenigen Bestandteile auf ein anderes Unternehmen übertragen wird.¹⁴⁹ Dieser Übertragung müssen jedoch die wichtigsten Gläubiger zustimmen und das Unternehmen muss in ähnlicher Tätigkeit geführt werden.¹⁵⁰ Ein positiver Aspekt dessen kann der Erhalt vieler Arbeitsplätze sein.

¹⁴³ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 10-14

¹⁴⁴ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 10-14

¹⁴⁵ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 10-14

¹⁴⁶ online: vgl. SCHLUCK-AMEND, 2013, S. 5 (06.08.2018)

¹⁴⁷ online: vgl. SCHLUCK-AMEND, 2013, S. 5 (06.08.2018)

¹⁴⁸ vgl. BUTH, HERMANN, 2014, §22 Rn. 10-14

¹⁴⁹ online: vgl. TIEFENBACHER INSOLVENZVERWALTUNG, 2018 (06.08.2018)

¹⁵⁰ online: vgl. TIEFENBACHER INSOLVENZVERWALTUNG, 2018 (06.08.2018)

Bei einer kritischen Betrachtung dieser Übernahme wird deutlich, dass der Asset Deal für Krisenunternehmen einige Vorteile bietet. Dies sind die Vermeidung und Verminderung von Risiken bei der Übertragung und die Möglichkeit der Weiterführung des Unternehmens auf Grundlage des „Unternehmenskerns“. Ein weiterer Aspekt ist die entfallende Haftung nach § 25 HGB und § 75 AO.¹⁵¹ Es ist jedoch eine Ausnahme zu beachten, für betriebliche Steuern haften der Veräußerer, sowie der Erwerber.¹⁵² Neben den positiven Aspekten sind jedoch auch einige Herausforderungen des Asset Deals zu erwähnen. Der erste Aspekt ist hier der Bestimmtheitsgrundsatz. Die Vermögensgegenstände, welche zur Übertragung vorgesehen sind, müssen eindeutig definiert werden.¹⁵³ Darunter fällt auch die genaue Nennung der Betriebsstätte und der Arbeitsverträge.¹⁵⁴ Eine weitere Herausforderung stellt das immaterielle Vermögen dar, da dieses auch genau bewertet und benannt werden muss. Des Weiteren muss beachtet werden, dass die Übertragung einiger Vermögensgegenstände bestimmten Formvorschriften unterliegt. So muss z. B. bei der Übertragung eines Grundstücks der Kaufvertrag notariell beurkundet werden.¹⁵⁵ Ein letzter Aspekt, welcher in diesem Kapitel angeführt wird, ist die Übertragung von Verträgen. Jeder Vertragspartner muss der jeweiligen Übertragung zustimmen.¹⁵⁶

Aus den vorangegangenen Punkten wird deutlich, dass der Asset Deal, trotz einiger Herausforderungen, grundsätzlich sinnvoller für den Verkauf von Krisenunternehmen ist. Die Vor- und Nachteile der verschiedenen Übernahmearten müssen jedoch für jeden Deal individuell geprüft werden.

3.4.2 Debt-Equity Swap

Das vorliegende Kapitel befasst sich mit der Übernahmeart des Debt-Equity Swaps. Krisenunternehmen stehen oft kurz vor der Insolvenz oder sind in der Insolvenz. Dies bedeutet, dass sie (drohend) zahlungsunfähig oder überschuldet sind. Daraus folgt, dass die Probleme auf der Passiva einer Bilanz, in der Position Fremdkapital (Überschuldung) oder in der GuV ((drohende) Zahlungsunfähigkeit), liegen. Um diese Tatbestände zu vermeiden oder zu beseitigen gibt es die Möglichkeit einen Debt-Equity Swap durchzuführen.

Das Grundprinzip dieses Swaps ist es Fremdkapital gegen Eigenkapital zu tauschen, indem Verbindlichkeiten des Krisenunternehmens aufgekauft und gegen Eigenkapital

¹⁵¹ online: vgl. SCHLUCK-AMEND, 2013, S. 4 (06.08.2018)

¹⁵² online: vgl. ROEDL, 2018 (06.08.2018)

¹⁵³ online: vgl. ROEDL, 2018 (06.08.2018)

¹⁵⁴ online: vgl. ROEDL, 2018 (06.08.2018)

¹⁵⁵ online: vgl. ROEDL, 2018 (06.08.2018)

¹⁵⁶ online: vgl. ROEDL, 2018 (06.08.2018)

(z. B. Aktien, GmbH-Anteile usw.) getauscht werden. Dabei wird die Eigenkapitalquote des Unternehmens erhöht und der Cash-Flow entlastet, da nun weniger Tilgungen und Zinszahlungen bedient werden müssen. Klassische Investoren für diese Art der Übernahme sind Private Equity Firmen oder auch Hedge Fonds, welche sich auf Krisenunternehmen und notleidende Kredite (Distressed Debt) spezialisiert haben.

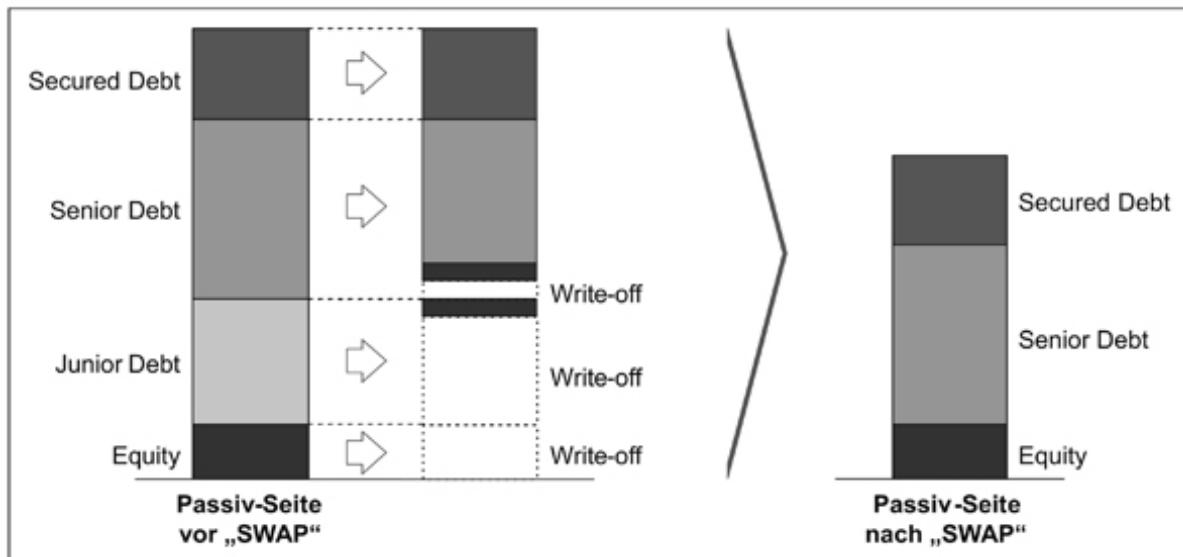


Abbildung 17 Funktionsweise eines Debt-Equity-Swaps (vgl. BUTH, HERMANNS, 2014, §18 Rn. 45-54)

Diese Abbildung stellt die Funktionsweise eines Debt-Equity-Swaps dar. Die verschiedenen Fremdkapitalpositionen und das Eigenkapital sind nach der Besicherung absteigend gegliedert. Dabei ist es in der Praxis sinnvoll und üblich, dass eher die Gläubiger mit weniger besicherten Fremdkapitalpositionen einem Debt-Equity-Swap zustimmen, da sie ihr Rendite Risiko Verhältnis erheblich verbessern können. Die Abbildung stellt ein Beispiel dar, in der das Junior Debt und Teile des Senior Debts gegen Eigenkapital eingetauscht werden. Da die Schulden mit hohen Abschlägen aufgekauft und eingetauscht werden, findet eine Bilanzverkürzung statt. Dies wird in der Abbildung auf der rechten Seite „Passiv-Seite nach SWAP“ deutlich. Die Reduktion des Fremdkapitals und die Bilanzverkürzung haben oft eine wesentliche Erhöhung der Eigenkapitalquote zur Folge. Dies hat eine positive Wirkung auf die externen Adressaten des Unternehmens.

Des Weiteren gibt es die Möglichkeit, weiteres Fremdkapital unter bestimmten Bedingungen zu einem späteren Zeitpunkt optional gegen Eigenkapital einzutauschen. Dies wäre Realoption bzw. eine Erweiterungsoption i. e. S.. Diese wurde im Kapitel 3.3.5 erklärt.

4 Handlungsempfehlungen

4.1 Handlungsempfehlungen aufgrund des aktuellen Marktumfeldes

Im vorliegenden Kapitel werden die Aspekte des aktuellen Marktumfeldes aus Kapitel 2 kritisch betrachtet und Handlungsempfehlungen abgeleitet. Dabei werden die Handlungsempfehlungen genannt und dienen als Grundlage für weitere Forschungsfragen in der Theorie und in der Praxis. Sie werden nicht intensiv erläutert, da dies den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigen würde.

Zu Beginn ist die aktuelle Zinssituation kritisch zu sehen. Wie bereits erwähnt besteht das Risiko einen Zinsanstiegs in den betrachteten Volkswirtschaften. Eine Ausnahme bilden die USA, da dort die Leitzinsen bereits schrittweise angehoben werden. Eine Folge dessen kann ein Anstieg der Insolvenzen sein, da die Kapitaldienstfähigkeit der Unternehmen eingeschränkt wird. Aus diesem Grund ist es zu empfehlen, verschiedene Szenarien der Zinsanhebung, -stagnation und –senkung zu rechnen. Diese Berechnungen können verschiedene Situationen simulieren und das Unternehmen kann geeignete Gegenmaßnahmen ergreifen. Des Weiteren trägt die Niedrigzinsphase zu einer Blasenbildung an den verschiedenen Finanzmärkten bei. Es ist daher zu empfehlen, das entsprechende Zielunternehmen zu analysieren und die Entwicklung der Kaufpreise im Distressed M&A Markt genau zu beobachten. Zuletzt ist jedoch ein positiver Aspekt der niedrigen Zinsen zu nennen. Diese machen fremdfinanzierte Unternehmenskäufe (Leveraged Buyouts) äußerst attraktiv, da die Fremdkapitalkosten entsprechend niedrig sind. Es ist jedoch nicht zu empfehlen dies zu machen, da Krisenunternehmen grundsätzlich schon einen hohen Anteil des Fremdkapitalaufweisen bzw. sogar überschuldet sind.

Des Weiteren sind die internationalen politischen Konflikte kritisch zu betrachten. Insbesondere der Brexit und die protektionistischen Tendenzen sorgen für eine starke Unsicherheit an den Finanzmärkten. Insbesondere am Distressed M&A Markt wird diese noch weiter verstärkt. Es ist zu empfehlen verschiedene Szenarien zu konstruieren. Diese können unter anderem Handelsbeschränkungen und verschiedene Zölle beinhalten, welche Auswirkungen auf die Ertragslage der Unternehmen haben können. Eine Änderung der aktuellen internationalen Beziehungen in den Protektionismus kann das Fortbestehen von Unternehmen und somit auch deren Attraktivität für Investoren gefährden. Eine weitere Handlungsempfehlung aus diesem Aspekt ist, das Portfolio an Zielunternehmen zu diversifizieren. Aufgrund der internationalen Spannungen sollten Klumpenrisiken vermieden werden und z. B. Unternehmen aus verschiedenen Branchen, Länder und einer diversifizierten Abnehmerstruktur gekauft werden. Dieser Aspekt ist nicht nur

für die Buy Side interessant, sondern wird auch der Sell Side empfohlen, da die M&A Berater grundsätzlich nur bei erfolgreichen Deals ihre Vergütung bekommen.

Eine weitere Handlungsempfehlung ist es, den Markt für Distressed Private Equity/Venture Capital und Crowdfunding zu beobachten. Dieser Markt könnte mit einer steigenden Anzahl an M&A Deals auch wachsen. Insbesondere ein großes Netzwerk in diesem Bereich kann für M&A Berater von Vorteil sein, da dies Zeit und Kosten für die Recherche nach z. B. Private Equity Investoren spart. Des Weiteren sollten diese Beziehungen auch besonders in Ländern mit einer steigenden Insolvenzanzahl erweitert und gefestigt werden, da eine frühe Positionierung in diesen Märkten Vorteile im Distressed M&A Prozess, durch die schnelle und gezielte Ansprache der Investoren, bringt. Es ist darauf hinzuweisen, dass hier besonders die Aktivitäten chinesischer Investoren beobachtet werden.

Des Weiteren werden Handlungsempfehlungen in Hinblick auf die rechtlichen Neuerungen formuliert. Es ist grundsätzlich zu empfehlen, den Einsatz von Debt-Equity-Swaps zu prüfen, da die neue Regelung, welche voraussichtlich 2018 wirksam wird, die Befreiung der Steuerpflicht auf Sanierungsgewinne vorsieht. Dies macht insbesondere Distressed M&A Deals interessant. Eine weitere Empfehlung bezieht sich auf die Neuerung des IDW S6. Dieser sieht einen größeren Spielraum für kleinere Unternehmen vor. Des Weiteren sollte die Digitalisierungsstrategie der Krisenunternehmen überprüft werden. Es ist daher anzunehmen, dass ein interessanter Markt für kleine Unternehmen entstehen könnte. Besonders der Aspekt der Digitalisierung könnte ein Ansatzpunkt sein, um Unternehmen wieder wettbewerbsfähig zu machen. Es wird weiterhin empfohlen Experten in diesem Gebiet in das Projekt einzubinden, um so eine ausreichende Qualität des Digitalisierungskonzeptes zu gewährleisten. Weiterhin sollte der Rentabilitätsvergleich nach einer Restrukturierung oder Sanierung nicht auf Branchenebene erfolgen. Es ist sinnvoll die Rentabilität der Krisenunternehmen, mit Unternehmen gleichen Ratings zu vergleichen. Die Handlungsempfehlung ist ein Rentabilitätsvergleich auf Ratingebene. Es ist jedoch kritisch zu betrachten, dass ein reiner Vergleich auf Ratingebene um weitere Faktoren wie z. B. der Unternehmensgröße oder dem Land erweitert werden sollte, um die Vergleichsunternehmen spezifischer zu selektieren. Zuletzt werden Handlungsempfehlungen für die Haftungsrisiken des CFOs und des Managements abgeleitet. Um Haftungsrisiken zu begrenzen, sollte die Einbindung eines Chief Restructuring Officers oder eines Chief Insolvency Officers umgesetzt werden. Es ist jedoch kritisch zu betrachten, wie weit dies bei Krisenunternehmen möglich ist, da nur begrenzte finanzielle Mittel zur Verfügung zu stehen. Eine präventive Handlungsempfehlung könnte der rechtzeitige Abschluss einer D&O Versicherung

sein. Die Notwendigkeit dieser Haftpflichtversicherung für Vermögensschäden der leitenden Angestellten sollte daher überprüft werden.

4.2 Handlungsempfehlungen im Rahmen des M&A Prozesses

Im vorliegenden Kapitel werden die Aspekte des aktuellen Marktumfeldes aus Kapitel 2 kritisch betrachtet und sinnvolle Handlungsempfehlungen abgeleitet. Dabei werden die Handlungsempfehlungen genannt und dienen als Grundlage für weitere Forschungsfragen in der Theorie und in der Praxis. Sie werden nicht intensiv erläutert, da dies den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigen würde.

Zu Beginn wird der Zeitrahmen des Distressed M&A Prozesses betrachtet. Dieser ist bei Krisenunternehmen durch die Sondersituation kürzer als im konventionellen M&A. Aufgrund der angespannten internationalen Situation wird der Zeitrahmen noch kürzer. Die externen Einflüsse sind durch die Zielunternehmen nicht beeinfluss- und nur schwer vorhersehbar. Daher ist es zu empfehlen, den geplanten Zeitrahmen zu verkürzen, um so politische Risiken während des Deals zu vermindern bzw. zu vermeiden. Die Qualität des Projektes, darf jedoch aufgrund der verkürzten Zeit nicht abnehmen. Ein weiterer kritischer Punkt ist die Verhandlung des Kaufpreises, unter hohem Zeitdruck. In einem *Fire Sale* kann dieser erheblich niedriger sein, als im konventionellen M&A Prozess, da die angespannte Liquiditätslage beseitigt werden muss. Aus diesem Grund sollte die Sinnhaftigkeit einer Verkürzung genau überprüft werden.

Des Weiteren sind die Modelle der Unternehmensbewertung kritisch zu betrachten und daraus Handlungsempfehlungen abzuleiten. In der vorliegenden Arbeit wurden Modelle der Einzelbewertung, der relativen Bewertung, der intrinsischen Bewertung und der Realoptionen-Ansatz betrachtet. Die Modelle der Einzelbewertung werden grundsätzlich als Wertuntergrenze des Unternehmens herangezogen. Es ist daher zu empfehlen diesen Wert nicht hauptsächlich als Gegenstand der Kaufpreisverhandlung zu nehmen. Die Analyse der relativen Bewertungsmodelle ergab, dass die Bewertung grundsätzlich auf Branchenebene erfolgt. Dies ist bei Krisenunternehmen nicht besonders sinnvoll. Eine logische Schlussfolgerung wäre die Auswahl der vergleichbaren Unternehmen um relevante Aspekte zu erweitern. Diese könnten z. B. das Rating, der Fremdkapitalanteil oder auch die Liquiditätslage sein. Zudem wäre es denkbar die verschiedenen Aspekte zu gewichten um die optimalen Vergleichsunternehmen bzw. Vergleichstransaktionen zu identifizieren. Als Nächstes wird das DCF-Verfahren kritisch betrachtet. Dieses Modell diskontiert die zukünftigen Cashflows eines Unternehmens ab und kumuliert sie. Da Krisenunternehmen nur einen sehr geringen oder sogar negativen Cashflow vorweisen, macht dieses Bewertungsverfahren wenig Sinn. Es ist daher zu

empfehlen dieses Modell zu erweitern. In der „Master Thesis On the Valuation of distressed Firms - A conceptual framework and case application“ hat Afflerbach im Jahr 2014 genau dieses Problem analysiert. Dabei wurden die Unternehmensbewertungsmodelle auf Grundlage der Ausfallwahrscheinlichkeit erweitert. Die genaue Erklärung würde den Rahmen der vorliegenden Arbeit übersteigen. Aus diesem Grund wird auf die Masterthesis verwiesen. Zuletzt wird das Realoptionen-Modell betrachtet. Die Charakteristik ist eine hohe Flexibilität, aber auch eine hohe Komplexität und damit verbunden ein hoher Zeitaufwand. Es wird empfohlen dieses Modell bei der Bewertung von Krisenunternehmen zu implementieren. Es ist möglich vertraglich verschiedene Optionen für das Distressed M&A Projekt zu vereinbaren, die es z. B. ermöglichen das Projekt abzubrechen oder durch Investitionen zu erweitern. Daraus folgt, dass der Handlungsspielraum sehr flexibel wird und bei einem nicht planmäßigen Verlauf rechtzeitig eingegriffen werden kann. Es ist außerdem anzumerken, dass der Unternehmenswert durch die Optionsprämie erheblich steigen kann. Kritisch zu betrachten ist die Komplexität des Verfahrens, da Distressed M&A Projekte grundsätzlich einen kurzen Zeitrahmen haben und die Beziehungen zwischen den Beteiligten angespannt sein kann.

Zudem ist die Art der Übernahme zu betrachten. Die vorliegende Arbeit hat den Asset Deal und den Share Deal erläutert. Dabei wurde deutlich, dass ein Asset Deal im Rahmen eines Distressed M&A Projektes sinnvoll ist. Es ist möglich mit dieser Art der Übernahme Verbindlichkeiten, Altlasten und Risiken zu umgehen, da einzelne Vermögensgegenstände aus dem Unternehmen übertragen werden können. Jedoch gibt es auch einige kritische Aspekte. Jeder übertragende Vermögensgegenstand muss eindeutig definiert werden. Insbesondere bei immateriellen Vermögensgegenständen kann dies schwierig werden. Zuletzt ist die Problematik der Übertragung von Verträgen zu nennen, da jeder Vertragspartner zustimmen muss. Jedoch überwiegen die Vorteile des Asset Deals gegenüber dem Share Deal und folglich ist dieser grundsätzlich zu empfehlen.

5 Schlussbetrachtung

In der vorliegenden Bachelorthesis wurden die aktuelle Marktsituation und die Besonderheiten im M&A Prozess für Distressed M&A Deals untersucht. Das Ziel der Arbeit war es, Handlungsempfehlungen für die Beteiligten eines Distressed M&A Prozesses zu formulieren. Dies war möglich und die Empfehlungen konnten nach der aktuellen Marktsituation und dem M&A Prozess abgegrenzt werden. Weiterhin wurde deutlich, dass der internationale Markt für diesen speziellen Bereich sehr komplex ist und kaum allgemeine Handlungsempfehlungen ausgesprochen werden können, da die verschiedenen Nationen u. a. verschiedene rechtliche, politische und wirtschaftliche Rahmenbedingungen haben.

Aus der Analyse der vorliegenden Bachelorthesis haben sich zur Thematik des Distressed M&A einige Forschungsfragen eröffnet, welche in einer weiterführenden Studie bearbeitet werden können.

Beginnend mit der aktuellen Marktsituation, sollte ein Risikomodell zur Szenarioanalyse erstellt werden. Dabei sollten insbesondere die politischen Risiken beachtet werden, da es aktuell verschiedene Spannungsfelder, wie z. B. der Brexit Großbritanniens aus der EU, die protektionistischen Tendenzen der USA, gibt. Es wäre denkbar, die Wirkung der Einführung verschiedener Zölle und Handelsbeschränkungen, auf die Ertrags- und Liquiditätslage zu simulieren. Daraus könnte eine Risikostrategie erarbeitet und konkrete Gegenmaßnahmen für jedes Szenario definiert werden.

Eine weitere Szenarioanalyse könnte in Bezug auf Zinsänderungsrisiken durchgeführt werden. Dieses Risiko bezieht sich einerseits auf die Liquiditätslage des Unternehmens, andererseits auf die Investitionsmöglichkeiten der Investoren. Insbesondere bei variabel verzinslichen Fremdkapitalpositionen könnte die Kapitaldienstfähigkeit gefährdet werden. Des Weiteren könnten die potenziellen Investoren, welche auf der Suche nach attraktiven Investitionen sind, ein Szenario erarbeiten, dass die Wirkung von steigenden Zinsen auf den M&A Markt zeigt. Die Grundidee ist, dass durch einen Zinsanstieg aus verschleppten Insolvenzen nun tatsächliche Insolvenzen werden. Dies würde zu einem Wachstum im Distressed M&A führen und es die Anzahl an potenziellen Zielunternehmen steigt.

Es wäre außerdem denkbar diese Analyse mit Hilfe der Blockchain Technologie und künstlicher Intelligenz umzusetzen. Zudem könnte ein neuronales Netz erschaffen werden, welches aufgrund vergangener M&A Transaktionen und Änderungen der Marktsituation, den Distressed M&A Markt genauer analysieren und einschätzen kann.

Eine weitere Erkenntnis der vorliegenden Arbeit ist, weitere Krisenmärkte zu beobachten. Weitergehend könnte geforscht werden, wie sehr der Distressed M&A Markt mit dem Distressed Private Equity und dem Venture Capital Markt korreliert. Weiterführend könnte der Crowdfunding- und Leveraged Buyout Markt betrachtet werden, um so frühzeitig Trends zu erkennen und Handlungsmaßnahmen einzuleiten.

Weiterhin wurde in der Arbeit ersichtlich, dass die letzten rechtlichen Neuerungen positive Auswirkungen auf den Distressed M&A Markt haben. Insbesondere die steuerlichen Rahmenbedingungen könnten für erhöhtes Interesse sorgen. Weiterhin wird der Markt für kleine Unternehmen durch den größeren Handlungsspielraum attraktiver. Eine Erkenntnis ist, dass in dieser Markt einen Aufschwung erfahren und in den Fokus rücken könnte.

Eine aufbauende Forschungsarbeit könnte zudem die Auswirkung, einer detaillierten Digitalisierungsstrategie auf die Sanierung und Restrukturierung, untersuchen. Hier wäre es interessant besonders die fokussierten Branchen des M&A Marktes näher zu analysieren. Dabei wäre es sinnvoll die wichtigsten Trends der jeweiligen Branchen und deren Zusammenhang mit Unternehmenskrisen und –erfolgen zu identifizieren und daraus eine entsprechende Handlungsmaßnahme abzuleiten. Hier sind neben der bereits erwähnten Blockchain Technologie und künstlichen Intelligenz auch Virtual Reality Produkte zu erwähnen. So kann z. B. der Kunde in einem Autohaus, mittels einer Virtual Reality Umgebung sein konfiguriertes Auto in 3D, besichtigen.

Außerdem wurden in der vorliegenden Arbeit die Besonderheiten im Distressed M&A Prozess untersucht. Es wurde deutlich, dass es keine eindeutige Definition des Begriffes gibt. Deshalb sollte dieser bei jeder weiterführenden Studie genau abgegrenzt und entsprechend dem Untersuchungsthema definiert werden. Eine weitere Erkenntnis ist, dass der Prozess grundlegend dem des konventionellen M&A gleicht, sich jedoch in Bezug auf z. B. Zeitrahmen und Beteiligte, unterscheidet. Außerdem ist ein Distressed M&A Prozess nur in bestimmten Krisenstadien sinnvoll.

Zudem wurden verschiedene Modelle der Unternehmensbewertung betrachtet. Es wird deutlich, dass eine Anwendung auf Krisenunternehmen wenig sinnvoll ist. Diese Erkenntnis könnte die Grundlage einer weiteren Forschungsarbeit werden. Die klassischen Modelle müssten angepasst oder erweitert werden. Eine Schlussfolgerung der vorliegenden Arbeit ist, eine Implementierung des Ratings- und weiterer Risikofaktoren in die relative Unternehmensbewertung. Es wurde deutlich, dass die intrinsische Unternehmensbewertung, das DCF-Verfahren, weniger für Krisenunternehmen geeignet ist. Diese Schlussfolgerung bezieht sich auf die

Berechnung des Unternehmenswertes, da die Grundlage die Berechnung des Present Value ist, welche auf dem Cashflow des Unternehmens aufbaut. Krisenunternehmen mit einer Liquiditätskrise haben einen sehr geringen oder sogar negativen Cashflow. Aus diesem Grund wurde in der vorliegenden Arbeit das Realoption Modell betrachtet. Der Unternehmenswert, wird durch vertraglich vereinbarte Optionswerte erweitert. Aufgrund der Analyse dieses Modells, wird die Geeignetheit für Krisenunternehmen deutlich, die bereits beschrieben wurde. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Realoption Model die größte Eignung der untersuchten Modelle hat. Es wäre denkbar eine weiterführende Forschungsstudie zu beginnen, welche den Einfluss der Blockchain Technologie und der künstlichen Intelligenz auf die zukünftige Unternehmensbewertung, insbesondere von Krisenunternehmen hat.

Des Weiteren wurde die Geeignetheit der Übernahmearten für Distressed M&A Deals untersucht. In der vorliegenden Arbeit wurden der Share Deal, der Asset Deal und der Debt Equity Swap analysiert. Es wird deutlich, dass der Asset Deal geeigneter als der Share Deal für Krisenunternehmen ist. Eine weitere Erkenntnis der Arbeit ist, dass der Debt Equity Swap für Distressed M&A Deals, durch die rechtlichen Neuerungen, an Attraktivität gewinnt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Distressed M&A Markt der ständigen Veränderung unterliegt. Insbesondere die Unsicherheit der aktuellen wirtschaftlichen Situation macht diesen Markt risikoreich. Positive Entwicklungen der Rahmenbedingungen im M&A Prozess stehen dem erhöhten Risiko entgegen. In diesen Bereichen besteht ein erhöhter Forschungsbedarf. Des Weiteren könnte der Einfluss der Blockchain Technologie und künstlichen Intelligenz untersucht werden. Es wäre denkbar zu untersuchen, wie weit Risiken besser eingeschätzt und Prozesse optimiert werden können.

Anhangverzeichnis

Super-sektor	Sektor	Subsektor	Beschreibung
Consumer Goods	Automobile	Auto Parts & Equipment	Hersteller von Teilen und Zubehör für Automobile und Motorräder, inkl. Reifen und Batterien
	Automobile	Automobile Manufactures	Unternehmen, die hauptsächlich Personenfahrzeuge, Kleinlastwagen und Motorräder herstellen
	Consumer	Clothing & Footwear	Unternehmen, die hauptsächlich Textilien und Schuhe herstellen oder Pflegedienstleistungen für diese Produkte anbieten
	Consumer	Consumer Electronics	Unternehmen, die hauptsächlich Unterhaltungselektronik (TV, Video - und Camcorder, HIFI etc.) herstellen. Ausgeschlossen sind Firmen, die vorwiegend Computer - und Telekommunikationsprodukte erzeugen
	Consumer	Home Construction & Furnishing	Hersteller von Fertighäusern, Heimwerkerbedarf und Einrichtungsgegenständen wie Möbel und Lampen
	Consumer	Household Appliances & Housewares	Hersteller von Haushalts- und Gartenartikeln (Besteck, Geschirr, Reinigungsmittel) und Haushaltsgeräten (Küchenmaschinen)
	Consumer	Leisure	Hersteller von Freizeitartikeln (Sportausstattung, Spielzeug, Fahrräder) sowie Restaurant-, Hotel- und Casinobetreiber
	Consumer	Personal Products	Hersteller von Kosmetik- und Körperpflegeprodukten
	Food & Beverages	Beverages	Unternehmen, die Getränke aller Art herstellen
	Food & Beverages	Food	Hersteller von Nahrungsmitteln und Tabakwaren jeder Art
FIRE (Finance, Insurance, Real Estate)	Banks	Credit Banks	Kredit- und Universalbanken, die nicht aufgrund ihres Schwerpunkts unter Hypothekenbanken oder Finanzdienstleistern eingeordnet sind
	Banks	Mortgage Banks	Spezialbanken, die ausschließlich oder vorwiegend langfristige Kredite gegen Grundpfandrechte oder Kommunaldarlehen gewähren
	Financial Services	Diversified Financial	Finanzdienstleister, die keine Universalbank sind, aber eine Palette von Finanzdienstleistungen vertreiben
	Financial Services	Private Equity & Venture Capital	Beteiligungsunternehmen, die in diversifizierte Geschäftsfelder investieren
	Financial Services	Real Estate	Unternehmen, die direkt oder indirekt in Immobilien investieren
	Financial Services	Securities Brokers	Unternehmen, die im Wertpapiergeschäft tätig sind wie Broker, Online-Banken, Börsen u. a.
	Insurance	Insurance	Unternehmen, die hauptsächlich Lebens-, Unfall-, Kranken-, Hausratversicherungen

			etc. abschließen
	Insurance	Re-Insurance	Unternehmen, die hauptsächlich Rückversicherungen abschließen
Basic Materials	Basic Resources	Forest & Paper Products	Hersteller von Holz und Holzprodukten in Rohform, Produzenten von Papier
	Basic Resources	Mining	Unternehmen, die Rohstoffe (Eisenerz, Mineralstoffe, Aluminium, Kohle, Diamanten etc.) aus der Erde abbauen
	Basic Resources	Oil & Gas	Unternehmen, die Öl und Gas fördern und nicht dem Subsektor Öl und Gas, Distribution angehören
	Basic Resources	Steel & Other Materials	Unternehmen, die Stahl und Stahlzwischenprodukte herstellen, sowie Erzeuger von Eisen-, Nicht-Eisen- und Edelmetallen
	Chemicals	Chemicals, Commodity	Unternehmen, die vorwiegend einfache, normierte chemische Produkte herstellen
	Chemicals	Chemicals, Speciality	Unternehmen, die vorwiegend nicht normierte, chem. Spezialprodukte herstellen
	Chemicals	Industrial Gases	Hersteller von Industriegasen
Industrials	Construction	Building Materials	Hersteller von Grundbaukomponenten für die Bauindustrie wie Zement, Bodenbeläge, Türen, Fenster u. ä.
	Construction	Construction & Engineering	Unternehmen, die in der Entwicklung und dem Bau von Gebäuden und Infrastruktur (Straßenbau) tätig sind (außer Fertighäuser)
	Industrial	Advanced Industrial Equipment	Unternehmen, die hoch entwickelte Technologien zur Erstellung industrieller High-Tech-Produkte einsetzen oder im Anlagenbau für solche Produkte tätig sind. Beispiele hierfür sind Hersteller von Lasern, Robotern, optischen Speichermedien
	Industrial	Containers & Packaging	Unternehmen, die sich auf Verpackungen aller Art spezialisiert haben
	Industrial	Heavy Machinery	Hersteller von Großmaschinen, die nicht nur für den Einsatz an einem festen Ort bestimmt sind. Hierzu gehören Lastkraftwagen, Schiffe, landwirtschaftliche Maschinen u. ä.
	Industrial	Industrial Machinery	Hersteller von Industriemaschinen und -komponenten. Hierzu gehören u. a. Hersteller von Werkzeugmaschinen, Kompressoren, Druckmaschinen u. ä.
	Industrial	Industrial, Diversified	Unternehmen, die in mehreren verschiedenen industriellen Bereichen tätig sind. Hierzu gehören auch Beteiligungsunternehmen, die in unterschiedlichen Sektoren investieren
	Industrial	Renewable Energies	Unternehmen, die im Bereich der Entwicklung von Anlagen für alternative und/oder erneuerbare Energien (Solartechnik, Windkraftanlagen etc.) tätig sind
	Industrial	Industrial Products & Services	Hersteller von sonstigen Produkten und Dienstleistungen zum Einsatz in der Industrie (z. B. Marktforschung, Personaldienstleistungen, industrieller

Consumer Services			Großhandel oder Entsorgung)
	Transportation & Logistics	Airlines	Unternehmen, die vorwiegend im Passagierflugverkehr tätig sind
	Transportation & Logistics	Logistics	Unternehmen, die im industriellen Transport via Land, Luft und Wasser tätig sind
	Transportation & Logistics	Transportation Services	Unternehmen, die Infrastruktur- und Spezialdienstleistungen im Transportbereich anbieten. Hierzu gehören Flughafen-, Straßen- und Schienennetzbetreiber, Tourismus-Unternehmen u. a.
	Media	Advertising	Unternehmen, die Werbe-, Marketing- und/oder PR-Dienste anbieten
	Media	Broadcasting	Anbieter von Kabel und Satellitenübertragungsdiensten, sowie von Radio- und Fernsehprogrammen
	Media	Movies & Entertainment	Unternehmen, die in der Herstellung von oder dem Handel mit Unterhaltungsprodukten und -diensten tätig sind, einschließlich Unternehmen, die Spielfilme und Fernsehshows produzieren, vertreiben und ausstrahlen, Musik-Produzenten und -vertreiber, Theater und Sportmannschaften
	Media	Publishing & Printing	Herausgeber von Zeitungen, Zeitschriften und Büchern, und Anbieter von Informationen in gedruckter oder elektronischer Form, sowie Dienstleister in diesem Gebiet (einschließlich Bildungseinrichtungen)
	Retail	Retail, Catalogue	Unternehmen des Einzelhandels, die ihre Güter vorwiegend über Versand anbieten, und nicht zum Sektor Retail, Internet gehören
	Retail	Retail, Food & Drug	Besitzer und Betreiber von Lebensmittelgeschäften, Apotheken und Drogerien (Groß- und Einzelhandel).
Pharma & Healthcare	Retail	Retail, Internet	Unternehmen des Einzelhandels, die ihre Güter oder Services vorwiegend über das Internet vertreiben
	Retail	Retail, Multiline	Unternehmen des Einzelhandels mit einem breitgefächerten Produktangebot (Kaufhäuser)
	Retail	Retail, Speciality	Unternehmen des Einzelhandels mit einem sehr speziellen Produktangebot (z. B. Mode und Elektronik)
Pharma & Healthcare	Pharma & Healthcare	Pharmaceuticals	Unternehmen, die in der Erforschung, Entwicklung oder Herstellung von Pharmazeutika tätig sind. Hierzu gehören auch veterinärmedizinische Präparate
	Pharma & Healthcare	Healthcare	Besitzer und Betreiber von Einrichtungen des Gesundheitswesens wie Krankenhäuser und Pflegeheime, sowie Dienstleister im Bereich Gesundheit (z. B. Dialyse) und Anbieter von medizinischen Hilfsprodukten (z. B. Spritzen und Tupfer)
	Pharma & Healthcare	Biotechnology	Unternehmen, die hauptsächlich in der Entwicklung, Herstellung, Vermarktung oder Lizenzierung von Produkten tätig sind, die auf biotechnologischer

			Forschung beruhen
Information Technology	Pharma & Healthcare	Medical Technology	Hersteller von technologischen Produkten und Apparaten für den Gesundheitsbereich, wie Herzschrittmacher, Dialysegeräte, UV-Therapie-Systeme
	Software	Internet	Unternehmen, die Internet-Infrastruktur (Internet Zugang, -Portale, -Software etc.) bereitstellen und entwickeln
	Software	IT-Services	Unternehmen, die in den Bereichen IT-Beratung, IT-Betrieb, Systemintegration u. ä. tätig sind
	Software	Software	Unternehmen, die hauptsächlich Standard- oder Spezialsoftware entwickeln
	Technology	Communications Technology	Unternehmen, die im Bereich der Telekommunikation Technologien und/oder Produkte entwickeln (z. B. Endgeräte und Netzwerkkomponenten)
	Technology	Electronic Components & Hardware	Unternehmen, die elektronische Bauelemente (Leiterplatten, integrierte Schaltkreise, Smart Cards) oder Computerhardware (PCs, Monitore etc.) produzieren
	Technology	Semiconductors	Hersteller und Entwickler von Halbleitern und ähnlichen Produkten
	Telecom-communication	Fixed-Line Telecom-communication	Unternehmen, die vorwiegend im Festnetzbereich Orts- und Ferngespräche anbieten
	Telecom-communication	Wireless Telecom-communication	Unternehmen, die vorwiegend drahtlose und mobile Telekommunikationsdienste anbieten
	Telecom-communication	Telecom-communication Services	Unternehmen, die Neben- und Spezialdienstleistungen im Telekommunikationsbereich anbieten
Utilities	Utilities	Electricity	Unternehmen, die Strom erzeugen und/oder vertreiben. Hierzu gehören auch Betreiber von Kernkraftwerken
	Utilities	Water	Unternehmen, die Wasser an den Endverbraucher vertreiben. Hierzu gehören auch Klärwerksbetreiber
	Utilities	Oil & Gas (Distribution)	Unternehmen, die vorwiegend Energie in Form von Öl und Gas vertreiben
	Utilities	Multi-Utilities	Unternehmen, die in verschiedenen Sektoren der Energieversorgung tätig sind

Anhang 1 Sektorklassifizierung am Beispiel der Deutsche Börse AG (eigene Darstellung in Anlehnung an online: DEUTSCHE BÖRSE AG, 2017, S. 61)

Quellenverzeichnis

ACHLEITNER, Ann-Kristin: Handbuch Investment Banking. 3 Aufl. Wiesbaden, 2002

AFFLERBACH, Sebastian: Master Thesis On the Valuation of distressed firms a conceptual framework and case application. Copenhagen, 2014

AGNEW, Ronan; BALDELLI, Giuseppe; BARCLAY, Gemma: Investment Banking Department - Analysis Handbook. 2006 (unveröffentlicht)

ALLEAKTIEN: Bayer Aktienanalyse aktuell: Bewertung des Aktienwertes nach dem Monsanto-Übernahme-Deal. In: <https://www.alleaktien.de/bayer-aktienanalyse-aktuell-bewertung-des-aktienwertes-nach-dem-monsanto-uebernahme-deal/>, 2018 (25.07.2018)

BACKHAUS, Desiree: Eigenverwaltung: CFOs haften wie Insolvenzverwalter. In: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/eigenverwaltung-cfos-haften-wie-insolvenzverwalter-2017021/>, 2018 (15.08.2018)

BANKMANN, Jörg: Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung. 1957

BAUER, Christoph; VON DÜSTERLHO, Jan-Eric: Distressed Mergers & Acquisitions. Wiesbaden, 2013

BECKER, Johannes; VON MASSENBACH, York-Alexander: Brexit: Impact on M&A. In: http://www.bccg.de/bild/download/16_11_28_Luther_Newsletter_Brexit_Impact_on_M_A.pdf, 2016 (12.08.2018)

BODARWE, Ernst: Substanzwert, Ertragswert und Schuldenabzug bei der Bewertung von Unternehmen. 1963

BÖRSE STUTTGART: Rating Matrix. In: <https://www.boerse-stuttgart.de/files/rating-matrix.png>, Stuttgart, 2018 (26.07.2018)

BUTH, Andrea; HERMANNS, Michael: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz. 4 Aufl. München, 2014

CREDITREFORM: Unternehmensinsolvenzen in Westeuropa. In: https://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_termine/

wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/analyse_EU-2017-18.pdf,
(15.08.2018)

2018

CRONE, Andreas; WERNER, Henning: Modernes Sanierungsmanagement. 3 Aufl. München, 2012

DELOITTE: Accelerated M&A Studie 2018. In:
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/finance/Deloitte_M&A_Studie_2018.pdf, 2018 (14.08.2018)

DEUTSCHE BÖRSE AG: Leitfaden zu den Aktienindizes der deutschen Börse AG. In: <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/2940666/e0425be189d5f2952d874bd9cdb8b775/data/Leitfaden-zu-den-Aktienindizes.pdf>, Frankfurt am Main, 2017 (24.07.2018)

Dr. HOMMEL, Michael; Dr. DEHMEL, Inga: Unternehmensbewertung case by case. 6. Aufl. Frankfurt am Main, 2011

ERNST, Dietmar; HÄCKER, Joachim: Realoptionen im Investment Banking. 1 Aufl. Stuttgart, 2002

FINANZEN.NET: Leitzins. In: <https://www.finanzen.net/leitzins/>, 2018 (10.08.2018)

FINANZMARKTWELT: US-Insolvenzen +64% in 12 Monaten – warum das nicht der große Crash ist. In: <https://finanzmarktwelt.de/us-firmeninsolvenzen-86129/>, 2018 (15.08.2018)

FORTMANN: Japan - Wirtschaftliche Lage. Velen, 2018 (12.08.2018)

HEDTSTÜCK, Michael: Brüssel reanimiert Sanierungserlass. In: <https://www.financemagazin.de/wirtschaft/deutschland/bruessel-reanimiert-sanierungserlass-2022641/>, 2018 (15.08.2018)

HERZOG, R.: Der Substanzwert im Rahmen der Unternehmensbewertung - Ein Diskussionsbeitrag. 1962

HULL, John: Optionen, Futures und andere Derivate. 8 Aufl. München, 2012
IANNOTTA, Giuliano: Investment Banking. Mailand, 2010

IFO INSTITUT: OECD Frühindikatoren. In: http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/facts/Time-series-and-Diagrams/Diagram-Service/International-Economic-Situation/chart-OECD_Indicator.html, 2018 (10.08.2018)

IWW, Institut für Wissen in der Wirtschaft: Die Bewertung von Unternehmen mit dem Discounted Cash Flow-Verfahren. In: <https://www.iww.de/bbp/archiv/unternehmensbewertung-die-bewertung-von-unternehmen-mit-dem-discounted-cash-flow-verfahren-f34213>, 2018 (27.08.2018)

KÖGLER, Antonia: Neuer IDW S6 lockert Blick auf Eigenkapital. In: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/neuer-idw-s6-lockert-blick-auf-eigenkapital-2022361/>, 2018 (15.08.2018)

KÖGLER, Antonia: Bund will M&A Deals stärker kontrollieren. In: <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/bund-will-ma-deals-staerker-kontrollieren-2022341/>, 2018 (13.08.2018)

KREUS, Arno; LINDNER, Paul; VON DER RUHREN, Norbert: Fundamente Kursthemen: Industrie / Dienstleistungen. In: <https://www.alleaktien.de/bayer-aktienanalyse-aktuell-bewertung-des-aktienwertes-nach-dem-monsanto-uebernahme-deal/>, 1 Aufl. 2006 (24.07.2018)

LUCKS, Kai: Trump schärft sein Schwert gegen Auslandsakquisitionen. In: <https://www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article172199669/USA-Trump-schaerft-sein-Schwert-gegen-Auslandsakquisitionen.html>, 2018 (12.08.2018)

MOXTER, Adolf: Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung. 2 Aufl. Wiesbaden, 1983

NEUHAUS & PARTNER: Wie Banken die Kreditwürdigkeit von Unternehmen bewerten. In: <https://www.neuhaus-partner.de/fileadmin/masterTemplate/Resources/Public/Files/site-NeuhMit/arbeitshilfen/mit-broschuere-rating.pdf>, 2010 (25.07.2018)

RISKNET: OECD Frühindikator zeigt stabiles Wachstum. In: <https://www.risknet.de/en/topics/news-details/oecd-fruehindikator-zeigt-stabiles-wachstum/4d7048b6203631fd9267076864948ab1/>, 2017 (12.08.2018)

ROEDL: Unternehmenskauf: Share Deal versus Asset Deal. In: <https://www.roedl.de/themen/unternehmenskauf-im-ausland/unternehmenskauf-share-deal-versus-asset-deal>, 2018 (06.08.2018)

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua: Investment Banking - Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions. 1 Aufl. New Jersey, 2009

SCHLUCK-AMEND, Alexandra: Distressed M&A: Optionen durch das neue Insolvenzrecht. In: https://www.financemagazin.de/fileadmin/PDF/Events/DAK_PDF_2013/DAK2013_Praesentation_CMS_Hasche_Sigle.pdf, Frankfurt am Main, 2013 (06.08.2018)

SCHREYER, Eric: Der Beta-Faktor in der Unternehmensbewertung. In: <http://valuation-in-germany.blogspot.com/2010/02/der-beta-faktor-in-der.html>, 2010 (29.07.2018)

TIEFENBACHER INSOLVENZVERWALTUNG: Übertragende Sanierung. In: <https://www.tiefenbacher-insolvenzverwaltung.de/insolvenzrecht-im-wandel/uebertragende-sanierung/>, 2018 (06.08.2018)

WERLE , Alex: Das CAPM (Capital-Asset-Pricing-Model) einfach und unkompliziert erklärt. In: <https://homemade-finance.de/capm-capital-asset-pricing-model/>, 2018 (28.07.2018)

WEYGAND , Harald: Capital Asset Pricing Model (CAPM). In: <https://www.godmode-trader.de/artikel/capital-asset-pricing-model-capm,757293>, 2008 (27.08.2018)

WEYGAND , Harald: Handelskrieg USA-China: Deutschland zwischen Trump und dem Drachen. In: <https://www.guidants.com/share?type=streampost&id=114535>, 2018 (12.08.2018)

Ehrenwörtliche Erklärung

"Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich",

1. dass ich meine mit dem Thema

.....
.....
.....

ohne fremde Hilfe angefertigt habe,

2. dass ich die Übernahme wörtlicher Zitate aus der Literatur sowie die Verwendung der Gedanken anderer Autoren an den entsprechenden Stellen innerhalb der Arbeit gekennzeichnet habe und
3. dass ich meine bei keiner anderen Prüfung vorgelegt habe.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

Ort, Datum

Unterschrift

Erklärung zur Prüfung wissenschaftlicher Arbeiten

Die Bewertung wissenschaftlicher Arbeiten erfordert die Prüfung auf Plagiate. Die hierzu von der Staatlichen Studienakademie Glauchau eingesetzte Prüfungskommission nutzt sowohl eigene Software als auch diesbezügliche Leistungen von Drittanbietern. Dies erfolgt gemäß § 7 des Gesetzes zum Schutz der informationellen Selbstbestimmung im Freistaat Sachsen (Sächsisches Datenschutzgesetz - SächsDSG) vom 25. August 2003 (Rechtsbereinigt mit Stand vom 31. Juli 2011) im Sinne einer Datenverarbeitung im Auftrag.

Der Studierende bevollmächtigt die Mitglieder der Prüfungskommission hiermit zur Inanspruchnahme o. g. Dienste. In begründeten Ausnahmefällen kann der Datenschutzbeauftragte der Berufsakademie Sachsen sowohl vom Verfasser der wissenschaftlichen Arbeit als auch von der Prüfungskommission in den Entscheidungsprozess einzbezogen werden.

Name:	
Vorname:	
Matrikelnummer:	
Studiengang:	
Titel der Arbeit:	
Datum:	
Unterschrift:	