

Aktuelle Rahmenbedingungen für Distressed M&A-Transaktionen

Erhöhte Anforderungen an die Due Diligence

Bei Distressed M&A-Transaktionen arbeiten die Akteure oft unter einem extremen Zeitdruck, die Komplexität ist durch die Vermengung von finanziellen, steuerlichen, marktbezogenen und insolvenzrechtlichen Themen sehr hoch und das Sicherheitsbedürfnis des Investors oder Kapitalgebers oft besonders ausgeprägt. Umso wichtiger ist es, alle möglichen Optionen sorgfältig zu prüfen und damit den Handlungsspielraum zu vergrößern.

Einflüsse auf eine Transaktion

In Abhängigkeit von der Ausgangssituation kann der zukünftige Investor bei Distressed M&A-Transaktionen mehrere Optionen in Erwägung ziehen – vom Share Deal bis zum Insolvenzplanverfahren. Je früher sich der Investor mit den verschiedenen Möglichkeiten befasst, desto größer ist sein Handlungsspielraum. Dieser hängt im Wesentlichen ab von unternehmens- und transaktionsspezifischen Risiken, von der Verhandlungsposition gegenüber den aktuellen Fremdkapitalgebern und anderen Gläubigern sowie von der Stärke des Managements und der Marktposition des Zielunternehmens. Außerdem entscheiden die Kenntnisse über die möglichen alternativen Vorgehensweisen, die eigene Wettbewerbsposition gegenüber anderen Investoren, die Zügigkeit des eigenen Vorgehens und die Sicherheit der Finanzierungszusage im hohen Maße über die Erfolgswahrscheinlichkeit der Transaktion.

Umfangreiches Pflichtenheft

Der Erfolg schließlich hängt von einer Reihe taktischer Überlegungen ab:

- Angesichts des Zeitdrucks und Wettbewerbs der Investoren untereinander kommt der Zusammenstellung des

Transaktionsteams eine Schlüsselfunktion zu. Mitglieder des Teams können auch die aktuelle Geschäftsführung sowie den Aufsichtsrat und/oder Beirat um krisenerfahrene neue Mitglieder verstärken.

- Darüber hinaus gilt es, die Interessenlagen aller beteiligten Anspruchsgruppen (Gesellschafter, Banken, Kunden, Lieferanten, Arbeitnehmerseite, Politik etc.) zu würdigen. Wichtig ist, eine vertrauensvolle Kommunikation zu ihnen aufzubauen und die Entwicklung einer spezifischen Kommunikationskaskade entsprechend dem Transaktionsfortschritt und gegebenenfalls den Anforderungen der Kapitalmärkte zu entwickeln.
- Durch eine spezifische, punktuelle Due Diligence werden die wesentlichen Chancen und Risiken erkannt, aber auch ein Informationsvorsprung im Hinblick auf die unterschiedlichen Optionen erlangt. Der besondere Fokus liegt hierbei auf den wesentlichen Parametern des vorliegenden Geschäftsmodells des Zielunternehmens und auf der zu erwartenden Liquiditätsentwicklung. Ein Abgleich der direkten und indirekten Finanzplanung zeigt häufig Kontrolldefizite des Managements auf.
- Neben der Ermittlung des Akquisitionsfinanzierungsbedarfs kommt der Ermittlung des zukünftigen Finanzierungsbedarfs für die Investitionen und Betriebsmittel eine entscheidende Bedeutung zu, wobei die bereits durch das Zielunternehmen gegebenen Kreditsicherheiten zu berücksichtigen sind.
- Schließlich sollten sämtliche Erwerbsoptionen durchgespielt und das jeweilige Finanzmodell vorbereitet werden.

Treuhänder-Modelle statt Insolvenz

Prominente Distressed M&A-Fälle waren in diesem Jahr vor allem in den Bereichen Einzelhandel und Konsumgüter, Banken, erneuerbare Energien (u.a. Solar, Biogas), Maschinenbau und Automobilzulieferer zu beobachten. Einige dieser Transaktionen stehen für den strukturellen Wandel in einzelnen Branchen, andere gehen auf zu aggressive Finanzierungsstrukturen zurück. Insbesondere in der Private Equity-Branche und seit dem Ausbruch der Finanzkrise wurden in solchen Fällen vermehrt Treuhänder-Modelle eingesetzt, um das operative Geschäft von Portfoliounternehmen abzusichern und deren finanzielle Restrukturierung im Nachgang zu vereinfachen. Dies

OPTIONEN FÜR DISTRESSED M&A-TRANSAKTIONEN

- 1 Share Deal, auch als Sanierungstransaktion mit Bezahlung von Austrittsgeld durch den Verkäufer an das Unternehmen
- 2 Kapitalerhöhung mit Beteiligung des neuen Investors
- 3 Debt to Equity-Swap/Debt to Mezzanine-Swap, ggf. mit Kauf von Krediten im Vorfeld
- 4 Asset Deal vor Insolvenz
- 5 Übertragende Sanierung aus der Insolvenz
- 6 Insolvenzplanverfahren, ggf. mit Anteilsübertragung



Die Endfälligkeit einiger Akquisitionsfinanzierungen könnte zur Belebung des Distressed M&A-Marktes beitragen.

ermöglichte u.a. das Deleveraging und Liquiditätszufuhr anstatt einer Restrukturierung durch Insolvenz. Neben den bekannten strategischen Investoren traten auch spezialisierte Finanzinvestoren als Interessenten auf.

Marktbelebung ab Herbst 2010

Die Endfälligkeit einiger Akquisitionsfinanzierungen und die Problematik der Re- bzw. Umfinanzierung bestehender Mezzanine-Finanzierungen im deutschen Mittelstand könnten zur Belebung des Distressed M&A-Marktes beitragen. Ferner werden sich mittelständische Unternehmen ohne die Möglichkeit der Refinanzierung an den internationalen Kapitalmärkten schwertun, den mit der wirtschaftlichen Erholung einhergehenden Kapitalbedarf für Investitionen und höhere Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen zu finanzieren. Dies wird häufiger zur Restrukturierung der Passivseite im Herbst dieses Jahres bzw. Anfang 2011 führen, wozu gegebenenfalls auch neue Kapitalgeber gewonnen werden müssen.

Insolvenzplanverfahren als „Plan B“

Alternative Szenarien werden vermehrt das Insolvenzplanverfahren mit umfassen, um auf diese Weise als „Plan B“ den Neustart zu ermöglichen. Denn zum einen ist es im Insolvenzplanverfahren möglich, den Rechtsträger zu erhalten, dabei dessen Unternehmen zu sanieren und dessen vorteilhafte Rechtspositionen weiter zu nutzen, beispielsweise günstige langfristige Verträge, Lizenzen, Genehmigungen sowie eine etwaige Börsennotierung. Zum anderen können die Anteile am Rechtsträger nach erfolgreicher Sanierung wieder werthaltig werden, sodass je nach Ausgestaltung im Insolvenzplan die bisherigen Gesellschafter oder neue Gesellschafter künftig werthaltige Anteile besitzen können. Außerdem können die Gläubiger in diesem Fall höhere Quoten sowie eine raschere

Bezahlung auf diese Quoten erhalten als im Regelinsolvenzverfahren mit übertragender Sanierung.

Ausblick

In einem Gesetzesentwurf, der eine weitere Erleichterung der Sanierung von Unternehmen vorsieht, hat das Bundesjustizministerium vorgeschlagen, die in der Insolvenz-

ordnung bereits vorgesehenen Instrumente des Insolvenzplans und der Eigenverwaltung noch attraktiver zu gestalten. Anteile sollen künftig aufgrund des Insolvenzplans auch gegen den Willen der bisherigen Gesellschafter an einen Investor übertragen werden können, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind. Blockadepotenzial von Gläubigern und Gesellschaftern soll abgebaut werden. Das Verfahren soll für den Schuldner insgesamt kalkulierbarer werden, wenn er den Insolvenzantrag nicht erst bei eingetretener, sondern bereits bei drohender Zahlungsunfähigkeit stellt. Er soll, wenn das Insolvenzgericht die Voraussetzungen der beantragten Eigenverwaltung nicht als gegeben ansieht, Gelegenheit erhalten, den Insolvenzantrag zurückzunehmen. ■

Zu den Autoren



Thomas Heidenfeld (li.) ist Partner in der Corporate Finance-Abteilung von Deloitte & Touche GmbH in München, **Jan-Dominik Remmen** (M.) Direktor im Bereich Corporate Finance der Deloitte AG in Zürich. **Prof. Dr. Georg Streit** ist Rechtsanwalt und Partner sowie Leiter der Praxisgruppe Restrukturierung bei der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in München.