

Zwischen den Fronten

Covid-19 hat viele Unternehmen in die Krise gestürzt. Nicht alle werden künftig alleine überleben können. Im Falle eine Übernahme kann ein Sanierungsinvestor häufig als Mittler zwischen Restrukturierungsfall und strategischem Investor sinnvoll sein.

GASTBEITRAG VON CHRISTOPHER SEAGON
UND ROBERT REIFELD (WELLENSIEK)

V ielerorts wird ein mittelfristiges Anziehen des Marktes für Unternehmensverkäufe in der Krise (Distressed-M&A) erwartet. Dies nicht zuletzt mit Blick auf die wirtschaftlichen Effekte der Corona-Pandemie, die zwar kurzfristig durch Staatshilfen und eine oft missverständene Teilaussetzung der Insolvenzantragspflicht abgemildert wurden, was jedoch die entstandenen leistungswirtschaftlichen Schäden nicht behoben und die Verschuldungsgrade vieler Unternehmen merklich erhöht hat. Nach einer Analyse des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Kooperation mit Creditreform droht ein Rückstau von rund 25.000 Unternehmensinsolvenzen. Absehbar ist, dass das Auflösen dieses Rückstaus noch viele weitere Distressed-M&A-Transaktionen nach sich ziehen wird.

Unternehmen sehen sich deswegen kurz- und mittelfristig nach „günstigen“ Erwerbsmöglichkeiten um. Hierbei stehen jedoch vor allem strategische Investoren, die sich für ein angeschlagenes Unternehmen interessieren, vor einer Vielzahl von Problemen. Diese ließen sich vermeiden, indem vorübergehend ein Sanierungsinvestor eingeschaltet wird.

Es liegt in der Natur einer Distressed-M&A-Transaktion, dass das Zielunternehmen seine Krise zum Zeitpunkt des Erwerbs noch nicht überwunden hat und auch nach dem Erwerb eine weitere, oftmals tiefgreifende Sanierung durchlaufen muss. Das bedeutet für den Erwerber, dass er öffentlichkeitswirksam mit der Sanierung in Verbindung gebracht wird.

Möglicherweise wird er für erforderliche, teils harte Sanierungsmaßnahmen verantwortlich gemacht. Schlimmstenfalls scheitert die Sanierung unter seiner Ägide, mit Auswirkungen auf die eigenen unternehmerischen Aktivitäten.

Verstärkt wird dies dadurch, dass ein strategischer Erwerber das Zielunternehmen zwar betriebswirtschaftlich gut einschätzen kann, jedoch nicht immer über die („harte“) Krisenerfahrung verfügt, um eine Sanierung risikominimierend und mit der erforderlichen Governance durchzuführen. Nicht zuletzt haben mögliche Investoren erfahrungsgemäß Bedenken, das noch Not leidende Zielunternehmen zu früh in den eigenen Konzernabschluss konsolidieren zu müssen.

Schon die Integration zweier „Bluechip-Kulturen“ mit wirtschaftlich stabilen Verhältnissen stellt enorme Herausforderungen an Management und Belegschaft. Deutlich schwieriger ist die Zusammenführung eines restrukturierungsbedürftigen Unternehmens mit einem strategischen Investor. Neben den „üblichen“ Integrationsherausforderungen gilt es, in dem vom Kaufpreis her gesehen womöglich günstigen Restrukturierungsfall auch die häufig anzutreffende Verlustkultur so zu verändern, dass der Zukauf zum Gewinn für beide Partner wird.

Sanierungsinvestor als Integrationsintermediär

Eine Lösungsmöglichkeit liegt in der bereits erwähnten Idee, einen Sanierungsinvestor einzuschalten. Dieser kann in Absprache mit den Kaufinteressenten vorübergehend die Anteile an der Ziel-





gesellschaft übernehmen, diese als restrukturierungserfahrener Gesellschafter sanieren und im Anschluss an die Kaufinteressenten übertragen. Um das bestmögliche Ergebnis für den strategischen Investor zu erzielen, sind indes unterschiedliche rechtliche Gestaltungen möglich.

Zunächst schließen Sanierungsinvestor und Kaufinteressent meist eine Kooperationsvereinbarung ab, die die Eckpunkte der Zusammenarbeit im Einzelfall festlegt. Diese beinhaltet den Beschluss einer Sanierungslaufzeit, für die der Sanierungsinvestor die Zielgesellschaft halten soll. Etwaige für die Sanierungsinvestition erforderliche Geldmittel (bspw. Kaufpreis oder Working Capital) können dem Sanierungsinvestor darlehensweise zur Verfügung gestellt werden. Um frühzeitig Synergiepotenziale zu heben, kann die Kooperationsvereinbarung auch eine Zusammenarbeit des Kaufinteressenten mit der Zielgesellschaft in Bereichen wie Einkauf, Marketing oder Ähnlichem festschreiben.

Anschließend nimmt der Sanierungsinvestor über einen ausschließlich zu diesem Zweck gegründeten Rechtsträger anstelle des Kaufinteressenten am Investorenprozess zum Erwerb der Zielgesellschaft teil, erwirbt im Erfolgsfall deren Anteile zu 100 Prozent und übernimmt unter Umständen eine Working-Capital-Finanzierung für die Zielgesellschaft.

Im weiteren Verlauf wird der Sanierungsinvestor oftmals die Geschäftsführung der Zielgesellschaft um einen interimistischen Sanierungsgeschäftsführer ergänzen, der über Erfahrung in der „Hands-on“-Umsetzung von Sanierungskonzepten verfügt und die Sanierung operativ verantwortet. Ebenfalls in der Verantwortung des Sanierungsgeschäftsführers liegt es, eine ordnungsgemäße und gesetzlich vorgeschriebene Liquiditätsplanung zu erstellen. Durch sie können die Sanierung überwacht, und wenn nötig, rechtzeitige Anpassungen am Sanierungskonzept eingeleitet werden.

Zudem kann ein Beirat gebildet werden, dem sowohl Sanierungsfachleute als auch (unter Umständen vom Kaufinteressenten vorgeschlagene) Branchenexperten angehören. Der Sanierungsgeschäftsführer berichtet dann regelmäßig an den Beirat über den Sanierungsfortschritt sowie den Stand der Liquiditätsplanung und wird im Gegenzug zu den Sanierungsleitlinien beraten.

Am Ende der Sanierungslaufzeit übernimmt der Kaufinteressent die Anteile an der Zielgesellschaft; beziehungsweise, falls sich der Kaufinteressent gegen einen Erwerb entscheiden sollte, kann der Sanierungsinvestor einen strukturierten Investorenprozess zur Weiterveräußerung der Anteile einleiten.

Vorteile für den Kaufinteressenten

Ein Vorteil der Einschaltung eines Sanierungsinvestors ist die geringe Öffentlichkeitswirksamkeit der Struktur. So wird der Kaufinteressent während der Sanierungslaufzeit nicht mit der Zielgesellschaft und deren Sanierung in Verbindung gebracht, sondern tritt erst nach Laufzeitende als „Weitererwerber“ auf.

Ferner lässt sich die Sanierungsinvestition so strukturieren, dass während der Sanierungslaufzeit keine Pflicht des Kaufinteressenten entsteht, die Zielgesellschaft in den eigenen Konzernabschluss zu konsolidieren. Unberührt davon bleibt seine Möglichkeit, sich im Rahmen der Kooperationsvereinbarung strategisch einzubringen.

Durch die eingangs erläuterte strukturierte Sanierung wird gewährleistet, dass diese vorschriftsmäßig erfolgt. Zudem erlaubt sie es, vor allem über die vorgeschriebene ordnungsgemäße Liquiditätsplanung für alle beteiligten Stakeholder (u. a. finanzierende Kreditinstitute) Transparenz im Sanierungsprozess zu schaffen und damit ihr Vertrauen in die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens zu stärken. Das Wissen, dass eine Sanierung plankonform verläuft, ist grundlegend, um auch Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden etc. zu beruhigen.

Ein Sanierungsinvestor, der vorübergehend für einen Kaufinteressenten Anteile an einer Zielgesellschaft übernimmt, das Unternehmen fachgerecht saniert und sodann die Anteile an den Interessenten weiterveräußert, ermöglicht diesem strategisch sinnvolle Zukäufe krisenbefangener Unternehmen, ohne dabei viele der sanierungstypischen Risiken eingehen zu müssen. Dies gelingt allerdings nur, wenn der Sanierungsinvestor hinreichende Erfahrung in der Strukturierung von Sanierungsprozessen hat. Da der Erwerb eines Unternehmens aus der Krise regelmäßig unter erheblichem Zeitdruck erfolgt, erfordert die Einschaltung eines Sanierungsinvestors zudem, dass die hierfür erforderlichen Strukturen kurzfristig geschaffen werden können. Erfahrene Sanierungsinvestoren setzen diese deshalb innerhalb kürzester Zeit, teilweise innerhalb weniger Tage, um.

Der Autor **Christopher Seagon** ist Rechtsanwalt und gf. Gesellschafter der Cornelius Treuhand und geschäftsführender Partner bei WELLENSIEK und begleitet seit über 25 Jahren Sanierungen, u. a. als Treuhänder und Sanierungsinvestor.

Der Autor **Robert Reifeld**, LL.M. corp. struc., ist Rechtsanwalt bei WELLENSIEK und berät regelmäßig zu außergerichtlichen Restrukturierungen, Treuhandschaften und Sanierungsinvestitionen.