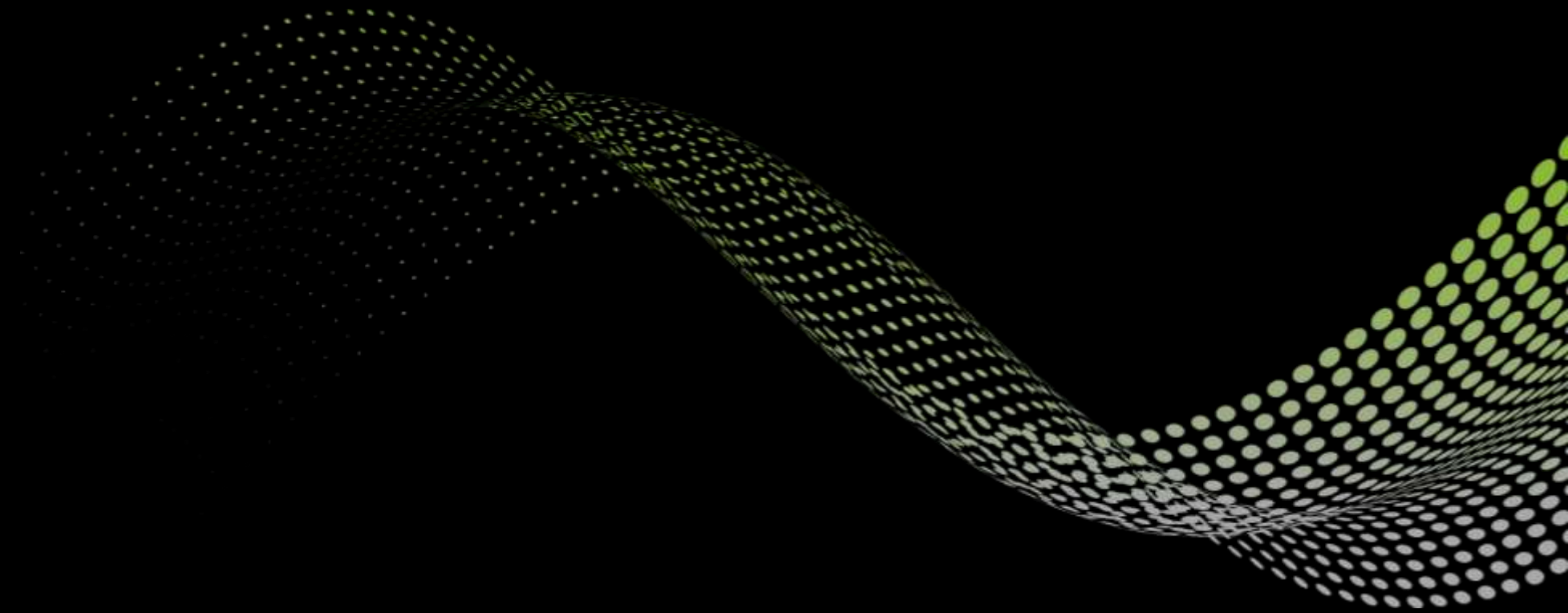




Distressed M&A The Fine Art of the Bespoke Deal

Session I: Essentials, Approach and Due Diligence



Vorstellung und Gliederung

Referenten

Session I



Frank Tschentscher, LL.M.
Business Recovery and Insolvency
Rechtsanwalt | Partner

Tel.: +49 40 3785 3821
E-Mail: ftschentscher@deloitte.de



Moritz Freiherr Schenck
M&A Advisory Services
Managing Director
Corporate Finance Advisory

Tel.: +49 69 756 956 328
Email: mschenck@deloitte.de



Marcus C. Spangenberger, M.B.L.-HSG
Business Recovery and Insolvency
Rechtsanwalt | Senior Associate

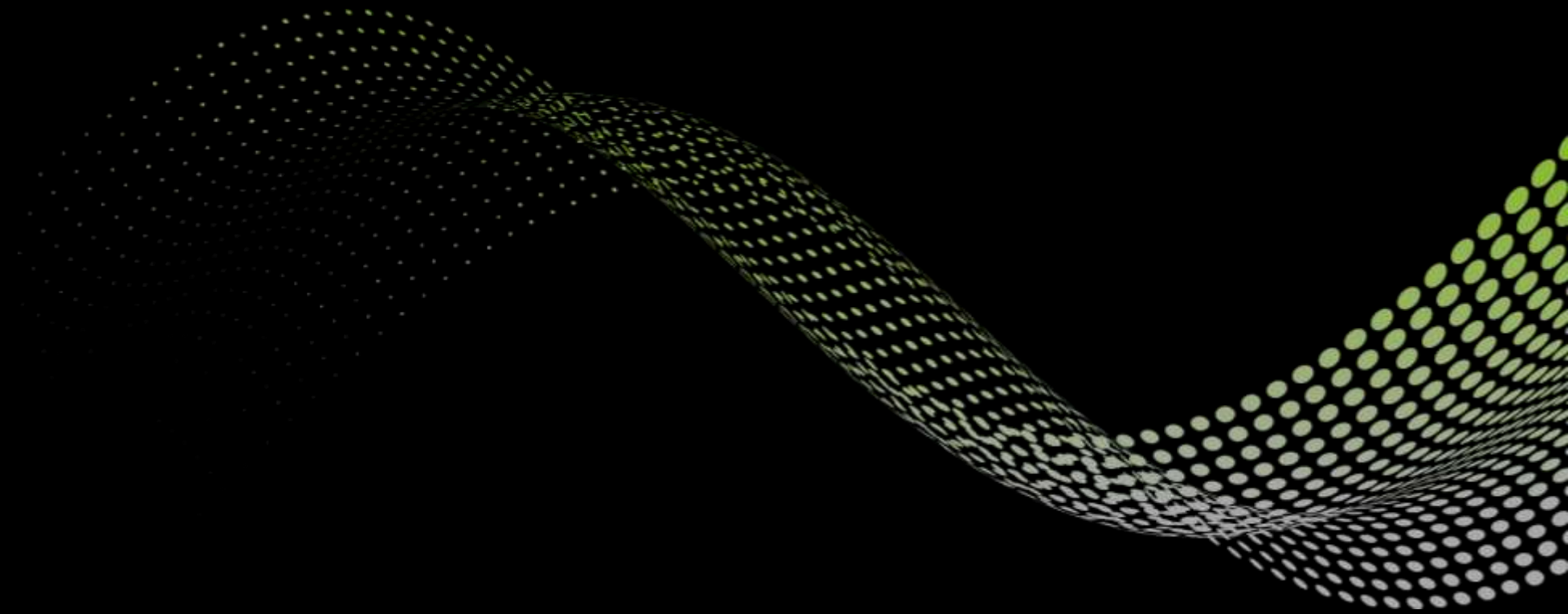
Tel.: +49 40 3785 3821
E-Mail: mspangenberger@deloitte.de

Gliederung

Session I

- I. Absprunghöhe
- II. Transaktionsstrukturen
- III. Unternehmenskrise
- IV. Stakeholder
- V. Verkaufsprozess
- VI. Taktische Erwägungen





Absprunghöhe

Ausgangssituation



Von Distressed M&A spricht man bei Unternehmenstransaktionen im Zeitpunkt einer „Krise“ der zu veräußernden Gesellschaft. Dabei kann das Krisenstadium sowohl

- vorinsolvenzlich als auch
- in der Insolvenz sein.

Nachdem vorinsolvenzliche Distressed M&A-Transaktionen für die potenziellen Erwerber mit deutlich höheren Unsicherheiten verbunden sind als in der Insolvenz, werden Distressed M&A-Transaktionen allerdings besonders häufig im Rahmen von Insolvenzverfahren umgesetzt.

Gerade derzeit wird wieder ein starker Anstieg von Unternehmensinsolvenzen nach eine starken Abschwächung in den Vorjahren verzeichnet, so dass auch die Anzahl an Distressed M&A Deals sowohl qualitativ wie auch quantitativ steigt.

Fokus unserer heutigen Betrachtung wird der Asset Deal **mit bzw. nach** Eröffnung des Insolvenzverfahrens als häufigste Variante mit größtmöglicher Gestaltungsoption sein.

Ausgangssituation



Befindet sich der Verkäufer eines Unternehmens, das zu veräußernde Zielunternehmen oder gar beide zugleich in einer wirtschaftlichen Krise oder bereits in einem Insolvenzantrags- oder Insolvenzverfahren, ändern sich die für eine Unternehmenstransaktion maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen. Transaktionen in solchen Situationen sind

- mit besonderen rechtlichen und faktischen Risiken verbunden und
- erfolgen zudem zumeist unter erheblichem Zeitdruck.

In der Theorie ist der Terminus Distressed M&A bis heute nicht einheitlich und exakt definiert. Der Begriff Distressed M&A wird bei Transaktionen herangezogen, bei denen der Verkauf

- eines gesamten Unternehmens über die Anteile (**Share Deal**) mittels **Insolvenzplan** gemäß §§ 217 ff. InsO bzw.
- der Vermögensgegenstände des Unternehmens (**Asset Deal**)

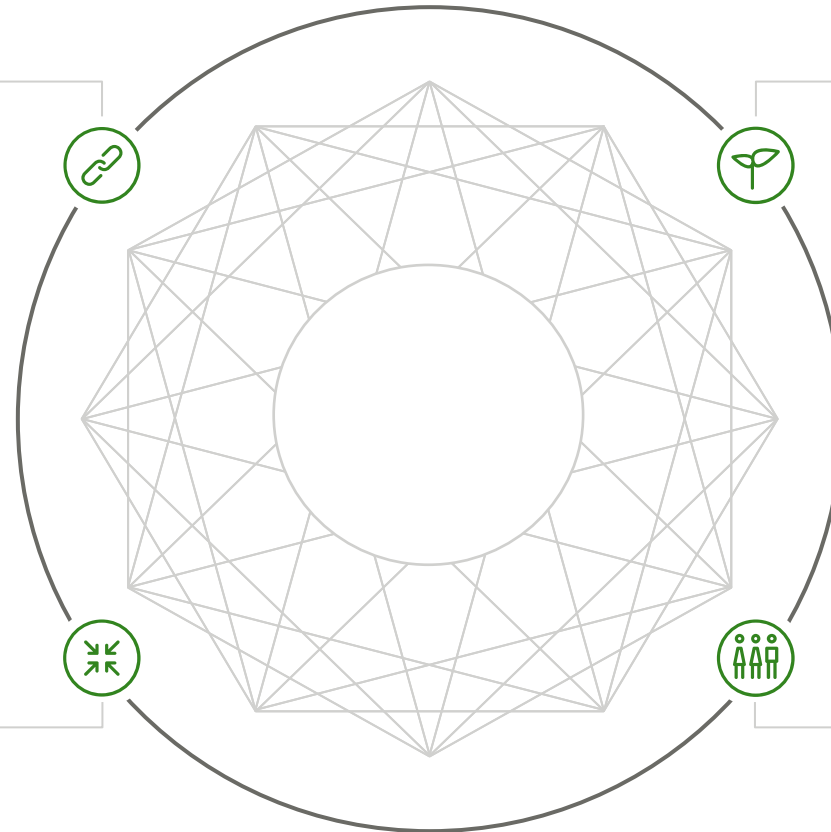
vor dem Hintergrund einer Krisensituation zu verstehen ist.

Abgrenzung

Die wichtigsten Unterschiede im Distressed M&A zum konventionellen M&A liegen in der

Transaktionsstruktur

verfügbare Zeit

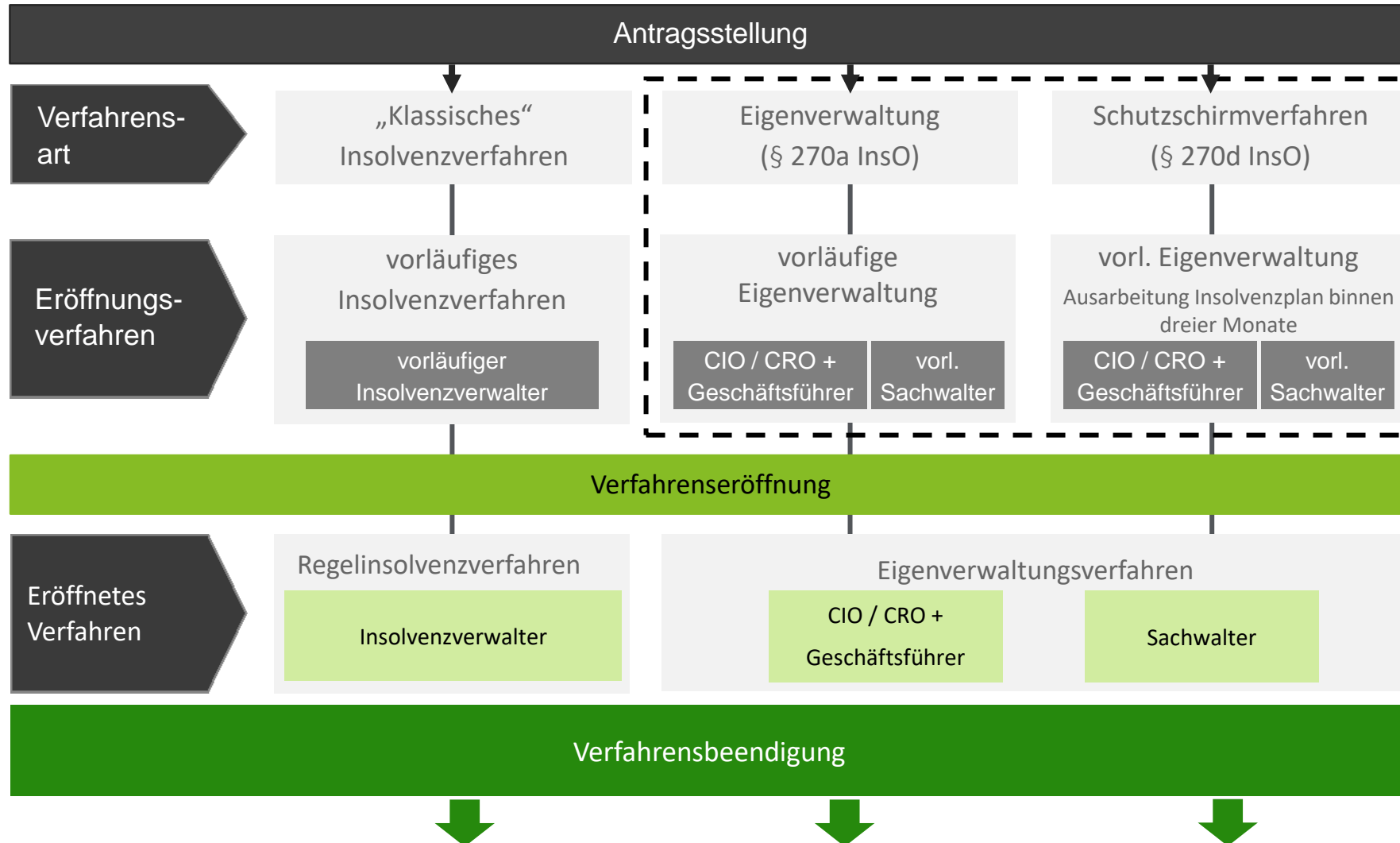


Bewertung

involvierte Parteien

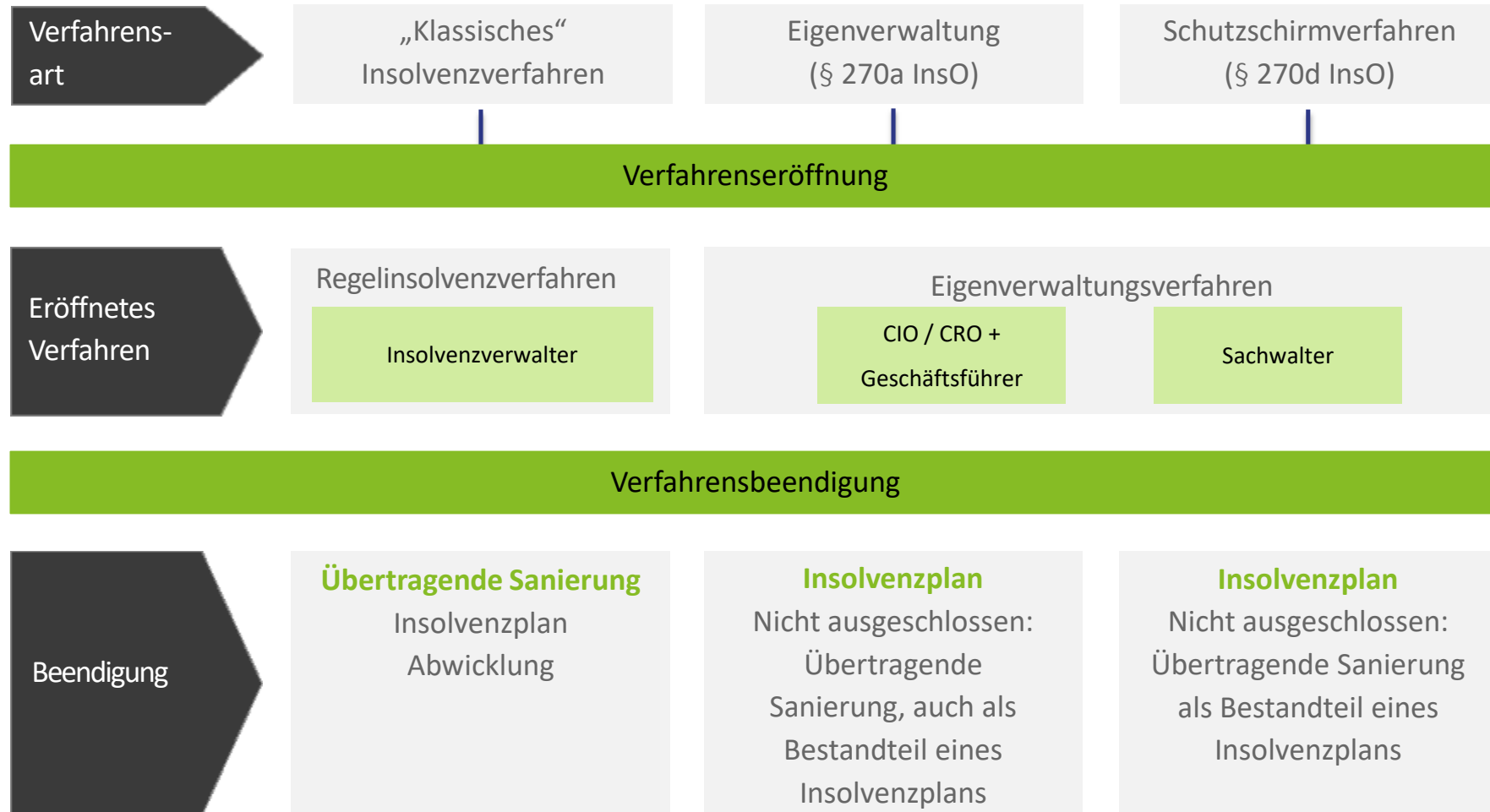
„IN COURT- SANIERUNG“

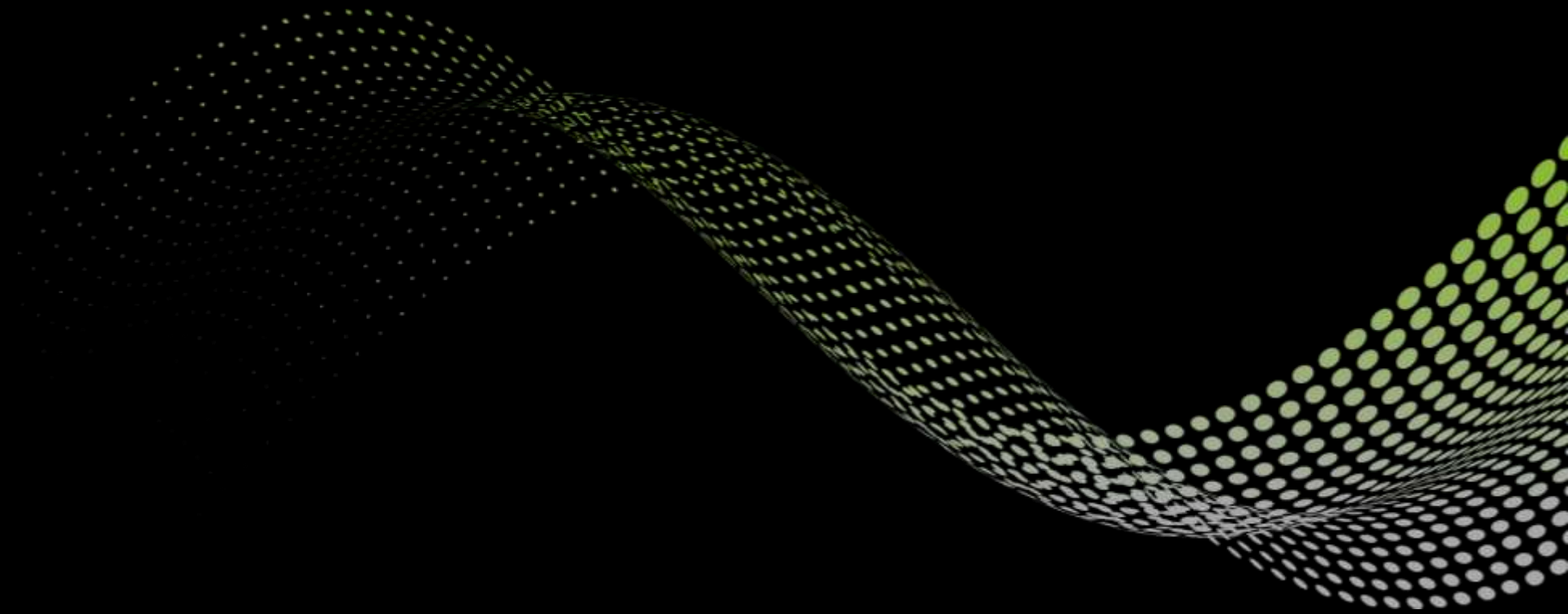
Verfahrensarten und handelnde Personen (1/2)



„IN COURT- SANIERUNG“

Verfahrensarten und handelnde Personen (2/2)





Transaktionsstrukturen

Transaktionsstrukturen



SHARE DEAL

Übereignung des Eigentums: Beim Share Deal erfolgt die Übereignung des Eigentums am Rechtsträger durch einen Rechtskauf gemäß § 453 BGB.

Teilweise Übernahme von Anteilen: Der Begriff kann auch die teilweise Übernahme von Anteilen an einer Gesellschaft bezeichnen.

Erhalt des Rechtsträgers: Charakterisiert durch den Erhalt des Rechtsträgers samt Namensrechten und damit verbundenen Rechten wie Lizenzen, Patente oder Genehmigungen.

Fortsetzung bestehender Verträge: Bestehende Verträge und Geschäftsbeziehungen werden in der Regel fortgesetzt, ebenso wie Verbindlichkeiten und Haftungsregelungen.

Veränderung der Gesellschafterstruktur: Lediglich die Gesellschafterstruktur der betroffenen Gesellschaft verändert sich.

Geringere Verunsicherung bei Geschäftspartnern: Führt zu geringerer Verunsicherung bei Geschäftspartnern.

Kein Cherry-Picking: Eine Selektion interessanterer Geschäftsteile (Cherry-Picking) ist grundsätzlich nicht möglich.



ASSET DEAL

Übernahme von Vermögensgegenständen: Bei einem Asset Deal erfolgt die Übernahme aller oder nur der betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände.

Trennung von Aktiva und Passiva: Charakteristisch ist das Prinzip der Trennung von Aktiva und Passiva, wobei Verbindlichkeiten und Verpflichtungen nicht übertragen werden.

Bilanz wird "geteilt": Bildlich gesehen wird die Bilanz des insolventen Unternehmens in der Mitte geteilt, was oft einen Neustart ohne Altlasten ermöglicht.

Übergang von Arbeitsverhältnissen: Arbeitsverhältnisse gehen bei einem Betriebsübergang gemäß § 613a BGB auf den Erwerber über.

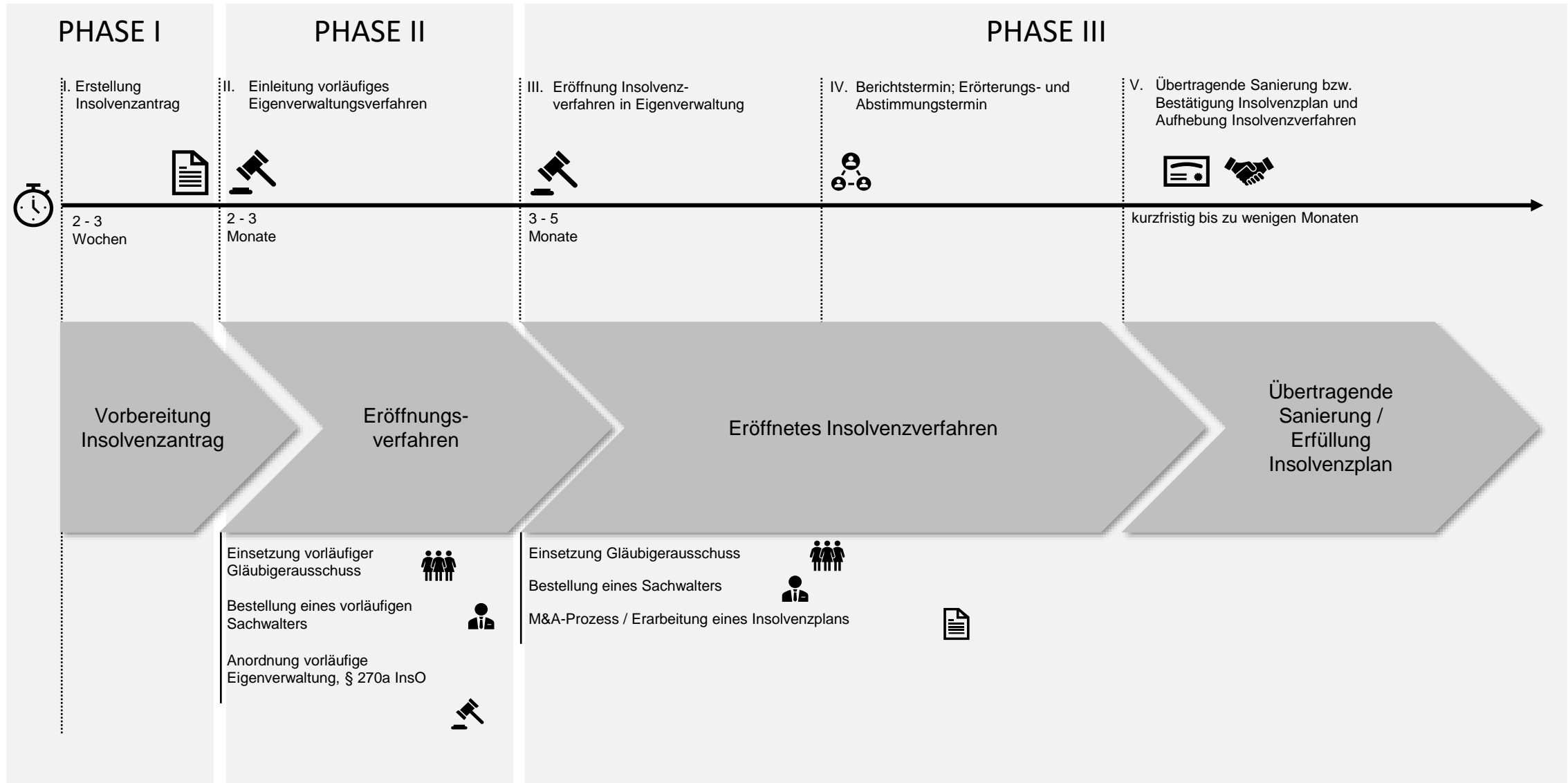
Keine Nutzung von Verlustvorträgen: Der Erwerber kann Verlustvorträge nicht nutzen.

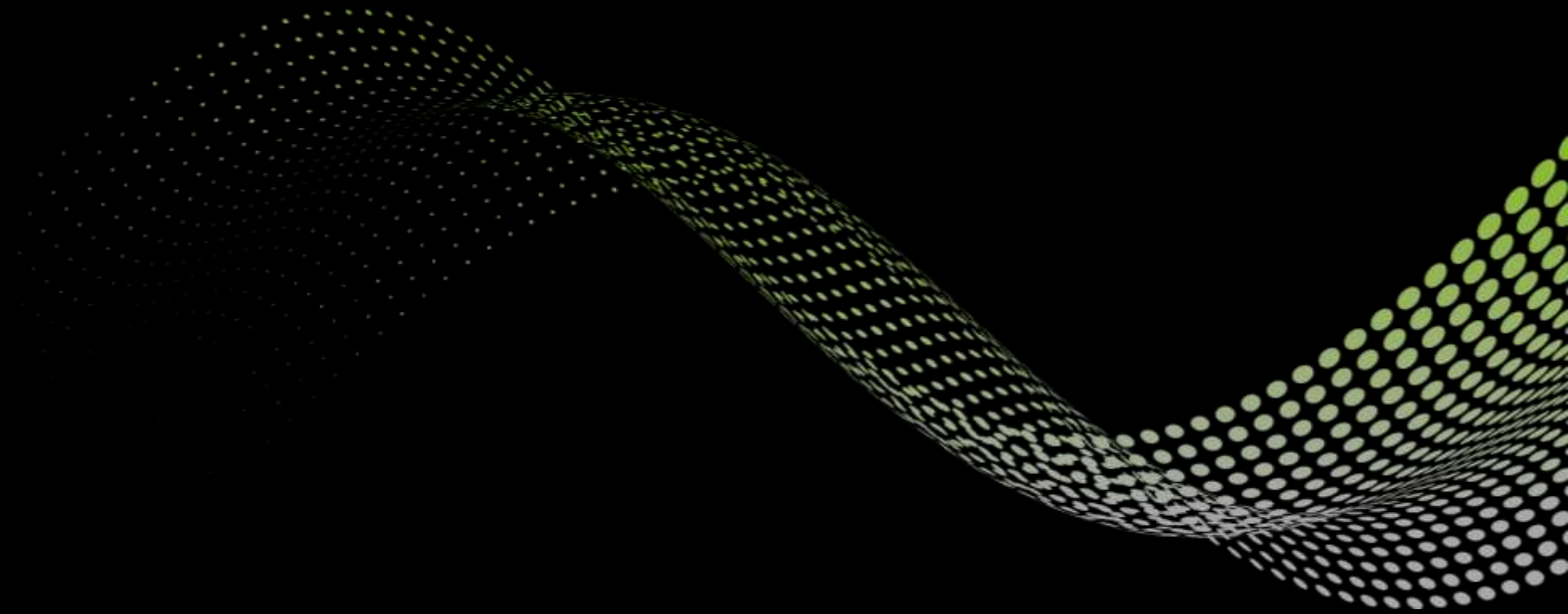
Schnelle Umsetzbarkeit: Der Asset Deal ist durch eine wesentlich schnellere Umsetzbarkeit als der Share Deal gekennzeichnet.

Cherry-Picking: Eine Selektion interessanterer Geschäftsteile (Cherry-Picking) ist möglich und gewollt.

Haftungsausschluss in Insolvenztransaktionen: Im Rahmen einer Insolvenztransaktion ist die Haftung des Erwerbers für die Verbindlichkeiten des Schuldners ausgeschlossen.

Timeline

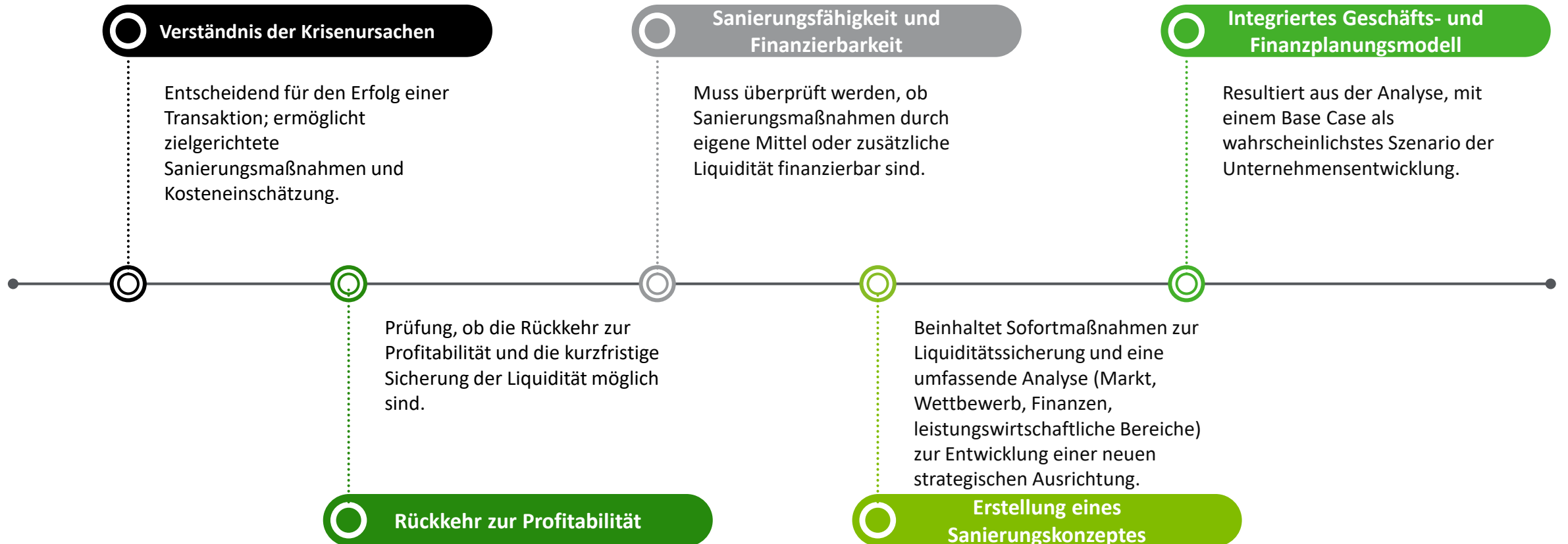




Unternehmenskrise

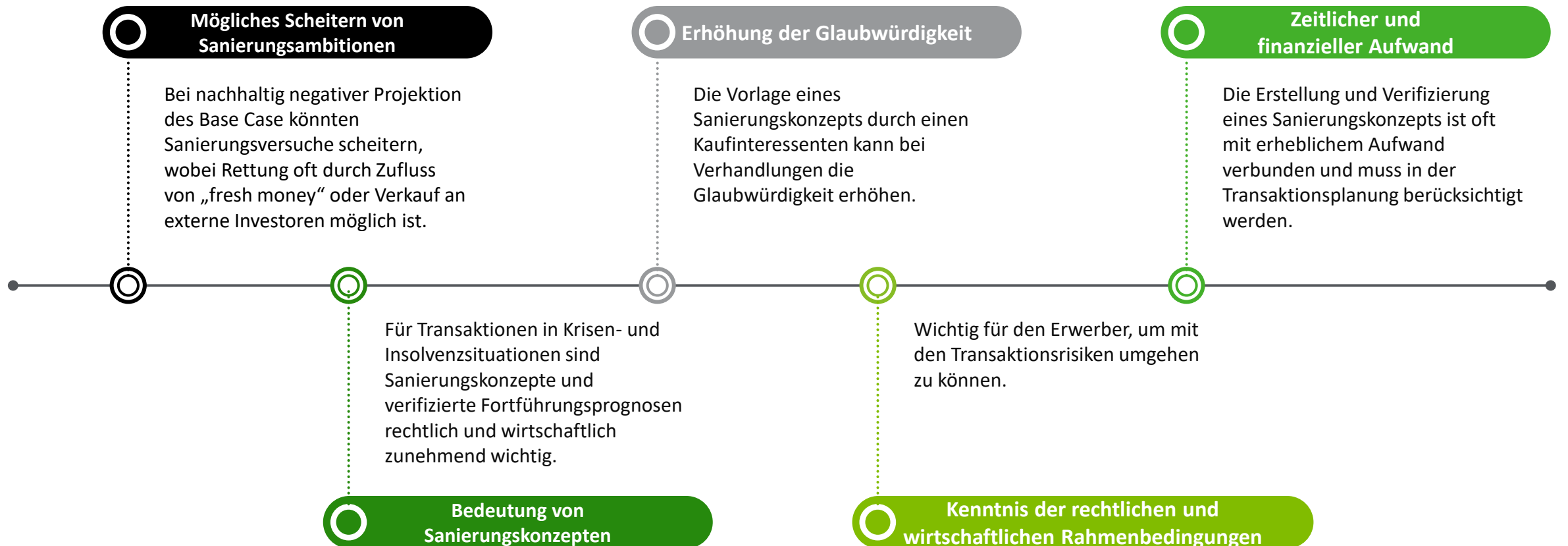
Krisenzustand als Prozess verstehen lernen

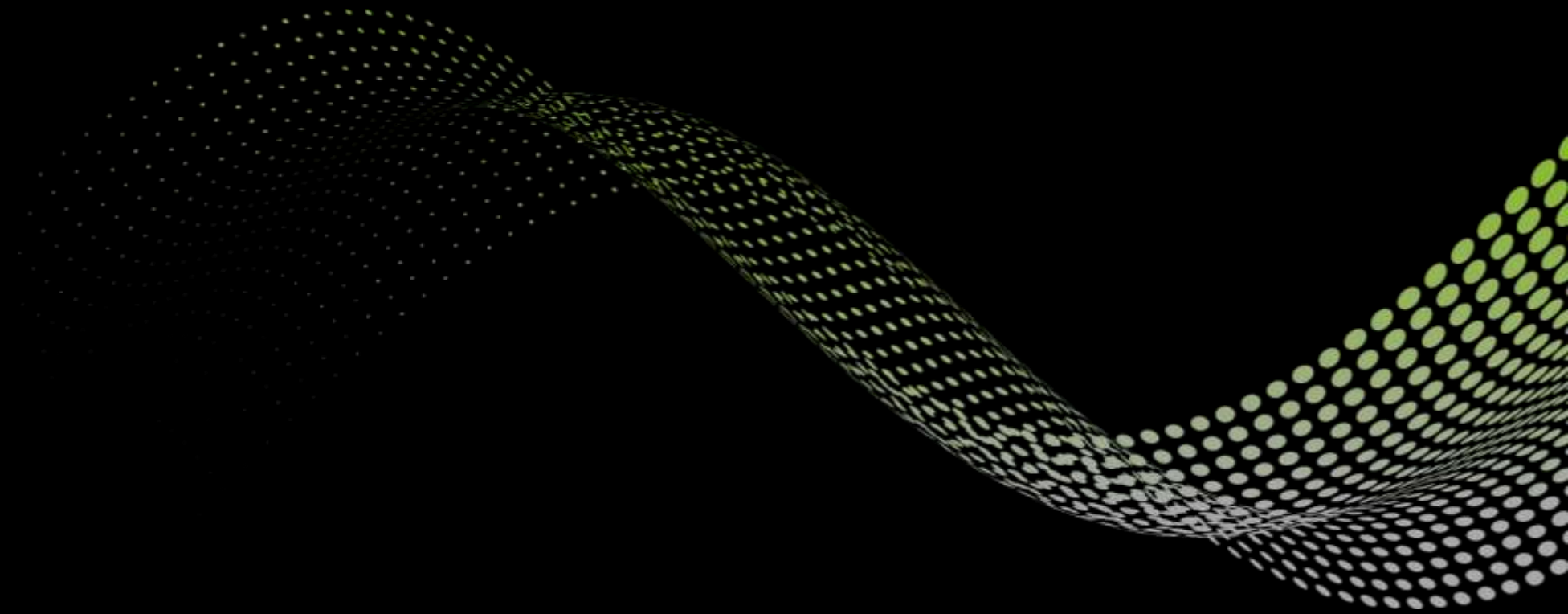
Unternehmen durchlaufen Krisen aufgrund interner und externer Fehlentwicklungen



Krisenzustand als Prozess verstehen lernen

Unternehmen durchlaufen Krisen aufgrund interner und externer Fehlentwicklungen





Stakeholder

Stakeholder im Prozess

- Finanz-Gläubiger, so Kreditinstitute, Kreditversicherer, Anleihegläubiger, Gemeinsamer Vertreter der Anleihegläubiger
- absonderungs- und aussonderungsberechtigte Gläubiger, unbesicherte Gläubiger
- Arbeitnehmer, Agentur für Arbeit
- Lieferanten, Großkunden
- Betriebsrat, Gewerkschaften
- Kunden, so insbesondere in Branchen mit eng miteinander verwobenen Wertschöpfungsketten, wie bspw. in der Automobilzulieferindustrie
- Organe der Gesellschaft, so Geschäftsführung, Gesellschafter
- „Eigenverwalter“, Sachwalter, Insolvenzverwalter, Chief Restructuring Officer (CRO)
- Berater und Rechtsanwälte
- Management, Schlüsselpersonal etc.



Potenzielle Käufer

Käufer eines Krisenunternehmens können sowohl strategische Investoren als auch Finanzinvestoren sein. Gelegentlich – aber eher bei kleineren Unternehmen – kommen auch Privatpersonen, wie z.B. das Management des Unternehmens, als Investoren in Betracht. Auch erwerben in Einzelfällen die Alt-Gesellschafter in der Insolvenz „ihr“ Unternehmen erneut.



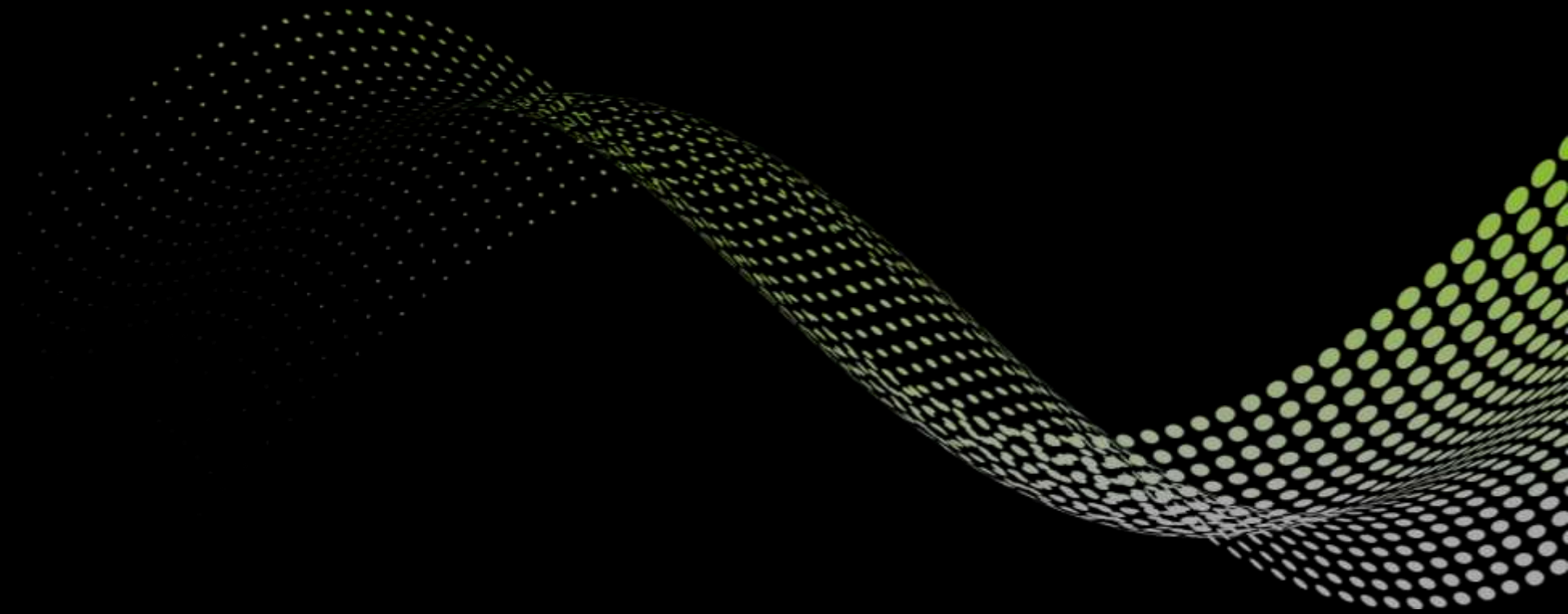
Strategische Investoren

- Meist aus dem Marktumfeld des Zielunternehmens.
- Können direkte Wettbewerber, Unternehmen mit komplementären Produkten/Leistungen/Technologien oder Unternehmen auf unterschiedlichen Absatzmärkten sein.
- Vermehrt auch ausländische Unternehmen, insbesondere aus China, die Interesse am Erwerb deutscher Unternehmen zeigen. Fokus auf profitable Technologieunternehmen (kritische Prüfung durch das Bundeswirtschaftsministerium zur Verhinderung des Abflusses kritischer Technologien).



Finanzinvestoren

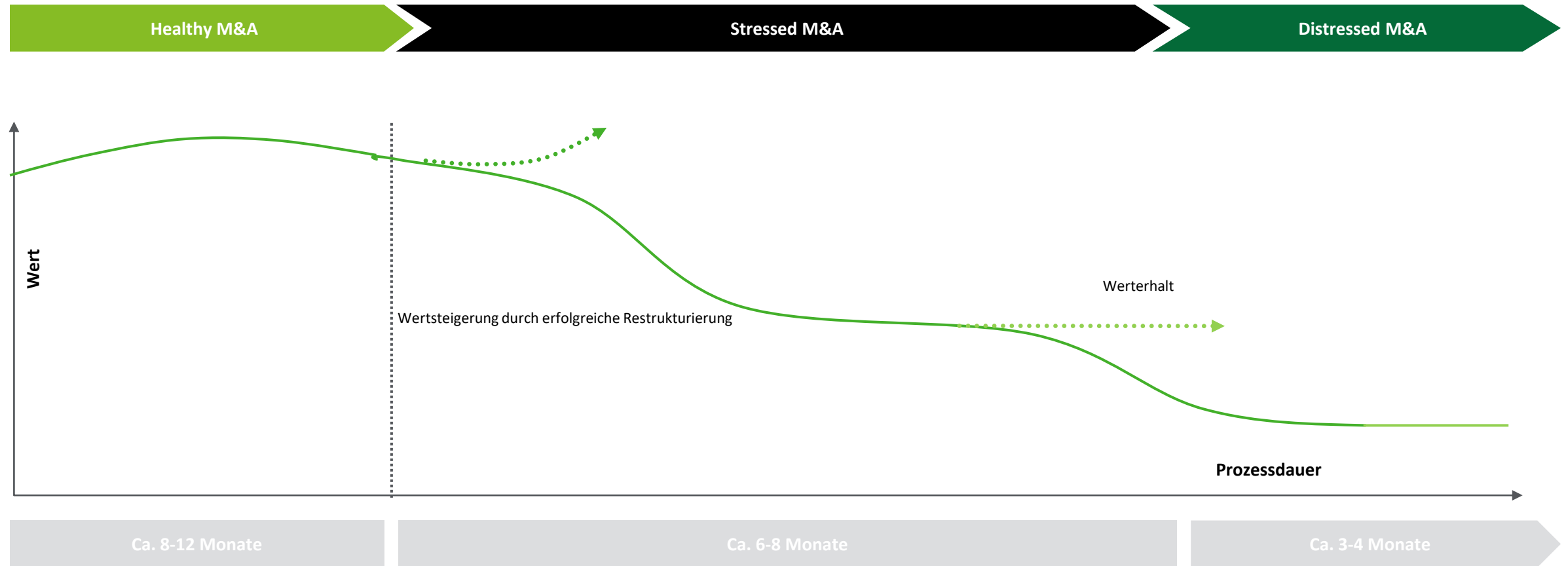
- Ziel: Hohe Gesamtrendite aus Erträgen und Verkaufserlös.
- Vielschichtiges Spektrum: Industrieholdings, Family Offices, Evergreen-Fonds, spezialisiert auf Sanierungsfälle oder Erwerb von Krisenunternehmen.
- Grds. keine Synergiepotenziale, was zu niedrigeren Wertansätzen führt.
- Bei bereits bestehenden Beteiligungen im Marktumfeld des Zielunternehmens (Buy-and-Build-Strategie) ähnliche Position wie ein strategischer Investor.



Verkaufsprozess

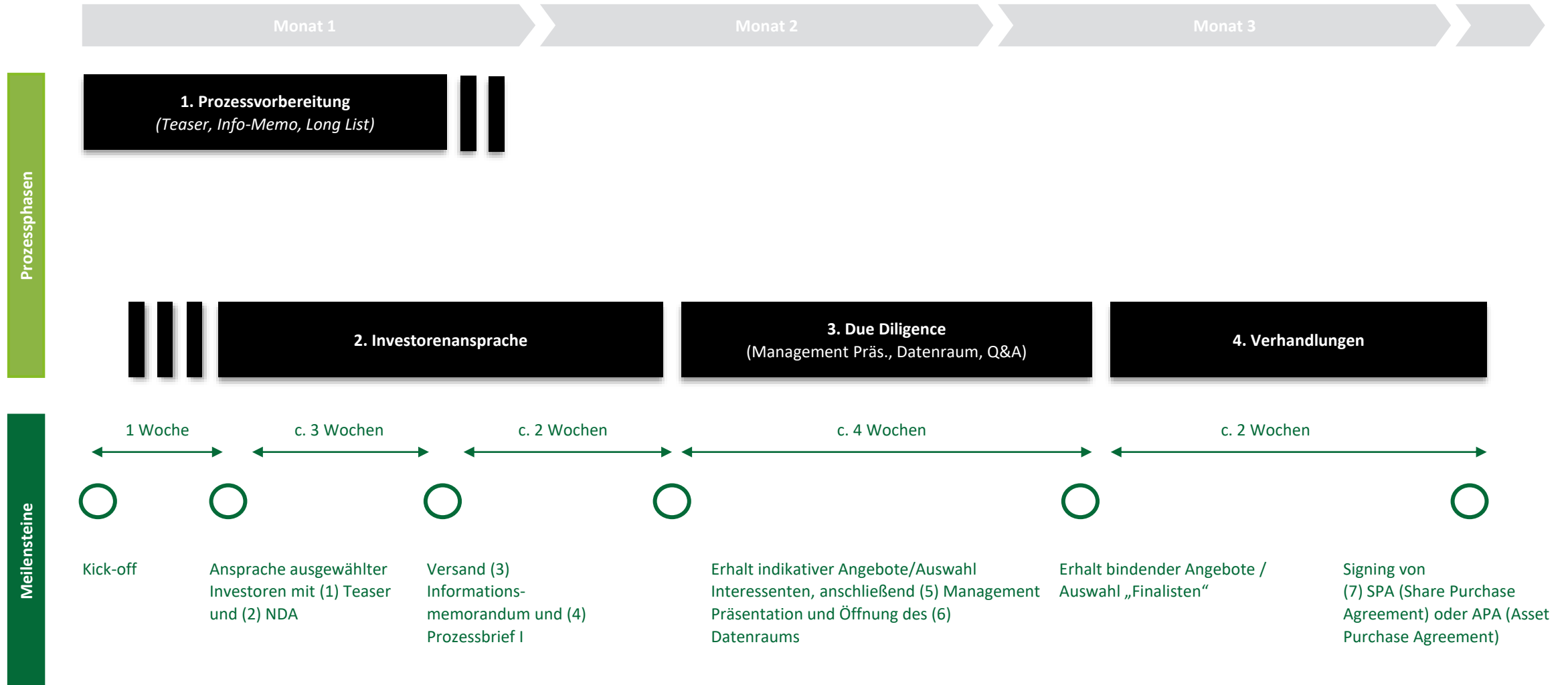
Wie lange dauert ein Distressed M&A-Prozess? | Was sind Besonderheiten?

Ein wesentlicher Unterschied von Distressed M&A Prozessen ist die Zeitschiene, so dass oft auch von „Accelerated M&A“ gesprochen wird



Wie ist ein Distressed M&A-Prozess strukturiert?

Verkaufsprozesse aus der Insolvenz sind extrem komprimiert und dauern i.d.R. nicht länger als 3-4 Monate



Wie ist ein Distressed M&A-Prozess strukturiert? | Relevante Dokumente

1 Teaser



2 Vertraulichkeitsvereinbarung/
Non-Disclosure Agreement (NDA)



3 Informationsmemorandum/
Information Memorandum (IM)



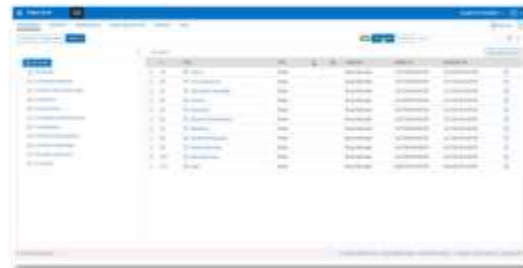
4 Prozessbrief I und II/
Process Letter (PL)



5 Management Präsentation/
Management presentation (MP)



6 (Virtueller) Datenraum/
(Virtual) data room (VDR)

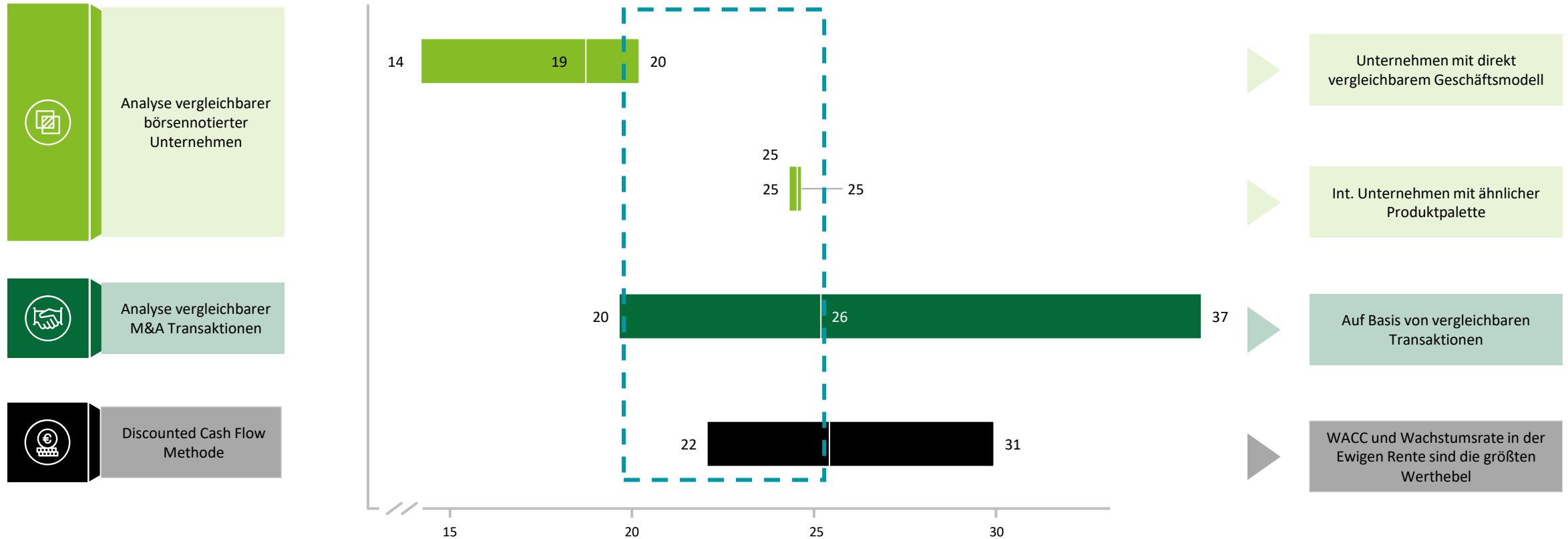


7 Kaufvertrag (SPA oder APA)



Wie werden Distressed Targets bewertet?

Neben den gängigen Multiplikatoren und DCF hat in Insolvenzfällen noch der Substanzwert eine hohe Bedeutung



- Grundvoraussetzung für die vorliegende Bewertungsansätze ist eine belastbare historische Profitabilität und ein Current Trading, welche das Plan-EBITDA/EBIT bestätigt.
- Bewertungsabschläge sind üblich, da im Kaufvertrag der Garantienkatalog aufgrund der Insolvenz sehr limitiert ist und eine Versicherungslösung nicht zur Verfügung steht. Mögliche Risiken müssen daher durch einen Kaufpreisabschlag abgedeckt werden.
- Bis zu 100% des DCF-Wertes liegt in sog. „Ewigen Rente“ und somit in der „Zukunftsphantasie“ aufgrund der Restrukturierungssituation.
- In der Regel werden auch noch zukünftig geplante Restrukturierungskosten abgezogen und wird im Rahmen eines Asset Deals erworben zusätzlich der erforderliche Aufbau des Working Capital, da aufgrund der Restrukturierungssituation keine Bankfinanzierung zur Verfügung steht.

Was sind die Erfolgsfaktoren von Distressed M&A Projekten?

Sicherstellung der Liquidität

Sicherstellung der Liquidität ggf. durch Vereinbarungen mit den Kunden, Lieferanten und Kreditgebern, um zeitlichen Spielraum für den Verkaufsprozess zu gewinnen.

Strukturierter Prozess

Der Verkauf eines Unternehmens in einer Krisensituation ist zumeist sehr zeitkritisch, da in der Krise ein möglicher Vertrauensverlust bei Kunden, Zulieferern und Mitarbeitern Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben kann. Es ist daher entscheidend, den Verkaufsprozess strukturiert und ohne Reibungsverluste umzusetzen.

Unterstützung durch das Management

M&A Transaktionen in der Krise beanspruchen kurzfristig personelle Ressourcen in hohem Ausmaß.

Kommunikation

Bei M&A Transaktionen in der Krise stoßen eine Vielzahl von unterschiedlichen Interessen zwischen den involvierten Parteien (Kreditgeber, andere Gläubiger, potentielle Investoren, Mitarbeiter, Altgesellschafter etc.) aufeinander, die laufend „bespielt“ werden müssen.

Branchenexpertise

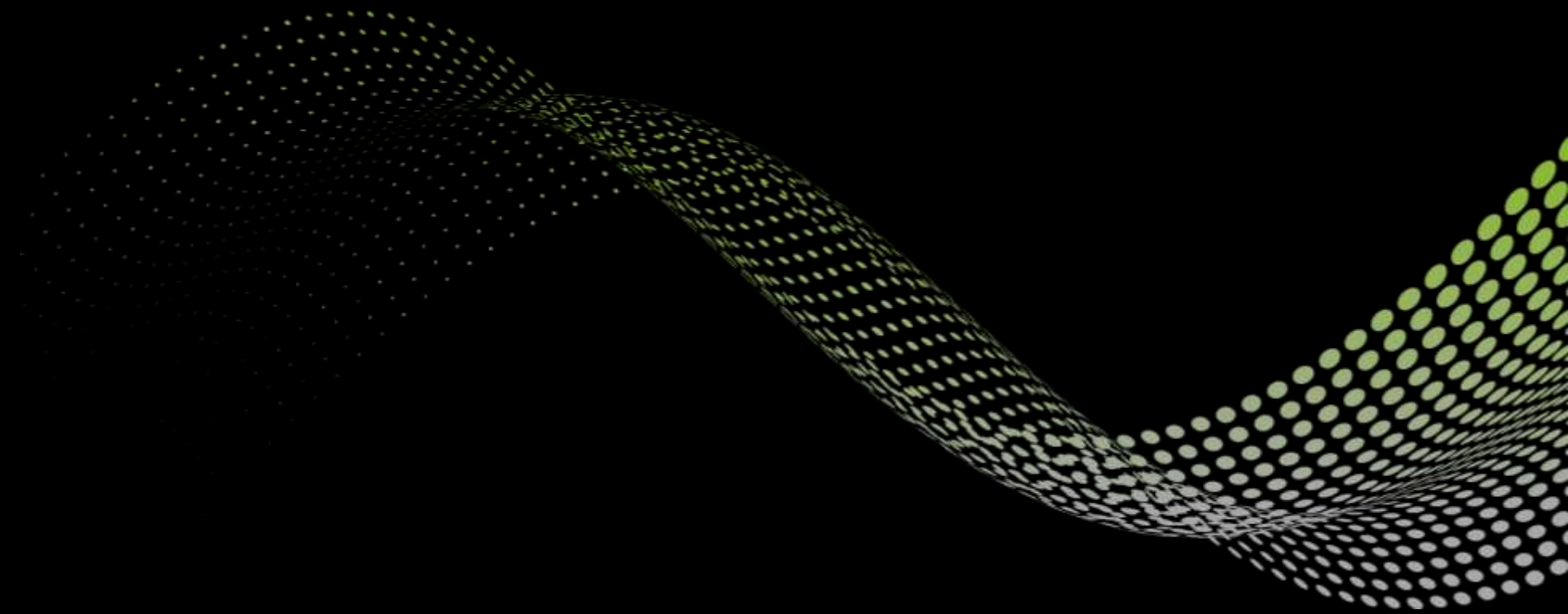
Bei M&A Transaktionen in der Krise stellt die vorhandene Branchenexpertise einen wesentlichen Erfolgsfaktor dar, um die schnelle Identifikation von potentiellen strategischen Investoren und spezialisierten Finanzinvestoren zu gewährleisten und die möglichen Restrukturierungsansätze „auf Augenhöhe“ zu diskutieren.

Internationales Netzwerk

Die Chancen eines erfolgreichen Abschlusses einer Transaktion zu den bestmöglichen Konditionen werden oft durch eine geographisch breit gefächerte Investorensuche, insbesondere in Bezug auf strategische Investoren, substantiell erhöht

Insolvenzrecht

Bei Transaktionen im Rahmen von Insolvenzverfahren sind insbesondere fundierte Kenntnisse über die besonderen Rahmenbedingungen des Insolvenzverfahrens, z.B. im Hinblick auf die besonderen Anforderungen an Verträge, insbesondere in Bezug auf Gewährleistungen und Garantien, oder im Hinblick auf die Möglichkeiten der Optimierung der Business Pläne, aufgrund möglicher Sanierungsinstrumente der Insolvenzordnung erforderlich. Daneben sind auch die spezifischen zeitlichen Rahmenbedingungen zu berücksichtigen.



Taktische Erwägungen


Strategie beim Kauf aus der Insolvenz

- **Rechtssicherheit:** Größer bei Erwerb aus einem eröffneten Insolvenzverfahren im Vergleich zu Transaktionen in der Krise.
- **Marktansprache durch Insolvenzverwalter/Eigenverwaltung/M&A Berater:** Nach Eröffnung eines Insolvenzverfahrens versucht der Insolvenzverwalter oder die Eigenverwaltung eine breite Marktansprache. Der frühe Einstieg in den Prozess sichert Wettbewerbsvorteile.
- **Pre-Packaged-Deals:** Möglichkeit, unmittelbar nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens schnell abzuschließen, indem die Transaktion vorbereitet und vorverhandelt wird.
- **Abstimmung im vorläufigen Insolvenzverfahren:** Erfordert eine erfolgreiche Abstimmung mit dem vorläufigen Insolvenzverwalter und Gläubigerausschuss.
- **Attraktives Angebot zur schnellen Abwicklung:** Erwerber sollten den vorläufigen Insolvenzverwalter und Gläubigerausschuss zu einem Verzicht auf weitere Ansprache von Interessenten bewegen.
- **Cherry Picking:** Im Wege des Asset Deals können im besten Fall die werthaltigen Assets sowie der profitable Geschäftsbetrieb aus der insolventen Gesellschaft herausgelöst und somit ein Fortführung gewährleistet werden.



Q&A





Vielen Dank
für Ihre
Aufmerksamkeit

Deloitte Legal

Experience the future of law, today

Erleben Sie die Zukunft der Rechtsberatung schon jetzt

Deloitte Legal, das sind

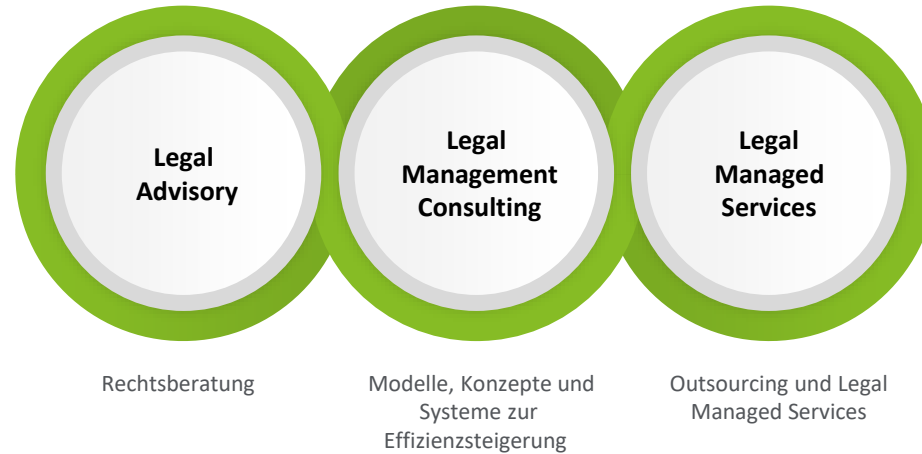
mehr als **2.500** Rechtsanwälte
in **75+** Ländern



die eng zusammenarbeiten
über nationale Grenzen hinweg und
gemeinsam mit anderen Deloitte-
Geschäftsbereichen

Services von Deloitte Legal

Unsere drei sich überschneidenden Servicebereiche ermöglichen es uns, unsere Mandanten wann und wo benötigt und in der jeweils optimal geeigneten Form bei der Realisierung ihrer Visionen zu beraten.



Wir schaffen (Mehr)Werte

Als Teil des weltweiten Deloitte-Netzwerks arbeitet Deloitte Legal mit einer Vielzahl anderer Fachrichtungen zusammen und bietet multinationale juristische Lösungen und weltweit integrierten Service:



in Einklang

mit Ihrer unternehmensweiten Vision



maßgeschneidert

für Ihre Geschäftsbereiche und Niederlassungen



technologiestützt

für verbesserte Zusammenarbeit und Transparenz



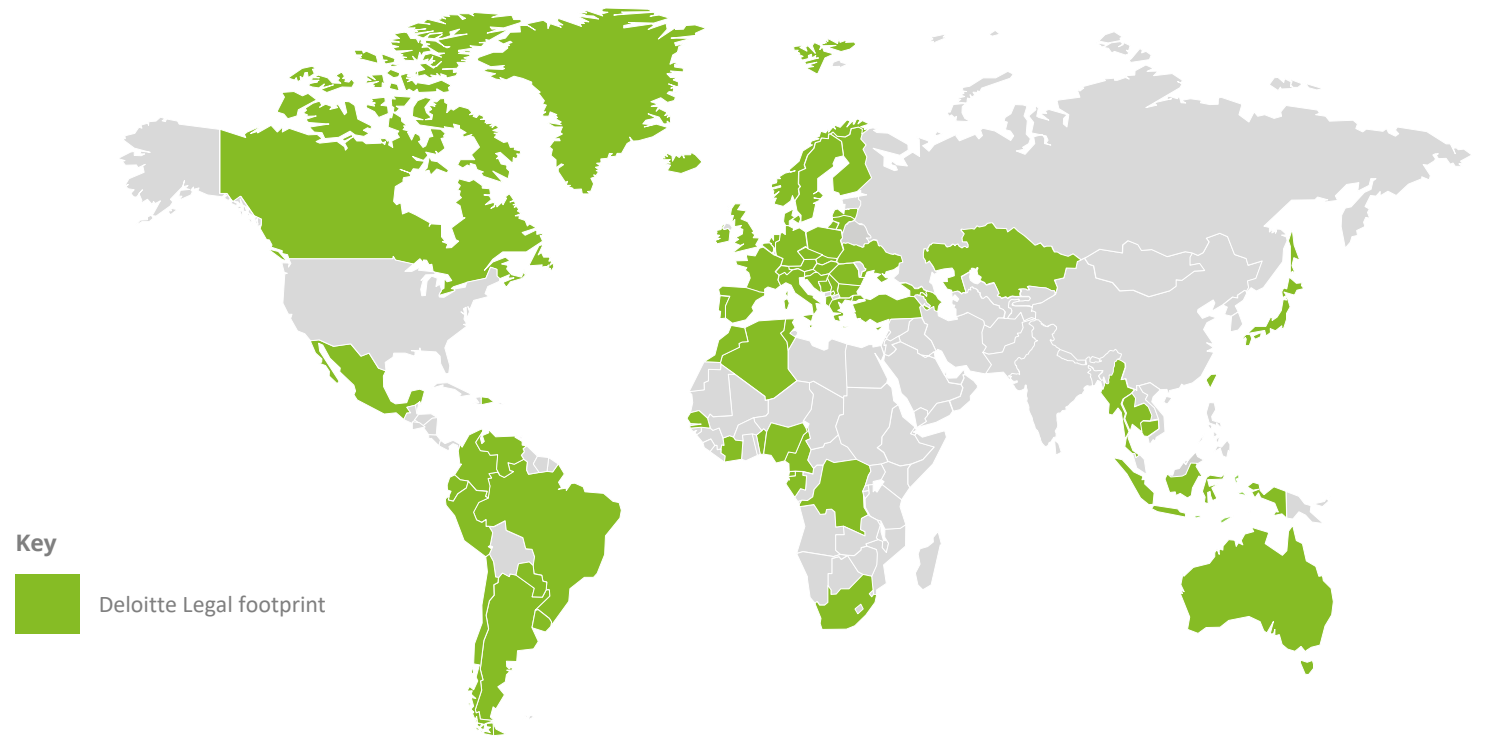
abgestimmt

auf Ihre regulatorischen Anforderungen

Deloitte Legal ist weltweit stark aufgestellt

Es kann sehr herausfordernd sein, eine Vielzahl von Rechtsberatern rund um die Welt zu koordinieren, ohne dabei einzelne Aspekte aus den Augen zu verlieren.

Als eine der weltweit führenden Rechtsberatungen unterstützt Deloitte Legal Sie bei der Bewältigung von Herausforderungen und der Verwirklichung Ihrer Vision; dabei ist Deloitte Legal Ihr zentraler Kontakt für Ihren weltweiten juristischen Beratungsbedarf.



Deloitte Legal practices

- | | | | | | |
|---------------|------------------------|--------------------------|-----------------|------------------|--------------------|
| 1. Albania | 15. Chile | 29. Gabon | 43. Kazakhstan | 57. Peru | 71. Thailand |
| 2. Algeria | 16. Colombia | 30. Georgia | 44. Kosovo | 58. Poland | 72. Tunisia |
| 3. Argentina | 17. Costa Rica | 31. Germany | 45. Latvia | 59. Portugal | 73. Turkey |
| 4. Australia | 18. Croatia | 32. Greece | 46. Lithuania | 60. Romania | 74. Ukraine |
| 5. Austria | 19. Cyprus | 33. Guatemala | 47. Malta | 61. Senegal | 75. Uruguay |
| 6. Azerbaijan | 20. Czech Rep. | 34. Honduras | 48. Mexico | 62. Serbia | 76. United Kingdom |
| 7. Belgium | 21. Dem Rep of Congo | 35. Hong Kong SAR, China | 49. Montenegro | 63. Singapore | 77. Venezuela |
| 8. Benin | 22. Denmark | 36. Hungary | 50. Morocco | 64. Slovakia | |
| 9. Bosnia | 23. Dominican Republic | 37. Iceland | 51. Myanmar | 65. Slovenia | |
| 10. Brazil | 24. Ecuador | 38. Indonesia | 52. Netherlands | 66. South Africa | |
| 11. Bulgaria | 25. El Salvador | 39. Ireland | 53. Nicaragua | 67. Spain | |
| 12. Cambodia | 26. Equatorial Guinea | 40. Italy | 54. Nigeria | 68. Sweden | |
| 13. Cameroon | 27. Finland | 41. Ivory Coast | 55. Norway | 69. Switzerland | |
| 14. Canada | 28. France | 42. Japan | 56. Paraguay | 70. Taiwan | |



Deloitte Legal bezieht sich auf die Rechtsberatungspraxen der Mitgliedsunternehmen von Deloitte Touche Tohmatsu Limited, deren verbundene Unternehmen oder Partnerfirmen, die Rechtsdienstleistungen erbringen.

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen des Einzelfalls gerecht zu werden und ist nicht dazu bestimmt, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen zu sein. Weder die Deloitte Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited, noch ihre Mitgliedsunternehmen oder deren verbundene Unternehmen (insgesamt das „Deloitte Netzwerk“) erbringen mittels dieser Veröffentlichung professionelle Beratungs- oder Dienstleistungen. Keines der Mitgliedsunternehmen des Deloitte Netzwerks ist verantwortlich für Verluste jedweder Art, die irgendjemand im Vertrauen auf diese Veröffentlichung erlitten hat.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), eine „private company limited by guarantee“ (Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht), ihr Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen. DTTL und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sind rechtlich selbstständig und unabhängig. DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Mandanten. Eine detailliertere Beschreibung von DTTL und ihren Mitgliedsunternehmen finden Sie auf www.deloitte.com/de/UeberUns.

Deloitte erbringt Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Risk Advisory, Steuerberatung, Financial Advisory und Consulting für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen; Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und unterstützt Kunden bei der Lösung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen. Making an impact that matters – für die rund 415.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsames Leitbild und individueller Anspruch zugleich.