

# 1. P+P White Paper

Dr. Benjamin Waitz

**DIE RESTRUKTURIERUNG VON PORTFOLIO-  
GESELLSCHAFTEN EINES PRIVATE EQUITY  
FONDS VOR DER INSOLVENZ**

September 2009

## Zielsetzung des P+P White Paper

Investoren sind auf eine Vielzahl von Informationen zu aktuellen rechtlichen und steuerrechtlichen Entwicklungen angewiesen, um stets die optimale Entscheidung für ihre Investments treffen zu können. Diese Informationen sind für Investoren und deren Entscheidungsfindung oft nicht zielführend aufbereitet. Deshalb hat P+P für seine Mandanten die Dokumentationsreihe des P+P White Paper gestartet.

Das P+P White Paper ist in erster Linie für den internen Gebrauch gedacht und soll in Präsentationsform wichtige rechtliche und steuerrechtliche Themen in den Bereichen M&A und Private Equity – von der Fondsstrukturierung über den Unternehmenserwerb bis hin zur Restrukturierung – klar strukturiert und praxisnah darstellen.

Autoren der P+P White Paper sind jeweils Rechtsanwälte und Steuerberater der Kanzlei P+P Pöllath + Partners, die über die von ihnen behandelten Themengebiete eine ausgewiesene Expertise besitzen.

## Demnächst erscheinendes P+P White Paper:



# Executive Summary

- ▶ Erfolgsfaktoren der Restrukturierung von Portfolio-Unternehmen außerhalb eines Insolvenzverfahrens sind eine frühzeitige Restrukturierungsplanung, ein tragfähiges Sanierungsgutachten sowie Restrukturierungsbeiträge aller Parteien.
- ▶ Parteien einer konsensualen Restrukturierung sind im Regelfall die kriselnde Portfolio-Gesellschaft, die Senior Lenders, die Mezzanine Lenders, das an der Portfolio-Gesellschaft beteiligte Management sowie der Sponsor und etwaige Co-Sponsoren.
- ▶ Steht das Portfolio-Unternehmen unmittelbar vor der Insolvenz, steht die Restrukturierung unter hohem Zeitdruck, so dass es eines effizienten Vorgehens bedarf.
- ▶ Im Einzelfall kann jedoch die Durchführung eines Insolvenz(plan)verfahrens gegenüber der vertraglichen Restrukturierung der Portfolio-Gesellschaft vorzugswürdig sein.
- ▶ Dem Sponsor steht ein großes Repertoire an möglichen Restrukturierungsbeiträgen zur Verfügung: Zuführung von *fresh money*, Gewährung von Sicherheiten, Debt Buy-Back etc. Die rechtlichen und steuerlichen Risiken für Private Equity Fonds bei Gewährung solcher Restrukturierungsbeiträge werden im 2. P+P White Paper „Risiken bei Restrukturierungsbeiträgen von Private Equity Fonds“ erläutert.
- ▶ Auch die (Senior und Mezzanine) Fremdkapitalgeber haben eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Restrukturierung des Portfolio-Unternehmens beizutragen: Standstill Agreement, Anpassung der Kreditvertragsdokumentation, Debt-Equity-Swap, Debt-Mezzanine-Swap etc. Besonderheiten der Beteiligung von Banken am Equity des Portfolios werden im demnächst erscheinenden 3. P+P White Paper „Banken als Mitgesellschafter von Sponsoren“ erläutert.

Eine Restrukturierung außerhalb eines Insolvenzverfahrens hat zum Ziel die Fortführung des kriselnden Unternehmens zu sichern. Hierfür bedarf es im Regelfall einer effizienten Restrukturierungsplanung, eines Sanierungsgutachtens sowie eines Restrukturierungsbeitrags aller Beteiligten.

## Zweck

- ▶ **Fortführung des Unternehmens**, das durch Restrukturierungsbeiträge aller Parteien zurück auf die Erfolgsspur geführt werden soll.
- ▶ Nutzung der **Flexibilität einer einvernehmlichen Lösung** gegenüber dem gesetzlich festgelegten Insolvenzverfahren.

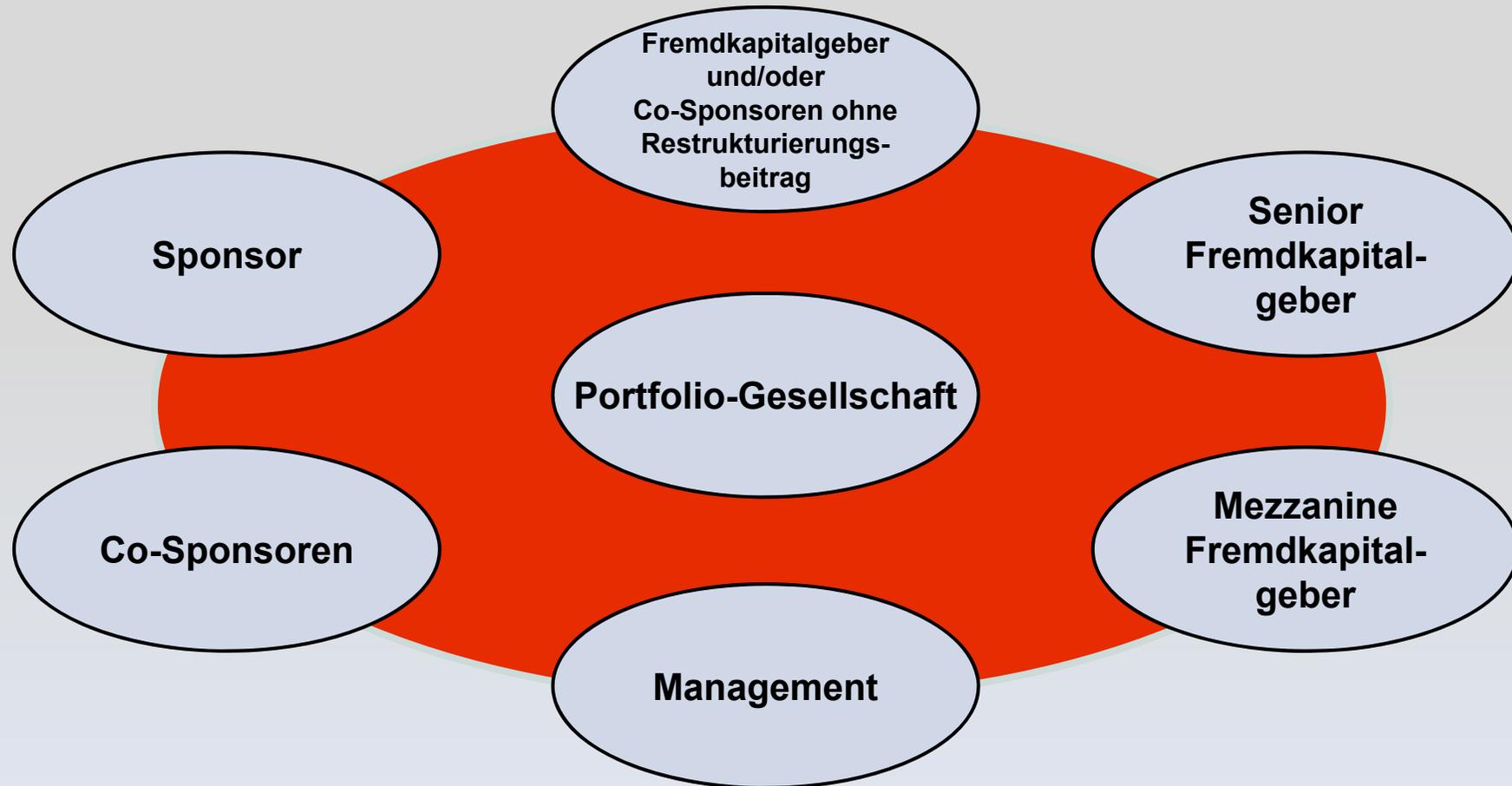
## Erfolgsfaktoren

- ✓ Durch eine frühzeitige und effiziente **Restrukturierungsplanung** wird eine einvernehmliche Lösung vor dem Eintreten einer Insolvenzantragspflicht ermöglicht.
- ✓ Eine tragfähige Aussage zur Sanierungsfähigkeit in einem **Sanierungsgutachten** ist die Grundvoraussetzung für das Erbringen von Restrukturierungsbeiträgen.
- ✓ Die **Restrukturierungsbeiträge aller Parteien** hängen davon ab, dass auch die jeweils anderen Parteien einen wesentlichen Restrukturierungsbeitrag erbringen.
- ✓ Aufgrund des hohen Zeit- und Handlungsdrucks in Krisensituationen bedarf es einer **konsequenten Vorgehensweise** und **schnellen Umsetzung**.

## Position des Sponsors

- ▶ Ohne einen wesentlichen **Restrukturierungsbeitrag des Sponsors** gelingt eine konsensuale Restrukturierung in der Regel nicht.
- ▶ Ist der Sponsor bereit einen Restrukturierungsbeitrag zu leisten, bedarf es der Entscheidung, welche **Form des Beitrages** im Einzelfall die optimale ist.
- ▶ Bei der Wahl des Beitrages sind zu berücksichtigen die **Interessen des Fonds**, das **Bedürfnis der Portfolio-Gesellschaft** sowie die **Beiträge der anderen Parteien**.

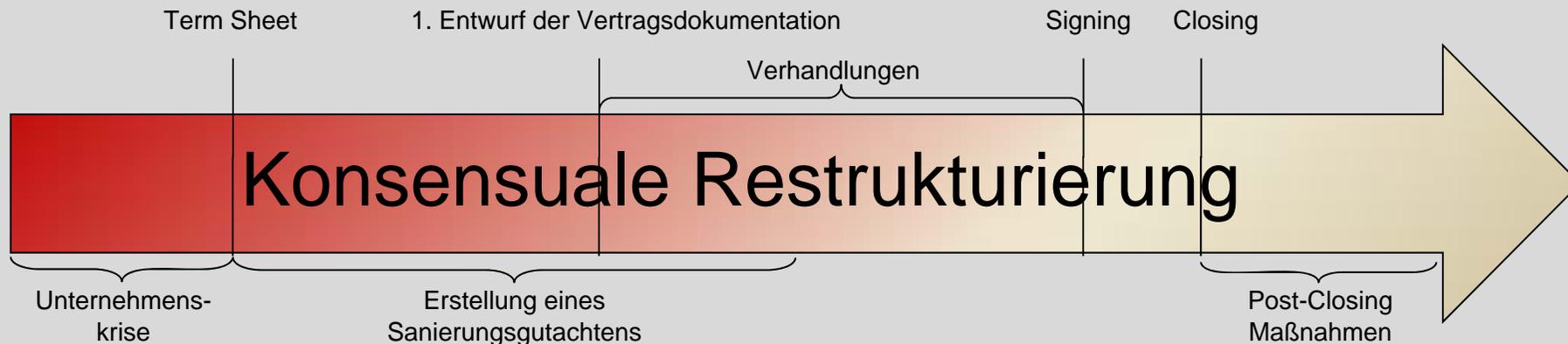
Die Vielzahl der an einer konsensualen Restrukturierung beteiligten Parteien macht den Restrukturierungsprozess sehr komplex.



Eine Restrukturierung außerhalb des Insolvenzverfahrens kann nur erfolgreich durchgeführt werden, wenn noch keine Insolvenzantragspflicht besteht, das Unternehmen noch als sanierungsfähig eingestuft wird und eine Konsens-Lösung aller Beteiligten nicht völlig aussichtslos erscheint.



Aufgrund des hohen Zeitdrucks bei der Restrukturierung eines vor der Insolvenz stehenden Unternehmens bedarf es eines detaillierten Step-Plans.



## Step-Plan einer konsensualen Restrukturierung

<b>1. Schritt</b>	Vereinbarung eines <b>Term Sheets</b> , in dem die Restrukturierungsbeiträge der Parteien und der Ablauf der Restrukturierung festgelegt werden.
<b>2. Schritt</b>	Erstellung bzw. Update eines <b>Sanierungsgutachtens</b> , in dem die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens (erneut) beurteilt wird.
<b>3. Schritt</b>	Vorlage eines ersten Entwurfs der <b>Vertragsdokumentation</b> (Restrukturierungsvereinbarung, Shareholder Agreement, Änderungen der Kreditvertragsdokumentation, Sicherheitenverträge, Managementbeteiligungsprogramm etc.).
<b>4. Schritt</b>	<b>Verhandlung der Verträge</b> zwischen allen Parteien (Portfolio-Gesellschaft, Senior Lenders, Mezzanine Lenders und Gesellschafter (jeweils mit Restrukturierungsbeitrag) sowie Gesellschafter und Lenders ohne Restrukturierungsbeitrag, Management etc.).
<b>5. Schritt</b>	<b>Signing</b> des Restrukturierungsvertrages, der als Rahmenvertrag für die gesamte Restrukturierung fungiert, so dass mit Unterzeichnung des Restrukturierungsvertrages automatisch alle Verträge oder Vertragsänderungen abgeschlossen werden.
<b>6. Schritt</b>	Umsetzung der Restrukturierungsbeiträge ( <b>Closing</b> ), z.B. Auszahlung von <i>fresh money</i> , Forderungsverzichte Sicherheitenbestellung etc.
<b>7. Schritt</b>	Aufgrund des hohen Zeitdrucks können insbesondere technische Maßnahmen auf den Zeitpunkt nach Closing verschoben werden (z.B. Strukturoptimierungen). Rechtlich geschützt werden die Parteien durch die Vereinbarung einer auflösenden Bedingung.

Die konsensuale Restrukturierung hat gegenüber einem Insolvenzplanverfahren oder einem Insolvenzverfahren viele Vorteile, aber auch einige Nachteile.

	Konsensuale Restrukturierung	Insolvenzplanverfahren	Insolvenzverfahren
<b>Vorteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Hohes Maß an Flexibilität aufgrund Sanierungsgestaltung durch Vertrag und Unabhängigkeit von Insolvenzverwalter und -gericht.</li> <li>✓ Geräuschloser Ablauf möglich, so dass wenig nachteilige Publizitätswirkung für den Private Equity Fonds und die Portfolio Gesellschaft.</li> <li>✓ Schnelle Abwicklung möglich.</li> <li>✓ Geringere (indirekte) Kosten durch weniger nachteilige Publizitätswirkung und schnellere Abwicklung.</li> <li>✓ Sanierungsbeiträge durch Alt-Gläubiger wahrscheinlicher als bei Insolvenz(plan)verfahren.</li> <li>✓ Weiterhin besteht die Option, die Restrukturierungsverhandlungen abzubrechen und ein Insolvenz(plan)verfahren durchzuführen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Das Verfahren ist auf die Fortführung des Unternehmens ausgerichtet und nicht auf seine Zerschlagung.</li> <li>✓ Insolvenzverwalter behält bis zum Inkrafttreten des Insolvenzplans seine üblichen Sonderrechte: z.B. vereinfachte Kündigung von Dauerschuldverhältnissen und Arbeitsverhältnissen, Verhängung von Zugriffssperren, so dass gesicherte Gläubiger nicht sofort ihre Sicherheiten verwerten können, etc.</li> <li>✓ Minderheiten wird durch Bildung von Gläubigergruppen bei Abstimmungen teilweise das Blockadepotential genommen.</li> <li>✓ Möglichkeit der Finanzierung über das Insolvenzgeld.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Nur geringes Störerpotential einzelner Gläubiger(gruppen) gegeben.</li> <li>✓ Übertragende Sanierung ist regelmäßig unabhängig vom Erreichen zukünftiger Unternehmensziele.</li> <li>✓ In der Regel kein finanzieller Beitrag des Sponsors erforderlich.</li> <li>✓ Insolvenzverwalter werden Sonderrechte eingeräumt, die eine übertragende Sanierung vereinfachen, z.B. vereinfachte Kündigung von Dauerschuldverhältnissen und Arbeitsverhältnissen, Verhängung von Zugriffssperren, so dass gesicherte Gläubiger nicht sofort ihre Sicherheiten verwerten können, etc.</li> </ul>
<b>Nachteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Meist finanzieller Beitrag des Sponsors unvermeidlich.</li> <li>✗ Konsens-Lösungen stets erforderlich, so dass das Risiko besteht, dass einzelne Gläubiger (z.B. Mezzanine Lenders), die nichts mehr zu verlieren haben, die Strategie der Kooperation zum Scheitern bringen.</li> <li>✗ Weniger Möglichkeiten zur Handhabung auftretender Konflikte zwischen unterschiedlichen Gläubigergruppen (bspw. zwischen gesicherten und ungesicherten Gläubigern).</li> <li>✗ Keine Anwendung von Sonderrechten des Insolvenzverfahrens, durch die die Möglichkeit besteht, sich von bestehenden Dauerlasten (z.B. ungünstige Mietverträge) zu trennen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Im Regelfall ist zur Umsetzung des Insolvenzplans ein finanzieller Beitrag des Sponsors erforderlich.</li> <li>✗ Die negative Publizitätswirkung einer Insolvenz führt nicht nur zu weiteren Absatzverlusten der Portfolio-Gesellschaft, sondern auch zu einem Imageverlust des Sponsors.</li> <li>✗ Mehrheitliche Zustimmung aller Gläubigergruppen erforderlich, was zu Verzögerungen oder gar zum Scheitern des Insolvenzplans führen kann.</li> <li>✗ Sonderrechte des Insolvenzverwalters sind nur ein „stumpfes Schwert“, da das Insolvenzplanverfahren die Kooperation der unterschiedlichen Gläubigergruppen voraussetzt und diese der Insolvenzverwalter meist nicht durch den Einsatz seiner Sonderrechte gefährden will.</li> <li>✗ Anfälligkeit durch Rechtsmittel.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Meist Zerschlagung des Unternehmens, was für den Sponsor wenig attraktiv ist, da die aus der Zerschlagung erzielten Erlöse im Regelfall ganz in die Insolvenzmasse fallen und nur zur Befriedigung von (Dritt)Gläubigern genügen.</li> <li>✗ Die negative Publizitätswirkung einer Insolvenz führt nicht nur zu weiteren Absatzverlusten der Portfolio-Gesellschaft, sondern auch zu einem Imageverlust des Sponsors.</li> <li>✗ Rückfluss eines Liquidationsüberschusses an den Sponsor sehr unwahrscheinlich.</li> <li>✗ Zustimmung des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung zu einer übertragenden Sanierung erforderlich.</li> <li>✗ Die Regelabwicklung ist im Regelfall die kostenintensivste Variante.</li> </ul>

Nicht nur der Sponsor hat ein umfangreiches Repertoire an möglichen Restrukturierungsbeiträgen, ...

Wesentliche Restrukturierungsinstrumente von Sponsoren	
<b>Geldleistung (<i>fresh money</i>)</b>	<p><i>Fresh money</i> kann von den Sponsoren auf unterschiedliche Weise gewährt werden:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Zuführung von neuem Eigenkapital</b> durch den Sponsor im Wege der <b>Kapitalerhöhung</b> oder durch <b>Zahlung in die Kapitalrücklage</b>.</li> <li>• Gewährung von <b>Gesellschafterdarlehen</b> durch den Sponsor (ggf. <b>als Super Senior Loan</b>, der – in Abweichung zum Gesetz – im Rang den Bankendarlehen gleichgestellt wird).</li> </ul>
<b>Sicherheitengewährung durch den Sponsor</b>	Mittelbare Besicherung der Verbindlichkeiten des Portfolio-Unternehmens mit dem Fondsvermögen unter besonderer Beachtung der Vermeidung einer <b>steuerlichen gewerblichen Prägung</b> des Fonds.
<b>Debt Buy-Back</b>	Beim Debt Buy-Back erwirbt der Private Equity Fonds (mittelbar oder unmittelbar) Kredite seiner Portfolio-Gesellschaft zu <b>Preisen „unter par“</b> häufig mit dem Ziel, diese in die Gesellschaft einzubringen und damit deren <b>Verbindlichkeiten zu reduzieren</b> sowie die <b>Einhaltung der Financial Covenants zu erleichtern</b> .
<b>Umverteilung des Equity</b>	<p>Die Umverteilung von Equity kann sich aus unterschiedlichen Gründen ergeben:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Verwässerung</b> von Co-Sponsoren, die kein <i>fresh money</i> gewähren.</li> <li>• <b>Beteiligung der Fremdkapitalgeber</b> am Equity der Portfolio-Gesellschaft.</li> <li>• Übertragung der Anteile an der Portfolio-Gesellschaft auf einen <b>Sanierungstreuhänder</b>, der in einer treuhänderischen Beziehung sowohl gegenüber den Gesellschaftern (sog. Verwaltungstreuhänder) als auch gegenüber den Banken (sog. Sicherheitentreuhänder) steht.</li> <li>• Neues oder angepasstes <b>Managementbeteiligungsprogramm</b>.</li> <li>• Sponsor <b>gibt den Schlüssel</b> der Portfolio-Gesellschaft bei den Banken <b>ab</b> (<i>If you don't pay – get out of the way</i>).</li> </ul>
<b>Forderungsverzicht (<i>hair cut</i>)</b>	Verzicht auf die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen (ggf. gegen Besserungsschein).
<b>Rangrücktritt</b>	Nur ein „tiefer“ Rangrücktritt führt zur Nichtberücksichtigung von Verbindlichkeiten in der Überschuldungsbilanz, d.h. der Darlehensgeber muss in den Rang nach Gesellschafterdarlehen treten.

... sondern auch die Banken können auf eine Vielzahl von Restrukturierungsinstrumenten zurückgreifen.

Wesentliche Restrukturierungsinstrumente von Banken	
<b>Standstill Agreement</b>	Nur für den Zeitraum des Standstill Agreements werden die <b>Rechte der Banken</b> bezüglich (meist genau definierter) Kreditvertragsverstöße der Vergangenheit <b>zeitweilig aufgehoben</b> und die <b>Financial Covenants temporär außer Kraft gesetzt</b> .
<b>Geldleistung (<i>fresh money</i>)</b>	Gewährung neuer Darlehen durch die Fremdkapitalgeber, die ggf. im Rang vorrangig gegenüber den Alt-Darlehen sind („ <b>Super Senior Facility</b> “).
<b>Änderung der Kreditvertragsdokumentation</b>	Änderungen der Kreditvertragsbedingungen können an mehreren Stellen vorgenommen werden: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neuverhandlung oder Aussetzung der <b>Financial Covenants</b> (<i>reset financial covenants</i>).</li> <li>• Vereinbarung der Kapitalisierung von <b>Zinsen</b> und der Stundung von <b>Tilgungsleistungen</b>.</li> <li>• <b>Waiver</b> von Kreditvertragsverstößen.</li> <li>• Einschränkung der <b>Übertragbarkeit der Kredite</b> durch Vereinbarung eines „Vorkaufrechts“ für den Sponsor.</li> </ul>
<b>Debt-Equity-Swap</b>	Ein Debt-Equity-Swap kann klassischerweise auf zwei unterschiedliche Arten erfolgen: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nach einem <b>Kapitalschnitt</b> zur Beseitigung der Unterbilanz der kriselnden Gesellschaft erfolgt die weitere Unternehmenssanierung durch Einbringung einer bestehenden Forderung („Debt“) im Wege der <b>Sachkapitalerhöhung</b> gegen Gewährung neuer Geschäftsanteile („Equity“).</li> <li>• Der Forderungsinhaber <b>erwirbt Anteile</b> an der kriselnden Gesellschaft („Equity“) und leistet einen Sanierungsbeitrag durch den anschließenden (teilweisen) <b>Verzicht auf seine Forderung</b> („Debt“).</li> </ul>
<b>Debt-Mezzanine-Swap</b>	Bei einem Debt-Mezzanine-Swap zum Zwecke der Sanierung findet eine <b>Umwandlung von Kreditforderungen</b> gegen die Portfolio-Gesellschaft in <b>obligationsartiges Genussrechtskapital</b> statt, um somit die Handelsbilanzstruktur zu verbessern und eine bilanzielle Überschuldung zu beseitigen.
<b>Forderungsverzicht (<i>hair cut</i>)</b>	Verzicht auf die Rückzahlung von Darlehen (ggf. gegen Besserungsschein).
<b>Rangrücktritt</b>	Nur ein „tiefer“ Rangrücktritt führt zur Nichtberücksichtigung von Verbindlichkeiten in der Überschuldungsbilanz, d.h. die Banken müssen in den Rang nach Gesellschafterdarlehen treten.

**P+P Pöllath + Partners**

**Rechtsanwälte · Steuerberater**

## Kontakt:



### **Dr. Benjamin Waitz**

Rechtsanwalt

P+P Pöllath + Partners

Telefon +49-89-24 24 0 370

[benjamin.waitz@pplaw.com](mailto:benjamin.waitz@pplaw.com)

## Disclaimer:

Dieses White Paper zu dem Thema „Die Restrukturierung von Portfolio-Gesellschaften eines Private Equity Fonds“ („White Paper“) hat P+P Pöllath + Partners („P+P“) allein zu dem Zweck erstellt, Private Equity Fonds einen Überblick zu verschaffen über rechtliche Themen im Zusammenhang mit der Restrukturierung von Portfolio-Gesellschaften und wurde von P+P ausschließlich zu diesem Zweck erstellt. Das White Paper wurde auf der Grundlage der nachfolgenden Annahmen und Aussagen angefertigt. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von P+P darf es zu keinem anderen Zweck verwendet, insbesondere nicht an Dritte weitergegeben oder in Dokumenten in Bezug genommen werden, die Dritten zugänglich sind.

P+P hat das White Paper nicht für jeden Einzelfall erstellt, sondern es handelt sich um allgemeine Ausführungen, die nicht in jedem Einzelfall zutreffen. P+P macht in dem White Paper keine verbindlichen Aussagen, insbesondere nicht zur Restrukturierung von Portfolio-Gesellschaften eines Private Equity Fonds. Ob die Aussagen von P+P in diesem White Paper vollständig oder für den Zweck ausreichend sind und ob die Inhalte des White Paper richtig und nicht irreführend sind, wird weder zugesichert noch gewährleistet. P+P übernimmt diesbezüglich keinerlei Haftung.

Das White Paper betrifft ausschließlich die Thematik „Die Restrukturierung von Portfolio-Gesellschaften eines Private Equity Fonds“ und beschreibt nur Vorgänge zu dieser Thematik. Alle Informationen in diesem White Paper werden ausschließlich zu Informationszwecken gegeben und jegliche Haftung dafür ist ausgeschlossen.

Das White Paper wurde auf der Grundlage des Rechts der Bundesrepublik Deutschland erstellt, wie es an dem auf der ersten Seite des White Papers angegebenen Datum in Kraft war. P+P praktiziert nur in Deutschland und gibt keine Informationen – auch nicht zu Informationszwecken – in Bezug auf Rechtsordnungen anderer Länder ab.