

Win-win durch Carve-outs in der Krise

Carve-outs können ein geeignetes Instrument in der Krise sein, um diese abzuwenden oder zu überwinden. Dabei gibt es zwei Transaktionstypen. Unternehmen müssen dabei einige Risiken beachten. Text: Christina Mann und Ulrich Klockenbrink



Jon Anders Wilken - stock.adobe.com

Eine Trennung von Unternehmensteilen ist in der Restrukturierung sinnvoll.

Autorin

Christina Mann
ist Partnerin im
Bereich Corporate
bei der Kanzlei
Latham & Watkins
LLP.
christina.mann@
lw.com



Latham & Watkins

— **Die Zahlen der** Unternehmensinsolvenzen überschlagen sich momentan. Dies ist in einigen Fällen auch Ausdruck davon, dass auf strategische und Ergebniskrisen in Unternehmen nicht hinreichend und/oder nicht früh genug reagiert wurde.

Ein wichtiges Instrument zur Abwendung oder Überwindung einer Krise sind sogenannte Carve-out-Transaktionen. Sehr häufig verfügen Unternehmen über Geschäftsbereiche, die nicht zum Kernbereich ihrer Kompetenz gehören. Auch haben viele Unternehmen in der Vergangenheit eine Diversifikationsstrategie gefahren, die nicht zwingend zusammenhängende Geschäftsbereiche unter einem Dach vereint hat. Diese unterschiedlichen Geschäftsbereiche lassen sich bereits im Status quo oder zumindest perspektivisch clustern, um den Unternehmen die Entscheidung zu

ermöglichen, sich strategisch (neu) auszurichten und sich, wo erforderlich oder naheliegend, von bestimmten Bereichen zu trennen. Nicht selten drängen auch die Finanzierer von Unternehmen in der Krise darauf, Möglichkeiten für entsprechende Carve-out-Transaktionen sowie das Für und Wider mit Blick auf diese Transaktionen zu analysieren.

Die Gründe für eine Trennung in der Krise kann man vereinfachend wie folgt kategorisieren: Entweder können Problembereiche eines Unternehmens veräußert werden, um das verbleibende Unternehmen gestärkt zurückzulassen, oder profitable Bereiche können veräußert werden, um aus den Erlösen den zurückbleibenden krisenbetroffenen Teil des Unternehmens strategisch und/oder operativ zu sanieren beziehungsweise zu entschulden. In beiden Szenarien sollte der zurückbleibende Teil des Unternehmens von der Carve-out-Transaktion profitieren. Zudem erhöht sich der Fokus des zurückbleibenden Unternehmensteils, so dass Kapazitäten auf den verbleibenden Teil konzentriert werden können.

Restrukturierungsfokus wechselt

Die rechtlichen und wirtschaftlichen Parameter dieser beiden Carve-out-Transaktionstypen sind jedoch grundlegend verschieden: Bei der Veräußerung von Problembereichen liegt ein wesentlicher Restrukturierungsfokus auf dem zu veräußernden Teil. Da sich dieser in der Krise befindet, muss er gestützt werden. Oftmals ist ein negativer Kaufpreis zu erbringen, die sogenannte Mitgift. Der Verkäufer versucht sich dafür von potentiellen künftigen Insolvenzen des veräußerten Unternehmensteils möglichst unabhängig zu machen, was auch als sogenanntes Ringfencing bezeichnet wird. In der Praxis müssen dabei mitunter

Kompromisse eingegangen werden, bei denen der zurückbleibende Unternehmensteil für den veräußerten Bereich temporär weiter haftet. Um für den Verkäufer keine unkalkulierbaren Risiken einzugehen, werden bei diesem Transaktionstyp nicht selten Sanierungsgutachten für den zu verkaufenden Teil erstellt. Dabei sind mit Blick auf den Going Concern neben den Synergieeffekten für die neue Gruppe auch die oftmals für eine gewisse Zeit notwendigen Transitional Services, die das veräußernde Unternehmen zu erbringen hat, zu berücksichtigen.

Käufer bei Carve-out-Transaktionen

Genau umgekehrt verhält es sich bei der Veräußerung des starken Unternehmensteils. Hier erfolgt der Carve-out, um den zurückbleibenden schwachen Unternehmensteil zu restrukturieren, womit der Restrukturierungsfokus auf dem zurückbleibenden Teil liegt. Der Käufer hat das Interesse, nicht mit Risiken – insbesondere mit Anfechtungsrisiken etwa in Bezug auf die Transaktion selbst – aus der veräußernden Struktur belastet

zu werden. Um diese Risiken kalkulierbar einschätzen und abwenden zu können, ist es in diesen Fällen üblich, ein Sanierungskonzept für den zurückbleibenden Unternehmensteil zu erstellen, das durch ein Sanierungsgutachten abgesichert werden kann.

So unterschiedlich wie die Carve-out-Transaktionstypen sind, so unterschiedlich sind auch die Käuferuniversen. Während beim Verkauf von gesunden Unternehmensteilen Strategien wie auch klassische Private-Equity-Investoren zu finden sind, werden in Bezug auf die Übernahme von Unternehmensteilen in der Krise regelmäßig Spezialfonds aktiv. Es ist sowohl für den Käufer, der bislang keine Erfahrung mit Krisensituationen hat und gesunde Unternehmensteile erwirbt, als auch für den Verkäufer, der sich von krisenbetroffenen Segmenten trennt, essentiell, sich gründlich mit den wirtschaftlichen und rechtlichen Besonderheiten dieser Art von Transaktionen vertraut zu machen. Ein tiefgehendes Verständnis für die spezifischen Herausforderungen und Chancen, die Carve-outs mit sich bringen, ist entscheidend, um die Transaktion für beide Seiten vorteilhaft zu gestalten. «

Autor

Ulrich Klockenbrink ist Partner im Bereich Restrukturierung bei der Kanzlei Latham & Watkins LLP.
ulrich.klockenbrink@lw.com



Latham & Watkins