

# Primacom - Ende gut, alles gut!

von Asmus Ohle & Wolf Waschkuhn

**5.** Juli 2010 - geplante Versteigerung der Anteile an der Primacom Management GmbH im Berliner Hotel Intercontinental. Doch um 9.00 Uhr tritt der Gläubigerversammlung zusammen und beschließt den Verkauf der Anteile an der operativen Tochter der insolventen Holding Primacom AG an den Luxemburger Investor Medfort S.à r.l. im freihändigen Verkauf.

16. Juli 2015 - Verkauf der Primacom Holding GmbH (der früheren Primacom Management GmbH) an Telecolumbus AG, für € 710 Mio., entsprechend etwa 11 x EBITDA 2015. Abzüglich einer Kapitalerhöhung hatte der finanzielle und operative Restrukturierungsprozess der vergangenen fünf Jahre einen Wert von über € 400 Mio. geschaffen!

Die Vorgeschichte zum 5. Juli 2010 war langwierig, spitzte sich allerdings im Mai 2010 zu. Besicherte Gläubiger und die Konzernmutter Primacom AG konnten sich auch in intensiven Verhandlungen nicht auf ein Restrukturierungskonzept einigen. Daraufhin wurde die vorbereitete Rückfalloption einer Zwangsvollstreckung in die verpfändeten Titel der operativen Gesellschaft Primacom Management GmbH gezogen. Die Gläubiger versicherten der Geschäftsführung, daß sie die operative Gesellschaft mit Hilfe zusätzlicher Liquidität und des Nichteinforderns von garantierten Verbindlichkeiten aus der Insolvenz halten wollten.

One Square Advisors als Finanzrestrukturierungsberater hatte im Vorfeld zur Zwangsvollstreckung einen Investor in Gibraltar, Yellow Bridge Partners Ltd, identifiziert, der erheblichen Wert in der Primacom sah. Yellow Bridge Partners gründete im Mai 2010 das Zweckvehikel Medfort, welches als Käufer und Restrukturierungsgesellschafter, im Branchenjargon auch RIVA genannt, auftreten sollte.

### Vorteile gegenüber der Treuhand

Gleich im Anschluß an den Kauf zeigten sich die Vorteile einer solchen gläubigerfreundlichen Lösung gegenüber einer doppel-nützigen Treuhand. Der neue Gesellschafter konnte kraftvoll und strategisch agieren, ausgestattet mit allen Gesellschafterrechten und ohne Rücksicht auf noch vorhandene Treugeber. Innerhalb weniger Wochen wurde ein sogenanntes Operations Council

etabliert und genehmigungspflichtige Geschäfte definiert, um dem Management einen klaren operativen Handlungsrahmen vorzugeben. Das Operations Council war das Forum für Diskussionen der Gesellschafter Medfort mit der Geschäftsführung der Primacom Gruppe und die Verabschiedung von weitreichenden operativen Weichenstellungen. Unmittelbar nach der Übernahme wurden Gespräche mit den Finanzgläubigern gesucht, um zu einer konsensualen Einigung zu kommen. Medfort wurde während der Phase der finanziellen Restrukturierung von One Square Advisors beraten.

### Radikale Schritte notwendig

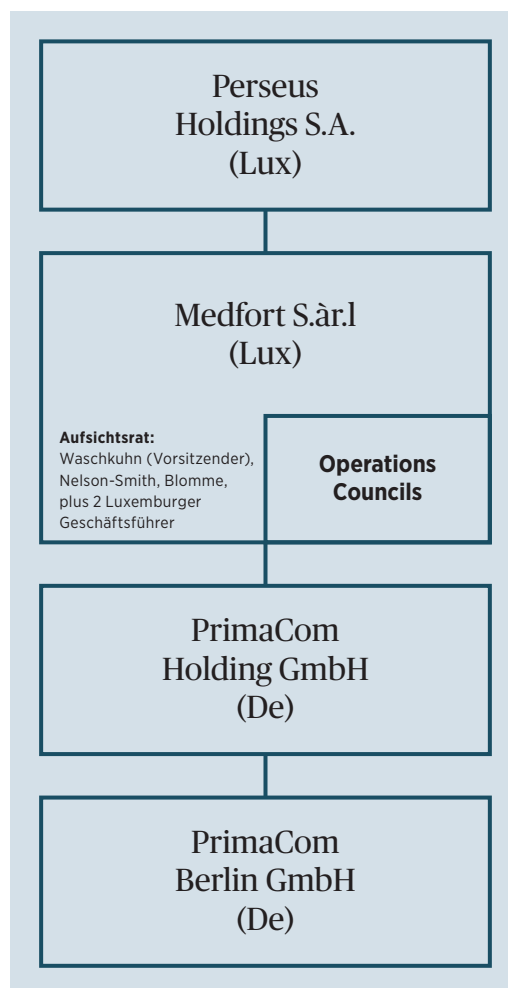
Schnell wurde klar, daß das vorhandene Management den notwendigen, fundamentalen Wandel nicht bewerkstelligen könnte. Primacom war unter der Führung des Managements zu einem Selbstbedienungsladen erster Güte gekommen, alle industriespezifischen KPIs waren unterdurchschnittlich. Innovationsfähigkeit und Kostenstruktur waren langfristig nicht wettbewerbsfähig. Die Last gebrochener Investitionsversprechen gegenüber den sogenannten Gestattungsgebern, also Wohnungsgesellschaften, mit denen Kabelnetzbetreiber langfristige Verträge zur Signallieferung abschließen, wog schwer und nachhaltig. Der industrieweite Trend schrumpfender Einnahmen aus der Grundversorgung mit analogem Fernsehsignal verstärkte den Abwärtstrend noch.

### Phase Januar - November 2011

Im Januar 2011 wurde die erste Phase der finanziellen Restrukturierung vollzogen. Medfort übernahm per unwiderruflicher Schuldübernahme ca. € 115 Mio. Finanzschulden der nachrangigen Gläubiger, ohne daß diese einen formalen Verzicht aussprechen mußten. Die Schuldübernahme machte bilanzmäßig Platz für ein neues € 30 Mio. Darlehen. Der ursprüngliche Investor Yellow Bridge Partners entschied, Medfort an eine von einigen Finanzgläubigern beherrschte Gesellschaft in Luxemburg zu verkaufen. Das in Medfort vorhandene Management blieb erhalten und konnte sich nun auf die operative Restrukturierung konzentrieren. Der Austausch der 1. und 2. Linie des Managements erfolgte Schlag auf Schlag. Eine erste Großinvestition in Berlin, der Austausch der Medienberateragentur, erhöhte Provisionen und die Wiederaufnahme von Marketinginvestitionen folgten. Im Juli 2011 wurde mit Joachim Grendel, ehemaliger COO von Unity Media, ein Manager als neuer CEO gewonnen, der die richtige Mischung aus operativer Detailkenntnis, Härte und Teamgeist mitbrachte. Das Managementteam wurde durch einen neuen CFO und Vertriebsleiter weiter verstärkt.

### Scheme of Arrangements

Das im Zuge der finanziellen Restrukturierung erstellte Sanierungsgutachten hatte ein zu optimistisches Bild der finanziellen Entwicklung entworfen. Es wurde daher Mitte 2011 klar, daß eine



Gesellschafterstruktur nach Verkauf an Medfort und Verkauf von Yellow Bridge Partners Ltd (Quelle: One Square Advisors)

	Vor Restrukturierung	Nach 1. Restrukturierung (Debt / Equity Swap)	Nach 2. Restrukturierung (Scheme of Arrangement)	
€ Mio.	31.12.10	31.01.11	31.12.12	Delta
Mezzanine Darlehen	140	46	10	(130)
Gesamtverschuldung bei Finanzinstituten	215	194	219	4
RCF Darlehen	15	–	–	(15)
Gesellschafter Darlehen	22	–	–	(22)
<b>Altverschuldung</b>	<b>392</b>	<b>241</b>	<b>229</b>	<b>(163)</b>
Neue Second Lien Linie	–	30	–	–
Neue Super Senior Linie	–	–	22	22
<b>Gesamtverschuldung</b>	<b>392</b>	<b>271</b>	<b>251</b>	<b>(141)</b>
Eigenkapital	(91)	27	12	102

Entwicklung der Finanzierungsstruktur während der Finanzrestrukturierung

zweite finanzielle Restrukturierung mit weiterer Schuldübernahme und weiterem Einschluß frischen Geldes notwendig werden würde.

Wegen der erneuten Notwendigkeit einer finanziellen Restrukturierung in kurzer Frist brach die Einigkeit im Kreise der Gläubiger. Im Gegensatz zur vorhergehenden Bilanzrestrukturierung war ein konsensualer Weg unmöglich. Deshalb entschied sich das Management, den Weg des sogenannten Schemes of Arrangement, einem außerinsolvenzlichen Verfahren zur Mehrheitsfindung unter dem englischen Company Act, zu gehen. Ein Scheme of Arrangement nach englischem Recht war statthaft und möglich, weil die Kreditverträge englischem Recht unterlagen und die Mehrheitsfindung sich ausschließlich im Kreise der Finanzgläubiger abspielte. Die gesellschaftsseitige Führung durch dieses Verfahren übernahm der als CRO agierende Aufsichtsratsvorsitzende, einer der Autoren dieses Artikels.

Das Scheme of Arrangement wurde nach intensiven Wochen im Dezember 2011 und Januar 2012 erfolgreich abgeschlossen. Es eröffnete den Weg zur einer weiteren Schuldübernahme i.H.v. € 37 Mio. durch Medfort und einem Kapitalzufluss i.H.v. € 20 Mio. in Form eines sogenannten Super Senior Darlehens. Ende 2012 wurde auch noch das im Rahmen der 1. Restrukturierung gewährte Second Lien Darlehen durch Medfort übernommen.

### Februar 2012 – Dezember 2013

Die Zeit von Februar 2012 - Dezember 2013 war geprägt durch durchgreifende operative Maßnahmen, wie zum Beispiel dem stückweisen Wiederaufbau des Vertrauens bei Gestattungsgebern, dem kompletten Neuaufbau des Kundendienstes, dem Abbau immer noch schwebender, erheblicher Gewerbesteuerverbindlichkeiten aus einer früheren Restrukturierung, und der kompletten Neuausrichtung der Führungsebenen. Eine Reihe von sogenannten „strategic initiatives“ hatte die Verringerung variabler Kosten zum Ziel, um

in der Folge des geplanten organischen und akquisitorischen Wachstums Hebeleffekte im Ergebnis zu erzielen.

### Dezember 2013 – April 2015

Nach wiedergefundenem wirtschaftlichen Fundament und Selbstvertrauen der Organisation begannen die Verhandlungen zum Kauf des Wettbewerbers Deutschen Telekabel (DTK), deren Kauf im April 2014 abgeschlossen wurde. Wenige Tage später setzte der Integrationsprozess ein und Ende des Jahres 2014 konnte das Manage-



Asmus Ohle, One Square Advisors Ltd



Wolf Waschkuhn, One Square Advisors GmbH

ment dann Vollzug vermelden - innerhalb von 7 Monaten hatte man mehr als 20% des beim Verkaufszeitpunkt kombinierten EBITDA als Synergien gehoben.

Die einhergehende Ergebnisverbesserung bildete die Grundlage zum zweiten, wesentlichen Schritt, der letzten Endes den erfolgreichen Verkauf im Juli 2015 ermöglichte. Im November 2013 hatte sich der Aufsichtsrat entschlossen, einen neuen CFO mit größerer Erfahrung im internationalen Kapitalmarktgeschäft und Akquisitionen an Bord zu holen: Jens Müller, ehemaliger Co-CFO des Wettbewerbers Unity Media. Dieser betrieb vom August 2014 die Refinanzierung der bestehenden Kapitalstruktur. Die Refinanzierung führte neben einer Zinsreduzierung zu einer Vereinfachung der mittlerweile sehr komplex gewordenen Darlehensverträge und wurde im April 2015 vollzogen.

Im Januar 2015 ging die ehemalige Schwester Telecolumbus AG an die Börse. Erwartungen im Kurs enthielten auch weitere Akquisitionen, um die Stellung als drittgrößter deutscher Kabelnetzbetreiber zu konsolidieren. Deswegen war es wenig überraschend, daß Gespräche zwischen Telecolumbus und Primacom begannen. Die große regionale Überlappung nährte die Hoffnung auf erhebliche Synergien, deren Hebung das Management der Primacom gerade mit der Integration der DTK eindrucksvoll bewiesen hatte.

Die Gespräche mündeten am 16. Juli 2015 im Verkauf der Primacom an Telecolumbus. Der Kaufpreis von € 710 Mio. hatte für die ehemals nachrangigen Gläubiger und jetzigen Gesellschafter einen Wert von über € 400 Mio. geschaffen!

Viele Lehren lassen sich aus diesem höchst erfolgreichen Turnaround ziehen:

- Die RIVA Struktur erlaubte den Gläubigern, die Sanierungsprämie zu erhalten, die ihnen aufgrund ihres faktischen Eigenkapitalrisikos auch zustand.
- Werterhaltung und Wertsteigerung wurde durch eine straffe Führung der Restrukturierungsprozesse durch die Gesellschaft und die Gesellschaft erzielt.
- Die von der jeweiligen Turnaroundphase abhängige Zusammensetzung des Aufsichtsrates war wesentliches Element des Erfolges.



www.onesquareadvisors.com