

INDAT REPORT

Fachmagazin für Restrukturierung,
Sanierung und Insolvenz

Wann erforderlich, wann entbehrlich?

Frankfurt am Main. Zum dritten Mal lud die P+P Training GmbH zum Frankfurter Insolvenz- und M&A-Forum ein. Trotz parallel stattfindender IAA erschienen am 17.09.2015 rund 300 Teilnehmer im Gesellschaftshaus des Frankfurter Palmengartens zur ganztägigen Veranstaltung. Wie bereits die Tagesordnung widerspiegelte, setzte sich dabei auch das Publikum aus allen Bereichen zusammen, wobei – jedenfalls ausweislich der ersten fünf durchgeführten SMS-Votings – die größte Gruppe die der Sanierungs- und Restrukturierungsberater war.

Text: Rechtsanwältin Dr. Lena Verdenhalven, Brinkmann & Partner, Frankfurt

Nach der Begrüßung durch RAin Katharina Reuther und RA Dr. Georg Greitemann (beide P+P Pöllath + Partners) begann Bettina Stark-Watzinger, die Generalsekretärin der FDP Hessen, ihre Keynote Speech und veranschaulichte unter dem Schlagwort »Die Partei als Unternehmen«, wie die FDP nach ihrer Wahlniederlage bei der letzten Bundestagswahl die Restrukturierung der Partei angegangen war: Nach einer Bestandsaufnahme und Analyse seien die Ziele definiert und in den ersten Landeswahlkämpfen auch umgesetzt worden, durch die der Turnaround gelingen solle. Definiert wurde dies durch eine enge Zusammenarbeit mit der Parteibasis im Sinne eines »partizipativen Leitbildprozesses«, als dessen Ergebnis das Motto »Mehr Chancen durch mehr Freiheit« stand. Um diesen Wandel der Bevölkerung nahezubringen, so die Generalsekretärin, habe sich die FDP den Wählern als Marke präsentiert und hierbei vor allem die neuen Kommunikationswege der sozialen Medien genutzt.

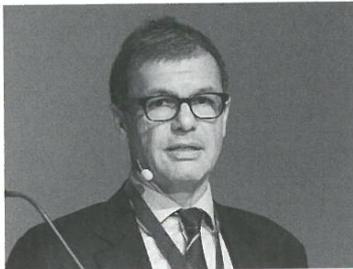
An diese Fallstudie einer Sanierung knüpfte die erste Paneldiskussion zu dem Thema »Markt: Die Distressed-Branche in der Krise?« an, in der fünf Teilnehmer aus allen Bereichen der Branche unter der Moderation von Katharina Reuther den allgemein am Markt herrschenden Eindruck der rückläufigen Insolvenz- und Sanierungsverfahren diskutierten. Vor Beginn der Diskussion wurden die Teilnehmer per SMS-Voting zur Abstimmung darüber gebeten, wie zufrieden sie bisher mit dem Geschäftsjahr 2014/2015 seien, was 51 % der abgegebenen Stimmen immerhin mit »zufrieden« beantworteten. Die Diskussion des Panels wurde durch von Lucie Gabor (B. Metzler GmbH) präsentierte Statistiken untermauert, anhand derer tatsächlich ein Wandel der Branche nachzuvollziehen war. So sind ausweislich der Thomson Reuters Mergers & Acquisitions database die M&A-Transaktionen im Distressed-Bereich von 226 im Jahr 2013 auf 112 zum 31.08.2015 zurückgegangen. Dominiert wurde der deutsche M&A-Markt in den vergangenen Jahren im Bereich »Consumer/Retail« und »TMT«. Der Rückgang der Transaktionen im Krisenbereich wurde von den Teilnehmern der Diskussion auf verschiedene Faktoren zurückgeführt, u. a. wurde festgestellt, dass in den letzten Jahren die vorgerichtliche Restrukturierung stärker genutzt wor-

den sei, aber auch die Insolvenzverfahren wiederum länger gedauert hätten. Zudem sei, nicht zuletzt durch das ESUG, die Position der Gläubiger und damit auch deren Selbstbewusstsein gestärkt worden, was sich im Verwaltermarkt bemerkbar gemacht habe. Daneben sei aber auch die Zahl der Unternehmensinsolvenzen von 2014 auf 2015 um 7,6 % zurückgegangen.

Passend zu den in der Paneldiskussion angesprochenen Veränderungen des Markts gaben Katharina Reuther und RA Dr. Rainer Riggert (Schultze & Braun) einen Ausblick auf das geplante Konzerninsolvenzrecht und dessen Auswirkungen auf M&A-Transaktionen im Rahmen von Konzerninsolvenzen. Aus Sicht der Vortragenden werde das Konzerninsolvenzrecht lediglich die Vorgehensweise bei Transaktionen beeinflussen, um so die Veräußerung der wirtschaftlichen Einheit zu stärken, ohne jedoch zu neuen Transaktionsstrukturen zu führen.

Dos and Don'ts bei »Operationen am offenen Herzen«

Nach einem Vortrag zum Thema »Aktuelle Steuerrisiken – Verwertung unter Buchwert/Sanierung des Sanierungserlasses?« von RA Dr. Thomas Töben (P+P Pöllath + Partners) und RAin Sarah Wolf (PKF Fasselt Schlage) wurde die zweite Paneldiskussionsrunde eröffnet. RA Dr. Georg Greitemann moderierte die Gesprächsrunde zum Thema »Restrukturierungspraxis: Unitranche & Co. – Risiken und Nebenwirkungen in Restrukturierung und Insolvenz«, in der die fünf Teilnehmer über alternative Finanzierungsmethoden sowie deren Chancen und Risiken in der Krise diskutierten. Erfrischend war besonders der Beitrag von RA Dr. Christoph Schulte-Kaubrügger (White & Case), der unumwunden zugab, dass er sich zunächst einmal bei Kollegen seiner Sozietät über die Details des »Direct Lending« und der »Unitranche« habe informieren müssen, um einen fundierten Diskussionsbeitrag leisten zu können. Aus seiner Erfahrung als Insolvenzverwalter konnte er nicht über mögliche Risiken und Behandlung der Finanzierungen im Insol-



RAin Katharina Reuther, RAin Sarah Wolf, Lucie Gabor, RA Dr. Rainer Eckert, WP/StB Arndt Geiwitz, RA Dr. Christoph Schulte-Kaubrügger

venzfall berichten, was jedoch vornehmlich auf die Laufzeit der jeweiligen Darlehen und die Neuheit dieser Instrumente zurückzuführen sei, sodass es bisher noch wenige tatsächliche Fälle gegeben habe.

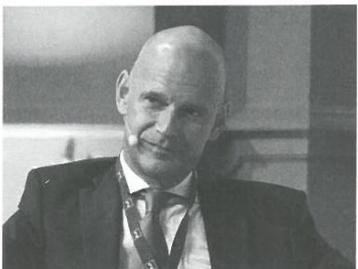
Der Nachmittag stand sodann ganz im Zeichen des Tagungsthemas »Insolvenz und M&A« und wandte sich in zwei Vorträgen und einer letzten Paneldiskussion den Fragen rund um den M&A-Prozess im Insolvenzverfahren zu. Eingeleitet wurde dieser Teil nach einer ausführlichen Mittagspause von RA Dr. Rainer Eckert (Eckert Rechtsanwälte) und RA Dr. Christian Gerloff (Gerloff Liebler Rechtsanwälte), die dem Publikum die Besonderheiten einer Krankenhausinsolvenz unter der plakativen Überschrift »Operation am offenen Herzen – Herausforderungen und Fallstricke« näher brachten. Die Referenten beschränkten sich dabei auf die »Dos and Don'ts« der sanierenden Übertragung in der Krankenhausinsolvenz, die regelmäßig nur im Rahmen eines Insolvenzplans in Betracht komme, da der Rechtsträger vor allem zur Erhaltung der Stellung im Landesbettenplan notwendig sei.

Der weitere Verlauf des Nachmittags war vor allem durch die Frage geprägt, ob im Insolvenzverfahren – unabhängig davon, ob Eigenverwaltung- oder Regelverfahren – grundsätzlich neben dem Insolvenzplan auch ein M&A-Prozess durchzuführen sei. Eingeleitet wurde diese Diskussion durch den mitunter kontroversen Vortrag von RA Dr. Jan Markus Plathner (Brinkmann & Partner) und Frank Günther (One Square Advisors) zum Thema »RENA: Insolvenzplan vs. M&A-Prozess«. Ein Erfahrungsbericht illustrierte den Teilnehmern die Schwierigkeiten, denen sich die verschiedenen Interessengruppen in Insolvenzverfahren durchaus ausgesetzt sehen können. Eingeleitet wurde der Vortrag damit, dass durch unterschiedliche Arten der Finanzierung auch neue Interessengruppen im Insolvenzverfahren als Beteiligte auftauchen könnten, wie beispielsweise die Anleihegläubiger. Diese hätten die Besonderheit, nicht nur einfache Insolvenz-

gläubiger nach § 38 InsO zu sein, sondern auch als Massekreditgeber und/oder Planinitiatoren auftreten zu können. Meistens stellten die Anleihegläubiger, die im Insolvenzverfahren durch den gemeinsamen Vertreter repräsentiert werden, jedoch die größte Gläubigergruppe. Bei der Frage Dual Track spiele dies eine Rolle, wenn die Anleihegläubiger kein Interesse an der Durchführung eines M&A-Prozesses hätten, dies unter Umständen für die anderen Gläubiger aber die beste Art der Gläubigerbefriedigung sein könne. Manifestiert habe sich dies in einem Konflikt zwischen der Gläubigerversammlung und dem Gläubigerausschuss, den die Vortragenden nach unterhaltsamer interner Diskussion neutral wie folgt formulierten: »Kann eine nach § 75 Abs. 1 Nr. 4 InsO einberufene besondere Gläubigerversammlung Entscheidungen des Gläubigerausschusses abändern, aufheben oder diesen anweisen, eine bestimmte Entscheidung zu treffen?« Nach Auffassung der gemeinsamen Vertreter sei die Gläubigerversammlung das oberste Organ im Insolvenzverfahren und eine Zurückverweisung sei auch gegen den Willen des Gläubigerausschusses möglich. Dem wurde entgegengehalten, dass der Gläubigerausschuss ein unabhängiges Organ sei, das nur in der ersten Gläubigerversammlung gewählt werde, und danach keine Abwahl oder Entmachtung möglich sei.

Ist in jedem Fall ein Dual Track erforderlich?

Einig waren sich die Vortragenden hinsichtlich der Frage, ob neben dem Insolvenzplan auch ein M&A-Prozess durchzuführen sei, die Dr. Jan Markus Plathner dahingehend beantwortete, dass der Verwalter nach sowie vor Einführung des ESUG die bestmögliche Gläubigerbefriedigung im Blick haben müsse. Im Regelfall könne aber die eingangs gestellte Frage »Muss zwingend von



*RA Thomas Harbrecht, RA Dr. Rainer Riggert, RA Dr. Christian Gerloff,
Dr. Andreas Fröhlich, RA Dr. Jan Achsnick, Burkhard Jung*

Anfang an ein Dual Track durchgeführt werden?» mit »Ja« beantwortet werden. Am besten verfolge man einen Dual Track, bei dem man beide Szenarien vorbereitet und verfolgt, da der Verzicht auf eines der beiden ein Eingehen vermeidbarer Risiken bedeute. Letztlich hoben Dr. Jan Markus Plathner und Frank Günther aber hervor, dass dies eine Frage des Einzelfalls und von den Umständen der Situation abhängig sei. Insbesondere sei ein Verzicht auf den Dual Track möglich, wenn die Planinitiative sicher sei bzw. das spätere Starten eines Transaktionsprozesses ohnehin nicht zu einer Gefährdung der Gläubigerinteressen führe.

Publikumsmeinung per SMS-Voting

Vor der nachfolgenden Paneldiskussion gab es eine erneute per SMS zu beantwortende Publikumsfrage, die nach der Diskussion nochmals gestellt wurde, um zu prüfen, ob sich der Meinungsaustausch des Panels auf die Meinung der Teilnehmer auswirkte – um die Antwort vorwegzunehmen: Er hat! Vor der Gesprächsrunde beantworteten 50% der Teilnehmer die Frage »Ist im Eigenverwaltungsverfahren für Zwecke der bestmöglichen Gläubigerbefriedigung parallel zum angestrebten Planverfahren ein M&A-Prozess durchzuführen?« mit »Ja«. Nach der anschließenden Paneldiskussion waren nur noch 17% der Teilnehmer der Ansicht, dass parallel zu dem angestrebten Planverfahren immer ein M&A-Prozess durchzuführen sei, 77% waren der Ansicht, dass diese Frage abhängig von der Konstellation des jeweiligen Falls beantwortet werden müsse (vorher 41%).

Eingeleitet wurde die letzte Panelrunde durch einen Beitrag von Dr. Andreas Fröhlich von der Perspektiv GmbH, der einen Impulsvortrag zum Thema »Investorenprozess im Eigenverwaltungsverfahren« hielt. Der Referent führte dazu zunächst aus, dass in Eigenverwaltungsverfahren die ohnehin in jedem Insolvenzverfahren vorhandenen Interessen noch durch die des Ma-

nagements bzw. Gesellschafters ergänzt werden müssten, die regelmäßig kein Interesse an der Durchführung eines Transaktionsprozesses hätten. Hiergegen streiteten die Interessen der Gläubiger und des Sachwalters, die die bestmögliche Gläubigerbefriedigung vor Augen hätten. Insbesondere beim Nichteinleiten eines Transaktionsprozesses sähen sich Gläubigerausschuss und Sachwalter u.U. dem Vorwurf ausgesetzt, eine Lösung präferiert zu haben, die nicht zu der höchsten Quotenauszahlung für die Insolvenzgläubiger führe. Hier empfehle sich, das schuldenrische Unternehmen zu bewerten, um sodann für die Gläubiger eine Vergleichsrechnung erstellen zu können. Insofern sei jedoch problematisch, dass eine theoretische Bewertung nur bei planbaren sicheren Cashflows möglich sei und letztlich u.U. auch nicht den am Markt zu erzielenden Preis reflektiere. Als Basis für die anschließende Diskussion stellte Fröhlich daher fünf Thesen auf: Zur Enthftung der Beteiligten sei ein Investorenprozess zu Beginn des Antragsverfahrens unvermeidbar; zur Absicherung der angestrebten Planlösung sei die parallele Entwicklung einer Back-up-Lösung zwingend; eine Bewertung des Schuldnerunternehmens beantworte im besten Fall die Frage nach einer Vergleichsrechnung. Die Interessen der Gläubiger in EV-Verfahren seien dadurch aber nicht hinreichend berücksichtigt; ein Investorenprozess zu Beginn des Antragsverfahrens konterkarriere die Zielsetzung, eine Eigensanierung mittels Plan zu fördern, und ein vorzeitiges Aufsetzen eines breit angelegten Investorenprozesses wirke sich nachteilig auf die angestrebte Eigensanierung aus.

Andreas Fröhlich ging dabei insbesondere auf die zeitlichen Rahmenbedingungen eines Insolvenzverfahrens ein, die den Beteiligten regelmäßig keine Zeit ließen, wenn erst die angestrebte Planlösung gescheitert sei, einen Investorenprozess zu initiieren, da die liquide Situation des zu sanierenden Unternehmens keine langfristige Betriebsfortführung zulasse. Sein Vorschlag war daher ein sog. Hybrid-Investorenprozess, der parallel mit der Antragstellung eingeleitet und vorbereitet werde, den Beteiligten aber

verschiedene Abbruchoptionen lasse, je nach Entwicklung des Verfahrens. Hierdurch sei gewährleistet, dass einerseits den Gläubigern bei Scheitern des Plans eine Back-up-Lösung zur Verfügung stehe, andererseits aber auch die Interessen der Eigenverwaltung gewahrt würden.

Eigenverwaltung mit Asset Deal und ohne Insolvenzplan

Bei der anschließenden Paneldiskussion waren – vereinfacht gesagt – drei Gruppen vertreten. Zum einen die Gruppe der Gläubigerausschussmitglieder, die von RA Thomas Harbrecht (Euler Hermes) und RA Dr. Jan Achsnick (Achsnick Pape Opp) repräsentiert wurden. Daneben die Gruppe der Insolvenzverwalter (RA Dr. Jan Markus Plathner und WP/StB Arndt Geiwitz (Schneider, Geiwitz & Partner)) sowie schließlich die Gruppe der M&A-Berater (Burkhard Jung (hww Unternehmensberater) und Andreas Fröhlich). Zusammenfassend führte diese Mischung zu einer durchaus kontroversen und lebhaften Diskussion, bei der auch die Beteiligten einer Gruppe – jedenfalls auf den ersten Blick – nicht immer einer Meinung waren. So vertrat Arndt Geiwitz die These, dass die Durchführung eines M&A-Prozesses jedenfalls dann im Schutzschirmeigenverwaltungsverfahren nicht notwendig sei, wenn das Verfahren so frühzeitig eingeleitet werde, wie es vom Gesetzgeber gedacht war. Aus seiner Sicht liege ein gro-

ßes Problem – auch nach ESUG – in der verspäteten Antragstellung. Dem konnte Dr. Jan Markus Plathner nur bedingt zustimmen, da aus seiner Sicht die Entscheidung, ob M&A-Verfahren neben Plan oder nicht von der Konstellation des Einzelfalls abhängig sei. Als Beispiel führte er ein kürzlich im Ruhrgebiet begleitetes Eigenverwaltungsverfahren an, das die Diskussion andersherum habe aufkommen lassen, nämlich die Durchführung eines Asset Deals ohne Vorbereitung eines Insolvenzplans im Eigenverwaltungsverfahren. Letztlich stellte man jedoch fest, dass man ja gar nicht so weit voneinander entfernt sei, da ein gründlich vorbereitetes Schutzschirmverfahren – je nach Fallkonstellation – die Durchführung des M&A-Prozesses entbehrlich machen könne. Entscheidend sei in jeder Variante, dass die im Vorfeld betrauten Berater das Verfahren bestmöglich vorbereiteten, denn das ermögliche schnelle Reaktionen nach Antragstellung. Dies, so Harbrecht, solle sich idealerweise auch durch das gesamte Verfahren hindurchziehen und insbesondere zu einer umfassenden und frühzeitigen Information und Einbindung des Gläubigerausschusses führen. Dieser benötige alle Informationen frühzeitig, um den Sachwalter und die Eigenverwaltung bei den Herausforderungen eines Schutzschirmverfahrens effektiv unterstützen zu können.

Bei schmackhaften Frankfurter Häppchen und Apfelwein-Cocktails konnten die Teilnehmer die gelungene Veranstaltung gemeinsam ausklingen lassen und sich über die noch offenen Fragen austauschen. «