

San**Ins**ights

Sanierungen und Insolvenzen
Analysen | News | Fakten



Dr. Andreas Fröhlich
Baker Tilly
Corporate Finance





Der Sanierungs- und Insolvenzmarkt befindet sich in einem dramatischen Wandel: SanInsFoG, Covid-19, vor allem aber die in diesem Zusammenhang stehenden umfassenden, staatlichen Rettungsmaßnahmen prägen das aktuelle Marktgeschehen.

Als marktführender Distressed M&A-Advisor beleuchten wir für Sie in unseren SanInsights die laufenden Marktumbrüche aus der Corporate-Finance-Perspektive.

Die vorliegende sowie die folgende Ausgabe richten den Fokus auf das Thema "Vergleichsrechnung in Restrukturierungsverfahren mit Planabsichten". In diesem Heft haben wir Experten zu deren Sichtweisen auf diesen Themenkreis befragt, während wir in der nächsten Ausgabe Lösungsansätze aufzeigen, wie Vergleichswerte jenseits der Nutzung eines Dual-Track-Investorenprozesses ermittelt werden können.

Viel Spaß beim Lesen!

Inhalt

- 3**  **Dual-Track oder alternative Wege als Basis einer Vergleichsrechnung**
Expertenbefragung zur Schicksalsfrage in Restrukturierungsverfahren mit Planabsichten
- 8**  **SanInsights Cockpit Q2/2021**
Sanierungs- und Insolvenzgeschehen
- 9**  **Insolvenzmonitor Q2/2021**
Top-Antragsverfahren des Quartals
- 10**  **Sanierungsmonitor Q2/2021**
Top-Insolvenzsanierungen des Quartals

Dual-Track oder alternative Wege als Basis einer Vergleichsrechnung

Expertenbefragung zur Schicksalsfrage in Restrukturierungsverfahren mit Planabsichten

Mit dem SanInsFoG wurde die Vergleichsrechnung in Insolvenzplanverfahren normiert und auch für die Erstellung eines Restrukturierungsplans im Rahmen einer vor-insolvenzlichen Lösung ist die vergleichende Darstellung der alternativen Lösungsoptionen obligatorisch.

SanInsights hat ein Meinungsbild von Experten zu diesem Themenkreis eingefangen. Die Betrachtungsweise bezieht sich dabei auf „wirtschaftlich relevante“ Verfahren mit einer Größenordnung der Unternehmen mit über € 20 Mio. Umsatz.

Vergleichsrechnung im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens

Die Lösungsoptionen „Insolvenzplan ohne Einbezug eines externen Investors“ sowie „Übertragungslösung unter Einbezug eines externen Investors“ sind insbesondere aus Sicht des Gesellschafters die Antipoden-Lösungen im Falle entsprechender Eigensanierungsabsichten. Um die beiden Optionen vergleichbar zu bekommen, wird regelmäßig ein Dual-Track-Investorenprozess zur Einwertung der Qualität der jeweiligen Lösung aufgesetzt.

SanInsights: Insbesondere in Insolvenzverfahren mit Planabsichten des Gesellschafters hat sich der Dual-Track-Investorenprozess in der Praxis als Gold-Standard etabliert. Wie sehen Sie diese Entwicklung – auch mit Blick auf eine ggf. zu erstellende Vergleichsrechnung?

Dr. Thorsten Bieg: Ich halte die Etablierung eines Dual-Track als Best Practice für richtig und wir praktizieren das grundsätzlich in eigenen Eigenverwaltungen auch so. Eine beachtenswerte Ausnahme hatten wir in einem größeren Automotive-Verfahren, da unser Shareholder seinerzeit über einen Massekredit die Antragsphase und den Zeitraum bis zur Planrechtskraft durchfinanziert sowie eine 100 %-Quote gewährleistet hatte. Auch unterhalb dieses sehr hohen Engagements wird man Ausnahmen vom Dual-Track akzeptieren können, etwa wenn es einen geschäftsführenden Gesellschafter gibt, der außerhalb der Masse über betriebsnotwendiges IP verfügt. Im Übrigen müssen die Gläubiger einer



Dr. Thorsten Bieg
GÖRG RAE

Eigenverwaltung geschützt werden, was ein Dual-Track gewährleistet.

Frank Günther: Ohne Zweifel ist ein Dual-Track-Investorenprozess das Mittel der Wahl, um die Vorteilhaftigkeit eines „Insolvenzplans ohne Einbezug eines externen Investors“ gegenüber der Alternative „Übertragungslösung unter Einbezug eines externen Investors“ abzuwägen. Dieses Vorgehen ist alternativlos. Aber auch hier gilt „Garbage in, garbage out“: Jedes Dual-Track-Verfahren führt nur dann zu belastbaren Ergebnissen, wenn der Prozess entsprechend fair im Sinne eines echten Vergleichs geführt wird. Die Insolvenz der Joh. Friedrich Behrens AG ist ein gutes Beispiel für einen solchen, fair geführten Prozess. Es gibt jedoch auch andere, eher traurige Beispiele ...



Frank Günther
One Square Advisors

Matthias Braun: Dieses Vorgehen hat sich meines Erachtens sehr gut bewährt.¹

Frank Frind: Es handelt sich um eine Suggestivfrage. Im Eigenverwaltungsverfahren mit Insolvenzplanverfahren sollte der Planvorleger möglichst eine Entscheidung der Gläubigerversammlung vorweg einholen – wenn diese zeitnah nicht erreichbar ist, des Gläubigerausschusses –, ob ein „Dual-Track“ gewünscht wird. Diese Entscheidung ist eine weichenstellende Ermessensentscheidung (§ 160 InsO) und dann i. d. R. auch über § 78 InsO nicht anfechtbar, sofern der Ermessensbereich nicht insolvenzzweckwidrig eingeschränkt wurde. Damit wird sehr sauber die Planvergleichsbasis vorab (!) geklärt. Leider dringen manche Insolvenzgerichte (immer noch) nicht auf eine solche Vorabklärung, die umfassende Informationen zur Marktlage im jeweiligen Segment zur Versammlung voraussetzt und im Grunde eine gesonderte Versammlung erfordert.

Stefan Meyer: Die Durchführung eines Dual-Track-Verfahrens sollte der Regelfall sein; nur in Ausnahmefällen kann (ggf. auch muss) darauf verzichtet werden. Die über einen Investorenprozess gewonnenen Erkenntnisse („Marktsounding“) sind aufgrund der Marktmechanismen (Angebot und Nachfrage) am ehesten geeignet, einen relevanten Vergleichsmaßstab neben der Liquidation und der Durchführung eines Insolvenzplans zu erzeugen.

1) Persönliche Meinung des Herrn Braun, die nicht in seiner Funktion bei der BayernLB getroffen wurde.

Detlef Specovius: Ich stehe dieser Vorgehensweise grundsätzlich positiv gegenüber, aus zwei Gründen:



1.) Stellt sich im Rahmen des M&A-Prozesses heraus, dass es keine Interessen gibt, ist es für den Gesellschafter einfacher, seinen Verbleib in der Gesellschaft zu begründen.

2.) In diesem Fall ist auch klar, dass als Vergleichsrechnung die Liquidationsvariante herangezogen werden muss, da es eine andere Alternative (Asset Deal oder Share Deal) nicht gibt.

Jens Weber: Hier hilft ein professioneller Investorenprozess, die Zukunftschancen des Unternehmens auch in Zusammenarbeit mit Dritten besser zu verstehen. Jeder potenzielle Erwerber hat ein Konzept für das Unternehmen unter Berücksichtigung von Synergieeffekten und Finanzierungspotenzialen. Diese Vorteile müssen nicht im Gegensatz zur einer Eigensanierung stehen, wenn die Altgesellschafter weiter eingebunden bleiben. Natürlich sichert der gebotene Kaufpreis das Ergebnis der Vergleichsrechnung.

Dr. Dirk Andres: Das ist meiner Meinung nach tatsächlich immer eine Frage des Einzelfalls und kann pauschal nur schwer beurteilt werden. Bei einigen Verfahren macht das sicher Sinn, bei anderen kann die Preisgabe vertraulicher Daten, um eine echte „Bewertung“ zu erzielen, zu erheblichen Problemen des Unternehmens im Marktumfeld führen. Das ist sicher oft dann der Fall, wenn vor allem strategische Investoren interessiert sein könnten.

Dr. Adrian Bölingen: Im Insolvenzplanverfahren von einem Standard bei der Vergleichsrechnung zu sprechen wird der Komplexität der Restrukturierungsform nicht gerecht. Der Restrukturierungsplan und die Vergleichsrechnung sind die zentralen Elemente für alle Verfahrensbeteiligten. Deshalb hat sich die Vergleichsrechnung mit allen denkbaren Fortführungs- und Verwertungsalternativen auseinanderzusetzen. Dabei wird aber die Behandlung des Unternehmers im Rahmen einer Eigensanierung – das liegt in der Natur der Sache – immer einem Drittvergleich standhalten müssen. Das erfordert regelmäßig den Vergleich mit einem Verkauf oder der Beteiligung eines externen Investors.

SanInsights: Als Alternativen zum Dual-Track-Investorenprozess werden in Einzelfällen und je nach Ausgangssituation andere Vorgehensweisen zur Aufstellung einer Vergleichsrechnung herangezogen, so eine Unternehmensbewertung, eine Fairness Opinion, aber auch eine Liquidationswertbetrachtung. Gibt es unterschiedliche Ausgangssituationen, wann die jeweiligen Instrumente in Frage kommen? Wie sehen Sie jeweils die Eignung dieser Instrumente?

Dr. Thorsten Bieg: Im vorstehenden Automotive-Fall haben wir mit einer Fairness Opinion und einem selektiven Market Sounding durch eine renommierte „Big-8“-WP-Gesellschaft gearbeitet, was allseits goutiert wurde. Andererseits ist „Papier geduldig“, und zwar in beide Richtungen. Hier mag es aus Sicht des Beraters mit Blick auf einen Folge-M&A-Auftrag eine sehr positive Markteinschätzung geben, ohne den Komplexitäten eines Fire-Sales in der Insolvenz gerecht zu werden. Es kann aber auch sehr gesellschafterfreundliche, liquidationsartige Berechnungen geben, die ebenfalls den Realitäten nicht standhalten. Beides wäre aus Verfahrenssicht und der Verantwortung professioneller Eigenverwalter inakzeptabel.

Frank Günther: Mit einer Vergleichsrechnung, beauftragt durch das Unternehmen, soll der Markttest ersetzt bzw. vermieden werden. Eine unabhängige, objektive Rechnung scheidet damit per se aus. Dies gilt insbesondere, wenn eine Fortführung im Plan mit einer Zerschlagung – zu in der Regel deutlich niedrigeren Zerschlagungswerten – verglichen wird. Meines Erachtens ließe sich dieses Dilemma nur durch ein durch das Insolvenzgericht beauftragtes, unabhängiges Gutachten vermeiden. Die Praxis hat gezeigt, dass in der Eigenverwaltung hin und wieder leider auch die Sachwaltung versagt und ihre Aufsichtsrolle nicht im Sinne der Gläubiger wahrnimmt. Fazit: Wenn möglich, echter Markttest statt Gutachten.

Matthias Braun: Wenn es aus operativen Gründen superschnell gehen muss mit dem Verkauf, sind diese Vorgehensweisen leider immer häufiger alternativlos, um wenigstens als Bank oder Gläubigerausschuss-Mitglied ein gewisses Fahrgefühl für einen realistischen Wert des Assets/der Firma zu bekommen.²



Matthias Braun
Work Out BayernLB

Frank Frind: Wenn die vorgenannte Vorabklärung nicht möglich ist und nachvollziehbare Argumente gegen einen Dual-Track vorgebracht werden können, ist mindestens ein unabhängig (!) erstelltes Unternehmensbewertungsgutachten aufgrund der darzustellenden Marktlage als Anlage dem Insolvenzplan beizufügen.



2) Persönliche Meinung des Herrn Braun, die nicht in seiner Funktion bei der BayernLB getroffen wurde.

Dr. Dietmar Haffa: Gerade bei einer Insolvenz in Eigenverwaltung stehen die handelnden Personen vor der Wahl: Ist eine Einigung mit den Gläubigern über einen Insolvenzplan möglich, oder suchen sie einen Investor? Oft ist es so, dass zweigleisig gefahren und beides parallel verfolgt wird. Jedoch kostet ein Investorenprozess nicht nur viel Zeit und Energie und sorgt zudem für teils beträchtliche Kosten. Zusätzlich besteht auch das Risiko eines Know-how-Abflusses, wenn sich etwa Wettbewerber das eigenverwaltete Unternehmen „sehr genau“ anschauen. Im Extremfall kann das die Eigensanierung behindern, wenn nicht sogar verhindern. Natürlich erfordert die Vergleichsrechnung innerhalb des Insolvenzplans trotzdem eine transparente Darstellung der Wertansätze eines alternativen Szenarios. Dafür stellen jedoch eine Unternehmensbewertung, eine Fairness Opinion, aber auch eine Liquidationswertbetrachtung grundsätzlich gute Alternativen dar. Die Ergebnisse sind jedoch auch sehr prognoseabhängig. Es besteht die Gefahr, dass so die „gewünschten“ Ergebnisse „herbeiprognostiziert“ werden.

Stefan Meyer: Wenn ein Dual-Track-Verfahren ausnahmsweise nicht in Form eines offenen, transparenten M&A-Prozesses durchgeführt wird, sind aus meiner Sicht unabhängige, professionelle Unternehmensbewertungen oder eine Fairness Opinion geeignete Alternativen, um sich auf ein aus einer Unternehmenswertfeststellung abgeleitetes Mindestgläubigerbefriedigungsangebot im Insolvenzplan festzulegen bzw. ein solches zu untermauern. In jedem Fall muss aber eine Liquidationswertbetrachtung angestellt werden, die sich bereits aus den gesetzlichen Zulässigkeitsvoraussetzungen für einen Insolvenzplan ableitet.



Stefan Meyer
PLUTA RAe

Detlef Specovius: Ich halte diese Instrumente, ebenso wie eine M&A-Machbarkeitsstudie, für sinnvoll, insbesondere, wenn ein Verkauf wohl eher nicht realisiert werden kann, man am Markt aber für keine Unruhe sorgen will. Darüber hinaus können diese Instrumente auch für eine höhere Akzeptanz der Insolvenzquote führen.

Jens Weber: Diese Instrumente müssen handwerklich sauber angewendet werden. Selbst dann bleiben Haftungsrisiken für die Entscheidungsorgane, wie etwa den Gläubigerausschuss. Eine vermittelnde Lösung ist die Einschätzung eines erfahrenen M&A-Beraters zu den Erfolgsaussichten eines M&A-Prozesses, der dann zu seiner Einschätzung auch stehen sollte, wenn er auf Basis seiner Einschätzung beauftragt wird.



Jens Weber
Baker Tilly

Dr. Dirk Andres: Hier kommt es auch darauf an, ob Assets, die betriebsnotwendig sind, nicht dem Zugriff der Verfahrensmasse unterliegen.

Dr. Adrian Bölingen: Grundsätzlich sind auch sachverständige Stellungnahmen geeignete Bestandteile einer vollständigen Vergleichsrechnung. Regelmäßig zeitigen sie auch

weniger Störpotenziale in einer angespannten Unternehmenssituation. Ob sie sich im Einzelfall ausreichend mit einer Verwertungsalternative auseinandersetzen, ist aber in jeder Restrukturierung aufs Neue zu hinterfragen. Schließlich muss die Vergleichsrechnung alle Verfahrensbeteiligten überzeugen – das ist der Maßstab.

Vergleichsrechnung im Rahmen eines Restrukturierungsplans

Kern der Sanierung eines Unternehmens nach StaRUG ist der Restrukturierungsplan. Die im Rahmen der Erstellung eines Restrukturierungsplans ebenfalls erforderliche Vergleichsrechnung gewinnt somit auch außerhalb des Insolvenzverfahrens an Bedeutung.

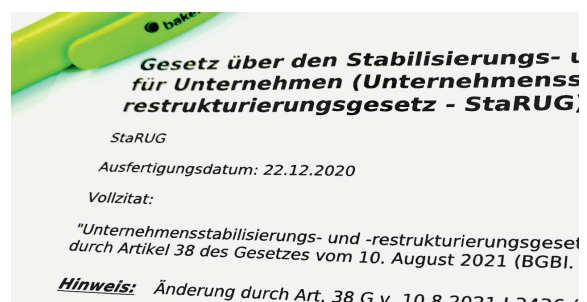
Neben der Fortführung des Unternehmens im Wege einer Restrukturierungsplanung muss eine Vergleichsrechnung zumindest auch folgende Veräußerungsszenarien beinhalten:

- Außerinsolvenzliche Veräußerung
- Veräußerung des Unternehmens im Rahmen eines Insolvenzverfahrens

Beide Optionen bedürften in der bisherigen InsO-Betrachtungsweise üblicherweise eines „Dual-Track-Investorenprozesses“, um eine belastbare Informationsgrundlage zur Erstellung einer Vergleichsrechnung darstellen zu können. Ein gleichsam „öffentlicher“ Investorenprozess, wie dieser regelmäßig in Insolvenzverfahren im Rahmen der Dual-Track-Prozesse angestoßen wird, scheint im Rahmen des angestrebten Restrukturierungsplans allerdings wenig praktikabel, da es Kernelement des neuen Restrukturierungsverfahrens ist, dass dieser ohne eine entsprechende Veröffentlichung mit der Konsequenz etwaiger Reputationsschäden ablaufen soll.

Somit müssen andere Ansätze herangezogen werden, um etwaige Vergleichswerte, zumindest auf Basis einer Abschätzung, heranziehen zu können. Hier finden sich unterschiedliche Vorgehensweisen im Markt, die vereinzelt auch in Vergleichsrechnungen zur Insolvenzplanerstellung Anwendung finden:

- Unternehmensbewertungen
- Machbarkeitsanalysen
- Market-Sounding
- Fairness Opinion





SanInsights: Wie sind Ihre Einschätzungen/ersten Erfahrungen mit Vergleichsrechnungen in StaRUG-Verfahren? Wie sehen Sie die Eignung der o. g. jeweiligen Methoden zur Ermittlung eines Vergleichswertes im Rahmen eines Restrukturierungsplanes (auch im Vergleich zur Eignung in Insolvenzverfahren)?

Dr. Thorsten Bieg: Ich habe derzeit keine berichtenswerten Erfahrungen mit der „Chimäre“ StaRUG, was aber am derzeitigen schwachen Marktumfeld liegen dürfte. Auch wenn man nicht zu vorschnell die Liquidation in einer Insolvenz als Vergleichsmaßstab heranziehen sollte (so ja z. B. der erste Hamburger Fall), sollte eine fachkundige Optionsanalyse auch dazu Bericht geben. Wichtig wäre mir, dass mit den wesentlichen Gläubigern die realistischen Optionen im Vorfeld abgestimmt sind, damit die Vergleichsrechnung nicht von Beginn an als „tainted“ angesehen wird. Man könnte sich außerdem in einem „Gläubigerbeirat“ oder einem vergleichbaren Gremium auf den Gutachter/Bewerter einigen, um ein weiteres Neutralitätskriterium zu schaffen.

Frank Günther: Kurze Antwort: Ich sehe das wie oben dargestellt. Auch im StaRUG halte ich den Markttest für geboten und vorzugswürdig. Die Gefahr von Gefälligkeitsgutachten sehe ich hier als noch höher an als im Insolvenzverfahren.

Matthias Braun: Wir haben hier noch kaum Erfahrungen gesammelt, eigentlich nur einmal zum Aufbauen von Druck auf einen etwas Uneinsichtigen/Unentschlossenen.³

Frank Frind: Im StaRUG-Verfahren wird zuweilen nicht ausreichend beachtet, dass das nächstbeste Szenario (§ 6 Abs. 2) nicht zwingend ein insolvenzrechtliches ist. Das ist der entscheidende Unterschied zum Insolvenzplanverfahren, wo der Rückfall ins Regelverfahren ja naheliegt. Die „Darlegungslast“ liegt also noch stärker beim Planvorleger, dass „seine“ Lösung die Beste ist. Andererseits wurde das Verfahren vom Insolvenzreifstadium her freiwillig beschränkt. Ein Zwang zum Dual-Track kann daher nicht bestehen, aber wiederum mindestens eine Notwendigkeit zum unabhängig (!) erstellten Unternehmensbewertungsgutachten mit Darlegung der aktuellen Marktlage auch hinsichtlich der Möglichkeit anderweitiger Asset-Deals.



Frank Frind
Richter am Insolvenzgericht Hamburg

Dr. Dietmar Haffa: An der Tatsache, dass Unternehmensbewertung, Fairness Opinion und Liquidationswertbetrachtung „prognoseabhängig“ sind, ändert sich nichts, wenn sie in einer StaRUG-Restrukturierung zum Einsatz kommen. Bei einem Restrukturierungsplan kommt hinzu, dass im StaRUG noch nicht geklärt ist, wie die Vergleichsrechnung im Detail zu gestalten ist. Relevante Fragen sind etwa, ob als Vergleichsmaßstab ein erzielbarer Unternehmenskaufpreis prognostiziert werden muss oder das Unternehmen nach Einzelwerten zu bewerten ist. StaRUG-spezifisch kommt zudem die Frage hinzu, wann das Insolvenzverfahren als Vergleich dienen kann. Die Antworten auf diese Fragen haben erheblichen Einfluss auf die Höhe des Angebots, das den

Gläubigern unterbreitet werden muss. Essenziell ist auch, ob für die Vergleichsrechnung die Vorlage von Gutachten ausreicht, oder ein Markttest mit einem Dual-Track-Verfahren erfolgen muss. Eine solche Pflicht würde dann die alternativen Instrumente ausschließen. Aus meiner Sicht ist ein Dual-Track-Investorenprozess in der Regel für ein StaRUG-Verfahren gleichwohl überdimensioniert – insbesondere auch, weil das StaRUG grundsätzlich keine Öffentlichkeit verlangt, ein Investorenprozess aber dazu führen kann, dass mehr Beteiligte als geplant von dem StaRUG-Verfahren Kenntnis bekommen. An den alternativen Instrumenten führt bei einem Restrukturierungsplan daher meiner Meinung nach in der Regel kein Weg vorbei.

Stefan Meyer: Die obligatorische Durchführung eines M&A-Verfahrens kann nach dem Sinn und Zweck des StaRUG keine Voraussetzung für einen Restrukturierungsplan sein. Mangels aktuell hinreichender Anzahl von StaRUG-Verfahren bleibt es spannend, wie wir Berater den Vergleichsmaßstab des nächstbesten Alternativszenarios in der Vergleichsrechnung des § 6 Abs. 2 StaRUG mit Leben füllen werden, um die Restrukturierungsgerichte von der Rechtmäßigkeit eines Restrukturierungsplans überzeugen zu können. Ein Mainstream ist nach meiner Marktwahrnehmung und nach den ersten, eigenen Erfahrungen bislang noch nicht erkennbar. Sämtliche von Ihnen angesprochene Methoden sind denkbare Lösungsansätze. Ich kann mir vorstellen, dass die Anforderungen der Gerichte dabei im Einzelfall umso höher sein werden, je geringer die vorgesehenen Eigenbeiträge der Gesellschafter sein sollen.

Jens Weber: Insbesondere zu den Haftungsrisiken gilt das oben Gesagte. Ein Unternehmenswert ist immer subjektiv. Im Zweifel sollte er verifiziert werden.

Dr. Dirk Andres: Ich würde hier das Instrument der Unternehmensbewertung vorne sehen.



Dr. Dirk Andres
AndresPartner

3) Persönliche Meinung des Herrn Braun, die nicht in seiner Funktion bei der BayernLB getroffen wurde.

SanInsights: Halten Sie das Aufsetzen eines klassischen verdeckten bzw. auch selektiven Investorenprozesses zur Aufstellung einer Vergleichsrechnung für ein opportunes Instrument im Rahmen eines Restrukturierungsplans? In einem verdeckten Prozess erfolgt zunächst eine anonymisierte Ansprache etwaiger Interessenten. Das eigentliche Target wird dem Interessenten erst zu einem späteren Zeitpunkt benannt, so dass der Kreis der informierten Interessenten begrenzt werden kann. Auch in einem selektiven Prozess erfolgt durch die eingeschränkte Vorauswahl der zu kontaktierenden Interessenten eine Limitierung des Risikos einer entsprechenden Öffentlichkeitswirksamkeit.

Dr. Thorsten Bieg: Das mag in eher seltenen Einzelfällen gelingen. In der Regel wird der fachkundige Investor (Strategie oder PE) durch sein Netzwerk oder die erforderlichen Mindestangaben bei der Ansprache recht sicher das Target erkennen. Ich wäre da eher skeptisch.

Frank Günther: Ja, unbedingt. Dass der Prozess verdeckt sein muss, ist aus meiner Sicht nicht unbedingt nötig. Die „Szene“ ist so überschaubar, dass auch ein StaRUG-Verfahren selten geheim bleibt. Eine selektive Ansprache ist aus meiner Sicht in jedem Falle zu empfehlen.

Matthias Braun: Das haben wir schon mehrmals mit großem Erfolg praktiziert. Für uns im Gläubigerausschuss war sehr erstaunlich, welche Ergebnisse wir hierbei erzielt haben. Dieses Vorgehen ist in der Tat zu empfehlen, wenn man sich eine weitere Option, nämlich den Einstieg eines Fremdkapitalgebers offenhalten will und bei Bedarf dann sehr schnell abschlussreif ist.⁴

Frank Frind: Durch die Beauftragung und Steuerung des Investorenprozesses durch das Management erscheint mir das ein untauglicher Versuch, den Anschein der Herstellung einer Vergleichsbasis mittels self-fulfilling prophecy zu erzeugen.

Dr. Dietmar Haffa: Einen solchen „Undercover-Investorenprozess“ halte ich in einer StaRUG-Restrukturierung grundsätzlich für geeignet, um eine Vergleichsrechnung in einem Restrukturierungsplan zu erhalten – gerade auch, da die Nicht-Öffentlichkeit ja ein zentrales Argument für das StaRUG ist. Allerdings müssen auch dann die Punkte im Blick behalten und geklärt werden, die, wie schon erwähnt, bei einem Restrukturierungsplan insoweit eine wichtige Rolle spielen, da im StaRUG noch nicht geklärt ist, wie die Vergleichsrechnung im Detail ausgestaltet sein muss. Es bleibt spannend, welches Instrument sich bei der Vergleichsrechnung im Restrukturierungsplan am Ende durchsetzen wird. Es ist aber auch gut möglich, dass es, ähnlich wie beim Insolvenzplan, beim Restrukturierungsplan kein entweder oder, sondern vielmehr ein sowohl als auch – also mehrere geeignete Instrumente – gibt.

Stefan Meyer: Auch diese Vorgehensweise halte ich grundsätzlich für denkbar, um die rechtlichen Mindestanforderungen einer Vergleichsrechnung im Rahmen eines Restruktu-



Dr. Dietmar Haffa
Schultze & Braun

rierungsplans zu erfüllen. Allerdings wird das nach meiner Einschätzung wohl nur in wenigen Ausnahmefällen praktikabel sein, da auch bei anonymisierten Ansprachen im Rahmen der Offenlegung von Mindestinformationen eine Herleitung auf das eigentliche Target für den angesprochenen, potenziellen Investor in der Regel möglich sein dürfte. Daneben fehlt mir ein wenig die Überzeugung, dass sich auch strategische Investoren in einem solchen verdeckten Prozess engagieren, da die Teilnahme immer auch mit im Einzelfall durchaus erheblichen Kosten verbunden ist und Ressourcen bindet. Finanzinvestoren mag man so zwar erreichen, aber auch diese werden schnell das Interesse verlieren und solchen Verfahren zukünftig vermutlich fernbleiben, wenn sich der Eindruck verfestigt, dass sie als Investoren eigentlich gar nicht wirklich willkommen sind, sondern nur als „Feigenblatt“ im Rahmen einer Vergleichsrechnung erhalten sollen. Deswegen plädiere ich – wie oben bereits ausgeführt – eher für eine ernst gemeinte Ansprache ausgewählter potenzieller Investoren im Vorfeld eines Restrukturierungsplans. Der Restrukturierungsplan mag dann in Einzelfällen entbehrlich werden. Das halte ich allerdings im Sinne einer nachhaltigen Restrukturierung für akzeptabel.

Detlef Specovius: Ja, halte ich, es muss aber bei dem Gesellschafter eine erhebliche Überzeugungsarbeit geleistet werden, damit bei ihm nicht der Eindruck entsteht, letztlich solle das Unternehmen hinter seinem Rücken doch verkauft bzw. er zu einem Verkauf „gezwungen“ werden.

Jens Weber: Entscheidend ist der Wille der Stakeholder einen Verkaufsprozess zu verlangen. Ein Gläubiger, der überstimmt werden soll, kann gem. § 27 Abs 2 Nr. 2 StaRUG (Gilt gem. § 245 Abs. 2 Nr. 2 Inso auch für Insolvenzpläne) verlangen, dass der Gesellschafter den Wert, den er durch die Entschuldung erhält durch eine Leistung in das Vermögen der Gesellschaft ausgleicht. Dieser Wert kann wohl nur durch eine Unternehmensbewertung ermittelt werden. Interessant ist, dass in dieser Situation der Gesellschafter interessiert sein könnte, den aus seiner Sicht vielleicht unrealistischen Unternehmenswert durch einen M&A-Prozess falsifizieren zu lassen. Entweder der M&A-Prozess verläuft erfolglos oder der Gesellschafter muss weniger bieten als nach der Unternehmensbewertung, um die Kontrolle über sein Unternehmen zu behalten.

Dr. Adrian Bölingen: Hier ist zu differenzieren, da auch der versteckte Investorenprozess zusätzliche Kapazitäten in der Restrukturierungssituation bündelt. Im engen Zeitfenster eines mit allen Beteiligten abgestimmten Restrukturierungsplans kostet er darüber hinaus wichtige Zeit. Der Weg bietet sich aber regelmäßig dann als goldene Mitte an, wenn sich Stakeholder nicht von sachverständigen Stellungnahmen überzeugen lassen und ein offener Investorenprozess Gefährdungspotenzial für den Geschäftsbetrieb oder die Marke enthält.

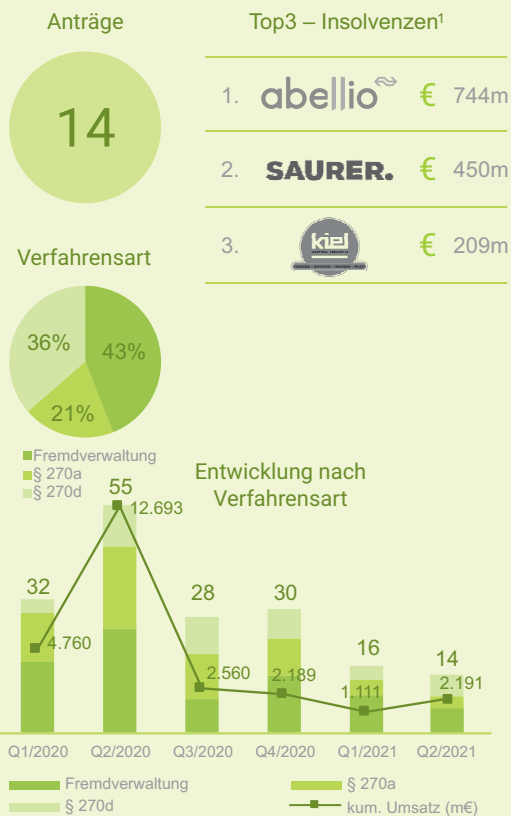


Dr. Adrian Bölingen
Baker Tilly

4) Persönliche Meinung des Herrn Braun, die nicht in seiner Funktion bei der BayernLB getroffen wurde.

Top-Insolvenzanträge Q2

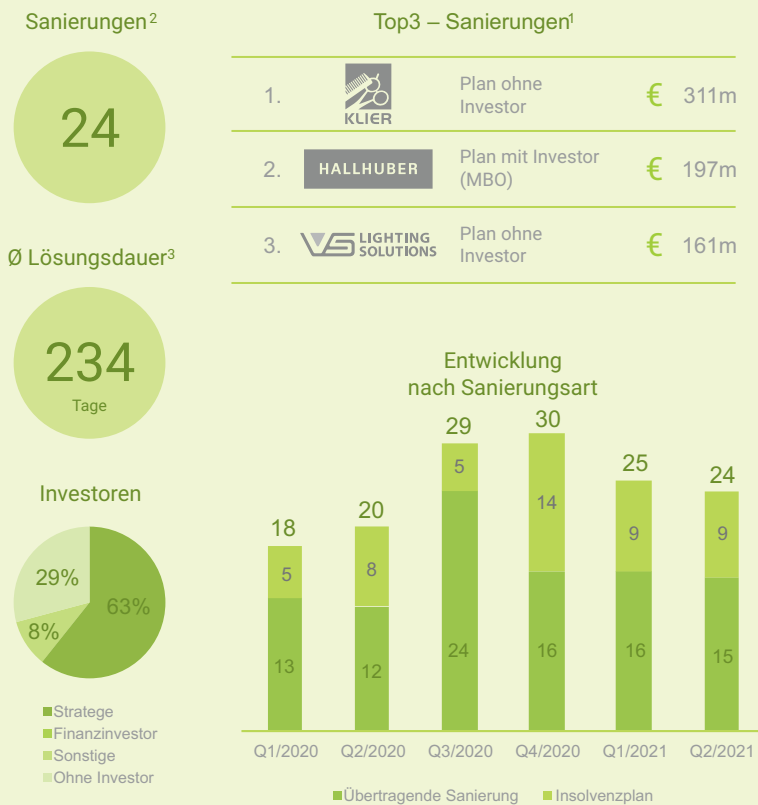
(Umsatz > EUR 20m und Mitarbeiter > 100, Q2/2021)



Zeitraum 01.04. bis 30.06.2021

Top-Insolvenzsanierungen Q2

(Umsatz > EUR 20m und Mitarbeiter > 100, Q2/2021)



Quelle: Baker Tilly InsoResult®

SanInsights Cockpit Q2/2021

Sanierungs- und Insolvenzgeschehen

Antragsverfahren – weiter im Sinkflug: Erneut ist die Anzahl der Antragsverfahren von Unternehmen mit über 20 Mio. € Umsatz und über 100 Mitarbeitern gesunken; nunmehr beträgt die Anzahl der Antragsverfahren/Monat für das 2. Quartal 2021 nur noch 4,7. Vergleichbar niedrige Antragszahlen gab es in den letzten 20 Jahren nur in den Hochkonjunkturphasen zu Beginn der Jahre 2016 und 2018. Im 2. Quartal 2020 stellten noch durchschnittlich 18 Unternehmen je Monat in der skizzierten Größe einen Insolvenzantrag. Die „Zombifizierung“ der deutschen Wirtschaft schreitet weiter voran – die Insolvenzzahlen und die wirtschaftliche Verfasstheit der deutschen Unternehmen driften immer weiter auseinander.

Der Anteil an Eigenverwaltungsverfahren ist mit 57 % auch im 2. Quartal 2021 weiterhin hoch. Die Schutzschirmverfahren sind mit einem Anteil von 36 % an allen Antragsverfahren dabei aufgrund der noch immer geltenden Ausnahmeregelungen erneut stark vertreten.

Hohe Lösungsanzahl: Aufgrund eines Überhangs an Verfahren mit Antragstellungen im 2. Quartal 2020 konnte mit 24 Transaktionen im 2. Quartal 2021 eine relativ hohe Anzahl an Fortführungslösungen realisiert werden. Überraschend ist dabei auch das Interesse der Investoren an Unternehmen, die binnen weniger Jahre zum zweiten oder gar dritten

Mal einen Insolvenzantrag gestellt haben. Immerhin 8 der im 2. Quartal 2021 abgeschlossenen Transaktionen entstammen Anschlussverfahren. BBS beispielsweise ist binnen 14 Jahren nun zum dritten Mal aus der Insolvenz gerettet worden. In den Anschlussverfahren wurden dann allerdings vorwiegend Übertragungslösungen als Sanierungsinstrument gewählt, d. h. Planlösungen kamen hierbei kaum zur Umsetzung.

Hoher Anteil an Planlösungen: Allerdings zeigt sich mit 38 % der umgesetzten Lösungen insgesamt ein überdurchschnittlich hoher Insolvenzplananteil. Dabei wurden 78 % der Planverfahren ohne den Einbezug eines externen Investors umgesetzt. Der Trend, dass Planlösungen insbesondere in Zeiten bzw. in Verfahren, in denen ein zurückhaltendes Investoreninteresse festzustellen ist, als Sanierungsinstrument genutzt werden, scheint sich fortzusetzen.

Finanzinvestoren ohne Bedeutung: Bei den Transaktionsabschlüssen im 2. Quartal hat kein Finanzinvestor vollumfänglich eine Insolvenzztransaktion umgesetzt. Dies ist insofern erstaunlich, als dass dieser Investorentyp besonders häufig in Verfahren zum Zuge kommt, in denen Strategen eher ein geringes Interesse zeigen. Und aktuell sind durchaus einige Unternehmen auf dem Insolvenzztransaktionsmarkt, die in diese Kategorie einzuordnen sind.

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften zum Zeitpunkt der Antragstellung. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

1) Ranking nach Umsatz zum Zeitpunkt der Antragstellung (konsolidiert inklusive Auslandsgesellschaften)

2) Berücksichtigt werden Übertragende Sanierungen bzw. Insolvenzplanumsetzungen mit Closingdatum bzw. gerichtlicher Bestätigung im Betrachtungszeitraum

3) Durchschnittliche Anzahl der Tage von der Antragstellung bis zum Closing bzw. Gerichtsbestätigung (Plan)

Insolvenzmonitor Q2/2021

Top-Antragsverfahren des Quartals

Quelle: Baker Tilly InsoResult®

Unternehmen	Branche	Umsatz m €	Anzahl Mit- arbeiter	Amtsgericht	Verwaltung ¹	Verfahrens- art
 Abellio GmbH	Eisenbahnverkehr	744	3.127	Berlin- Charlottenburg	Dr. Rainer Eckert, Stephan Poppe, Dr. Stefanie Zulauf (Prof. Dr. Lucas Flöther)	§ 270d
 Saurer Spinning Solutions GmbH & Co. KG	Textil- Maschinenbau	450	1.200	Aachen	Dr. Dirk Andres (Dr. Alexander Höpfner, Dr. Sven Tischendorf)	§ 270d
 Kiel Industrial Services AG	Industrie- dienstleistungen	209	1.237	Köln	Dr. Jörg Gollnick	Fremd- verwaltung
 Dächer, die's drauf haben Nelskamp	Bauzuliefer- industrie	140	600	Duisburg	Dr. Frank Kebekus (Dr. Dirk Andres)	§270d
 Saurer Technologies GmbH & Co. KG	Textil- Maschinenbau	134	590	Krefeld	Dr. Jan-Philipp Hoos (Tillmann Peeters)	§270a
 Nobiskrug GmbH	Werft	125	330	Neumünster	Hendrik Gittermann	Fremd- verwaltung
 Sopronem Greven GmbH	Haushaltschemie	90	180	Münster	Stephan Michels	Fremd- verwaltung
 DRK-Kliniken Nordhessen Gemeinnützige GmbH	Gesundheitswesen	84	1.100	Kassel	Dr. Franz-Ludwig Danko	Fremd- verwaltung
 Meyer Spedition Gruppe	Spedition	50 ²	350	Oldenburg	Dr. Bernd Sundermeier, Birte Seydlitz (Dr. Frank Kreuznacht, Thore Voß, Alexander Vey)	§270a
 InDiKo IndustrieDienstleistun- gsKontor GmbH	Industrie- dienstleistungen	40	160	Dortmund	Dr. Sebastian Henneke	Fremd- verwaltung
 Atlanta Antriebssyste- me E. Seidenspinner GmbH & Co. KG	Maschinenbau	40	281	Heilbronn	Dr. Dietmar Haffa (Jan Metzner)	§270d
 Neue Alno GmbH	Möbelindustrie	30 ²	230	Hechingen	Dr. Holger Leichtle (Christoph Enkler)	§270a
 Rubie's Deutschland GmbH	Bekleidungs- großhandel	30	164	Köln	Marion Rodine (Christoph Enkler)	§ 270a
 Thurn Germany GmbH	Haushaltschemie	25	133	Bonn	Dr. Jens Schmidt	Fremd- verwaltung

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften soweit recherchierbar zum Zeitpunkt der Antragstellung. Die Nennung erfolgt absteigend sortiert nach Umsatz. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

- 1) Angabe in Klammern: Sanierungsberater, der die Eigenverwaltung begleitet hat, sofern recherchierbar
- 2) Schätzung

Sanierungsmonitor Q2/2021

Top-Insolvenzsanierungen des Quartals

Quelle: Baker Tilly InsoResult®





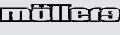






Unternehmen	Branche	Umsatz m €	Mit- arbeiter	Antrag	Ver- fahren ¹	Verwaltung ²	Lösung ³	Investor
 Klier Hair Group GmbH	Friseurkette	311	9.200	04.09.20	EV	Silvio Höfer (Detlef Specovius)	Plan	-
 Hallhuber GmbH	Mode- einzelhandel	197	2.000	15.04.20	EV	Dr. Christian Gerloff (Dr. Sven Tischendorf, Dr. Alexander Höpfner)	Plan	Privat- investoren (MBO)
 Vossloh-Schwabe Gruppe	Bauzuliefer- industrie	161	1.000	09.06.20	EV	Dr. Holger Leichtle, Simone Kaldenbach (Dr. Sven Tischendorf, Dr. Alexander Höpfner)	Plan	-
 Aluminium Rheinfelden Gruppe	Automobil- zulieferindustrie	159	264	22.09.20	EV	Dr. Holger Leichtle (Dr. Sven Tischendorf, Dr. Alexander Höpfner)	ÜbSa	Rusal
 Joh. Friedrich Behrens AG	Befestigungs- technik	119	447	11.11.20	EV	Dr. Christoph Morgen (Dr. Tjark Thies)	ÜbSa	GreatStar Europe AG (Hangzhou GreatStar)
 Schweizer Group Global GmbH	Automobil- zulieferindustrie	100 ⁴	627	30.01.20	FV	Marcus Winkler	ÜbSa	Weber Automotive
 BBS GmbH	Automobil- zulieferindustrie	91	525	14.07.20	FV	Thomas Oberle	ÜbSa	KW Automotive Group
 Tally Weijl Retail GmbH	Bekleidungs- einzelhandel	73	825	04.12.20	EV	Dr. Holger Leichtle (Martin Mucha)	Plan	-
 Hans Lingl Anlagen- bau und Verfah- renstechnik GmbH & Co. KG	Maschinen- und Anlagenbau	72	400	05.10.20	FV	Arndt Geiwitz	ÜbSa	Familie Schug
 Brillant Gruppe	Personal- dienstleistungen	70	2.000	16.03.21	FV	Dr. Christian Willmer, Dr. Hans-Joachim Berner	ÜbSa	Tempton Gruppe
 FINOBA AUTOMOTIVE GmbH	Automobil- zulieferindustrie	60	468	15.05.20	FV	Dr. Franz-Ludwig Danko	ÜbSa	Hanomag Lohnhärterei Gruppe
 Aktiv-Schuh Handels- gesellschaft mbH	Bekleidungs- einzelhandel	56	364	23.07.20	EV	Prof. Dr. Torsten Martini (Dr. Gerrit Heublein)	Plan	-

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften soweit recherchierbar zum Zeitpunkt der Antragstellung. Die Nennung erfolgt absteigend sortiert nach Umsatz. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

- 1) Zum Zeitpunkt der Umsetzung der Sanierung, EV = Eigenverwaltung, FV = Fremdverwaltung
- 2) Angabe in Klammern: Sanierungsberater, der die Eigenverwaltung begleitet hat, sofern recherchierbar
- 3) Plan = Insolvenzplanverfahren, ÜbSa = Übertragende Sanierung
- 4) Schätzung

Sanierungsmonitor Fortsetzung

Quelle: Baker Tilly InsoResult®

Unternehmen	Branche	Umsatz m €	Mit- arbeiter	Antrag	Ver- fahren ¹	Verwaltung ²	Lösung ³	Investor
 Minda KTSN Plastic Solutions GmbH & Co. KG	Automobil- zulieferindustrie	55	360	09.06.20	FV	Dr. Rainer M. Bähr	ÜbSa	Eissmann Group Automotive
 GEMO GmbH & Co. KG	Automobil- zulieferindustrie	47	850	11.11.20	FV	Dr. Jan-Philipp Hoos	ÜbSa	Shanghai Motor Vehicle & Auto Parts. Co. Ltd
 SUNDAIR GmbH	Fluggesellschaft	46	240	30.10.20	EV	Prof. Dr. Lucas Flöther (Thomas Mulansky)	Plan	-
ELBENWALD® Elbenwald GmbH	Fach- einzelhandel	35	293	25.09.20	EV	Enrico Schwarz (Stefan Ettelt)	Plan	-
 Stephan FISCHER Holding GmbH & Co. KG	Recycling- industrie	33	160	15.02.21	FV	Dr. Dirk Pehl	ÜbSa	FISCHER resour- ces GmbH, Karl Bachl Gruppe, BlueCAP AG
 Maschinenfabrik Möllers GmbH	Maschinen- und Anlagenbau	32	197	26.01.21	FV	Stefan Meyer	ÜbSa	ARODO Group
 Illerplastic Firmengruppe	Bau- zulieferindustrie	29	224	27.01.21	FV	Tobias Sorg, Konrad Menz	ÜbSa	Gugelfuss GmbH, AOS Kunststoff- technik GmbH
 gh Auer Guss GmbH	Automobil- zulieferindustrie	26	169	02.12.20	EV	Dr. Hubert Ampferl	Plan	-
 Cura Sana Unternehmens- gruppe	Gesundheits- wesen	25 ⁴	415	27.01.21	FV	Dr. Peter G. Theile	ÜbSa	MENetatis, Kursana, Alloheim, K&S
 Cordier Spezial- papier GmbH - Graphische Papiere	Papier- industrie	25	86	28.10.19	EV	Thomas Rittmeister (Justus von Buchwald, Rouven Quick)	ÜbSa	Lenk Paper
 Dortmunder Blankstahl GmbH	Automobil- zulieferindustrie	24	100	22.01.21	FV	Markus Birkmann	ÜbSa	ArcelorMittal
 Flughafen Paderborn/ Lippstadt GmbH	Flughafen- betreiber	20	167	22.09.20	EV	Stefan Meyer (Dr. Yorck Streitböcker)	Plan	Kreise Paderborn, Soest, HSK, Höxter, IHK

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften soweit recherchierbar zum Zeitpunkt der Antragstellung. Die Nennung erfolgt absteigend sortiert nach Umsatz. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

- 1) Zum Zeitpunkt der Umsetzung der Sanierung, EV = Eigenverwaltung, FV = Fremdverwaltung
- 2) Angabe in Klammern: Sanierungsberater, der die Eigenverwaltung begleitet hat, sofern recherchierbar
- 3) Plan = Insolvenzplanverfahren, ÜbSa = Übertragende Sanierung
- 4) Schätzung

Baker Tilly Corporate Finance



> 100

Erfolgreich
umgesetzte
Distressed
Transaktionen



> 20

Jahre
Erfahrung
im Distressed
M&A



#1

Mergermarket
Anzahl Distressed
Transaktionen
2011-YTD

(inkl. der Distressed-M&A-
Boutique „perspektiv“, die 2018
in Baker Tilly integriert wurde)

Baker Tilly Corporate Finance | Ansprechpartner: Dr. Andreas Fröhlich | +49 89 55066-590 | corporatefinance@bakertilly.de

bakertilly.de

Impressum:

Baker Tilly Unternehmensberatung GmbH, Nymphenburger Straße 3b, 80335 München | T: +49 89 55066-590
Redaktionsleitung: Dr. Andreas Fröhlich | Koordination: Silvan Drasch | Kontakt: corporatefinance@bakertilly.de

Hinweis:

Die in dieser Publikation enthaltenen Beiträge sind nach bestem Wissen und Kenntnisstand verfasst. Eine Haftung kann trotz sorgfältiger Bearbeitung nicht übernommen werden. Die Ausführungen dienen ausschließlich der allgemeinen Information und können daher eine qualifizierte, fachliche Beratung im Einzelfall weder ganz noch teilweise ersetzen. Baker Tilly steht Ihnen dazu gerne zur Verfügung.

Now, for tomorrow

Follow us:      

AUDIT & ADVISORY • TAX • LEGAL • CONSULTING

Baker Tilly bietet mit 37.000 Mitarbeitern in 148 Ländern ein breites Spektrum individueller und innovativer Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Audit & Advisory, Tax, Legal und Consulting an. Weltweit entwickeln Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Steuerberater und Unternehmensberater gemeinsam Lösungen, die exakt auf jeden einzelnen Kunden ausgerichtet sind, und setzen diese mit höchsten Ansprüchen an Effizienz und Qualität um. In Deutschland gehört Baker Tilly mit 1.160 Mitarbeitern an zehn Standorten zu den größten partnerschaftlich geführten Beratungsgesellschaften.

© Baker Tilly | 2021

