

Neuer Restrukturierungsrahmen rückt Unternehmensbewertungen in den Fokus

Neuer Restrukturierungsrahmen

▶ Während die zweite Welle der Covid-19 Pandemie die deutsche Wirtschaft in Atem hält, tritt voraussichtlich ab dem 1. Januar 2021 ein neues Restrukturierungsrecht in Kraft. Die Bundesregierung hat am 14. Oktober 2020 den Regierungsentwurf des "Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts" (Sanierungsrechtsfortentwicklungsgesetz – SanInsFoG) vorgelegt. Im Kern enthält der Gesetzesentwurf die Umsetzung eines präventiven Restrukturierungsrahmens in Form des Unternehmensstabilisierungs- und Restrukturierungsgesetzes (StaRUG), welcher das bestehende Insolvenzrecht erheblich ändert und erweitert. Das Gesetz soll Unternehmen die Möglichkeit bieten, sich im Falle einer drohenden Zahlungsunfähigkeit einfacher in Eigenregie zu sanieren.

Ein zentraler Bestandteil des StaRUG ist die Erstellung eines Restrukturierungsplans (§4 StaRUG-E), welcher weitreichende Eingriffe in Vertragsverhältnisse, Verbindlichkeiten und Gesellschaftsstrukturen, wie z.B. Haircuts bzw. Forderungsverzichte oder Verwässerung von Altgesellschaftern, vorsehen kann. Der Restrukturierungsplan bedarf der Zustimmung der betroffenen Gläubigergruppen (§27 StaRUG-E), wobei grundsätzlich innerhalb jeder betroffenen Gläubigergruppe jeweils eine Stimmenmehrheit von mindestens 75% erreicht werden muss. Darüber hinaus kann die Zustimmung einer einzelnen Gläubigergruppe unter gewissen Voraussetzungen im Rahmen des sog. „cram down“ ersetzt werden (§28 StaRUG-E). Auch wenn der Restrukturierungsplan grundsätzlich außergerichtlich

umgesetzt werden könnte, dürfte zur Vermeidung von Widersprüchen einzelner Gläubiger zum Restrukturierungsplan eine gerichtliche Bestätigung nach §58 StaRUG-E angeraten oder erforderlich sein.

Erweiterte Pflichten der Geschäftsleitung und Aufsichtsorgane

▶ Da die Erstellung des Restrukturierungsplans dem Schuldner obliegt, geht mit der eigenverantwortlichen Sanierung eine erweiterte Verantwortung der Geschäftsleiter und der Überwachungsorgane einher. Liegt drohende Zahlungsunfähigkeit vor, sind die Organe primär zur Wahrung aller Gläubigerinteressen (§2 StaRUG-E) verpflichtet, wobei die Interessen der Anteilseigner nachgelagert sind.

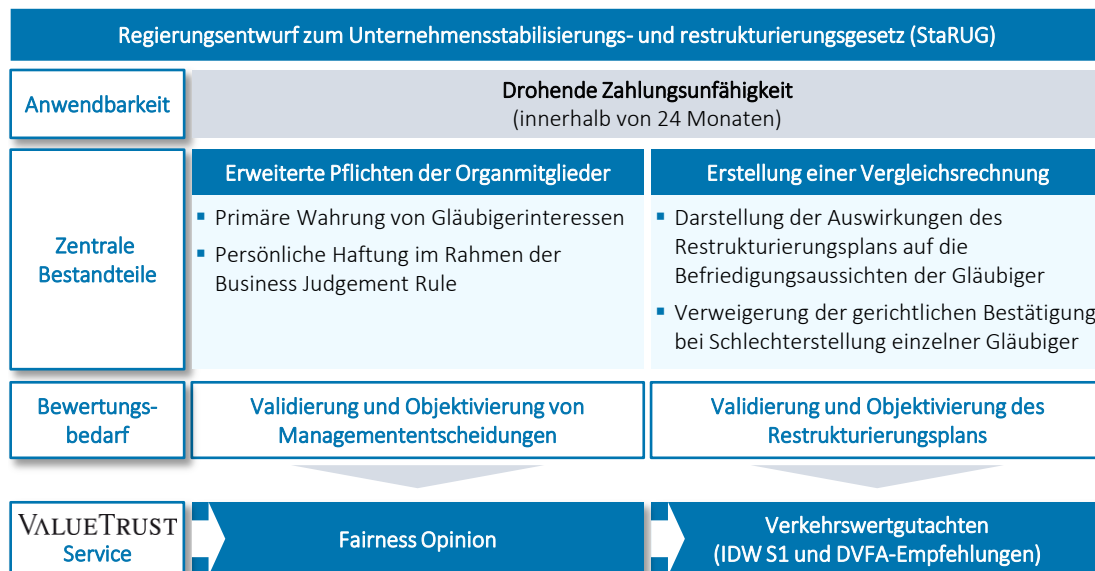
Im Falle einer Verletzung dieser Pflichten haften die Organmitglieder persönlich gegenüber der Gesellschaft (§3 StaRUG-E). Die Haftung für die Pflichtverletzung

nen zu empfehlen, sich die Angemessenheit der Gegenleistung bei wesentlichen Geschäftsvorfällen, insbesondere Unternehmenstransaktionen, durch Einholung einer unabhängigen Fairness Opinion bestätigen zu lassen und somit eine potenzielle Pflichtverletzung und Haftung bereits frühzeitig auszuschließen.

Vergleichsrechnung als Voraussetzung

▶ Der Restrukturierungsplan ist in einen darstellenden und einen gestaltenden Teil zu gliedern (§7 StaRUG-E). Während der gestaltende Teil die Rechtsverhältnisse nach Umsetzung des Restrukturierungsplans regelt, sind im darstellenden Teil die Auswirkungen des Restrukturierungsplans zu erläutern. Er enthält alle Angaben, die für die Entscheidung der vom Plan Betroffenen relevant und für die gerichtliche Bestätigung erheblich sind (§8 Abs. 1 StaRUG-E). Zentraler Bestandteil ist eine Vergleichsrechnung, in der die Auswirkungen des Restrukturierungsplans auf die Befriedigungsaussichten der

Planbetroffenen dargestellt werden. Gleichzeitig ist auf Antrag eines Gläubigers die gerichtliche Bestätigung des Plans zu versagen, wenn der Gläubiger durch den Plan



unterliegt der Business Judgement Rule, nach der eine Pflichtverletzung der Organmitglieder nicht vorliegt, wenn diese vernünftigerweise davon ausgehen durften, auf Grundlage angemessener Informationen im Interesse der Gläubiger zu handeln. Die erweiterte Organhaftung dürfte nicht nur ein Einfallstor für aktivistische Gläubiger darstellen, sondern auch im Falle einer späteren Insolvenz durch einen Insolvenzverwalter ggfs. überprüft werden. Aus diesem Grund ist den Orga-

schlechter gestellt wird als ohne Plan (§71 Abs. 1 StaRUG-E). Damit bezieht sich die Vergleichsrechnung auf den Vergleich der Werthaltigkeit der betroffenen Gläubigerforderungen vor und nach Umsetzung des Restrukturierungsplans. Um diesen Vergleich vornehmen zu können, ist der Unternehmenswert (Enterprise Value) im Fortführungsfall des Schuldners vor und nach Umsetzung des Restrukturierungsplans zu bestimmen und die Verteilung des Unternehmenswerts

auf die einzelnen Forderungen der Gläubigergruppen unter Einbezug der Rangfolge der Forderungen und etwaiger Besicherungen zu ermitteln. Wird der Restrukturierungsplan erfolgreich umgesetzt, sollte der Unternehmenswert aufgrund des Entfalls der direkten und indirekten Insolvenzkosten, der Aufdeckung von Sanierungsgewinnen sowie dem Wegfall des latenten Risikos der Zahlungsunfähigkeit bzw. Insolvenz höher sein als vor der Umsetzung des Restrukturierungsplans.

Unabhängige Unternehmensbewertung

▶ Wenngleich ein Teil dieser Analysen durch den Restrukturierungsberater des Schuldners bei Ausarbeitung des Restrukturierungsplans bereits erstellt werden dürfte, ist aufgrund der hohen Anforderungen an die

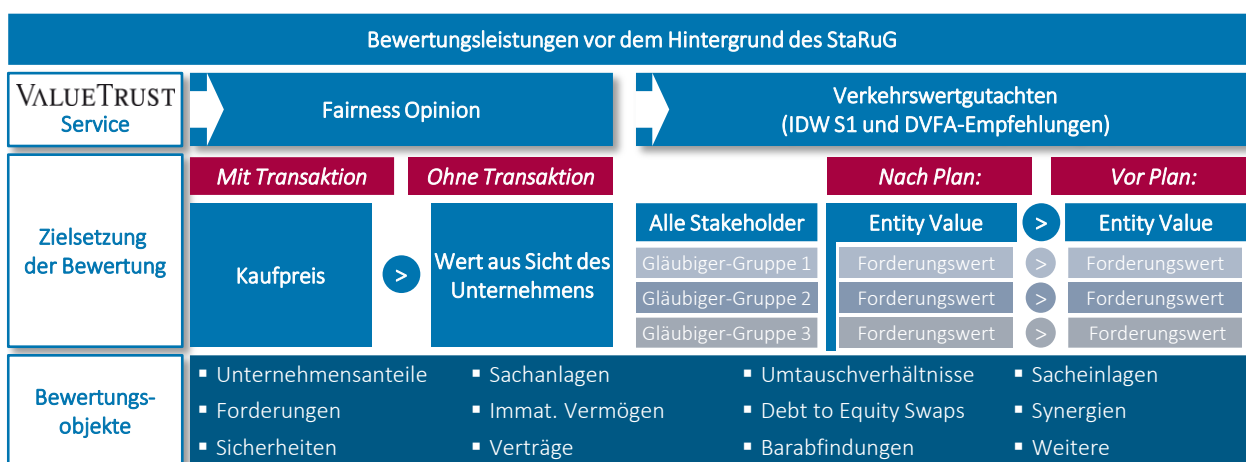
Transparenz und die Objektivität der Vergleichsrechnung die Einholung eines unabhängigen Gutachtens nach den einschlägigen Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) und „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) empfehlenswert. Die Einbeziehung eines unabhängigen Gutachters trägt somit wesentlich zu einer

erfolgreichen Erstellung des Restrukturierungsplans durch den Schuldner bei, indem

- die **Objektivität der Vergleichsrechnung** und damit des Restrukturierungsplans erhöht wird;
- die **Akzeptanz und Zustimmung der Gläubiger** zum Restrukturierungsplan aufgrund der transparenten Darstellung der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters, der Bewertungsmethodik und des Bewertungsergebnisses gefördert wird;
- die **Schlechterstellung von Gläubigern** ausgeschlossen und damit sichergestellt wird, dass die gerichtliche Bestätigung nicht von Amts wegen untersagt werden darf.

Kunden, etc., im Rahmen des StaRUG vermieden werden können und sich gerade bei drohender Zahlungsunfähigkeit die Sanierungsaussichten der Unternehmen signifikant verbessern. Darüber hinaus können Blockadehaltungen einzelner Gläubiger effektiv umgangen werden, ohne die Umsetzung der Sanierung zu gefährden.

Die mit dem StaRUG verbundene erweiterte Haftung der Gesellschaftsorgane lässt sich durch die Einholung unabhängiger Fairness Opinions weitestgehend abfedern. Zudem stellen unabhängige Gutachten die notwendige Transparenz, Objektivität und Akzeptanz des Restrukturierungsplans sicher. Wie groß die Akzeptanz sowie die prozessualen und monetären



Fazit und Ausblick

▶ Der Regierungsentwurf des SanInsFoG schafft in Deutschland einen wichtigen Rahmen zur Sanierung von Unternehmen außerhalb der Insolvenz. Dies ist begrüßenswert, da indirekte Insolvenzkosten, wie z.B. die Umstellung von Lieferantenkrediten auf Vorkasse, Verlust von

ren Vorteile des neuen Gesetzentwurfs gegenüber den Möglichkeiten zur Sanierung in Eigenverwaltung sein werden, wird die Praxis zeigen müssen. In jedem Fall wäre es wünschenswert, wenn das Gesetz rechtzeitig in Kraft tritt, um einen Teil der finanziellen Folgen der Covid-19 Pandemie abzufedern.

Ihre Ansprechpartner



Florian Starck
Steuerberater
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors SE

+49 89 388 790 200
florian.starck@value-trust.com



Dennis Muxfeld
Director
ValueTrust Financial Advisors SE

+49 89 388 790 190
dennis.muxfeld@value-trust.com



Mehmet Özbay
Director
ValueTrust Financial Advisors SE

+49 69 24747 6165
mehmet.oezbay@value-trust.com