



NEUIGKEITEN VON DER JURISTISCH-BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHEN NAHTSTELLE



Volker Riedel
Managing Partner
Dr. Wieselhuber
& Partner

LIEBE LESERINNEN, LIEBE LESER,

wachstumsgetriebene Geschäftsmodelle haben die höchste Unsicherheit im Eintrittszeitpunkt des Kippunktes des Marktes. Sie sind gekennzeichnet durch wenige Markteintrittsbarrieren und sie leben von einer Story, die das Kapital zu akquirieren hilft. Startups, Retail und der Immobilienmarkt haben hier vieles gemein. Retailgeschäfte können mit einem Federstrich unter dem Mietvertrag wachsen. Doch kaum einer kalkuliert dabei die Austrittskosten ein. Deswegen ist das Retailgeschäft Stammkunde in der gerichtlichen Restrukturierung. Immobilien im Gewerbebereich konnten in den vergangenen Jahren mit minimalem Eigenkapitaleinsatz gehebelt werden und (Buch-)Erfolge aus Wertsteigerungen realisieren.

In der Höhe der Eigenkapitalunterlegung und Volatilität der letzten Jahre unterscheidet sich übrigens der

deutschsprachige Markt von anderen weltweiten Regionen.

Nun findet die Konsolidierung statt. Projekte ohne liquides Eigenkapital implodieren, weil sie von der Marktnachfrage, den Baukosten und den Finanzierungskosten in die Zange genommen werden. Egal wie komplex die Strukturen, der Exit wird das zentrale Sanierungsinstrument sein. Spannend wird in 2024 zu verfolgen sein, ob und ab wann der Käufermarkt anzieht. Das gilt auch für das Distressed Corporate M&A-Geschäft. Die erwartete Restrukturierungswelle ist wohl im Hochlauf und die Aussichten für das Jahr 2024 lassen sich im mittlerweile geflügelten Satz zusammenfassen: „Survive to 2025“.

Allen LeserInnen einen guten Start ins Jahr 2024 mit einer Lektüre rund um die formalgetriebene Sanierung.



Matthias Müller
Partner
Dr. Wieselhuber
& Partner

2024 verspricht spannende Projekte und hohe Auslastung

Das Jahr 2023 war von einem starken Anstieg der formalgetriebenen Restrukturierung geprägt. Hohe Verschuldungen haben sich durch Zinseffekte und BIP-Schwäche auf das Rating durchgeschlagen und befördern die Notwendigkeit von formalgetriebenen Stellungnahmen.

Spannende StaRUG – Anwendungsfälle im Real Estate

Mit besonderer Freude haben wir uns im zweiten Halbjahr spannenden und intellektuell anfordernden Fragestellungen rund um die Refinanzierungsfähigkeit im Real Estate gestellt. Einerseits

in interessanten StaRUG-Verfahren, andererseits natürlich im Rahmen von IBR/S6.

Für 2024 erwarten wir eine Fortsetzung dieser Themen und steigende Krisenfälle in den Bereichen Maschinen- und Anlagenbau sowie Bauzulieferindustrie.

Außerdem erwarten wir eine weiter ansteigende Fallzahl von Bilanzkosmetik, -beschönigung und Unehrllichkeit. Hier ist für die Berater besondere Vorsicht geboten.

Ich wünsche allen einen nicht zu stressigen Jahresendspurt 2023, volle Auftragsbücher für das Q1 2024 und natürlich eine wunderschöne und ruhige Zeit rund um Weihnachten und Neujahr.

IM ÜBERBLICK

Vorwort 1

Steigende Finanzierungskosten belasten viele Unternehmen – kommt die Insolvenzwellen? 2

Finanzielle Restrukturierung – Wiederherstellung refinanzierungsfähiger Verschuldungsrelationen 3

Fokusthema

Zentrale Aspekte der Refinanzierungsfähigkeit im Real Estate: Abschätzung Investitionen & Bewertung Immobilie ... 4

Anleiherestrukturierung – Einblicke in die Praxis 5

Vergleichsrechnungen im IDW S6 – vorgeschrieben aber oft vernachlässigt: Instrument zur Realitätsvermittlung und Konsensfindung 6

Über den Tellerrand

Insolvenznahe Beratung im Kontext von W&P 7

Drei Fragen zum Schluss 7

Ausblick 7

Impressum

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Straße 21
D-80335 München
Internet: www.wieselhuber.de

V.i.S.d.P.:

Gustl F. Thum, Managing Partner



KURZ & BÜNDIG

Insolvenzelle oder Normalisierung der vergangenen Jahre?

- Trotz eines Anstiegs in 2023 liegt die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen nach wie vor unter dem Niveau von 2019 (vor der Corona-Pandemie).
- Die gegenwärtige Entwicklung der Insolvenzen deutet eher auf eine Normalisierung der vergangenen Jahre hin, in denen zahlreiche Unternehmen künstlich durch staatliche Unterstützung am Leben gehalten wurden.

Was bewegt das Marktumfeld im Jahr 2023/24?

- Die Auswirkungen der Energiepreiskrise in Verbindung mit der weltwirtschaftlichen Schwäche belasten die deutsche Wirtschaft weiterhin.
- In 2023 wird mit einem Rückgang des preisbereinigten BIP um 0,4% gerechnet. In 2024 soll das BIP wieder um 1,3% wachsen.
- Die Inflation hat ihren Höhepunkt überschritten und soll sich in 2024 auf 2,6% verringern.
- Der prognostizierte Anstieg an Insolvenzen in 2023 beträgt 22%. In 2024 soll die Anzahl der Insolvenzen in Deutschland um weitere 6% steigen.
- Durch die in 2023 erneut stark angestiegenen Zinsen erhöhen sich die Finanzierungskosten für Fremdkapital finanzierte Unternehmen. Weitere Erhöhungen des Leitzinses sind aktuell nicht geplant.
- Ab 2024 sind Unternehmen zu einem ESG-Reporting verpflichtet. Dies stellt vor allem den Mittelstand vor große Herausforderungen.

Steigende Finanzierungskosten belasten viele Unternehmen – kommt die Insolvenzelle

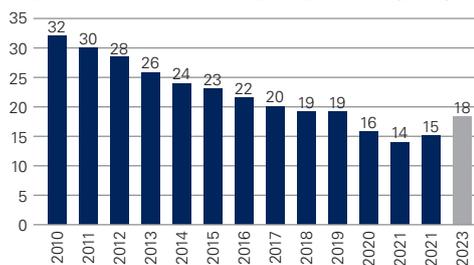
Die deutsche Wirtschaft sieht sich momentan mit zahlreichen Herausforderungen konfrontiert. Die anhaltend hohe Inflation in den vergangenen Monaten hat das Konsumverhalten der deutschen Bevölkerung deutlich beeinflusst. Dies hat dazu geführt, dass das inflationsbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) in diesem Jahr voraussichtlich rückläufig ist, mit einem erwarteten Rückgang von 0,4%. Deutschland ist somit die einzige bedeutende Wirtschaftsnation, die einen Rückgang des BIP verzeichnet.

Global wird mit einem Wachstum des inflationsbereinigten BIP von 2,8% gerechnet. Zusätzlich belasten die zunehmenden Finanzierungskosten aufgrund der fortlaufenden Erhöhung des Leitzinses durch die Europäische Zentralbank (EZB) zahlreiche Unternehmen in Deutschland.

Auch die Auswirkungen aus der Energiepreiskrise und die eingeschränkten Lieferketten in Folge der weltweiten Kriege schränken viele Unternehmen in Deutschland weiterhin ein. Diese Entwicklung findet seinen Ausdruck auch in den aktuellen Zahlen der Unternehmensinsolvenzen.

Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland steigt wieder an

Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland (in Tsd.)



Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen ist von 2010 bis 2021 kontinuierlich um 56% von 32 Tsd. auf 14 Tsd. gesunken. In 2022 ist die Zahl der Insolvenzen lediglich um 4% auf 15 Tsd. gestiegen. Diese Entwicklung setzte sich trotz der Belastungen durch die Corona-Pandemie und Energiekrisen fort. Insbesondere seit 2020 blieb die Anzahl der Insolvenzen auf einem erstaunlich niedrigen Niveau, was auf die umfassenden staatlichen Hilfen zurückzuführen ist.

Maßnahmen wie die teilweise Aussetzung der Insolvenzantragspflicht, die Erweiterung des Kurzarbeitsgeldes und die

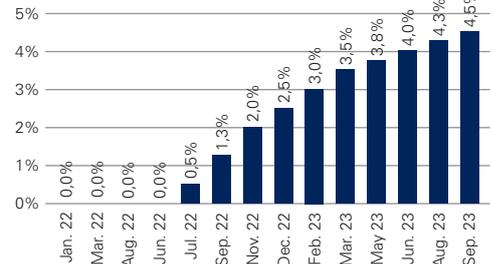
direkte finanzielle Unterstützung von Unternehmen spielten eine maßgebliche Rolle dabei, einen sprunghaften Anstieg zu verhindern.

Zusätzlich trug der vorübergehende Vollstreckungsstopp seitens Finanzbehörden und Krankenkassen entscheidend dazu bei, die Insolvenzzahlen stabil zu halten.

Obwohl in diesem Jahr ein Anstieg um 22% erwartet wird, soll die Gesamtanzahl der Unternehmensinsolvenzen dennoch um 5% unter dem Niveau des Jahres 2019 vor der Corona-Krise liegen. Von einer Insolvenzelle kann also nicht die Rede sein. Aktuell handelt es sich mehr um eine Normalisierung nach den starken Schutzmaßnahmen der letzten Jahre.

Finanzierungskosten steigen auch in 2023 weiter an

EZB-Leitzinsentwicklung seit 2022



Die bis 2022 von der EZB verfolgte Niedrigzinspolitik machte die Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen extrem günstig, wodurch viele Unternehmen trotz hoher Verschuldung überlebensfähig waren. Seit Juli 2022 erhöht die EZB kontinuierlich den Leitzins, um der starken Inflation entgegenzuwirken. Im September 2023 wurde der Leitzins nochmals um 0,25% auf 4,5% angehoben.

Vor allem für Unternehmen mit auslaufenden Krediten könnte sich dies zu einem akuten Problem entwickeln, wenn die noch laufenden Kredite mit den gestiegenen Zinsen refinanziert werden müssen. Besonders die Bau- und Immobilienbranche zeigt sich betroffen, da Immobilien deutlich teurer in der Finanzierung geworden sind. Aber auch Branchen, die durch Corona besonders betroffen waren und sich dadurch hoch verschuldet haben, stehen vor einer großen Herausforderung.



Rowen Hesse
Consultant
Dr. Wieselhuber &
Partner



Christian Dresen
Manager
Dr. Wieselhuber
& Partner

Finanzielle Restrukturierung – Wiederherstellung refinanzierungsfähiger Verschuldungsrelationen

In unseren Projekten beobachten wir zunehmend, dass die aktuelle Fremdkapitalfinanzierung und somit die Verschuldung des Unternehmens auf eine Basis ausgerichtet ist, die sich inzwischen völlig verändert hat. Wenn ein Unternehmen in den vergangenen Jahren ein EBITDA von 25 Millionen Euro erzielt hat, aktuell und auch in naher Zukunft jedoch nur noch 5 Millionen Euro EBITDA erwirtschaftet, sind die finanziellen Verbindlichkeiten, die auf der Grundlage von 25 Millionen Euro EBITDA eingegangen wurden, derzeit unverhältnismäßig hoch. Dies führt dazu, dass der Kapitaldienst (Zins + Tilgung) das Ergebnis und die Liquidität erheblich belasten und das Unternehmen bis an den Rand der Insolvenz drängt. Die aktuelle Zinsentwicklung verstärkt die finanzielle Belastung zusätzlich. In diesen Fällen ist es zur Abwendung von Insolvenzantragsgründen meist zu spät für große operative Restrukturierungen (diese sollten dennoch parallel angestoßen werden). Der Fokus liegt zu diesem Zeitpunkt auf der finanziellen Restrukturierung/Entschuldung des Unternehmens mit allen zur Verfügung stehenden Werkzeugen.

Praktische Anwendung

In unseren Konzepten wird die finanzielle Restrukturierung in einen umfassenden Plan zur Gesamtrestrukturierung des Unternehmens integriert. Dies kann durch sorgfältige Abwägung einer Reihe von Maßnahmen erfolgen. Häufig werden diese in vielfältigen Kombinationen gleichzeitig eingesetzt. Ein Bsp. sind gewährte Zinsstundungen mit gleichzeitigem Rangrücktritt auf die hochlaufenden Zinsverbindlichkeiten in der Bilanz. Weitere Optionen werden in der Abb. dargestellt.

Grundlage zur Verhandlung mit den verschiedenen Stakeholdern bilden Sanierungs-/Finanzierungskonzepte und Independent Business Reviews (inkl. Vergleichsrechnungen). Die Vergleichsrechnung ist an dieser Stelle besonders wichtig, da die Szenarien der verschiedenen Restrukturierungsalternativen dargestellt werden können. Die Berechnung bildet eine transparente Position in den Finanzierungsverhandlungen.

Im Rahmen des IDW S6 wird unter anderem die Verschuldungsdauer als wichtige Kennzahl zur Beurteilung der Refinanzierungsfähigkeit betrachtet. Die Verschuldungsdauer sollte zum Ende des Planungszeitraumes maximal 3,0 betragen.

Im Hinblick auf das Eigenkapital sollte die Kapitalstruktur des Unternehmens mindestens mit 30 % ausgestattet sein. Die dargestellten Maßnahmen haben das Potenzial, das Unternehmen wieder in einen Rahmen refinanzierungsfähiger Kennzahlen zu führen. Beispielsweise wird eine im Rang zurückgetretene Verbindlichkeit nicht in der Berechnung der Verschuldungsdauer angesetzt.

Fazit

Zusammenfassend ist es also abseits der operativen Maßnahmen für das Unternehmen unerlässlich, eine umfassende finanzielle Restrukturierung der Passivseite durchzuführen. Die verschiedenen zu ergreifenden Maßnahmen sind in der Komplexität und dem zur Umsetzung benötigten Zeitaufwand sehr unterschiedlich zu betrachten und sollten durch betriebswirtschaftliche und juristische Experten begleitet werden. Ziel ist die Wiederherstellung von refinanzierungsfähigen Verschuldungsrelationen.



Auszug potenzieller Instrumente im Rahmen der finanziellen Restrukturierung

AUS DER PRAXIS

Ausgangslage

- Unternehmen der Immobilienbranche (Vermittlung/Finanzierung) mit 150 Mio. € Fremdkapitalfinanzierung auf ursprünglich in 2020 erwirtschaftete EBITDAs von rd. 20-25 Mio. €
- Eigenkapital von rd. 70 Mio. € bei einer Bilanzsumme von rd. 175 Mio. € in 2020
- Krisenbedingte Senkung des EBITDA der letzten Jahre auf 5-10 Mio. € bei gleichzeitiger Zinslast von 10-15 Mio. € pro Jahr
- Ausgelöste Liquiditätskrise und Eigenkapitalverzehr – kurz vor Insolvenzantragspflicht

Vorgehensweise

- Erstellung eines Sanierungskonzeptes mit dem Fokus auf die Restrukturierung der Passivseite
- Zinsstundung auf das gesamte Fremdkapital und sofortiger Rangrücktritt auf die daraus entstehenden Zinsverbindlichkeiten
- Rangrücktritt auf weitere rd. 70 Mio. € Verbindlichkeiten
- Weitere Finanzierung von rd. 12,0 Mio. € als Sanierungskredit
- Nachgelagert nachhaltige operative Maßnahmen zur erneuten Steigerung des EBITDAs

Ergebnis

- Fortführung des Geschäftsbetriebes über den im Sanierungskonzept beschriebenen Sanierungspfad
- Abwendung der Insolvenz vor allem durch die Maßnahmen der finanziellen Restrukturierung



Maximilian Thoele
Senior Manager
Dr. Wieselhuber
& Partner

AUS DER PRAXIS

Ausgangslage

- Immobilienprojekt mit dem Ziel des Verkaufs
- Gestiegene Baukosten, Investitionen sowie Zinsen führen zu Liquiditätsengpässen
- Refinanzierung aufgrund des aktuellen Krisenmodus im Bereich Real Estate nicht möglich

Herausforderungen

- Abschätzung der Investitionskosten

Vorgehensweise

- Darstellung verschiedener Szenarien
- Bewertung Investitionsrückstau und detaillierte Abschätzung der Investitionskosten unter Einbindung von Experten
- Transparente Darstellung der Schulden- und Zinsentwicklung
- Ermittlung von Verkaufsbandbreiten zur Einschätzung der Refinanzierungsfähigkeit unter Nutzung eines Discounted-Cashflow-Verfahrens (DCF)

Ergebnis

- Einigung der Fremdkapitalgeber und Gesellschafter
- Sicherstellung der Durchfinanzierung
- Etablierung einer Treuhandstruktur

Zentrale Aspekte der Refinanzierungsfähigkeit im Real Estate: Abschätzung Investitionen & Bewertung Immobilie

Die Immobilienbranche befindet sich im Krisenmodus. Aufgrund der gestiegenen Zinsen, der hohen Baukostensteigerungen sowie der allgemeinen eingetübten Wirtschaftslage stehen bereits viele Marktteilnehmer mit dem Rücken zur Wand. Der Restrukturierungsbedarf nimmt damit stark zu.

Refinanzierungsfähigkeit im S6/IBR

Zur Entscheidung über die Refinanzierungsfähigkeit im S6/IBR im Real-Estate Umfeld ist zunächst zu unterscheiden, ob es sich hierbei um einen Verkauf oder um eine Fortführung handelt.

1. Sanierungsvariante „Verkauf“

In diesem Kontext ist das übergeordnete Ziel der Sanierung die gewinnbringende Veräußerung. Dadurch wird die Refinanzierungsfähigkeit, häufig nach einer Überbrückungsphase (bspw. mit einer Treuhandstruktur), durch den Verkauf erreicht. Zentral hierbei ist eine stabile Durchfinanzierung bis zum Verkauf (inkl. risikogerechter Verzinsung) und vollständige Befriedung aller Gläubiger mit Verkauf inkl. der Transaktions- und Abwicklungskosten. Da zukünftige Verkaufspreise nur abgeschätzt werden können, zeigt die Ermittlung von Verkaufsbandbreiten, bei welchen Verkaufspreisen Refinanzierungsfähigkeit gegeben ist.

2. Sanierungsvariante „Fortführung“

Bei der Fortführung ist auf die klassische Rendite- und Kapitaldienstfähigkeit abzustellen. Refinanzierungsfähigkeit ergibt sich hierbei aus dem Verhältnis des Reinertrages zu bestehenden

Schulden des Objektes und/oder dem Loan-to-Value (LTV).

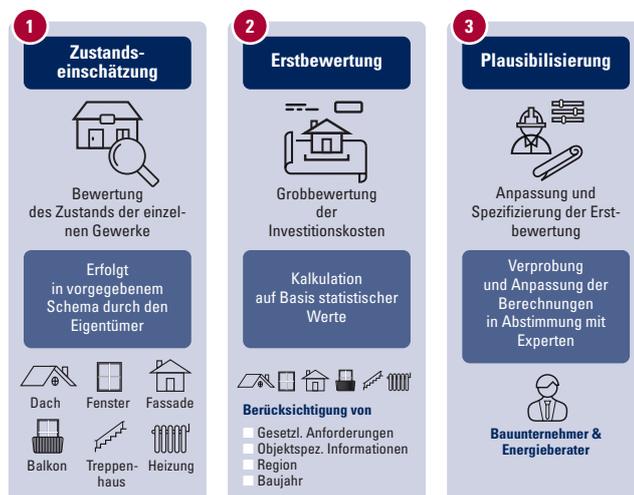
Investitionskosten & Asset Bewertung

In beiden Varianten ist es relevant, eine valide Abschätzung der Investitionskosten vorzunehmen, da diese wesentlich sind für die Asset-Bewertung. In den Gutachten zur Asset-Bewertung werden die Investitionskosten häufig nur pauschal und daher ungenau sowie ohne Zeithorizont berücksichtigt. Eine detailliertere Betrachtung und der Zeitbezug ist jedoch essentiell. In der Praxis hat sich folgendes Vorgehen bewährt (vgl. Abb.). Zunächst ist eine Bewertung des Zustands der einzelnen Gewerke, in Zusammenarbeit mit dem Eigentümer, durchzuführen. Darauf basierend ist eine Abschätzung der Investitionskosten vorzunehmen unter Berücksichtigung u.a. der gesetzlichen Anforderungen oder des Baujahrs. Hier sind insb. auch die Anforderungen der ESG-Kriterien zu berücksichtigen, deren Einhaltung z.T. zu deutlichen Mehrkosten führen. Die ermittelten Werte sind am Ende durch den Austausch mit Experten zu verproben und bei Bedarf anzupassen. Dies fließt dann abschließend in die Asset-Bewertung mit ein.

Fazit

Die für die Definition der Refinanzierungsfähigkeit relevante Asset-Bewertung hängt stark von der Art der Immobilie, dem Zustand, Standort, Leerstandsquote, dem Investitionsbedarf und anderen individuellen Faktoren ab. Daher ist es zentral, sich mit diesen beeinflussenden Parametern detailliert auseinanderzusetzen, um hier eine saubere Entscheidungsgrundlage zu schaffen. Ein wichtiges Kriterium sind hierbei die Investitionskosten, die insb. vor dem Hintergrund der ESG-Anforderungen und gesetzlichen Vorgaben zu begutachten sind.

Es gilt die regulatorischen, formalgetriebenen Anforderungen im Restrukturierungskontext einzuhalten, um eine nachvollziehbare Aussage zur Refinanzierungsfähigkeit im geplanten Szenario (Verkauf vs. Fortführung) treffen zu können und eine bestmögliche Lösung für alle Beteiligten sicherstellen zu können.



Vorgehen zur validen Abschätzung der Investitionskosten



Kai Kramer
Manager
Dr. Wieselhuber &
Partner GmbH

Anleiherestrukturierung – Einblicke in die Praxis

Die von den Zentralbanken umgesetzte Zinswende setzt insbesondere die Immobilienbranche und deren Geschäftsmodelle unter Druck. Möglichkeiten der Anleiherestrukturierung sollen anhand eines Beispiels aus der Immobilienwirtschaft dargestellt werden.

I. Kriselnde Immobilienbranche

In Abhängigkeit der individuellen Finanzierungsstruktur führen die gestiegenen Zinsen (un-)mittelbar zu steigenden Finanzierungskosten, die sich negativ auf die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und das (Finanz-)Ergebnis auswirken. Das gestiegene Zinsumfeld führt unmittelbar zu höheren Diskontierungszinssätzen, die unter Verwendung eines Discounted-Cashflow-Verfahrens (DCF), zu niedrigeren Immobilienbewertungen führen. Die (negativen) Bewertungseffekte werden erfolgswirksam in der GuV erfasst, was u. U. zum vollständigen Abschmelzen des Eigenkapitals und so zur Überschuldung des Unternehmens führen kann. Aufgrund der niedrigeren Bewertungsansätze steigt der Loan-to-Value (LtV), das Verhältnis zwischen Fremdkapital und dem bewerteten Objekt. Der LtV ist ein wesentlicher Indikator zur Bewertung der Refinanzierungsfähigkeit des Immobilienunternehmens und regelmäßig ein Covenant in Kredit- und Anleiheverträgen.

Seit dem 30. September 2023 gilt wieder der 12-monatige (Fortbestehens-)Prognosezeitraum gem. § 19 II InsO zur Abwendung der überschuldungsbedingten Insolvenzantragspflicht. Eine frühzeitige Analyse der Finanzierungsstruktur ist geboten.

II. Unternehmensanleihen

Unternehmensanleihen sind Fremdkapitaltitel, die Unternehmen gegen Zinszahlungen und mit i. d. R. endfälliger Tilgung emittieren. Das Volumen emittierter inländischer Unternehmensanleihen ist bis Ende 2022 auf rd. 422 Mrd. € gestiegen. In einer unterstellten Konzernstruktur werden Anleihen i. d. R. auf Holdingebene mit geringer bis keiner Besicherung emittiert, weshalb Anleihegläubiger als Juniorgläubiger zu betrachten sind. Zusätzlich finanzieren sich die operativ tätigen Konzerngesellschaften regelmäßig mittels besichertem Bankkredit. Aufgrund der Besicherung ist die kreditgebende Bank (Super-)Seniorgläubiger. Die Anleihe ist dem Bankkredit gegenüber strukturell nachrangig.

III. Anleiherestrukturierung

Das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) ermöglicht eine außergerichtliche und somit vergleichsweise schnelle und günstige Form der Anleiherestrukturierung. Anleihebedingungen, wie die Verringerung der Hauptforderung, können gem. § 5 Abs. 3 i. V. m. § 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG mittels qualifiziertem Mehrheitsbeschluss (>75 %) der teilnehmenden Stimmrechte geändert werden. Änderungsbeschlüsse müssen je Anleihe individuell gefasst werden. Bei kleinteiligen Anleihegläubigerstrukturen wird i. d. R. gem. § 7 SchVG ein gemeinsamer Vertreter (GV) bestellt. Halten wenige Gläubiger große Anleihepositionen, wird eine (in-)formelle Adhoc-Gruppe gebildet. Diese oder der GV verhandeln im Namen der Gläubiger über die Restrukturierung. Bei komplexen Anleihestrukturen sollte ein gerichtlich überwachter Restrukturierungsprozess, wie der des StaRUG, in Erwägung gezogen werden.

IV. Praxisbeispiel

Unterhalb einer doppelstöckigen Holdingstruktur hängen operative Objektgesellschaften (PropCo). Die oberste Holding hat eine Anleihe am Kapitalmarkt emittiert, die mittelbar an die PropCos weitergereicht wurde. Die PropCos sind zusätzlich mit besicherten Bankdarlehen (Objekte) fremdfinanziert. Die Darlehen wären in der Insolvenz der Anleihe vorrangig zu bedienen.

Infolge der zinswendebedingten Abwertung der Objekte und der deshalb steigenden LtVs, kam es auf Holdingebene zu einem Covenant Breach, bei zeitgleicher Überschuldung der Gesellschaft, weshalb eine Restrukturierung der Anleihe gemäß dem SchVG eingeleitet wurde. Es wurde ein Gemeinsamer Vertreter (§ 7 SchVG) bestellt, der einem Schuldenschnitt zustimmte, wodurch die Überschuldung beseitigt wurde.

Fazit

Aufgrund der gegenwärtigen Krisen und der strukturellen Nachrangigkeit der Immobilienanleihegläubiger ggü. den besicherten Banken, könnte der Handlungsdruck auf diese in Zukunft weiter zunehmen. Im Falle simpler Anleihestrukturen bietet das SchVG zeit- und kosteneffiziente Restrukturierungsinstrumente und Lösungsansätze.

AUS DER PRAXIS

Ausgangslage

- Das emittierte Volumen inländischer Unternehmensanleihen ist in 2022 auf rd. 442 Mrd. € gestiegen.
- Bedingt durch die Zinswende geraten Branchen und Geschäftsmodelle, insbesondere im Immobiliensektor, unter Druck.
- Steigende Finanzierungskosten und sinkende Immobilienbewertungen können zu Covenant Breaches und Überschuldung führen.
- Der Handlungsdruck auf die Unternehmen steigt.

Vorgehensweise

- Frühzeitige Analyse der Finanzierungsstruktur.
- Bei simpler Anleihestruktur, bietet sich die außergerichtliche Anleiherestrukturierung gem. dem SchVG an.
- Bestellung eines gemeinsamen Vertreters oder Bildung einer Adhoc-Gruppe.
- Verhandlungen über Bedingungen der Restrukturierung.
- Einigung durch qualifizierten Mehrheitsbeschluss.
- Bei komplexer Anleihestruktur wird ein gerichtlich überwachter Restrukturierungsprozess empfohlen.

Ergebnis

- Frühzeitige Kommunikation mit den Stakeholdern.
- Konsensuale Einigung über die Änderung der Anleihebedingungen.
- Sicherung des Fortbestehens des Unternehmens.



AUS DER PRAXIS

Ausgangslage

- Tier1-Zulieferer Automotive mit 140 Mio. € Umsatz
- Lange Verlustphase mit hohem Finanzierungsbedarf
- „Selbstbewusste Gesellschafter“

Herausforderung

- Schnelle Einigung über Wege zur Deckung des Finanzierungsbedarfs notwendig

Vorgehensweise

- Erstellung des Sanierungskonzeptes
- Schnelles Grobkonzept inkl. Erstellung einer Vergleichsrechnung (Insolvenzquotengutachten)
- Einholung von Bewertungsgutachten für das zentrale Sicherungsgut (Immobilie)
- Diskussion der Ergebnisse (hohe Befriedigung der Kreditinstitute und somit geringe Bereitschaft für Fresh Money)

Ergebnis

- Schnellerer Konsens und Verkürzung des „State of denial“ bei „irrationalen“ Stakeholdern.
- Strukturierte Verhandlungen zwischen den Stakeholdern bereits vor dem ersten Entwurf des Sanierungskonzeptes

Fazit

- Schnelle Transparenz über die echte Machtposition der Stakeholder
- Auflösung von Dysbalancen zwischen Kapitalkraft und Stimmrecht

Vergleichsrechnungen im IDW S6 – vorgeschrieben aber oft vernachlässigt: Instrument zur Realitätsvermittlung und Konsensfindung

Kippunkt Restrukturierungskosten vs. freie Liquidität

Grundsätzlich ist die außergerichtliche Sanierung einer Insolvenz vorzuziehen. Meist wird die Grenze dann erreicht, wenn die Beteiligten nicht willens oder fähig sind, die notwendigen finanziellen Mittel aufzubringen. Spätestens wenn der Kippunkt Restrukturierungskosten vs. der freien Liquidität überschritten ist, ist die ehrliche und fachmännische Betrachtung der Auswirkungen einer gerichtlichen Sanierung auf die Stakeholder ein wichtiger Lösungsbaustein der angestrebten konsensualen Einigung.

Vorgabe des IDW S6

In Kapitel 5 des IDW Standards zu Anforderungen an Sanierungskonzepten wird festgehalten: *„Je weiter die festgestellte Unternehmenskrise fortgeschritten ist, umso wichtiger wird es, auch Sanierungsstrategien im Rahmen eines möglichen Insolvenzverfahrens zu untersuchen und der außergerichtlichen Sanierung gegenüberzustellen.“*

Vergleichsrechnungen als Instrument zur Realitätsvermittlung

Vergleichsrechnungen dienen als objektives Instrument, um die Auswirkungen verschiedener Sanierungsoptionen darzulegen. Sie schaffen eine gemeinsame Faktenbasis, die es ermöglicht, die oft „irrationalen“ Wahrnehmungen der Stakeholder zu korrigieren.

Wenn beispielsweise Stakeholder die Schwere einer Krise nicht anerkennen wollen oder unrealistische Erwartungen an die finanzielle Erholung haben, können Vergleichsrechnungen als Augenöffner dienen.

Verkürzung des „State of Denial“

Ein gut dokumentiertes und kommuniziertes Vergleichsrechnungsmodell kann

den „State of Denial“ bei Stakeholdern verkürzen.

Indem es die Konsequenzen verschiedener Handlungswege aufzeigt – inklusive des Worst-Case-Szenarios einer Insolvenz – ermöglicht es den Beteiligten, die Ernsthaftigkeit der Lage zu erkennen und die Notwendigkeit von Kompromissen einzusehen.

Beschleunigung der Konsensfindung

Durch die transparente Darstellung der potenziellen Ergebnisse einer Sanierung oder Insolvenz können Vergleichsrechnungen helfen, die oft langwierigen Verhandlungsprozesse zu verkürzen. Stakeholder, die mit fundierten Daten konfrontiert werden, können schneller zu der Einsicht gelangen, dass ein konsensualer und den Kräfteverhältnissen entsprechender Ansatz im besten Interesse aller Beteiligten liegt.

Umgang mit „irrationalen“ Stakeholdern

Die Herausforderung im Umgang mit „irrationalen“ Stakeholdern liegt oft darin, dass emotionale und subjektive Faktoren die Entscheidungsfindung dominieren. Vergleichsrechnungen können hier eine nüchterne und unparteiische Perspektive bieten, die auf Logik und Fakten basiert, und so dazu beitragen, emotionale Barrieren abzubauen.

Fazit

Vergleichsrechnungen sind ein unverzichtbares Werkzeug, um den Konsensfindungsprozess in Sanierungsverfahren zu beschleunigen und den „State of Denial“ bei Stakeholdern zu durchbrechen.

Die Akzeptanz und das Verständnis für die Notwendigkeit von Vergleichsrechnungen müssen in der Sanierungspraxis noch weiter gefördert werden, um die Effektivität von Sanierungskonzepten zu erhöhen und die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Turnarounds zu steigern.

Kapitel 5 des IDW S6 bietet hierfür eine hervorragende methodische Grundlage, deren konsequente Anwendung von entscheidender Bedeutung ist.



Matthias Müller
Partner
Dr. Wieselhuber
& Partner





3 Fragen zum Schluss

■ Was ist der zentrale Erfolgsfaktor erfolgreicher Restrukturierungen?

Es gibt sicherlich eine Reihe relevanter Erfolgsfaktoren, die je nach Einzelfall mehr oder weniger zum Vorschein kommen. Der Unternehmensführung wird in Krisensituationen viel abverlangt, da sie zahlreiche Interessen und Risikofaktoren in einen Ausgleich bringen muss. Die Bereitschaft des Managements, von gewohnten Wegen und Mustern abzuweichen und auch mal Finger in Wunden zu legen, hat aus meiner Sicht noch immer die größten Erfolge erzielt. Aus Sicht der begleitenden Berater würde ich als den zentralen Punkt die jahrelange Restrukturierungserfahrung hervorheben. Diese führt in aller Regel dazu, dass man sehr souverän mit der erworbenen Expertise, verschiedenen Stakeholdern und Krisenstadien sowie immer wieder neuen Falldynamiken umgehen kann. Genau diese Souveränität zieht automatisch weitere Erfolgsfaktoren nach sich, wie beispielsweise eine transparente Kommunikation oder ausgewogene Nutzung des vorhandenen Netzwerkes.

■ Welche Bedeutung hat für Sie die Zusammenarbeit an der juristisch-betriebswirtschaftlichen Schnittstelle?

Eine absolut essenzielle! Für uns als Anwälte ist es unerlässlich, starke Partner an der Seite zu haben, die eine belastbare und verlässliche Entscheidungs- und Bewertungsgrundlage für Management und Rechtsberater liefern. Alle Beteiligten müssen vor allem von Beginn an ein hohes Maß an gegenseitigem Vertrauen an den Tag legen. Zwar ist auch bei Juristen das richtige Verständnis der betriebswirtschaftlichen Zusammenhänge eine Grundvoraussetzung für eine valide juristische Bewertung, gleichwohl können und dürfen wir selbst keine ganzheitliche Plausibilisierung der maßgeblichen Zahlenwerke vornehmen. Wir Juristen müssen uns daher bei der laufenden Prüfung der insolvenzrechtlichen Themen auf die von den Unternehmensberatern plausibilisierte Liquiditätsplanung, darunter auch auf die richtigen Annahmen, verlassen können.

■ Als Inspiration für unsere Leser: Was ist Ihr Geheimtipp für den persönlichen Erfolg in der Restrukturierung?

Ich denke, dass am Ende des Tages das Team entscheidend ist. Gemeint ist hier die Qualität der Teamarbeit – also nicht nur die fachliche Expertise selbst, sondern auch die Zusammensetzung und Motivation der einzelnen Teammitglieder. Das betrifft sowohl das interne eigene Team in der Kanzlei oder Unternehmensberatung als auch das externe Team aus verschiedenen Beratern in einem gemeinsamen Restrukturierungsmandat.

Über den Tellerrand Sanierung und Insolvenz bei W&P

Als mehrfach ausgezeichnete Restrukturierungsberater verfügen wir über ausgewiesene Kompetenz in der Liquiditätssicherung, der Restrukturierung und dem Interimsmanagement von namhaften Unternehmen und Immobilien.

Unser Fokus ist die Performance des Geschäftsmodells und dessen Durchfinanzierung. Wir identifizieren kritische Kippunkte und bewältigen Performancedefizite mit einem Expertennetzwerk.

Im Besonderen zeichnen wir uns durch marktführende Kompetenz an der juristisch-betriebswirtschaftlichen Schnittstelle bei allen Fragestellungen in und vor der Insolvenz aus.



AUSBLICK

- Die 7. Ausgabe Sanierung & Insolvenz wird im Juli 2024 veröffentlicht.
- Weiterhin wird es um spannende Themen zu Sanierung & Insolvenz gehen. Gerne nehmen wir auch Ihr Feedback zu möglichen Themen entgegen.

Kommende Veranstaltungen:

16.01.2024
Executive Dialog StaRuG
Veranstalter: W&P, Grub Brugger

30.01.2024
Executive Dialog Health Care
Intensivstation Krankenhaus – der CFO in der Pflicht
Veranstalter: W&P, DEAS, Atrous

01.03.2024
Inso-Wintergrillen Hamburg
Veranstalter: W&P, HT

08.03.2024
Inso-Wintergrillen Düsseldorf
Veranstalter: W&P, HT

12.04.2024
Inso-Wintergrillen München
Veranstalter: W&P, HT

Weitere Veranstaltungen finden Sie unter
www.wieselhuber.de/veranstaltungen

Über Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

W&P begleitet seit mehr als 35 Jahren Familienunternehmen in den zentralen Gestaltungsfeldern Strategie, Business Performance, Digitale Transformation sowie Restrukturierung & Finanzierung. Wir helfen dabei Perspektiven zu eröffnen und Zukunft zu gestalten, um Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.



Ihre Ansprechpartner

Volker Riedel
Managing Partner
riedel@wieselhuber.de
+49 (0)160 745 18 55



Matthias Müller
Partner
mueller.matthias@wieselhuber.de
+49 (0)151 55 13 59 51

Perspektiven eröffnen – Zukunft gestalten



Über Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

W&P begleitet seit mehr als 35 Jahren Familienunternehmen in den zentralen Gestaltungsfeldern Strategie, Business Performance, Digitale Transformation sowie Restrukturierung & Finanzierung.

Wir helfen dabei Perspektiven zu eröffnen und Zukunft zu gestalten, um Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.

Unsere Leistungen an der juristisch-betriebswirtschaftlichen Nahtstelle

Liquiditätsplanung

- Rollierende wöchentliche (insolvenzspezifische) Liquiditätsplanung mit detaillierten Prämissen, Plan/Ist-Vergleich und Szenarien
- Klare Entscheidungspunkte über Fortführung

Ertrags- und Vermögensplanung

- Insolvenzspezifische Planung für das Verfahren, inkl. Identifikation Ertrags- und Verlustquellen, Plan/Ist-Vergleich und Forecast bzw. Szenarien
- Transparenz über Entwicklung der Insolvenzmasse

Sanierungskonzept (mit oder ohne S6)

- Restrukturierungskonzept mit Szenarien und Optionsbetrachtung (Wertschöpfung und Strategie) und Investorenspezifischen Planungen
- „Intelligentes“ Planungstool LucaNet
- Neutrale Beurteilung Restrukturierungs- und Refinanzierungsfähigkeit

Vergleichs- und Schlussrechnungen

- Schlussrechnung Verfahren, inkl. Ausproduktions- bzw. Liquidations-szenarien als Entscheidungsbasis Kaufangebote vs. Liquidation

Re-Startup

- Umsetzung der Restrukturierung im Verfahren, Eliminierung von Verlustträgern und Forcierung von Ertragsbringern und Wachstumsquellen, Projektmanagement und Neufinanzierung

Sonderfragen

- Anfechtungsgutachten, Interim Management Operations und SCM, Operative Unterstützung und Einbringung W&P-Expertennetzwerk
- Umfassender Support aus einer Hand und Sicherstellung operative Handlungsfähigkeit

Corporate Finance

- Distressed M&A
- Debt Advisory

Wofür wir stehen:

- Wir sorgen für eine einheitliche sowie überleitbare Zahlenbasis und stehen für die Qualität der Rechenwerke und Optionen in und vor der Insolvenz
- Wir kennen die insolvenzspezifischen und betriebswirtschaftlichen Anforderungen und verstehen es, Geschäftsmodelle strategisch und operativ neu auszurichten.
- Basis dafür ist ein eingespieltes Team mit hoher Erfahrung in außergerichtlichen aber vor allem gerichtlichen Verfahren!
- Jederzeit eingebunden werden die W&P Experten aus Finanzierung, Operations und Branche.

Unsere Vorgehensweise:

- Gewinnung Zahlenhoheit unter Berücksichtigung der vorhandenen Ist- und Planzahlen.
- Integration der insolvenzspezifischen Besonderheiten und Übernahme der Qualitätsverantwortung und der Kommunikation.
- So schaffen wir Vertrauen, Sicherheit und Transparenz bei allen Stakeholdern.

