

Wie das StaRUG-Verfahren finanzielle Blockaden lösen kann

Die Immobilienwirtschaft steht strukturell, finanziell und regulatorisch unter anhaltendem Druck. In diesem Umfeld gewinnt das StaRUG-Verfahren zunehmend an Relevanz. Es bietet die Möglichkeit, tiefgreifende finanzielle Restrukturierungen durchzusetzen, bevor eine Firmen-Insolvenz unausweichlich wird. Im Interview erläutert Christian Groschupp, Partner der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH, wie das Verfahren in der Praxis eingesetzt wird.

Was verbirgt sich hinter dem StaRUG-Verfahren und wann kommt es zur Anwendung?

Seit Anfang 2021 steht Unternehmen in Deutschland mit dem Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen, kurz: StaRUG-Verfahren, ein neues Instrument zur Verfügung. Es schafft einen präventiven Restrukturierungsrahmen und schließt damit die Lücke zwischen der außergerichtlichen Sanierung und dem Insolvenzverfahren. Das Fehlen eines solchen Instruments wurde insbesondere von angelsächsischen Investoren lange kritisiert. Aber erst mit der Immobilienkrise hat die Zahl der StaRUG-Verfahren spürbar zugenommen.

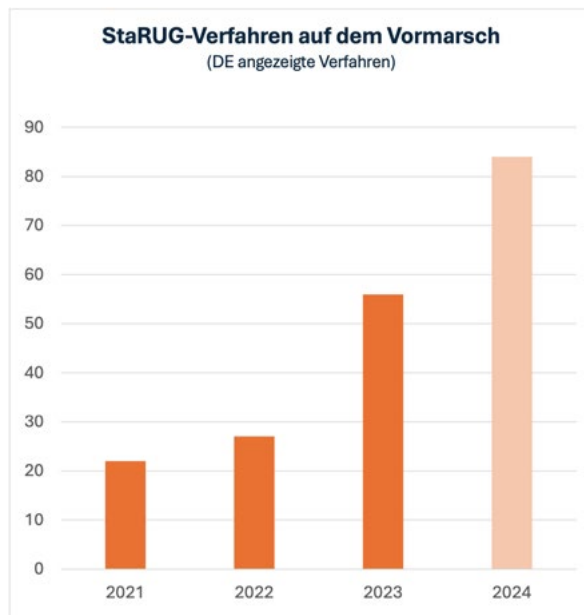
Wie wird es angenommen und was sind seine Vorteile?

In der Praxis dürfte die Zahl erfolgreich umgesetzter Restrukturierungen im Rahmen von Immobilienfinanzierungen deutlich höher liegen als die der gerichtlich bestätigten Pläne. Sind die rechtlichen und wirtschaftlichen Voraussetzungen erfüllt und der Restrukturierungsplan gerichtsfest ausgearbeitet, erweist sich

das Verfahren als äußerst wirkungsvolles Verhandlungsmittel. Es ermöglicht, eine glaubwürdige und durchsetzungsstarke Verhandlungsposition aufzubauen und festgefahrene Gespräche mit Finanzgläubigern zu beleben – insbesondere, weil die Zustimmung einzelner Gläubiger oder Gläubigergruppen durch eine gerichtliche Entscheidung ersetzt werden kann. Erkennen blockierende Gläubiger ihre schwache Position, kommt es nicht selten in letzter Minute doch noch zu einer konsensualen Lösung.

Wann kann das Instrument, beispielsweise bei notleidenden Real-Estate-Finanzierungen, zur Anwendung kommen?

Kernvoraussetzung für eine nicht-konsensuale Umsetzung eines Restrukturierungsplans ist die gruppenübergreifende Überstimmung ablehnender Gläubiger, ein sogenanntes Cross-Class Cram-Down. Dafür muss die Mehrheit der stimmberechtigten Gläubigergruppen jeweils mit mindestens 75 % dem Plan zustimmen. In der Regel bestehen die planbetroffenen Gruppen fast ausschließlich aus Finanzgläubigern und Anteilseignern. Bei typischen Immobilienfinanzierungen sind neben Senior-Finanzierern häufig auch Junior- oder Mezzanine-Gläubiger beteiligt, was je nach Interessenlage die Bildung mehrheitsfähiger Koalitionen erleichtert. Eine weitere wesentliche Voraussetzung ist, dass überstimmte Gläubiger durch den Plan nicht schlechtergestellt werden dürfen als im wahrscheinlichsten Alternativszenario, in der Regel Insolvenz oder Zwangsversteigerung. Auf Basis der in der Real-Es-



Quelle: INDat.info, Ebner Stolz, BRL, IfM Bonn, W&P

tate-Branche üblichen Bewertungspraxis lässt sich das Argument einer behaupteten Schlechterstellung objektiv entkräften.

Welche Spielräume ergeben sich für die Beteiligten?

Das StaRUG erlaubt die Gestaltung einer Vielzahl rechtlicher Verhältnisse – etwa Teil- und Vollverzichte, Stundungen, die Löschung von Grundschulden oder die Freigabe von Drittsicherheiten. Allerdings können die Eingriffe in Gläubigerrechte unerwartete Folgen für andere Gläubiger und insbesondere für Anteilseigner haben. Wird beispielsweise ein Teilverzicht eines vorrangig besicherten Gläubigers vorgesehen, führt dies regelmäßig zu einem Vollverzicht nachrangiger Gläubiger, sofern kein Fresh-Money-Beitrag als Kompensation geleistet wird. Der gesetzliche Kompensationsgedanke geht so weit, dass der durch den Plan entstehende Mehrwert den Wert der Sanierungsbeiträge der Sponsoren nicht übersteigen darf. In der Praxis bedeutet dies meist, dass ein vollständiger finanzieller Ausgleich des Equity Value zu erbringen ist, wodurch der Anreiz zur Bereitstellung frischer Mittel stark sinken kann. Derzeit existiert noch keine gefestigte Rechtsprechung oder Literatur dazu, inwieweit etwa ein

Markttest mit externen Investoren oder operative Maßnahmen die rein bilanzielle Betrachtung durchbrechen könnten. Eine solche Durchbrechung ist nur zulässig, wenn die Eingriffe in Gläubigerrechte geringfügig sind – also keine Kürzung erfolgt und Fälligkeiten um höchstens 18 Monate verschoben werden. In diesen Fällen ist kein finanzieller Ausgleich erforderlich.

Forderungsverzichte sind nicht leicht zu kommunizieren und durchzusetzen ...

... das stimmt. Aber die Nachteile eines Forderungsverzichts lassen sich durch alternative Konzepte vermeiden oder zumindest abmildern. So kann ein Restrukturierungsplan anstelle eines (Teil-)Verzichts etwa eine Rangänderung von Forderungen vorsehen. In diesem Fall partizipieren die Gesellschafter weiterhin an einer möglichen Wertaufholung. Das einzubringende Fresh Money orientiert sich dann nicht am neu geschaffenen Equity Value, sondern am tatsächlichen Finanzierungsbedarf. Diese Mittel können beispielsweise als Preferred Equity mit einem Exit-Kicker bereitgestellt werden.

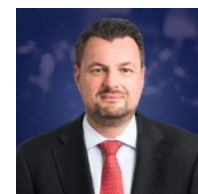
Bitte erläutern Sie das.

Die Art und Höhe des von den Sponsoren eingebrachten Fresh Money

bestimmt grundsätzlich die erreichbaren Ziele, man spricht dabei von der Downside Protection und der Hope-Value Protection. Bei der Downside Protection besteht das Ziel darin, die Durchfinanzierung sicherzustellen, um etwa die Inanspruchnahme aus Drittsicherheiten zu vermeiden. Wird bei der Hope-Value Protection dagegen eine Partizipation am Equity Value angestrebt, ist zusätzlich eine finanzielle Kompensation zu erbringen.

Was sind Ihre Erfahrungswerte und was sind Ihre Handlungsempfehlungen für erfolgreiche (Real-Estate-)StaRUG-Verfahren?

Frühzeitig zu starten. Je eher die Vorbereitung beginnt, desto größer ist der Handlungsspielraum. Insbesondere das Longstop Date der Zahlungsfähigkeit begrenzt den Zugang zum Verfahren. Außerdem gilt es, die Stakeholder richtig einzuschätzen. Eine realistische Analyse der Interessen und Handlungsmöglichkeiten aller Beteiligten ist entscheidend, um tragfähige Koalitionen zu bilden. Das zahlt sich dann aus. Denn ein gut vorbereitetes StaRUG-Verfahren lässt sich kaum abwehren. Als vorteilhaft hat sich zudem der Einsatz eines interdisziplinären Teams von Anfang an erwiesen. Der enge Schulterschluss zwischen juristischen und finanziellen Beratern – idealerweise mit spezifischem Real-Estate-Know-how – ist ein zentraler Erfolgsfaktor. Ziel sollte stets eine konsensuale Lösung sein. Mit einem klaren „Drehbuch“ und strategisch abgestimmtem Vorgehen lässt sich das Verfahren nach unserer Einschätzung erfolgreich orchestrieren.



Christian Groschupp

Partner
Dr. Wieselhuber & Partner