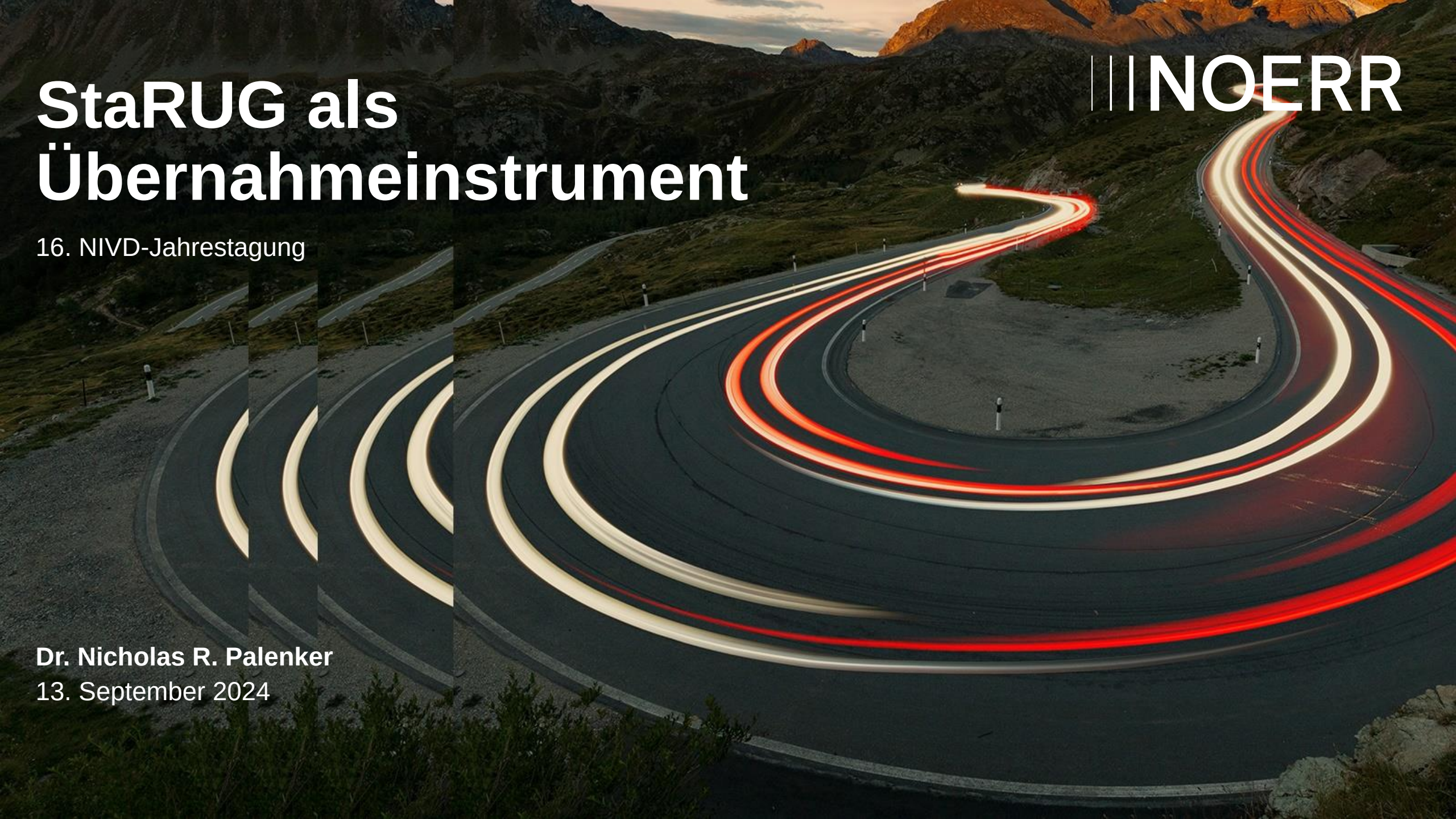


NOERR

StaRUG als Übernahmeinstrument

16. NIVD-Jahrestagung

Dr. Nicholas R. Palenker

13. September 2024

Überblick

I.	Einführung
II.	Bestandsaufnahme und Funktion des StaRUG für Distressed M&A
III.	Loan-To-Own
IV.	Restrukturierung als Übernahmespielfeld
V.	Restrukturierungsverfahren der Spark Networks SE

Einführung

NOERR

Zielsetzung des StaRUG

*„Es wird ein **Rechtsrahmen zur Ermöglichung insolvenzabwendender Sanierungen** geschaffen, der es Unternehmen ermöglicht, sich **auf der Grundlage eines von den Gläubigern mehrheitlich angenommenen Restrukturierungsplans** zu sanieren. Mit diesem Rechtsrahmen wird die **Lücke** geschlossen, die das geltende Sanierungsrecht **zwischen** dem Bereich der freien, dafür aber **auf den Konsens aller Beteiligten angewiesenen Sanierung einerseits und der insolvenzverfahrensförmigen Sanierung** mit ihren Kosten und Nachteilen gegenüber der freien Sanierung gelassen hat.“*

(Begr. RegE SanInsFoG, BT-Drucks. 19/2481, S. 1 – Hervorhebungen hinzugefügt)

→ **Sanierungsinstrument(e)** zur Abwendung der Insolvenz

→ **Majorisierungsinstrument(e)** zur Überwindung von Hold-out-Positionen

StaRUG als Übernahmeinstrument?

„Übernahmen“ und ihre Historie im Kontext von Sanierungen

Worttrennung	**Über|nah|me**
Beispiel	**feindliche Übernahme *(Wirtschaft)***

DUDEN

„Wird Europa zum Eldorado für loan to own-Investoren?“

Brinkmann, European Insolvency & Restructuring, TLE-039-2018

Debt-Equity-Swap als „Trojanisches Pferd“ für feindliche Übernahmen?

Wallner/Gerster/Weiß, ZinsO 2011, 16 (20)

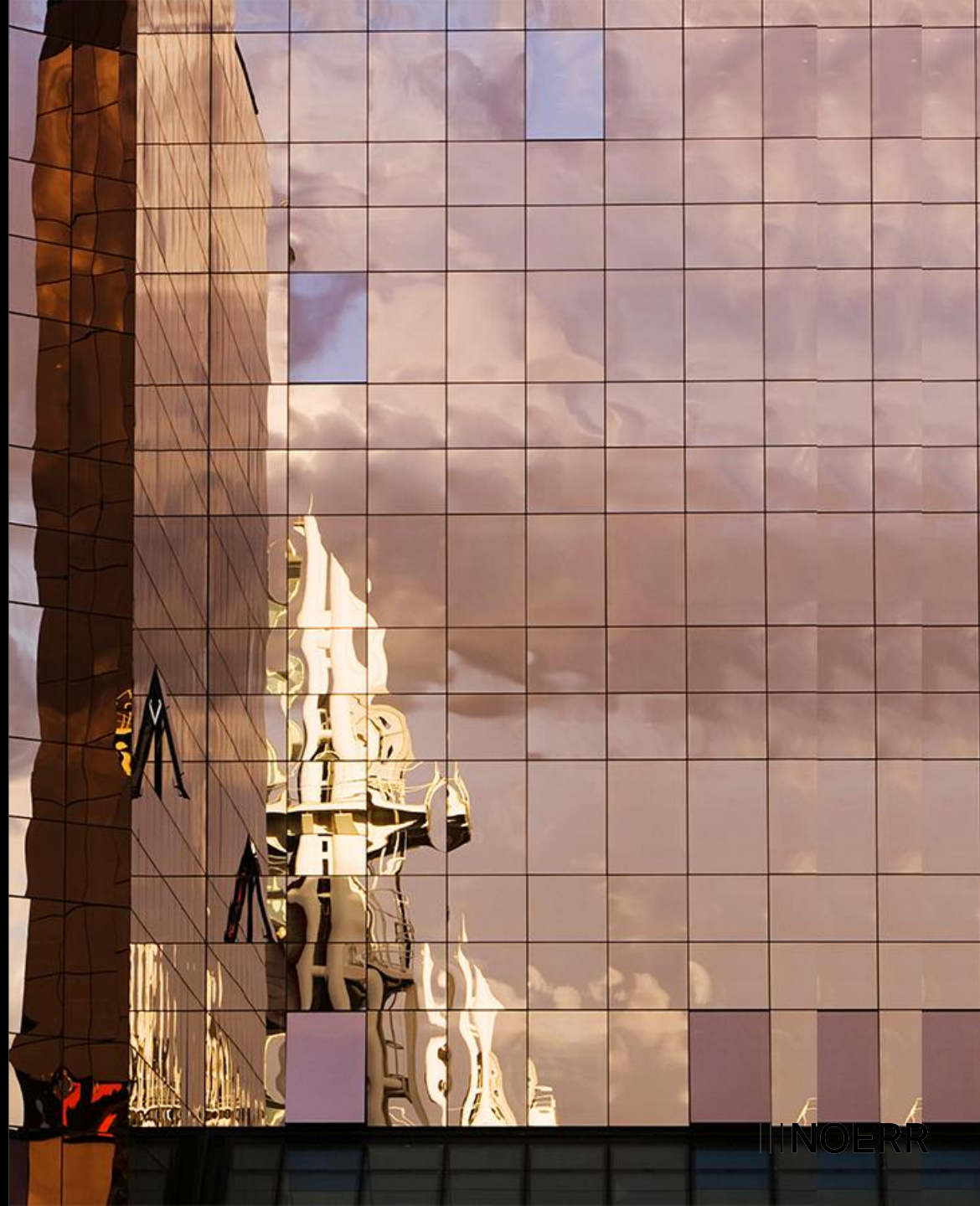
„Eine ‚feindliche Übernahme‘ gerade beim Ankauf von Forderungen und der sich daran anschließenden ebenfalls rigorosen Durchsetzung der Forderung muss in jedem Fall vermieden werden.“

AK Inso Köln zum ESUG

„Schöne neue Sanierungswelt: Die Gläubiger okkupieren die Burg!“

K. Schmidt, ZIP 2012, 2085

Bestandsaufnahme und Funktion des StaRUG für Distressed M&A



NOERR

Vorteile und Voraussetzungen des StaRUG-Verfahrens

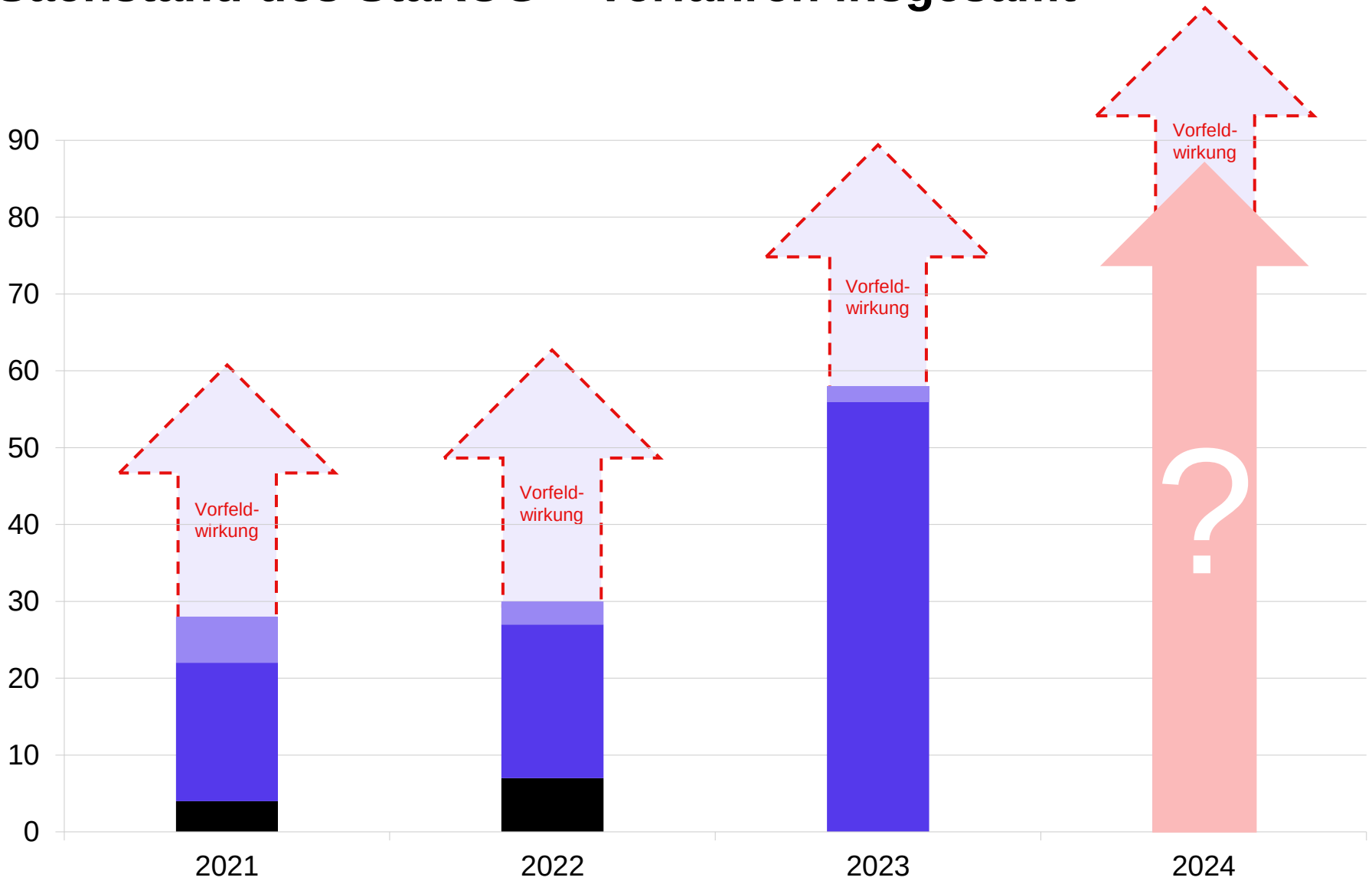
Vorteile

1. **Früh:** Bereits bei drohender Zahlungsunfähigkeit möglich
2. **Schnell:** Gesamtdauer ca. 2 bis 4 Monate (je nach gerichtlicher Verfahrensleitung; gesetzlicher Regelfall: max. 6 Monate)
3. **Selektiv:** Sanierung auf bestimmte Stakeholder (insb. auch ausschließlich auf Gesellschafter) beschränkbar; „angemessene“ Auswahl
4. **Modular:** Wahl zwischen verschiedenen Sanierungsinstrumenten, z.B. Stabilisierungsanordnung, außergerichtliche vs. gerichtliche Abstimmungsmechanismen
5. **[Geheim]:** Verfahren nur öffentlich, wenn Schuldner Veröffentlichungen beantragt (z.B. für EU-weite Anerkennungswirkung)
6. **Effektiv:** Überwindung von Hold-out-Positionen durch 75%-Mehrheit und durch Cross-Class Cram-Down
7. **Werterhaltend:** Reduzierung von Reputationsschäden und Kosten eines Insolvenzverfahrens

Wesentliche Anforderungen

1. **Drohende Zahlungsunfähigkeit** (24-Monats-Prognose)
2. **Keine** bestehende **Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung**, d.h.:
   - Überbrückungsfinanzierung während des StaRUG-Verfahrens
   - Fortbestehensprognose: Erfolgsaussichten des StaRUG-Verfahrens zu dokumentieren (Erfordernis einer Anzeige str.)
3. **Restrukturierungskonzept oder Entwurf des Restrukturierungsplans** (insb. mit Vergleichsrechnung)
4. **Nachhaltige Sanierung durch das StaRUG-Verfahren**
   - Sanierungsgutachten als Eignungsnachweis des Restrukturierungs-plans für Wiederherstellung der Bestandsfähigkeit (empfehlenswert)
   - Finanzierung für mind. 24 Monate (Zeitraum str.)
5. **Einleitung** des Verfahrens **ohne Gesellschafterbeschluss** möglich, wenn **Insolvenz das einzige Alternativszenario** darstellt (str.)
6. **Kapitalschnitt auf Null unter Bezugsrechtsausschluss** nur **zulässig**, wenn **Anteile wertlos**

Sachstand des StaRUG – Verfahren insgesamt



- Sanierungsmoderationen
- Restrukturierungsvorhaben
- davon mit gerichtlich bestätigtem Restrukturierungsplan

	StaRUG	InsO	ESUG
1. Jahr	28	204	346
2. Jahr	30	133	420
3. Jahr	56	241	277

Quelle: INDat Report „Statistik“, Ausgabe 1/2022, 2/2023 und 01/2024, Erhebung aller RES- und SAN-Sachen

Sachstand des StaRUG – Flagships

ETERNA Mode GmbH
Rechtskraft am 21.10.2021

LEONI AG
Rechtskraft am 17.07.2023

GERRY WEBER Int. AG
Rechtskraft am 09.11.2023

Softline AG
Rechtskraft am 19.12.2023

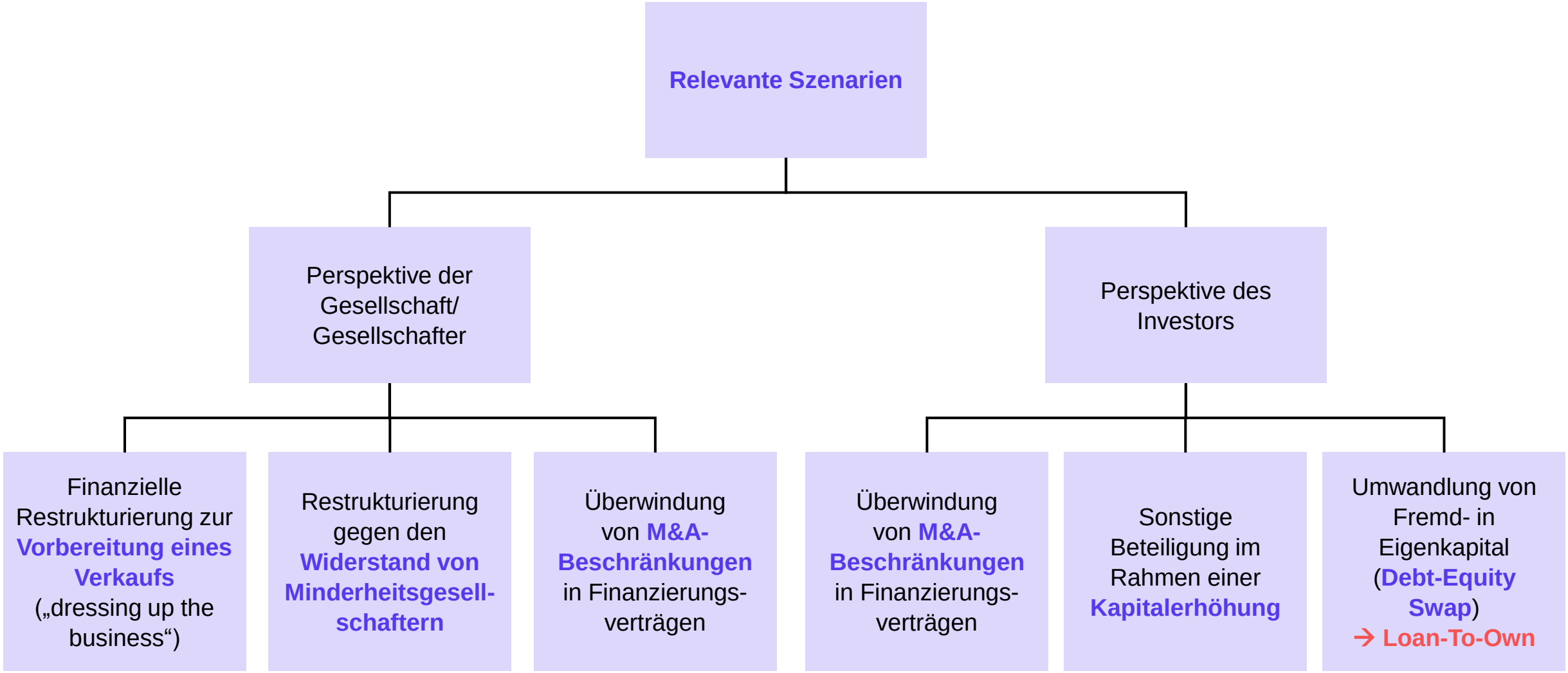
Spark Networks SE
Rechtskraft am 22.02.2024

Branicks Group AG
Rechtskraft am 10.04.2024

Endor AG
inzw. vorl. Insolvenzverfahren

VARTA AG
Laufendes Verfahren

Distressed M&A im Kontext des StaRUG



Loan-to-Own

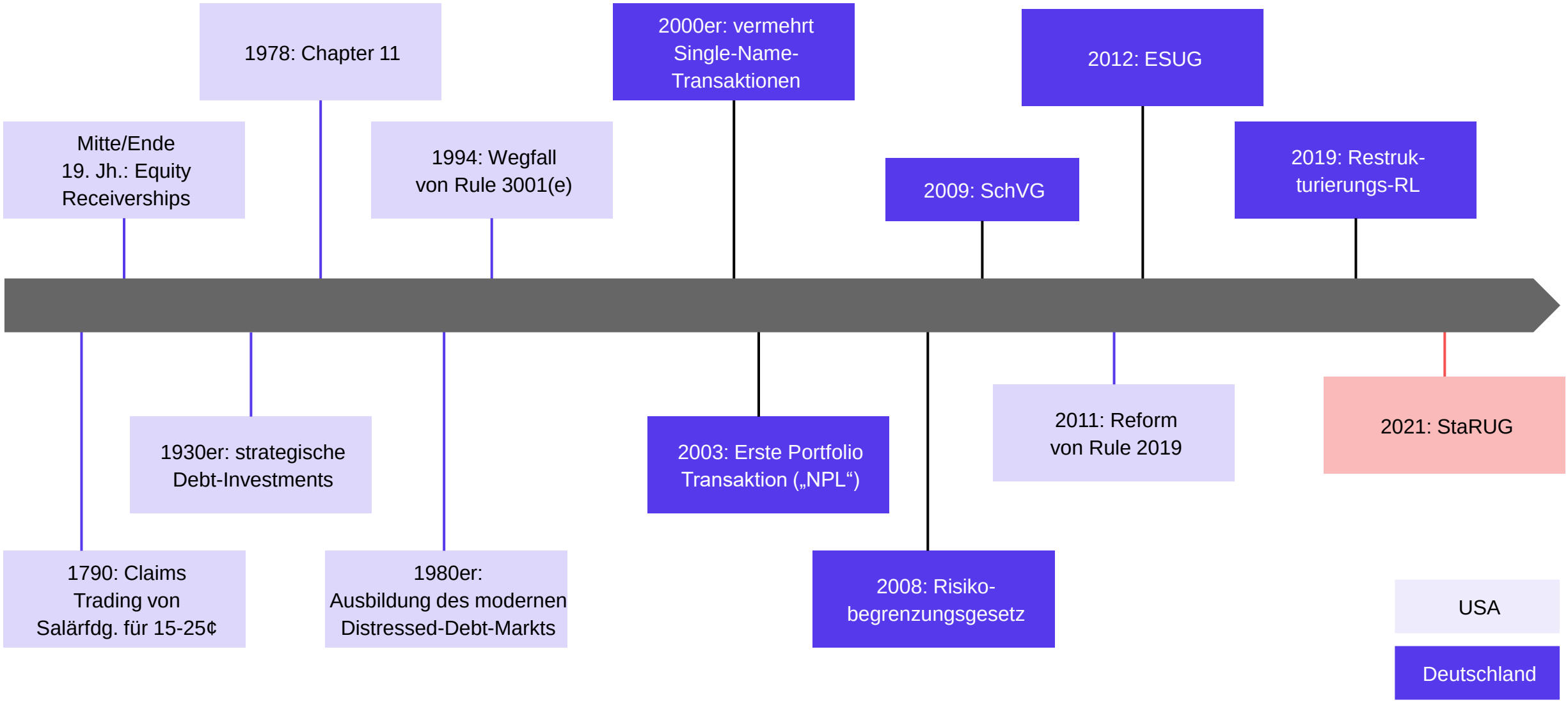
Schuldenbasierte Übernahmen

Loan-to-Own

- Begriff: **(Distressed-)Debt-Investoren** mit Übernahmeziel
  - Sanierungsverhandlungen
  - Debt-Equity Swap
  - Share Pledge Enforcement mit Credit Bidding
- In den USA: „**all-too familiar strategy**“
- In Europa: 75% aller Debt-Investoren (Debtwire Market Outlook 2019)

Planungs-stadium	Anbahnungs-stadium	Zwischen-stadium	Übernahme-stadium	Exit-stadium
• Strategiekonzeption • Marktbeobachtung	• Due Diligence • Bewertung • Aushandlung Preis und Struktur	• Erwerb der „Fulcrum Class“ • 3 Erwerbsarten • ggf. Unterbeteiligung	• Vor Insolvenz durch: ○ „Konsens“ ○ Share Pledge ○ StaRUG (?) • In Insolvenz durch: ○ Insolvenzplan ○ Übertragende Sanierung	• Veräußerung • Konzernierung

Loan-to-Own



NOERR

Restrukturierung als Übernahmespielfeld

NOERR

StaRUG als Level-Playing Field?

Einwirkungsmöglichkeiten des Investors

1. **Kreditvertragliche Befugnisse** als Druckmittel
   - Covenants-Verstöße begründen erheblichen Hebel
2. **Akuter Liquiditätsbedarf** als Hebel
   - Brückenfinanzierung oft nur von vorbefassten Kreditgebern einholbar
   - P: Brücken-Sicherheitenpaket bei *Negative Pledge*
3. **„Einsammeln“ der Abstimmungsmehrheiten** (ggf. Cross Ownership)
   - (Weitere) Distressed Debt Investments

Verteidigungsmittel der (Alt-)Gesellschafter

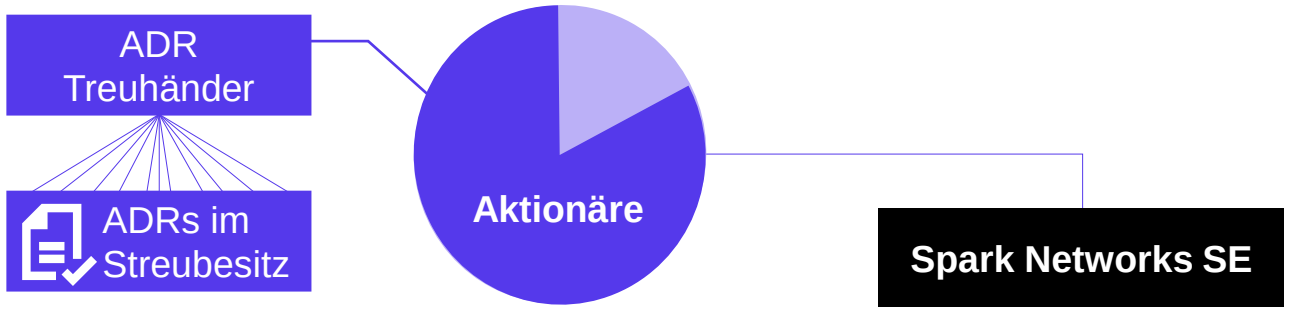
1. **Einstweilige Verfügung** bei Anzeige **ohne Gesellschafterbeschluss?**
2. **Abberufung der Geschäftsleiter (?)**
   - Kein Pendant zu § 276a InsO im StaRUG
   - bei AG nur durch Aufsichtsrat
   - P: Ersatz in akuter Krise schwer zu finden
3. **Planautonomie des Schuldners (?)**
   - Weisungen für GmbH-Geschäftsführer beachtlich?
     → § 2 Abs. 2 S. 2 StaRUG-E *e contrario* vs. § 43 Abs. 1 S. 1 StaRUG
   - Gestaltung durch selektive Einbeziehung und Gruppenbildung
4. **Rechtsbehelfe**
   - Minderheitenschutzantrag gem. § 64 StaRUG
   - Antrag gem. § 63 Abs. 2 StaRUG (insb. etwaige Überkompensation)
   - Sofortige Beschwerde gem. § 66 StaRUG

„Spark-Verfahren“

Restrukturierungsverfahren der Spark Networks SE

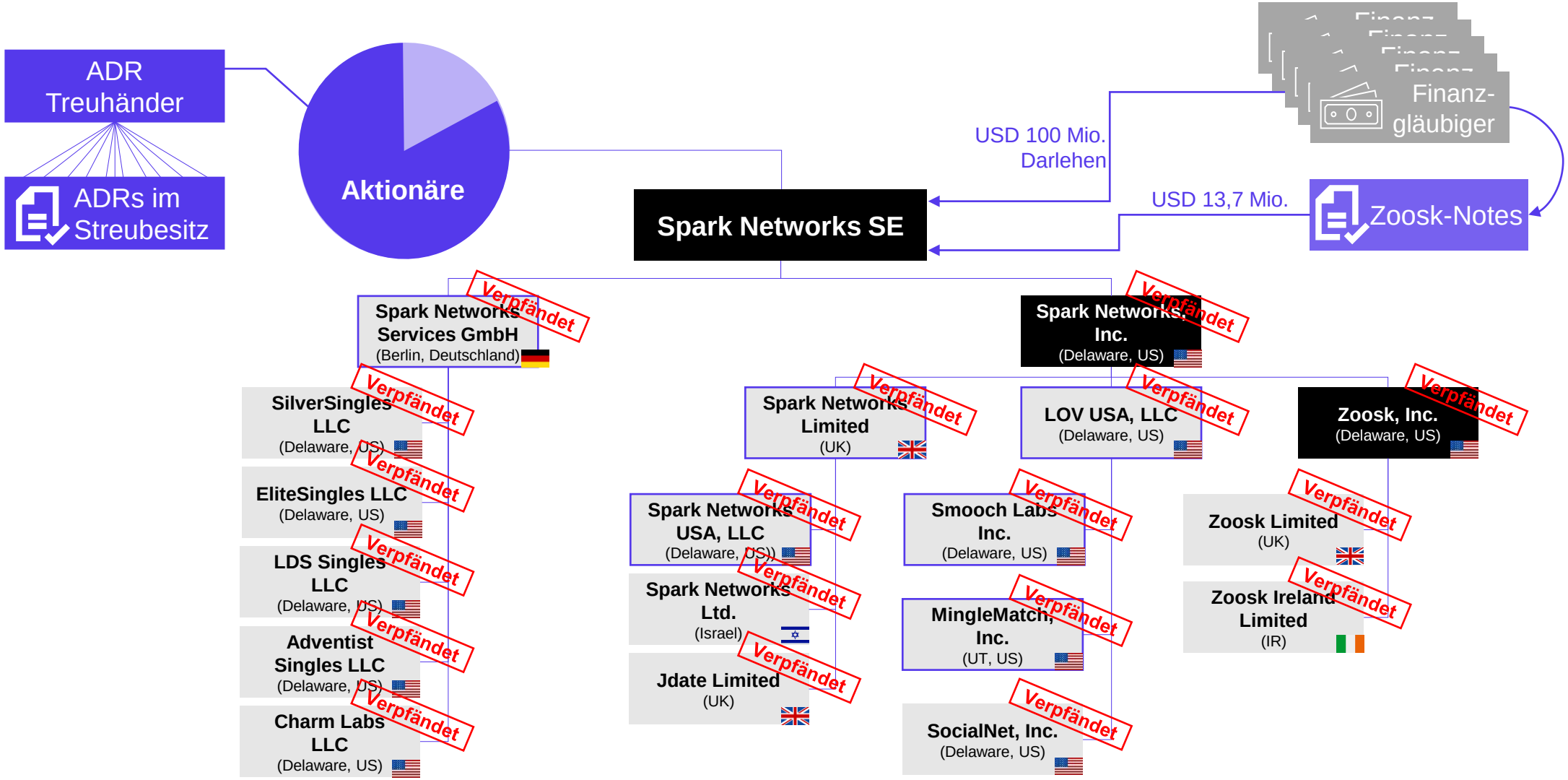
NOERR

Überblick zu Spark Networks



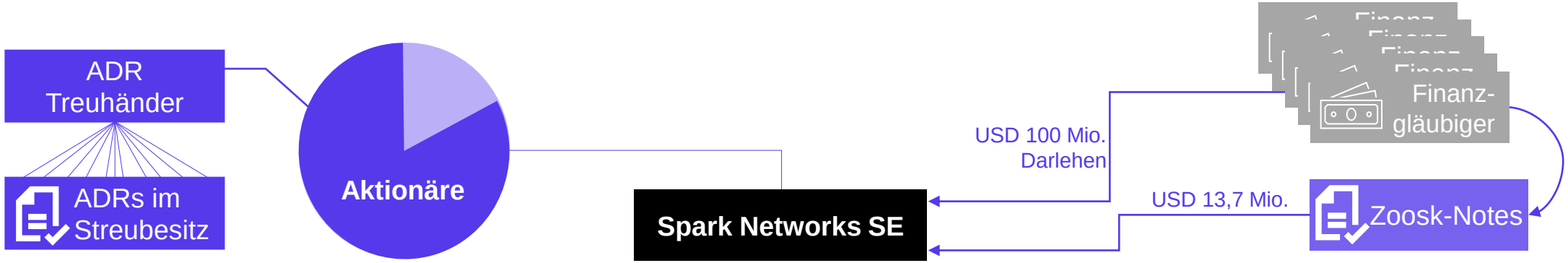
- Viertgrößtes Online-Datingunternehmen in Nordamerika und Europa
- ca. 250 Mitarbeitende
- **Spark Networks SE** ist Holding-Gesellschaft der „Spark-Gruppe“
- **ADR-Programm** zwischenzeitlich an Nasdaq notiert
- Fremdfinanzierte Akquisition von Zoosk, Inc. in 2019
- Seit 2020 **Umsätze und Ergebnis rückläufig**
- Refinanzierung des Akquisitionsdarlehens in 2022

Ausgangssituation – Gesellschafter- und Finanzierungsstruktur



NOERR

Ausgangssituation – Krise



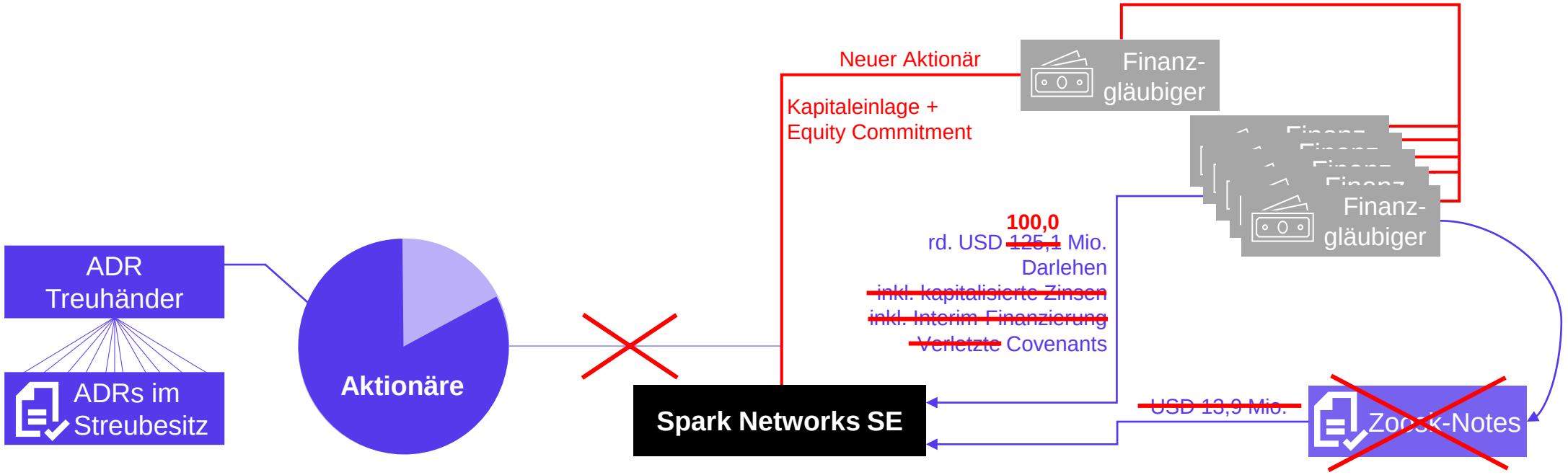
- **Verletzung** diverser **Covenants** der Finanzierungsvereinbarung zum Darlehen
- **Finanzgläubiger** daher berechtigt, **Darlehen fällig zu stellen**
- Verkaufsprozess ab Juli 2022 blieb erfolglos
- Sanierungsgutachten der Spark-Gruppe:
  - **Finanzierungsbedarf i.H.v. USD 20 Mio. <u>und</u>**
  - **Anpassung der Finanzierungsvereinbarung mit Finanzgläubiger**
- Versuche, Lösung mit Bestandsaktionären / ADR-Inhabern zu finden, blieben mangels hinreichender Sanierungsbeiträge erfolglos

Handlungsoptionen

Handlungsoptionen aus Gläubigersicht

- Konsensuale Lösung mit Aktionären/ADRs
- Restrukturierungs-verfahren in UK
- Share Pledge Enforcement
- Insolvenzverfahren mit Credit Bidding
- StaRUG-Verfahren

Spark-Verfahren – Planmaßnahmen und andere Sanierungsbeiträge



Maßnahmen auf Fremdkapitalseite:

- Interim-Finanzierung (ursprgl. bis zu USD 14 Mio.; final sogar mehr)
- **Teilforderungserlass des Darlehens**, soweit es (inkl. Interim-Finanzierung) USD 100 Mio. übersteigt, d.h. Erlass von ca. USD 25,1 Mio.
- **Forderungserlass** betreffend **Zoosk-Notes** (ca. USD 13,9 Mio.)
- **Anpassung der Finanzierungsvereinbarung** (Modifikation der Kündigungsrechte, Hinausschieben des Tilgungsplans, Reduzierung des Zinssatzes, neue revolvierende Kreditlinie von max. USD 10 Mio.)

Maßnahmen auf Eigenkapitalseite:

- **Vereinfachte Kapitalherabsetzung auf null**
- mit anschließender **Kapitalerhöhung** um EUR 120.000 unter **Bezugsrechtsausschluss**
- Equity Commitment i.H.v. bis zu USD 8,88 Mio. durch Finanzgläubiger

Operative Maßnahmen:

- Umstrukturierung des operativen Geschäfts-betriebs

Spark-Verfahren – Gruppenbildung

✓ mind. 75% aller Gruppenangehörigen

✗ keine Zustimmung

Gruppe 1 ✓
Planbetroffene Finanzgläubiger als einfache Restrukturierungsgläubiger des Darlehens

Gruppe 2 ✓
Planbetroffene Finanzgläubiger als einfache Restrukturierungsgläubiger der Zoosk-Notes

Gruppe 3 ✗
Planbetroffene Aktionäre der Schuldnerin

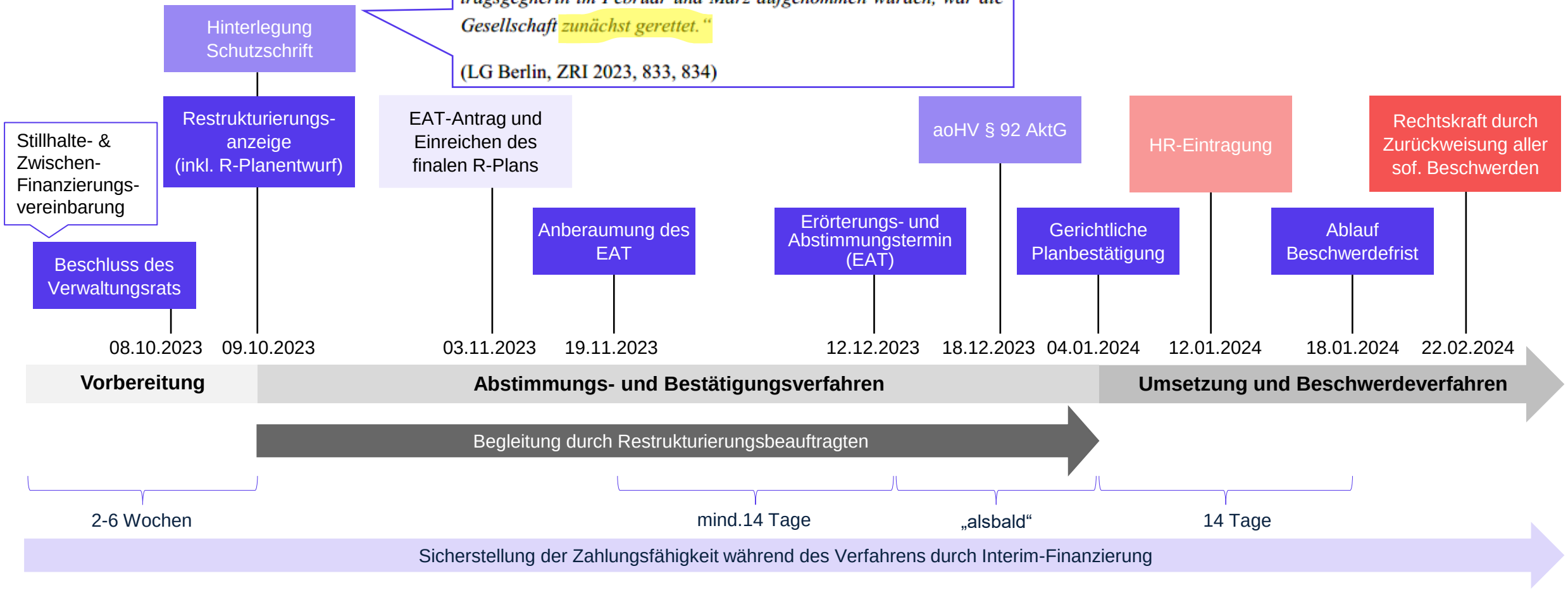
Annahme des Restrukturierungs-plans

Vereinfachte Gruppenstruktur

Spark-Verfahren – Zeitlicher Ablauf

„Es handelte sich hier zum Zeitpunkt der Entscheidung über das Restrukturierungsverfahren auch nicht um eine Situation, in der Insolvenzantragspflicht bestand, denn durch die Darlehen, die von der Antragsgegnerin im Februar und März aufgenommen wurden, war die Gesellschaft zunächst gerettet.“

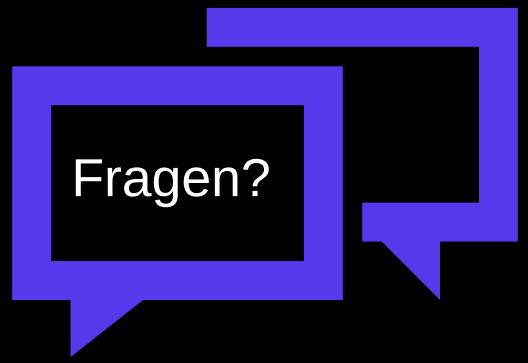
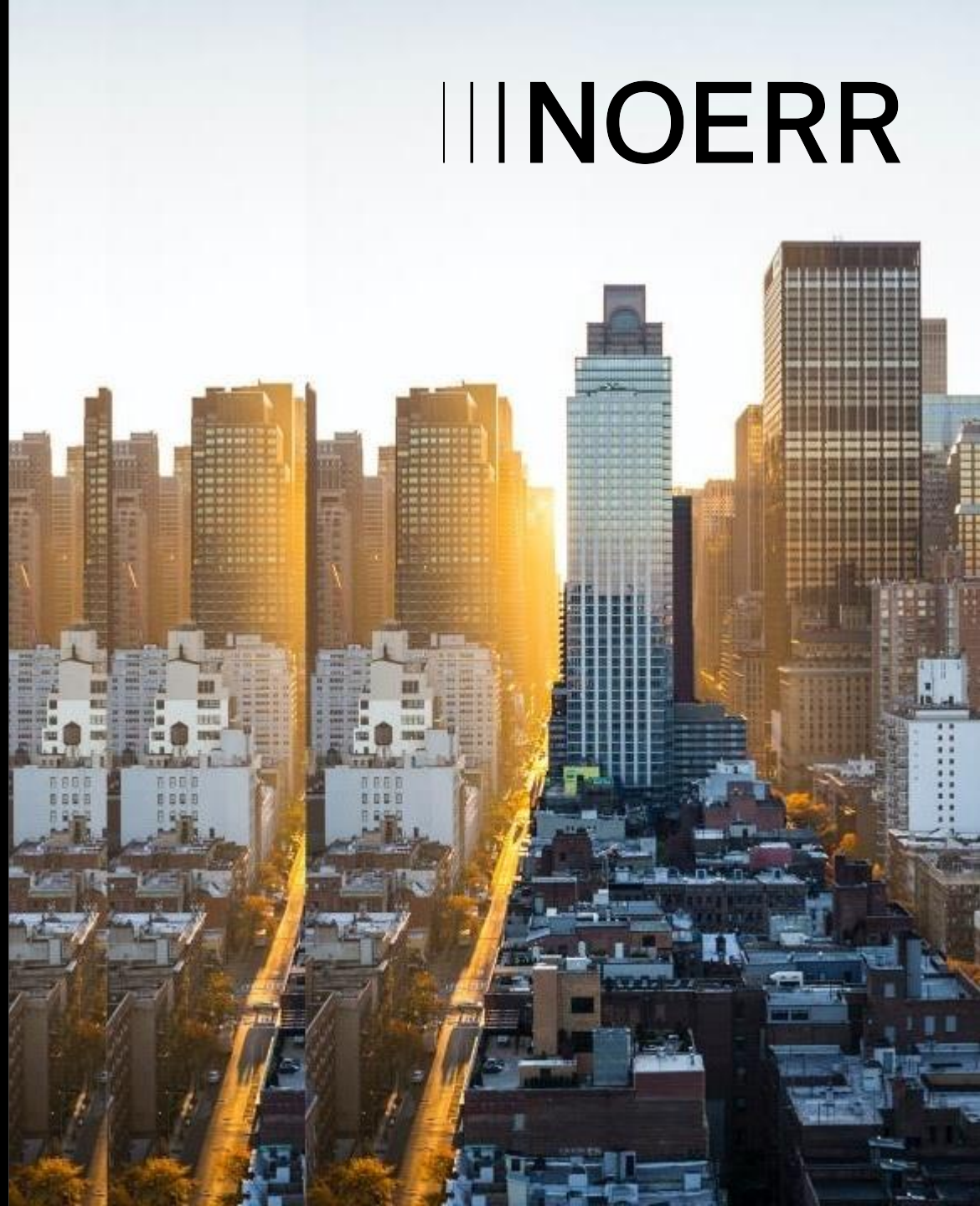
(LG Berlin, ZRI 2023, 833, 834)



NOERR

Fazit | Ausblick | Diskussion

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Dr. Nicholas R. Palenker
Rechtsanwalt

+49 30 2094 2309
nicholas.palenker@noerr.com