CLIFFORD
CHANCE

STARUG: “COMING OF AGES” – EIN PRAXISBERICHT

17. NIVD-JAHRESTAGUNG – 12. SEPTEMBER 2025

DR. STEFAN SAX

BISHERIGE FALLGRUPPEN

BISHERIGE FALLGRUPPEN

Vollständige finanzwirtschaftliche Restrukturierung unter Einbeziehung der Aktionäre einer deutschen Aktiengesellschaft (siehe LEONI AG, VARTA AG).

Passgenaue und schnelle Restrukturierung der Finanzierungsstruktur, insbesondere Schuldscheinrestrukturierung (siehe etwa Branicks AG).

Ausschließliche Restrukturierung des Eigenkapitals (Softline AG).

Restrukturierung von Mezzanine-Kapital (siehe Immobilienrestrukturierung).

RESTRUKTURIERUNG UNTER EINBEZIEHUNG DER AKTIONÄRE

Varta ist der GAU für Kleinaktionäre

Beim Sanierungsfall Varta stehen die Kleinanleger als Verlierer da. Der Kampf der Gläubiger mit dem Großaktionär und Investor Porsche beginnt erst.

BATTERIEHERSTELLER

Übernahme von Varta perfekt – Aktien werden wertlos

Varta steckt tief in der Krise, Aktionäre müssen sich auf einen Totalverlust einstellen. Ein Gericht gibt nun grünes Licht für den Rettungsplan. Wie geht es weiter?

24.01.2025

Autozulieferer

DSW will von Leoni-Managern Schadenersatz für Aktionäre

Die Manager hätten ihre Pflichten verletzt, indem sie bis auf einen Großaktionär alle Aktionäre enteigneten. Die DSW geht von einer hohen Beteiligung ehemaliger Aktionäre an einer Klage aus.

Anlegerschützer wollen Varta-Sanierung vor Verfassungsgericht stoppen

Varta will sich radikal sanieren – Aktionäre sollen leer ausgehen

WÜTENDE AKTIONÄRE WERDEN AUSGEBREMST

Leonis Minderheitsaktionäre verlieren alles

Sanierung

Varta-Kleinanleger wollen sich gegen den Totalverlust wehren

Den Batteriehersteller will für seine Sanierung alle Kleinanleger herausdrängen. Anlegerschützer kündigen nun massiven Widerstand an – notfalls vor Gericht.

VON VARTA BIS MYNARIC

Das Börsen-Unwort des Jahres sollte „StaRUG“ lauten

Kaum etwas bereitet Aktionären so viel Ärger wie das Restrukturierungsgesetz StaRUG. Und es wird schlimmer – das zeigt der Fall Mynaric. Eine Kolumne.

WiWo+ INVESTOR ÜBERNIMMT ENDOR AG

StaRUG gescheitert: Warum Endor-Aktionäre dennoch leer ausgehen

Anleger des kriselnden Hardwareherstellers Endor verhinderten erstmals ein StaRUG-Verfahren. Vor dem Totalverlust schützt sie das aber nicht. Nun nimmt Vorstand Andres Ruff Stellung.

WiWo+ STARUG-VERFAHREN

BayWa: Einer gegen alle, alle gegen einen

Weil sich bei der Sanierung des Agrarkonzerns BayWa ein Gläubiger querstellt, setzt das Unternehmen jetzt auf ein StaRUG-Restrukturierungsverfahren.

31.01.2025 | von Florian Weyand und Henryk Hielscher

SANIERUNG DES BATTERIEKONZERNS

Varta: Schulden halbiert, Aktionäre rasiert

Der kriselnde Batteriekonzern Varta wird millionenschwere Schulden los – und seine Kleinaktionäre. Damit ist der Weg frei für den Einstieg von Porsche.

Batteriehersteller

Porsche steigt bei Varta ein – Aktionäre gehen leer aus

Nach langwierigen Verhandlungen mit den Gläubigern wurde ein Kompromiss gefunden, wie Varta entschuldet werden soll. Er beinhaltet eine Kapitalspritze der beiden neuen Eigentümer.

BayWa will Gläubiger mit StaRUG-Verfahren auf Linie bringen

H+ Autozulieferer

„Absolut skandalöser Vorgang“: Aktionärsschützer kritisieren Leoni-Verkauf nach China

Nach der Enteignung der Kleinaktionäre fordert die Schutzvereinigung DSW Gesetzesänderungen. Garantien für Arbeitsplätze beim fränkischen Autozulieferer gibt es im Rahmen des Verkaufs nicht.

WiWo+ VARTA UND DAS STARUG

Warum der Fall Varta Anleger so empört

Batteriehersteller

Gericht genehmigt Varta-Sanierung – trotz Aktionärsprotesten

Die Aktionäre scheiden durch die Sanierung ohne Kompensation aus, und der Konzern verliert seine Börsennotierung. Dennoch soll das Unternehmen nun restrukturiert werden.

EINLEITUNG

PRAKTISCHE RELEVANZ

- StaRUG ohne Beteiligung der Gesellschafter
  - bei Anzeige des Verfahrens
  - bei Kapitalerhöhung mittels Bezugsrechtsausschluss (nach vorh. Kapitalschnitt)

ZENTRALE FRAGEN

- Kompensationsloses Ausscheiden der Gesellschafter durch StaRUG
  - Kann das sein?
- Verteilung des Sanierungserfolgs
  - Wem soll das sanierte Unternehmen gehören?

EXEMPLARISCHE STARUG-VERFAHREN

- LEONI AG
- Spark Networks SE
- Softline AG
- Gerry Weber International AG
- Varta AG

DER PRAKTISCHE HINTERGRUND

In der Diskussion stehende Verfahrensvariante:

KAPITALSCHNITT AUF NULL

KAPITALERHÖHUNG ZUGUNSTEN NUR EINES GESELLSCHAFTERS

Ausscheiden der derzeitigen Aktionäre & Erlöschen der Börsennotierung der Aktien

Oft Sanierungsinvestor

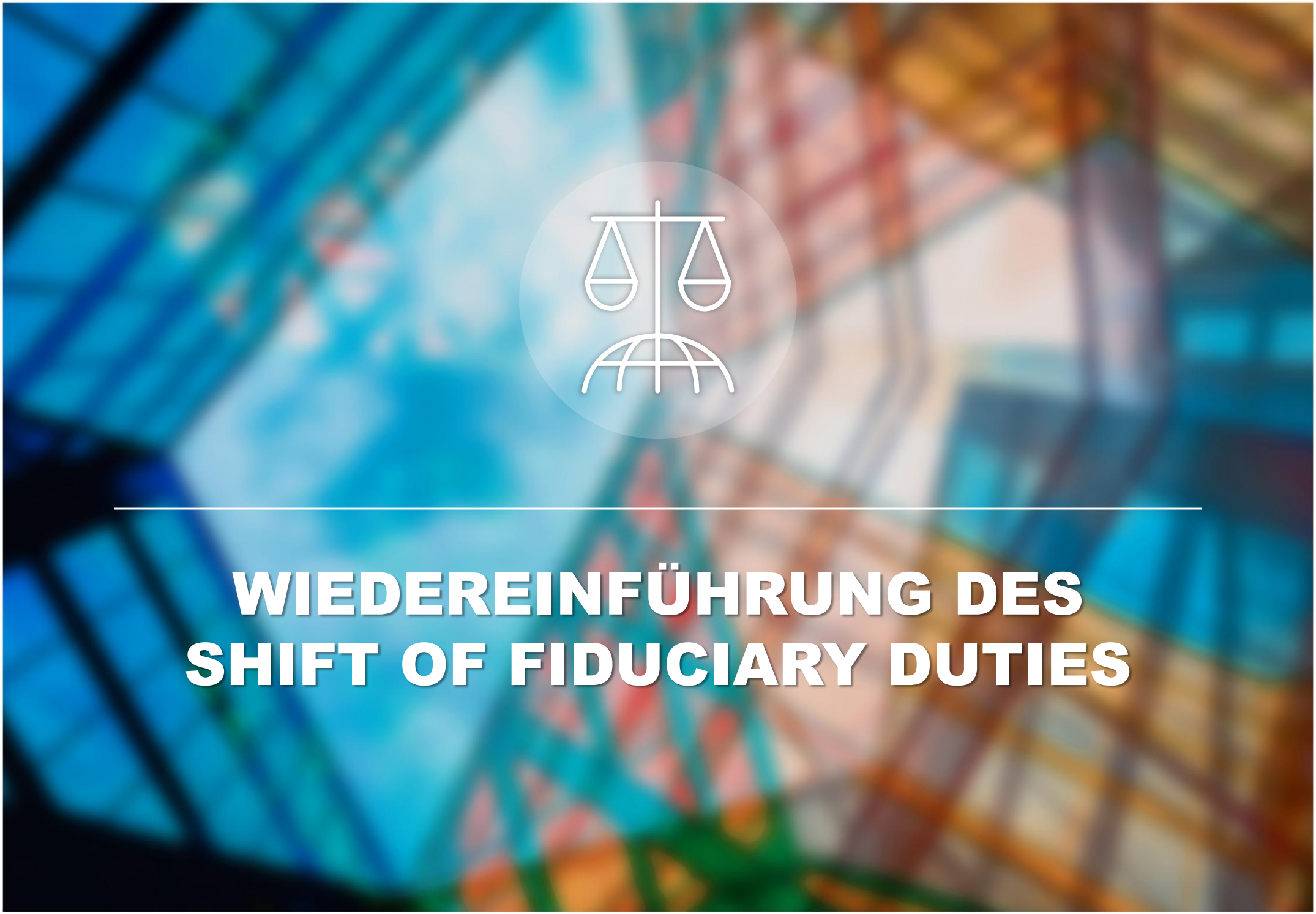
KRITIK: Vollständige Unternehmensübernahme durch nur einen Aktionär und entschädigungsloses Ausscheiden der übrigen Altaktionäre unter Bezugsrechtsausschluss

ERFORDERNIS EINES GESELLSCHAFTER-BESCHLUSSES

ERFORDERNIS EINES GESELLSCHAFTER- BZW. HV-BESCHLUSSES?

Rechtsprechungsübersicht: Erforderlichkeit eines HV- oder Gesellschafterbeschlusses zur Einleitung eines StaRUG-Verfahrens?

NOTWENDIG	NICHT NOTWENDIG
LG Berlin, Beschluss. v. 31.05.23 – 100 O 18/23 (GmbH)	AG Nürnberg, Beschl. v. 21.06.23 – RES 397/23 (AG) *Leoni*
AG Hamburg, Beschl. v. 17.03.23 – 61c RES 1/23 (GmbH)	AG Dresden, Beschl. v. 09.08.23 – 572 RES 1/23 (AG) *Softline*
LG Hamburg, Beschl. v. 20.04.23 – 304 T 15/23 (GmbH)	LG Nürnberg-Fürth, Beschl. v. 17.07.23 – 4 T 3814 (AG)
AG Charlottenburg, Beschl. v. 31.07.2023 – 36f RES 1604/23 (GmbH)	AG Hannover, Beschl. V. 27.12.23 – 953 RES 5/23 (AG)
	AG Charlottenburg, Beschl. v. 04.01.24 – 36s RES 6525/23 (SE) *Spark*
	OLG Stuttgart, Beschl. v. 21.08.24 – 20 U 30/24 (GmbH)



WIEDEREINFÜHRUNG DES SHIFT OF FIDUCIARY DUTIES

RECHTSSICHERHEIT NACH OLG STUTTGART?

NACH STREICHUNG VON § 2 ABS. 1 STARUG FEHLT RECHTSSICHERER WEG ZUR UMSETZUNG DER GESETZLICH NORMIERTEN SANIERUNGSPFLICHT

Verpflichtung Organe in der Krise

- Prüfung und Umsetzung „geeigneter Gegenmaßnahmen“ und „Berichterstattung“ an Überwachungsorgane
- Einleitung StaRUG wg OLG Stuttgart erst rechtssicher, wenn diese Option „alternativlos“ ist
- Prüfung StaRUG als Option idR unter Einbindung externer Experten geboten
- IdR gegenläufige Gesellschafterinteressen:
  - Abberufung „untreuer“ Organe, die pflichtgemäß StaRUG als Option prüfen

ANSTEHENDE „STARUG EVALUATION“

RECHTSUNSICHERHEIT ÜBER PFLICHTENKREIS DER ORGANE DE LEGE FERENDA ZU BESEITIGEN

„Trigger“ muss

- rechtssicher bestimmbar sein und
- den Organen hinreichend zeitlichen und tatsächlichen Spielraum geben, um die Krise abzuwenden

Alternativen im Kern

- Bilanzielle Überschuldung: zu früh
- Insolvenzrechtliche Überschuldung: zu spät
- Drohende Zahlungsunfähigkeit:
  - § 18 InsO Drohende Zahlungsunfähigkeit
    - (2) Der Schuldner droht zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen. In aller Regel ist ein Prognosezeitraum von 24 Monaten zugrunde zu legen.
    - ab 24 Monate wohl zu lang!

EMPFEHLUNG IM RAHMEN DER STARUG-EVALUATION

WIEDERBELEBUNG DES UNFALLTOTEN „SHIFT OF DUTIES“

„Conclusio“

- Aus rechtlichen und praktischen Erwägungen:
  - Wiedereinführung Regelungskern § 2 RegE-Inso mit folgender Maßgabe:
    - Drohende Zahlungsunfähigkeit
    - aber innerhalb eines Prognosezeitraums von lediglich 12 Monaten
- Wiedereinführung des strengen Haftungsregimes gem § 3 RegE-InsO für Pflichtverletzungen

ZULÄSSIGKEIT DES BEZUGSRECHTSAUSSCHLUSSES

DIE ZULÄSSIGKEIT DES BEZUGSRECHTSAUSSCHLUSSES IM STARUG (1)

Planmäßige Gestaltungsmöglichkeiten:
u.a. Bezugsrechtsausschluss und Kapitalherabsetzung

§ 7 Abs. 4 S. 3 StaRUG:

Insbesondere kann der Plan eine Kapitalherabsetzung oder -erhöhung, die Leistung von Sacheinlagen, den Ausschluss von Bezugsrechten oder die Zahlung von Abfindungen an ausscheidende an dem Schuldner beteiligte Personen vorsehen.

StaRUG ermöglicht eine **gläubigerseits** (nicht! aktionärseits) **mehrheitsgestützte Sanierung** eines Unternehmens.

Willenserklärungen der Gesellschafter werden für jene Maßnahmen vollständig durch Planbestätigungsbeschluss fingiert, § 68 Abs. 1, 2 StaRUG.

DIE ZULÄSSIGKEIT DES BEZUGSRECHTSAUSSCHLUSSES IM STARUG (2)

PRO	CON
• Kein Restrukturierungsbeitrag der Gesellschafter	• Mangelnde Einbeziehung von Aktionären
• Change of Control Klausel im Darlehensvertrag	• Verfassungsrechtlicher Schutz der Mitgliedschaftsrechte (Art. 9 Abs. 1, 14 Abs. 1 GG)
• Gläubiger knüpfen Sanierungsbeitrag an Bedingung	• Rolle der Gläubiger verändert
• Schutz der Anteilseigner durch Schlechterstellungsverbot und Rechtsmittel (§§ 63 - 66 StaRUG) gewährleistet	• Kapitalerhöhung durch Angebot neuer Aktien im Freiverkehr möglich
• Kapitalerhöhungsbeschluss dauert zu lange (u.a. wg. Prospekterstellung)	• Verstoß gegen gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (Art. 3 Abs. 1 GG)
• StaRUG enthält eigene und abschließende Regelungen zur Willensbildung (u.a. Cross-Class Cram Down)	• Vertrauen der Aktionäre in den Kapitalmarkt und in ihre Investition erschüttert

DIE ZULÄSSIGKEIT DES BEZUGSRECHTSAUSSCHLUSSES IM STARUG (3)

Schutz der Anteilsinhaber vor ungerechtfertigtem Bezugsrechtsausschluss richtet sich allein nach den speziellen Regeln des §§ 25 ff. StaRUG

Vollständiger Bezugsrechtsausschluss für alle Aktionäre

Einräumung eines alleinigen Bezugsrechts nach Kapitalherabsetzung

→ Gleichbehandlung aller Aktionäre

Schutz der Altaktionäre: Schlechterstellungs-verbot im Vergleich zum Alternativszenario (§§ 26 Abs. 1 Nr. 1, 64 StaRUG)

VORAUSSETZUNG: Besondere Begründung / sachliche Rechtfertigung:
Bezugsrechtsausschluss muss im **Interesse des Unternehmens** sein
→ Nicht gerechtfertigt, Sanierung nur einseitig mit einem Altaktionär durchzuführen, wenn dasselbe Ergebnis auch durch Kapitalerhöhung erzielbar wäre

ANHANG

STEFAN SAX

GLOBAL FINANCIAL MARKETS (GFM)

STEFAN SAX
PARTNER

T +49 69 71991549
M +49 151 1 1710160
E stefan.sax
@cliffordchance.com

Dr. Stefan Sax, LL.M., Frankfurt

Stefan Sax ist Regional Managing Partner, Leiter der deutschen Restrukturierungspraxis und spezialisiert auf Gesellschafts- und Insolvenzrecht mit dem Fokus auf grenzüberschreitenden Restrukturierungs- und Insolvenzverfahren. Er war längere Zeit im Londoner Büro von Clifford Chance tätig und ist sowohl deutscher Rechtsanwalt als auch englischer Solicitor (England & Wales).

Er berät deutsche und internationale Finanzinstitute in insolvenzrechtlichen Sachverhalten sowie Gesellschaften in Zahlungsschwierigkeiten oder deren Geschäftsleitung hinsichtlich der im Rahmen einer Krise einer Gesellschaft entstehenden Verpflichtungen.

Stefan Sax ist Mitglied der Gesellschaft für Restrukturierung TMA Deutschland e.V., der INSOL Europe, der ILA (Insolvency Lawyers' Association) und des International Insolvency Institute.

Relevante Beratungsmandate der jüngeren Vergangenheit:

- Beratung eines Gesellschafters im Zusammenhang mit der finanziellen Restrukturierung der BayWa AG
- Beratung des Gläubigerkonsortiums bei der finanziellen Restrukturierung und dem StaRUG-Verfahren der EMAG
- Beratung eines Mehrheitsaktionärs der VARTA AG bei der finanziellen Restrukturierung und Teilübernahme (zusammen mit der Porsche AG) im Rahmen des StaRUG-Verfahrens
- Beratung wesentlicher Kreditgeber der SIGNA Gruppe im Rahmen der Restrukturierungs- und Insolvenzverfahren in Österreich und Deutschland
- Beratung der internationalen Kreditgeber im Rahmen der Insolvenzverfahren über das Vermögen der OMEGA Immobilien Gruppe
- Beratung der Pierer Gruppe im Rahmen des StaRUG Verfahrens hinsichtlich der Übernahme der Anteile von LEONI AG
- Beratung der vorrangig besicherten Kreditgeber der Takko Fashion Group bei der Umsetzung einer finanziellen Restrukturierung
- Beratung der gesicherten Darlehensgeber im Rahmen des Schutzschirmverfahrens der Cordenka Gruppe
- Beratung des Mehrheitsgesellschafters bei der Umsetzung einer finanziellen Restrukturierung der Schur Flexibles Gruppe
- Beratung der kreditgebenden Banken im Rahmen der finanziellen Restrukturierung der Gazprom Germania
- Beratung der STEAG GmbH im Rahmen einer umfassenden finanziellen Umstrukturierung
- Beratung der Ceconomy AG im Zusammenhang mit ihrer Beihilfefinanzierung im Rahmen der Covid-19 Pandemie
- Beratung des Insolvenzverwalters im Rahmen des Verkaufsprozesses über das Vermögen der insolventen Eisenmann Gruppe
- Beratung einer Kreditgebergruppe zur finanziellen Restrukturierung der Losberger De Boer Gruppe
- Beratung der Steinhoff Gruppe im Rahmen der Restrukturierung sowie hinsichtlich des Verkaufs des Immobilienportfolios der Hemisphere International B.V. an Signa
- Beratung mehrerer Leasinggesellschaften in dem Insolvenzverfahren über das Vermögen der Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG sowie in dem Insolvenzverfahren über das Vermögen der NIKI Luftfahrt GmbH
- Beratung des Managements von Jack Wolfskin im Rahmen der finanziellen Restrukturierung
- Beratung eines japanischen Kreditinstituts im Rahmen der Restrukturierung der Takata-Gruppe
- Beratung der Scholz-Gruppe im Rahmen der finanziellen Restrukturierung
- Beratung der SAG im Rahmen ihrer finanziellen Restrukturierung

CLIFFORD
CHANCE

Clifford Chance, Junghofstraße 14, 60311 Frankfurt am Main
© Clifford Chance 2025
Clifford Chance Partnerschaft mit beschränkter Berufshaftung von Rechtsanwälten, Steuerberatern und Solicitors · Sitz: Frankfurt am Main · AG Frankfurt am Main PR 2669
Die nach § 5 DDG und §§ 2, 3 DL-InfoV vorgeschriebenen Informationen finden Sie unter: www.cliffordchance.com/deuregulatory

WWW.CLIFFORDCHANCE.COM