

Fresh money und neue Finanzierung verlangen nach kreativen Ideen

Frankfurt am Main. Das Gros der deutschen Restrukturierungsbranche versammelte sich mit knapp 200 Teilnehmern auch in diesem Jahr wieder zur Jahrestagung der Gesellschaft für Restrukturierung – TMA Deutschland e. V., die am 14.11.2019 in der Frankfurter Villa Kennedy stattfand. Wie üblich beschäftigte sich die Veranstaltung nicht allein mit Restrukturierungsthemen im engeren Sinne, sondern nahm auch das große Ganze in den Blick. Dabei standen die in Deutschland drohende Rezession sowie die politisch unsicheren Zeiten im Vordergrund. Weitere Schwerpunkte der Tagung waren die künftige Rolle der Banken bei Restrukturierungen sowie die Position der TMA zur Richtlinie für präventive Restrukturierungsrahmen, die Effizienz in der Sanierungsfinanzierung sowie Marktentwicklungen im Bereich Restrukturierung.

Text: Rechtsanwalt Christian Staps, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Erstmals begrüßte in diesem Jahr der neue Vorsitzende des Vorstands der TMA Deutschland, Michael Baur (AlixPartners), die Teilnehmer. Mit der Zahl von 184 Anmeldungen zur 13. TMA Jahrestagung konnte er sogleich einen neuen Rekord vermelden. Baur betonte in seinen Eröffnungsworten den interdisziplinären Charakter der TMA Deutschland, der sich im unterschiedlichen Teilnehmerkreis der Veranstaltung widerspiegeln. Ziel der TMA Deutschland mit ihren drei Facharbeitskreisen sei es, die Unternehmensrestrukturierung effizienter zu machen und die Bedingungen für die Unternehmensrestrukturierung in Deutschland international wettbewerbsfähig zu halten.

Wie in den Vorjahren stellte im Anschluss der Vorsitzende des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Prof. Dr. Christoph M. Schmidt vom RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, das Jahresgutachten 2019/2020 des Sachverständigenrats mit dem Titel »Den Strukturwandel meistern« vor, das der Bundesregierung erst in der Woche zuvor überreicht worden war. Schmidt konstatierte eingangs, dass Deutschland laut den neuesten Daten zwar knapp an einer Rezession »vorbeigeschrammt« sei, der lang anhaltende Aufschwung in Deutschland sei aber beendet. Schmidt bemängelte, dass die Politik die Zeit des Aufschwungs nicht für die notwendigen Reformen genutzt habe. Die Gefahr, dass Deutschland in eine technische Rezession eintauche, sei nicht gebannt. Zu strukturellen Problemen kämen Faktoren von außen wie Handelskonflikte, der Brexit sowie die Klimapolitik. Der Referent plädierte für eine prinzipiengestützte Industriepolitik, die nicht darauf ausgerichtet sein dürfe, einzelne Unternehmen zu schützen. Die Mehrheit des Sachverständigenrats spreche sich gegen Änderungen der Schuldenbremse aus. Die Schuldenbremse stelle auf die konjunkturbereinigte Situation ab und lasse genügend Spielräume für eine Erhöhung der öffentlichen Investitionen. Zur konjunkturellen Entwicklung sagte Schmidt, das Wachstum der Weltwirtschaft habe sich verlangsamt, der

Welthandel weise negative Wachstumsraten auf. Es bestehe eine länderübergreifende Industrieschwäche. Auch in Deutschland und dem Euroraum habe sich die Konjunktur abgeschwächt. Zu einer Rezession komme es aber erst, wenn sich die Industrieschwäche auf andere Bereiche ausbreite. Eine breite, tiefer gehende Rezession bestehe derzeit noch nicht. Allerdings lasse sich anhand bestimmter Indikatoren feststellen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession gestiegen sei. Schmidt kritisierte



die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Die EZB habe es versäumt, in den Jahren des Aufschwungs eine geldpolitische Normalisierung vorzunehmen. Es wäre besser gewesen, zumindest auf neue Staatsanleihekäufe zu verzichten. Die deutsche Fiskalpolitik sei bereits expansiv. Im Sachverständigenrat sei man sich einig, dass ein Konjunkturpaket zum jetzigen Zeitpunkt nicht notwendig sei. Der Vorzug sei den automatischen Stabilisatoren zu geben. Das Produktivitätswachstum in Deutschland und vielen entwickelten Volkswirtschaften sei schwach. Zu den Ursachen gehörten der demografische Wandel



Bankenpanel mit (v. li.) Niklas Lerche, RAIin Dr. Dorothee Prostedter, Tanja Froböse, Dr. Ralf Zeitlberger, Moderatorin Eva Ringelspacher

sowie der verhaltene Einsatz neuer Technologien, eine geringe Unternehmensdynamik und eine schwache Investitionstätigkeit. Die nationale Politik sei gefordert, die Rahmenbedingungen so zu setzen, dass mehr Akteure bereit seien, unternehmerische Risiken einzugehen. Es gelte, die Transformation von Wissen in wirtschaftlichen Erfolg zu stärken. Dabei müsse Deutschland seine Wirtschafts- und Industriepolitik nicht neu erfinden, sondern weiterentwickeln.

Je ernsthafter die Krise, desto unkoordinierter die EU

Für die Keynote Speech konnte die TMA Deutschland mit Sir Christopher Clark, Professor für Neuere Europäische Geschichte am St. Catharine's College in Cambridge, auch in diesem Jahr wieder einen namhaften Redner gewinnen. Clark sprach über »Unsichere Zeiten. Europa in Vergangenheit und Gegenwart«. Er erläuterte zunächst, dass uns die Julikrise des Jahres 1914 heute näher sei als etwa in den 1970er-Jahren, die sich durch die bipolare Stabilität des Kalten Krieges ausgezeichnet hätten (wenngleich die Ereignisse schon immer unberechenbar gewesen seien). Nach dem Kalten Krieg sei etwas Neues gekommen, wenngleich bis heute umstritten sei, was dieses neue Etwas sei. Auf die Wiedervereinigung Deutschlands 1989/1990 sei eine tief greifende Veränderung der geopolitischen Ordnung Europas und der Welt gefolgt. Der US-Politologe George Friedman teile die Zeit seit 1989 in zwei Epochen ein: Die Zeit von 1990 bis 2004/2007 bezeichne er als »Post-Cold War«. Sie sei geprägt durch den überwältigenden Fokus auf die amerikanische Macht, die Entscheidungsträger in Washington hätten von »Full Spectrum Dominance« gesprochen. Diese Epoche habe aber nicht lange gedauert. In Russland habe Putin die Politik der Gorbatschow- und Jelzin-Ära desavouiert und begonnen, gegen die USA, die NATO und die EU vorzugehen. China sei in eine Phase des atemberaubenden Wachstums eingetreten und habe begonnen, die

geopolitische Ordnung im südchinesischen Meer anzufechten. Die Zeit des »Post-Cold War« sei inmitten all dieser Veränderungen zu Ende gegangen. Für die Zeit danach habe sich noch kein Name eingebürgert, Friedman etwa spreche von »Post-Post-Cold War«. Letztlich sei die Ära aber gekennzeichnet von Multipolarität. Genau deshalb sei uns die Zeit vor 1914 heute paradoxerweise näher als vor 30 Jahren. Man hätte sich vorstellen können, dass die EU auf die vielen Krisen der letzten Jahre reagiert hätte, indem sie ihre Entscheidungsstrukturen gestrafft und eine besser koordinierte Reaktion auf Notfälle entwickelt hätte. Das Gegenteil sei aber der Fall gewesen, je ernsthafter die Krisen gewesen seien, desto weniger koordiniert sei ihre Antwort ausgefallen. Die Griechenland-Krise habe die Fehlkonstruktion einer Währungsunion ohne politische Bodenhaftung verdeutlicht, in der Politik und Ökonomie auseinandergeraten hätten können. Die Flüchtlingskrise sei ein komplexes globales Problem gewesen, das zu nationalen Alleingängen geführt und rechtspopulistische Strömungen mit Brennstoff versorgt habe. Dazu komme nun der Brexit, der zu einer Lücke im europäischen Machtgefüge führe, bei der noch nicht klar sei, wer sie füllen werde. Probleme kämen auch nicht stets von außen, sondern würden durchaus auch von Europa selbst kreiert. So sei etwa die Finanzkrise von 2008 nicht eine in ihrem Wesen amerikanische Krise gewesen, sondern die Eurozone habe sich ihre eigene Finanzkrise »gebacken«. Die EU sei sogar krisenanfälliger gewesen als die Vereinigten Staaten selbst, weil sie zwar eine gemeinsame Währung besessen habe, aber im Gegensatz zu Amerika keinen einheitlichen Rechtsrahmen für das Bankenwesen. Die durch die Finanzkrise geschaffenen Risiken seien nicht nur finanzieller Art, sondern tangierten auch Europa als politische Ordnung. Denn nichts erkläre besser als 2008 die Legitimitätskrise der liberalen Demokratie. Clark schloss mit dem Gedanken, in Europa habe sich die kohäsionsfördernde Erzählung über die Vorzüge eines Zusammenwachsens erschöpft. Die Geschichte, die uns eine Zukunft gegeben habe, sei am Ende angelangt. Europa stehe demzufolge vor der Aufgabe, die Zukunft neu zu besetzen.



Unter dem Titel »Finanzierung in der Krise – neue Player, neue Finanzierungsalternativen?« diskutierten nach der Mittagspause unter der Moderation von Eva Ringelspacher (Restrukturierungspartner) Dr. Ralf Zeitlberger (Erste Group Bank AG Wien), Tanja Froböse (NORD/LB), RAin Dr. Dorothee Prostedter (Noerr) und Niklas Lerche (Houlihan Lokey Investment Banking Services) zur Frage, ob Banken auch künftig bei Restrukturierungen mit an Bord seien oder ob sie durch neue Player ersetzt würden. Zum Thema, inwieweit Banken in Sanierungssituationen bereit seien, fresh money zur Verfügung zu stellen, sagte Lerche, er habe bei einer Restrukturierung in jüngerer Zeit erstmals erlebt, dass Banken in eigenkapitalähnliche Positionen eingerückt seien. Sie stellten nun auch neue Mittel zur Verfügung. Nach Froböses Dafürhalten seien 50% der frischen Finanzierungen fondsgetrieben. Die Fonds seien flexibler und akzeptierten eine höhere Verschuldung. Asset-based Lending spielt laut Lerche zumindest in der »heißen Phase« der Restrukturierung, in der sein Haus ins Spiel komme, eher keine Rolle, ebenso wenig das klassische Factoring. Ein Diskussionsthema waren auch Financial Covenants. Prostedter wies darauf hin, dass die Covenants nicht mehr so streng seien wie in der Vergangenheit. Beim Thema Anleihen bzw. Schuldscheindarlehen erläuterte Zeitlberger, dass in Österreich bei Anleihen keine Sanierung über Mehrheitsentscheidungen möglich sei. Abschließend äußerten die Teilnehmer die Hoffnung, dass klassische Banken auch in zehn Jahren noch zu den wesentlichen Spielern im Restrukturierungsgeschäft zählen würden. Die Finanzierung werde aber vielschichtiger und sei damit in der Krise komplexer.

Unter dem Programmpunkt »Inside TMA« gaben RA Dr. Wolfram Prusko (Kirkland & Ellis) und RA Dr. Patrick Schulz (Sidley Austin) ein Update zur TMA NextGen Deutschland. Bei der TMA NextGen handele es sich um eine informelle Arbeitsgruppe innerhalb der TMA Deutschland, die sich an Restructuring Professionals bis 40 Jahre richte. Man organisiere drei Treffen pro Jahr, die der Fortbildung aus den eigenen Reihen dienten. Seit 2018 gewähre die Mitgliedschaft in der TMA NextGen eine stimmrechtslose Mitgliedschaft in der TMA Deutschland. Weitere Vorteile der Mitgliedschaft in der NextGen seien der erleichterte Zugang zur Mitgliedschaft in der TMA Deutschland und ein reduzierter Mitgliedsbeitrag, ferner könnten NextGen-Mitglieder zu Mitgliedsbedingungen an den Veranstaltungen der TMA Deutschland teilnehmen. Die TMA NextGen Deutschland sei auch ein Pfeiler der neuen TMA-Europe-NextGen-Initiative. Die nächste Veranstaltung der TMA NextGen sei für den 23.01.2020 bei Freshfields Bruckhaus Deringer in Hamburg geplant, Thema werde Artificial Intelligence bei der Konzeptumsetzung sein.

Im Anschluss sprach Ringelspacher über die TMA NOW Deutschland (TMA Network of Women Deutschland), die sich für mehr Frauen in der Restrukturierung starkmache. Sie berichtete von einem gemeinsamen Event mit dem französischen Restrukturierungsnetzwerk Women in Restructuring (WiR) von Ende März dieses Jahres, das einen Vergleich von Sanierung und Insolvenz in Frankreich und Deutschland zum Gegenstand gehabt habe. Im Mai habe sich die TMA NOW am Vorabend der TMA-Europe-Konferenz in Wien getroffen. Nina Dohrau habe dort über die österreichische Bad Bank Immigion referiert. Im Juli 2019 habe eine Case Study



Prof. Dr. Christoph M. Schmidt



Sir Christopher Clark



TMA-Vorstandsvorsitzender Michael Baur

bei AlixPartners in München stattgefunden. Schon traditionell habe man sich auch in diesem Jahr wieder am Vorabend des Internationalen Symposiums Restrukturierung der FH Kufstein getroffen. Thema dort war »Restrukturierung im »Ninja-Style« – Wie funktionieren Insolvenzen in Japan?«. Das letzte Event des Jahres fand – ebenfalls schon traditionell – am Vorabend der TMA-Jahrestagung statt. Das Thema lautete »Women in Restructuring – Was können Frauen besser und welche Herausforderungen stellen sich in der Praxis und beim Recruiting?«.

Drohende Zahlungsunfähigkeit als Zugang zum präventiven Rahmen

Die anschließende Auswertung des Expertenvotings auf der Basis einer durchgeführten Befragung der 300 TMA-Mitglieder zeigte u. a. eine klare Mehrheit dafür, den Rechtsrahmen für Sanierungs-/Massekredite anzupassen. Ebenfalls eine deutliche Mehrheit von 81,6% der Stimmen war dafür, die Überschuldung zum fakultativen Antragsgrund zu machen. 82,9% der Abstimmenden erwarteten einen Anstieg der Krisenfälle. Die Mehrheit der Teilnehmer rechnet zudem innerhalb der nächsten sechs bzw. zwölf Monate mit einer Rezession in Deutschland bzw. ist der Auffassung, dass eine solche bereits eingetreten ist. Die Dauer der Krise schätzt die Mehrheit auf mehr als 24 Monaten.

Nach der Kaffeepause teilte sich das Auditorium in die drei Facharbeitskreise auf. Der Facharbeitskreis Restrukturierungsrecht befasste sich unter der Leitung seiner Koordinatoren RA Kolja von Bismarck (Sidley Austin), RA Dr. Lars Westpfahl (Freshfields Bruckhaus Deringer) und RA Frank Grell (Latham & Watkins) mit der Position der TMA Deutschland zu zentralen Fragen des präventiven Restrukturierungsrahmens. Westpfahl und RA Dr. Jan-Philip Wilde (Freshfields Bruckhaus Deringer) berichteten zunächst von der Tagung des Facharbeitskreises in Hamburg am 08.08.2019. Die Richtlinie biete bekanntlich erheblichen Umsetzungsspielraum. Die TMA habe sich in ihrer Vorpositionierung in der Pressemitteilung vom 26.06.2019 für ein leichtgängiges Verfahren ausgesprochen. Die Arbeitsgruppe befürworte einen frühzeitigen Zugang zum Sanierungsinstrument. Anknüpfungspunkt solle die drohende Zahlungsunfähigkeit sein. Dieser Begriff sei justiziabel und erprobt. Man vermeide so eine Frikation mit dem Eröffnungsgrund der Überschuldung. Eine deutliche Mehrheit habe sich für die Herabstufung der Überschuldung

zu einem fakultativen Antragsgrund ausgesprochen. Es müssten aber die Auswirkungen der Abschaffung der Überschuldung als zwingender Grund für die Stellung eines Eröffnungsantrags auf das Gläubigerschutzsystem berücksichtigt werden. Die Unternehmensleiter müssten die Interessen der Gläubiger berücksichtigen, es solle zu einem »Shift of Fiduciary Duties« kommen. Im BMJV sei man zunächst ebenfalls für die Herabstufung gewesen, mittlerweile sei die Stimmung hier aber wohl »gekippt«. Beim sachlichen Anwendungsbereich solle es keine Beschränkung auf Finanzgläubiger geben. Die leistungswirtschaftliche Sanierung solle dem Insolvenzverfahren vorbehalten bleiben. Für künftig entstehende Forderungen sei zu erwägen, ob man die Möglichkeit bieten solle, Mietzinsen auf ein marktübliches Niveau herabsenken zu können. Die Einbeziehung der Gesellschafter sei für die Mehrheit der Arbeitsgruppe akzeptabel, auch wenn sie dazu führen könne, dass die Gesellschafter die frühzeitige Einleitung des Verfahrens verhinderten. Bei der Bestellung des Restrukturierungsbeauftragten solle es über die in der Richtlinie genannten hinaus keine zwingenden Bestellungsgründe geben. An den Restrukturierungsbeauftragten seien andere Anforderungen zu stellen als an einen Insolvenzverwalter, er dürfe daher nicht den gleichen berufsrechtlichen Regularien unterfallen. Die Bestellung des Restrukturierungsbeauftragten solle durch das Gericht auf Vorschlag des Antragstellers erfolgen, den Gläubigern solle ein Abwahlrecht zustehen. Die Vergütung des Restrukturierungsbeauftragten solle frei verhandelbar sein. Um die Akzeptanz des Verfahrens zu erhöhen, solle für einen Cross-Class Cram-Down die Mehrheit der Klassen erforderlich sein. Mit Blick auf die Gesellschafter werde zudem eine Öffnung für die sog. Relative Priority Rule befürwortet. Im Anschluss wurden einige der Ergebnisse der Arbeitsgruppe diskutiert. Themen waren dabei insbesondere der sachliche Anwendungsbereich des Sanierungsinstruments. Hier solle klarer herausgearbeitet werden, dass zwar die leistungswirtschaftliche Sanierung dem Insolvenzverfahren vorbehalten sein solle, ein Eingriff in Dauerschuldverhältnisse aber möglich sei. Diskutiert wurde auch die freie Verhandelbarkeit der Vergütung für den Restrukturierungsbeauftragten. Im Fall der Möglichkeit von Eingriffen in Gesellschafterrechte wurde die Befürchtung geäußert, Gesellschafter erlaubten es »ihren« Geschäftsführern dann u. U. nicht, das präventive Verfahren zu beantragen. Konsens schien aber zu sein, dass Beiträge der Gläubiger nur schwer zu erlangen sein dürften, wenn die Gesellschafter »aus dem Geld« seien, aber dennoch etwas erhielten.

Der Facharbeitskreis Restrukturierungsberatung (Moderation und Koordination des Panels lagen bei Dr. Derik Evertz (Brinkmann & Partner), Nils Kuhlwein von Rathenow (A. T. Kearney), Dr. Gerd Sievers (Roland Berger) und Patrick Ziechmann (PwC)) beschäftigte sich mit drei Themenkomplexen: die aufkommende Krise in der Automobil- und Automobilzulieferindustrie, betriebswirtschaftliche Aspekte des vorinsolvenzlichen Restrukturierungsrahmens und Schuldscheine als Finanzierungsinstrument in der Restrukturierung. Die Automobilbranche sehe sich aktuell mit einer spürbaren Nachfrageschwäche und mittel- und langfristig mit erheblichen Strukturbrüchen konfrontiert. Derzeit komme es bereits auf breiter Front zu Kapazitätsanpassungen und auch zu einer deutlichen Erhöhung von Insolvenzen. Die negativen Folgen der zu erwartenden Strukturbrüche seien hierin allerdings noch nicht enthalten, sondern würden erst in den



Dinnerspeech von General a. D. Dr. h. c. Helge Hansen

nächsten Jahren sichtbar werden. Die bisherigen Restrukturierungstools würden aus Sicht des Facharbeitskreises voraussichtlich zur Überwindung der Krise nicht ausreichen, sondern es müssten erweiterte Ansätze gefunden werden. Der Arbeitskreis habe insbesondere den Fokus der aktuellen Diskussion über den präventiven Restrukturierungsrahmen auf rechtliche Aspekte bemängelt. Eine Erweiterung der fachlichen Diskussion auf betriebswirtschaftliche Aspekte in ihrer komplexen Breite sei notwendig. Aktuell würde insbesondere auf die Anwendung des Restrukturierungsrahmens im Zusammenhang mit Finanzrestrukturierungen abgestellt, die Richtlinie sei aber nicht darauf beschränkt. Die Anwendung des neuen Rahmens bei kleinen und mittleren Unternehmen werde seitens des Facharbeitskreises aufgrund der hohen Kosten als fraglich angesehen. Die Notwendigkeit konzeptionell betriebswirtschaftlicher Beratung im Prozess sei allerdings gegeben. Zum dritten Themenkomplex: Schuldscheine hätten in den letzten Jahren als Finanzierungs-

instrument im Mittelstand an Bedeutung zugenommen. Hauptproblem im Rahmen von Restrukturierungen sei, dass bei Schuldscheinflanzierungen kein wie bei Anleihen vergleichbarer rechtlicher Rahmen für einen gemeinsamen Vertreter existiert, was die Koordination im Krisenfall deutlich erschwere. Im Anschluss diskutierte man mögliche Verbesserungsansätze und Konsequenzen (Ansprache der Schuldscheindarlehengeber durch einen Koordinator, Mehrheitsentscheidungsregelungen, Auswirkungen auf die Preisstruktur).

Können Roll-ups Gläubigern neue Anreize bieten?

Der Facharbeitskreis Kapitalmarkt und Finanzrestrukturierung, den RA Dr. Leo Plank, RA Dr. Josef Parzinger (beide Kirkland & Ellis), Dr. Max Mayer-Eming (PJT Partners) und Dr. Frank Nikolaus (Nikolaus & Co.) koordinierten, beschäftigte sich mit »Vom Massekredit zum Roll-up DIP – Effizienz in der Sanierungsfinanzierung?«. Im internationalen Markt seien in den letzten Jahren diverse Anreize für Sanierungsfinanzierungen zu beobachten. Neben den bestehenden Privilegien für neue Finanzierungen (»Supervorrang« und vorrangige Besicherung) seien aber für bereits involvierte Gläubiger weitere Anreize denkbar. Hier gehe es vor allem um den sog. Roll-up, ggf. in der Spielart der Cross-Collateralization, wodurch finanzierende Gläubiger Altschulden in einem bestimmten quotalen Verhältnis in den Rang der Sanierungsfinanzierung heben bzw. besichern können. Da die Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz neue Finanzierungen aufgreift, die konkrete Ausgestaltung aber offenlässt, diskutierte das Panel, inwieweit Supervorrangfinanzierungen zu einer Effizienzsteigerung in der Sanierungsfinanzierung führen könnten und wie die rechtliche Ausgestaltung aussehen könnte. Ausgehend von den kaum verbindlichen Vorgaben der RL erscheine ein Vorrang nur vor Insolvenzforderungen des § 38 InsO nicht attraktiv, der Gleichrang mit den sonstigen Masseverbindlichkeiten des § 55 Abs. InsO hingegen ansprechender. Um den Roll-up als besonderen Anreiz der Finanzierung durch bestehende Gläubiger anschaulich zu machen, demonstrierten die Referenten einige Roll-up-Transaktionen in Europa, z. B. die Restrukturierung von Agrokör in diesem Jahr. Hier habe man von bestehenden Gläubigern 530 Mio. Euro neue Mittel im Supervorrang eingesammelt und weitere 530 Mio. Euro Altverbindlichkeiten in den Supervorrang »hochgerollt« – ein Finanzierungspaket mit einer Laufzeit von 15 Monaten. Die Jahrestagung schloss traditionell mit einem Dinner in der Villa Kennedy, auf dem die Ergebnisse der drei Facharbeitskreise präsentiert wurden. Die Dinner Speech hielt General a. D. Dr. h. c. Helge Hansen, ehemals Oberbefehlshaber der Alliierten Streitkräfte in Europa der NATO, zum Thema »Führen und Entscheiden in unsicheren Zeiten«. <<