



**„Unternehmensrettung durch StaRUG –
Kapitalschnitt auch ohne Hauptversammlung“
Dr. Dirk Kocher, LL.M.**

Inhaltsübersicht

1	Einführung: Das Grunddilemma bei der Restrukturierung börsennotierter Gesellschaften
2	Lösung seit 2021: Das StaRUG
3	Überblick über das StaRUG-Verfahren
4	Typische StaRuG-Fallkonstellationen
5	Beispielsfall LEONI: Zusammenfassung der Restrukturierung
6	Eigenkapitalaspekte eines Restrukturierungsplans mit Kapitalschnitt
7	Beispielsfall: Gerry Weber
8	Fehlvorstellungen und Vorurteile im Zusammenhang mit dem StaRUG
9	StaRUG als legitimes Restrukturierungswerkzeug
10	Restrukturierungsplan – Cross-Class Cram Down (Majorisierung einer dissentierenden Beteiligengruppe)
11	Schutzmechanismen – Schlechterstellungsverbot gem. § 26 Abs.1 Nr. 1 StaRUG / Gleichbehandlungsgebot gem. § 10 Abs. 1 StaRUG
12	Fazit: StaRUG führt zu wirtschaftlich angemessenen Ergebnissen

1) Einführung: Das Grunddilemma bei der Restrukturierung börsennotierter Gesellschaften

- Wenn Unternehmenskrise so stark, dass Schuldentragfähigkeit überschritten ist, wird „Haircut“ der Gläubiger erforderlich = Verzicht auf einen Teil der Forderungen
- Unterschiedliche Sichtweisen von FK und EK
- FK:
 - Eigenkapital ist gegenüber Fremdkapital nachrangig
 - Schuldenschnitt impliziert Wertlosigkeit des EK
 - Schuldenschnitt setzt daher vollen Verzicht der bisherigen Aktionäre voraus, evtl. auch Beteiligung der Gläubiger am Equity Upside
 - Sanierungsinvestor ins EK erwünscht, der oft Beteiligung von 100% verlangen wird (→ Bezugsrechtsausschluss)
- EK:
 - Aktienkurs impliziert (oft fälschlich) Werthaltigkeit des EK
 - Jedenfalls Bestehen auf Bezugsrechten
 - Kein Anreiz für Aktionäre, für eine Lösung zu stimmen, bei der sie leer ausgehen
 - Im Ergebnis keine (qualifizierte) HV-Mehrheit für EK-Maßnahmen wie Kapitalschnitt oder Bezugsrechtsausschluss erzielbar, die Gläubiger verlangen

2) Lösung seit 2021: Das StaRUG

- StaRUG ist am 1. Januar 2021 in Kraft getreten
- Rechtsrahmen für die vorinsolvenzrechtliche Restrukturierung
- Zweck: Vermeidung von Blockaden wirtschaftlich sinnvoller Lösungen durch Einzelne

- Ähnlich wie im Insolvenzplanverfahren können Gruppen von Beteiligten (z.B. Aktionäre) oder einzelne Mitglieder innerhalb einer Gruppe überstimmt werden → ihre Zustimmung ist dann nicht erforderlich
- Im Restrukturierungsplan können alle gesellschaftsrechtlich zulässigen Maßnahmen getroffen werden
- Der Restrukturierungsplan ersetzt dann insoweit für die weitere Umsetzung den Hauptversammlungsbeschluss

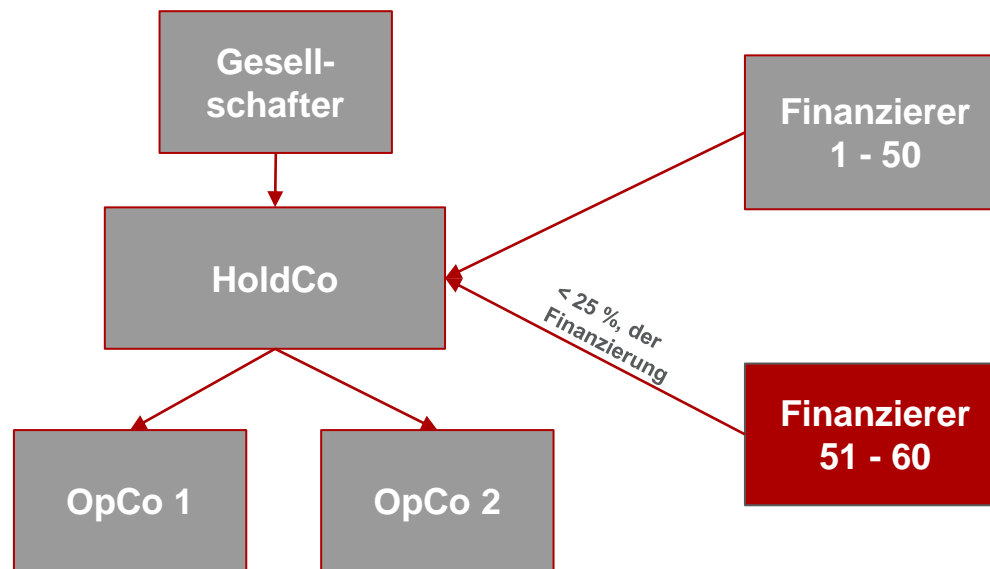
- Anfänglich wenige Verfahren: Nach über zwei Jahren StaRUG wurden bisher 22 Verfahren verifiziert und einstellige Zahl von Gerichtsentscheidungen veröffentlicht
- 2023: LEONI als erster großer Fall einer börsennotieren AG; danach auch Gerry Weber

3) Überblick über das StaRUG-Verfahren

- Krisenfrüherkennung
 - Vorliegen lediglich drohender Zahlungsunfähigkeit
- Anzeige des Restrukturierungsvorhabens beim Restrukturierungsgericht
 - Restrukturierungssache wird rechtshängig und Verfahrenshilfe kann beantragt werden
- Erstellung eines Restrukturierungsplans
 - Um das Unternehmen zu erhalten, können verschiedene bestehende Rechtsverhältnisse restrukturiert werden. Es handelt sich aber nicht um ein Gesamtvollstreckungsverfahren
- Planangebot
 - Den Planbetroffenen ist das sog. Planangebot im Vorfeld der Abstimmung zur Verfügung zu stellen
- Außergerichtliche / Gerichtliche Planabstimmung
 - Die Abstimmung erfolgt in den nach dem Plan angegebenen Gruppen. Wird in einer Gruppe die erforderliche Mehrheit nicht erreicht, sieht das StaRUG ein Obstruktionsverbot, sog. **cross class cram down** vor
- Bestätigung des Plans oder Versagung der Bestätigung durch das Restrukturierungsgericht
- Ggfs. Beantragung öffentlicher Bekanntmachung

4a) Typische StaRuG-Fallkonstellationen: Obstruierende Einzelgläubiger

Typischer Ausgangsfall Var. 1



Sachverhalt:

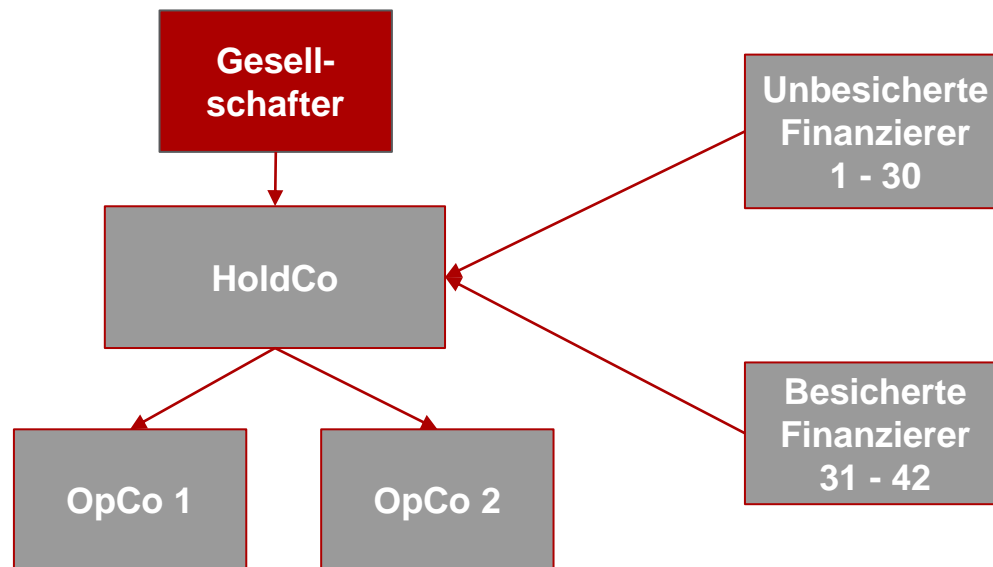
- Mit Ausnahme **einiger Finanzierer (Anteil an Gesamtfinanzierung zwar unter 25%, aber deutlich über 5%)** unterstützen sämtliche Stakeholder die Restrukturierungsbemühungen
- **Konsensuale Einigung** mit unterstützenden Stakeholdern aufgrund der obstruierenden Finanzierer **realistisch nicht umsetzbar**

Anmerkungen:

- **Gleichbehandlungs-Gebot** der Finanzierer „erlaubt“ kein Rauskaufen
- **Überstimmung** der obstruierenden Finanzierer mit **75% Mehrheit** in der Gruppe der Finanzierer möglich
 - Gruppenbildung gem. § 9 StaRUG – Differenzierung zwischen Absonderungsberechtigten und – auf Ebene des Schuldners – unbesicherten Finanzierern
 - 1 Gruppe ausreichend bei div. bilateralen unbesicherten Linien
- **Plan B Paradoxon = Androhung / Vorbereitung** der Anwendung des Rahmens führt häufig bereits zur Aufgabe von Hold-Out Positionen
- **Praktische Herausforderungen:**
 - **Vor Anzeige: Aufrechterhaltung des Going Concern bis zur StaRUG-Anzeige** (Vermeidung einer Insolvenzantragspflicht und entsprechender Haftungsrisiken)
 - **Bei Anzeige: Ordentliche Herleitung Trigger Event der „Drohenden Zahlungsunfähigkeit“**
 - **Nach Anzeige:**
 - Kein Abrutschen in die Insolvenz (Zahlungsfähigkeit)
 - Vorab-Absicherung durch Lock-Up Agreement, Pre-Pack, ordentliche Dokumentation der Erfolgsaussichten

4b) Typische StaRuG-Fallkonstellationen: Obstruierende Gesellschafter

1. Abwandlung



Sachverhalt:

- Mit Ausnahme des Gesellschafters bzw. der erforderlichen Mehrheit der Gesellschafter unterstützen sämtliche Stakeholder die Restrukturierung
- Gesellschafterbeitrag (z.B. CRO-Bestellung, Finanzierungsbeitrag, (Verwertungs-)Treuhand, teilweiser Debt-to-Equity-Swap usw.) ist für Sanierung notwendig

Legende: ■ Obstruierende Partei ■ Planunterstützende Partei

Anmerkungen:

- **StaRUG bietet theoretisch Instrumente**
 - Übertragung Anteile z.B. auf Treuhänder möglich, der dann Corporate Governance (inkl. CRO & Restru-Beirat) neu ordnet
 - Cross-Class-Cram-Down gegen die Gesellschaftergruppe erfordert mind. zwei Gruppen
 - Zusätzlich **angemessene Beteiligung** der Mitglieder der überstimmten Gruppe **am wirtschaftlichen Planwert** und diese **keine Schlechterstellung**
- **Praktische Durchsetzbarkeit?**
 - **Anzeige durch Vorstand/GF**

!
Thema: Vorrang
StaRUG vs.
Gesellschaftsrecht

Sonderproblem: Gesellschafterbeschluss erforderlich?

- Rspr. bisher zur GmbH sehr uneinheitlich
- Rspr. und Lit. für AG stark überwiegend
 - Zweck des StaRUG ist Sanierung und Fortführung (keine Änderung des Gesellschaftszwecks)
 - Sonst Leerlaufen StaRUG, da Gesellschafterzustimmung unrealistisch und StaRUG gerade Blockaden verhindern soll
 - Ohne StaRUG unmittelbare Antragspflicht wg. § 19 InsO und Anteile in dieser Situation oft wertlos

5) Beispielsfall LEONI: Zusammenfassung der Restrukturierung

Zusammenfassung des Restrukturierungsplans



Kapitalherabsetzung auf Null

- Kapitalschnitt: Vereinfachte Kapitalherabsetzung auf Null
- Dies führt zum sog. „Delisting“



Barkapitalerhöhung

- Voraussetzung der Kapitalherabsetzung auf Null ist, dass zugleich eine Kapitalerhöhung erfolgt
- Zeichnung neuer Aktien in Höhe von **EUR 150 Mio.** mit Bezugsrechtsausschluss



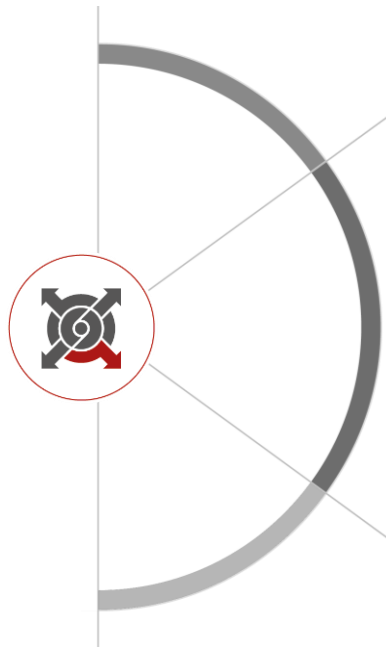
Entschuldung durch Sach-Agio & Stabilisierung der Finanzierung

- Gläubiger geben Forderungen in Höhe von ca. **EUR 708 Mio.** auf, die vom Investor nach Erwerb gegen Genussrecht eingebracht werden
- Die künftige Finanzierung wird mit „wohlwollenden“ Banken zu angepassten Bedingungen fortgesetzt und dadurch die Gesellschaft nach vorn stabilisiert

6) Eigenkapitalaspekte eines Restrukturierungsplans mit Kapitalschnitt

Grundsätzliches	In einem StaRUG-Restrukturierungsplan können sämtliche gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen umgesetzt werden, wenn (i) gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen und (ii) StaRUG-Minderheitsschutzregeln erfüllt sind.
Kapitalherabsetzung	Kapitalherabsetzung auf Null muss u.a. wegen Gefahr der Sicherheitsleistung bei ordentlicher Kapitalherabsetzung eine vereinfachte sein <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dafür ist Verbrauch von Gewinnvortrag, Rücklagen und Grundkapital zu dokumentieren. ▪ Spannungsverhältnis zu regulärer Buchführung bzgl. Frage des Going Concern: Richtigerweise darf man bei § 229 AktG die erwarteten positiven Auswirkungen der Kapitalmaßnahmen ausblenden, obwohl ihr Eintritt schon überwiegend wahrscheinlich ist und sie daher den Going Concern begründen
Bezugsrechtsausschluss	Hohe Anforderungen an Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses bei Wiedererhöhung des Grundkapitals: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bezugsrechtsausschluss (mit Folge eines entschädigungslosen Ausschlusses der Altaktionäre) bereits aktienrechtlich gerechtfertigt bei Alternativlosigkeit und (überwiegende Literatur) Wertlosigkeit der Anteile. ▪ Anforderungen im StaRUG geringer, nach manchen Stimmen gar nicht nötig.
Abfindung?	Ist eine Abfindung erforderlich? Im Fall LEONI ließ sich sehr gut die Wertlosigkeit der Altaktien dokumentieren
Sach-Agio	Ausgestaltung der Einbringung der an den Investor abgetretenen Bankenforderungen als schuldrechtliches Sach-Agio, um Gegenleistungscharakter für die neuen Aktien zu dokumentieren (Agio statt bloßer sonstiger Leistung in die Rücklage), ohne eine Werthaltigkeitsprüfung auszulösen (schuldrechtliches statt korporativen Agios).
Parallele aoHV	Parallele Einberufung einer HV nach § 92 AktG wegen Verlust des halben Grundkapitals (str.) → fand kurz nach EAT statt und wurde von Aktionären nicht für Anträge zur möglichen Torpedierung des StaRUG-Verfahrens genutzt.
Koordination	Umfangreiche Kommunikation auch mit dem Registergericht aufgrund der neuen und besonderen Situation. Minderheitsaktionäre versuchten Eintragung durch Hinweis auf Eilanträge beim BVerfG zu blockieren.

7) Beispielsfall: Gerry Weber ¹



- Anzeige des geplanten Restrukturierungsvorhabens am 19. April 2023 beim zuständigen AG
- Restrukturierungsplan wurde sodann am 18. August 2023 mit den erforderlichen Mehrheiten angenommen
- Am 25. Oktober 2023 erfolgte die rechtskräftige Bestätigung durch das Restrukturierungsgericht
- „Ziel des Restrukturierungsvorhabens ist eine signifikante Entschuldung der GERRY WEBER International AG, um die Voraussetzung für die Aufnahme neuer Finanzmittel durch die GERRY WEBER International AG zu schaffen.“
- Hierzu wurde ein vollständiger Kapitalschnitt mit Kapitalherabsetzung auf Null beschlossen
- Es folgte eine Kapitalerhöhung auf EUR 50.000, die durch einen luxemburgischen Sanierungsinvestor gezeichnet wurden

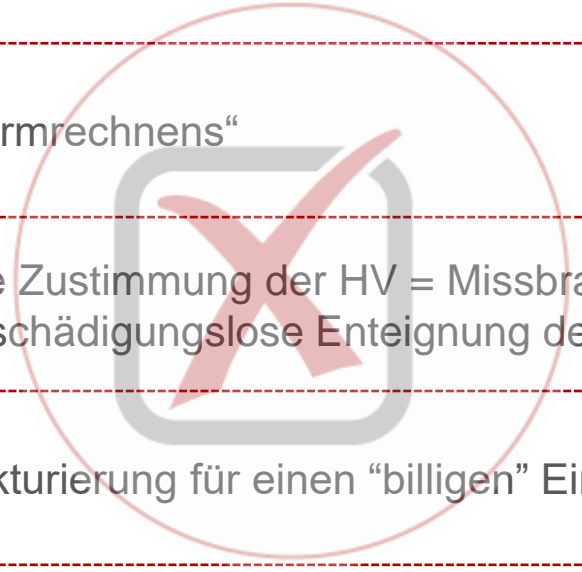


Große Ähnlichkeit zu LEONI

¹ <https://group.gerryweber.com/media/gerry-weber-geschaeftsbericht-2022-231227.pdf>

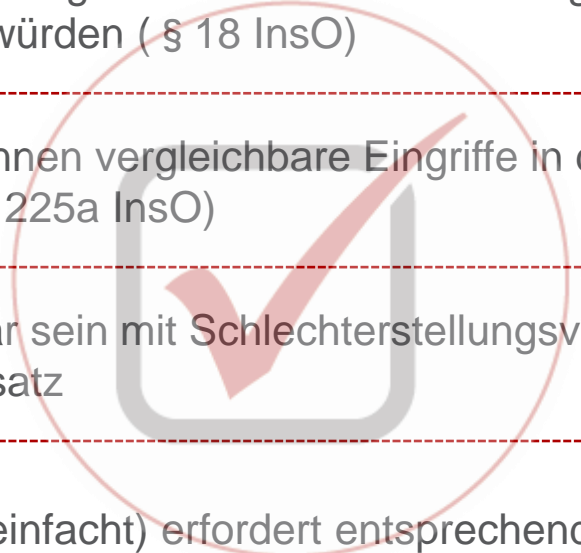
8) Fehlvorstellungen und Vorurteile im Zusammenhang mit dem StaRUG

Überblick verbreiteter Vorwürfe:	▪ Umgehung der Hauptversammlung schon bei Anzeige
	▪ Angebliche Gefahr des „Armrechnens“
	▪ Kapitalherabsetzung ohne Zustimmung der HV = Missbrauchspotential sowie ungerechtfertigte und entschädigungslose Enteignung der Aktionäre
	▪ Investoren nutzen Restrukturierung für einen „billigen“ Einstieg unter dem Wert
	▪ Aktionäre werden durch Bezugsrechtsausschluss von künftigem Wertpotential abgeschnitten



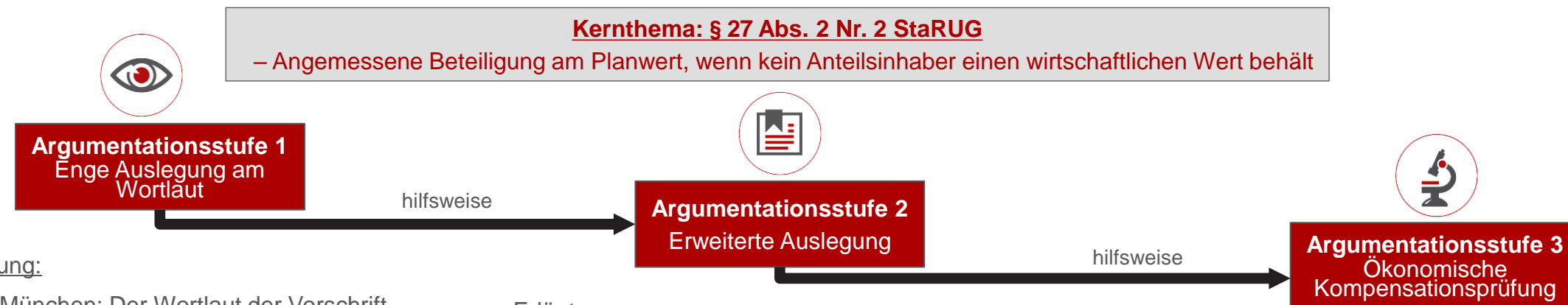
9) StaRUG als legitimes Restrukturierungswerkzeug

Richtig ist dagegen:

- Eingriffe abhängig vom Vorliegen der drohenden Zahlungsunfähigkeit, die auch den Weg in die Insolvenz eröffnen würden (§ 18 InsO)
 - Im Insolvenzverfahren können vergleichbare Eingriffe in die Rechte der Aktionäre vorgenommen werden (§ 225a InsO)
 - Eingriffe müssen vereinbar sein mit Schlechterstellungsverbot und Gleichbehandlungsgrundsatz
 - Kapitalherabsetzung (vereinfacht) erfordert entsprechende Verluste
- 

10) Restrukturierungsplan – Cross-Class Cram Down (Majorisierung einer dissentierenden Beteiligengruppe)

Hintergrund: Durch die Kapitalherabsetzung auf Null verlieren alle Aktionäre ihre Aktien, allein dem Ankeraktionär wird aber (mittelbar) das Bezugsrecht für die Zeichnung neuer Aktien gewährt 0



▪ Erläuterung:

- AG München: Der Wortlaut der Vorschrift stellt auf das bloße „Behalten“ eines wirtschaftlichen Wertes ab
- Gleichbehandlung also gewahrt, wenn alle Anteilsinhaber ihre Anteile verlieren

▪ **Bei LEONI:**

- Alle Aktionäre verlieren im Rahmen der Kapitalherabsetzung auf Null alle bestehenden Aktien; niemand „behält“ etwas – auch nicht der Ankeraktionär

▪ Erläuterung:

- Über Wortlaut hinaus erweiterte teleologische Auslegung
- Ungleichbehandlung kann auch in zukünftiger Beteiligungsmöglichkeit liegen
- Wertungen der absoluten Vorrangregel
- Wertungen des § 28 Abs. 2 Nr. 1 StaRUG

▪ **Bei LEONI:**

- Bezugsrecht betrifft nur horizontale Dimension der Verteilungsfrage
- Selbst Ungleichbehandlungen auf vertikaler Ebene unschädlich, wenn Mitwirkung einer Person unerlässlich für Verwirklichung des Planwerts

▪ Erläuterung:

- In Anlehnung an § 27 Abs.1 Nr. 2 StaRUG kann formale Ungleichbehandlung nur mit einer Gleichwertigkeit von Leistung und Gegenleistung gerechtfertigt werden

▪ **Bei LEONI:**

- Leistung des Investors (Bareinlage & Forderungsverzicht) betragsmäßig größer als Gegenleistung (Aktien an der AG)

11) Schutzmechanismen

Schlechterstellungsverbot gem. § 26 Abs. 1 Nr. 1 StaRUG

- Zielsetzung: Kein Betroffener soll unter dem Plan schlechter stehen als ohne
- Prognoseentscheidung: Ist eine Schlechterstellung der ablehnenden Gläubiger wahrscheinlicher als eine Nichtschlechterstellung?
- Die Wahrscheinlichkeit der Nichtschlechterstellung muss über 50% liegen, damit das Schlechterstellungsverbot gewahrt bleibt. Dazu ist ein Vergleich notwendig.
- Vergleichsrechnung: Prognostiziertes wirtschaftliches Ergebnis der Gläubigergruppe im nächstbesten Alternativszenario ohne Restrukturierungsplan einerseits und Restrukturierungsplan andererseits
- Maßgeblich ist eine objektiv-wirtschaftliche Betrachtung



Gleichbehandlungsgebot gem. § 10 Abs. 1 StaRUG

- Grundsatz: Allen Planbetroffenen in einer Gruppe sind die gleichen Rechte anzubieten. Daher ist die Gruppenbildung von großer Bedeutung
- Parallelvorschrift findet sich in § 226 InsO
- Gleichbehandlung wird im wirtschaftlich materiellen Sinne verstanden
- „Chinese Menue“ ist zulässig
- Einhaltung auch, wenn gleiche Rechte angeboten werden und sich der verbundene Eingriff für die Planbetroffenen mittelbar aufgrund anderer Umstände unterschiedlich stark auswirkt.

12) Fazit: StaRUG führt zu wirtschaftlich angemessenen Ergebnissen

- Schutzmechanismen verhindern Missbrauch



- Durch Plan erst geschaffene Werte stehen denjenigen zu, die Restrukturierungsbeiträge in die Gesellschaft erbringen



- StaRUG als Werkzeug zur Durchbrechung von Blockaden durch Beteiligte, die Holdout-Positionen monetarisieren wollen oder ohnehin aus dem Geld sind



- Im Ergebnis wird damit nur rechtlich nachgebildet, was wirtschaftlich ohnehin eingetreten ist



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Dr. Dirk Kocher, LL.M.