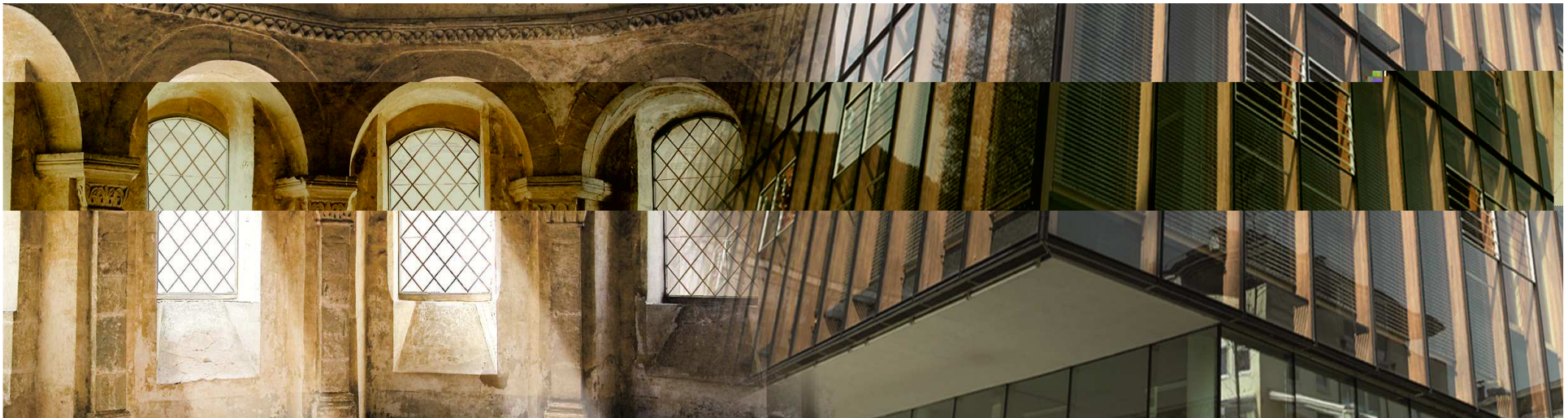


3. Internationales Symposium Restrukturierung Jahreskonferenz 2014



Case Study - Eigenverwaltung, Verkauf und Delisting der ! E" E # \$

RA Joachim Exner
RA Alfred Hagebusch

10. Oktober 2014

Jahreskonferenz 2014
3. Internationales Symposium Restrukturierung

Case Study – Eigenverwaltung, Verkauf und
Delisting der Loewe AG

10. Oktober 2014
Fachhochschule Kufstein



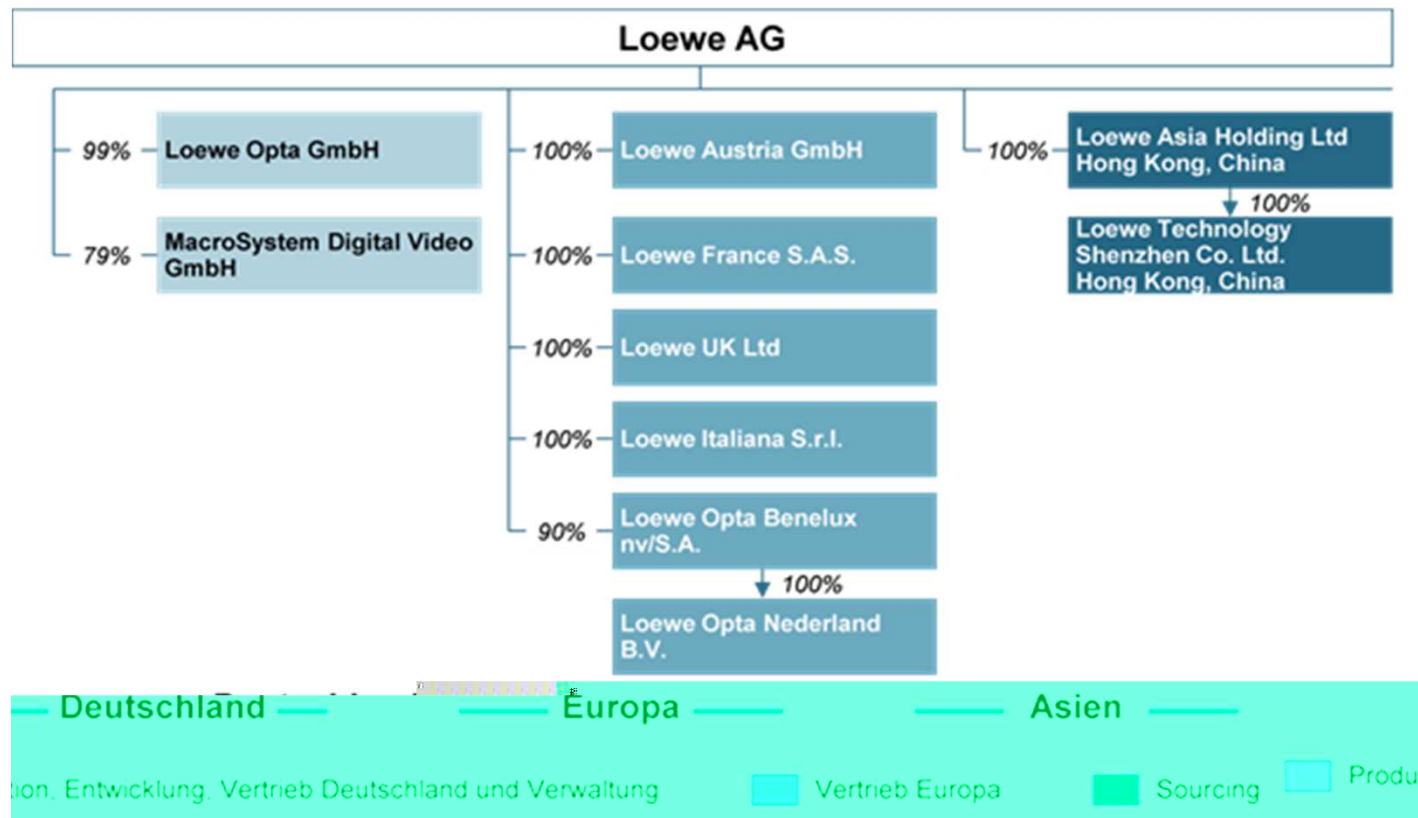
Rechtsanwälte Joachim Exner, Alfred Hagebusch

Unternehmenshistorie / Geschäftsmodell



- **Gründung** im Jahre 1923 als „Radiofrequenz GmbH“ durch die Brüder Dr. Sigmund und David Ludwig Loewe in Berlin.
- Seit 1948 Produktion von Unterhaltungs- und Kommunikationstechnik im Premiumsegment durch Loewe Opta GmbH in **Kronach**, Oberfranken.
- **Muttergesellschaft Loewe AG** seit dem 7. Juli 1999 an der Börse notiert.
- **Loewe Opta GmbH** betrieb die eigentliche **Produktion** der Loewe-Gruppe in Deutschland („made in Germany“), wobei wesentliche Komponenten (insbesondere LCD-Displays) hinzugekauft wurden.
- Zum **Sortiment** von Loewe gehören hochwertige Fernseher, Blu Ray Player, Harddisk-Recorder, Multiroom-Anlagen und komplette Home-Entertainment-Systeme.
- **Vertrieb** über selektiven Vertriebskanal – sog. „Fachhändler“ – .

Rechtliche Konzernstruktur / wesentliche Beteiligungen



Krisenursachen



- **Rückgang** des **Gesamtkonzernumsatzes** im Jahre 2012 gegenüber dem Vorjahr um € 24,3 Mio. bzw. 8,9 %.
- **Umsatz** und **Profitabilität** bereits seit 2009 **rückläufig**; seit 2010 **negatives EBIT**.
- **Gründe:**
 - nachteilige Entwicklung des **Absatzmarktes** in Europa
 - signifikante Verschlechterung des für Loewe relevanten Consumer Electronics Marktes (beginnend 2. Jahreshälfte 2012, Fortsetzung im Jahr 2013)
 - nachteilige Entwicklung der **Absatzkanäle**
 - der entscheidende Markt im Premiumsegment entwickelte sich weg vom Fachhandel hin zur Großfläche („technical superstores“) und zum Onlinehandel
 - Mangelnde Konkurrenzfähigkeit wegen zu hoher **Materialkosten** (fehlende Skaleneffekte).
 - Zu hohe **Entwicklungskosten**.

(Vorgerichtliche) Sanierungsmaßnahmen



- **Operative Sanierungsmaßnahmen/Restrukturierungsmaßnahmen:**
 - Restrukturierungsmaßnahmen.
 - Strategische Sanierungsmaßnahmen.
- **Finanzielle Sanierungsmaßnahmen:**
 - **Kapitalmaßnahmen** bei der Loewe AG
 - Kapitalherabsetzung im Verhältnis 4:1 (Hauptversammlung vom 31.07.2013) – unmittelbar nach Insolvenzantragstellung – wurde diese mit einer Mehrheit von rund 98% beschlossen.
 - Hintergrund: Schaffung einer Basis für eine zukünftige Kapitalerhöhung mit neuen Investoren unter Einbindung der bestehenden Aktionäre.
- **Parallel zu den Sanierungsmaßnahmen:**
 - Aufsetzen eines **Investorenprozesses** zur Veräußerung der Loewe-Gruppe.
- **Abschluss eines doppel-nützigen Treuhandvertrages** über einen Teil der Aktien an der Loewe AG.

Situation vor Insolvenzantragstellung



- Bis zum 11.07.2013 war eine **positive Fortführungsprognose** zu unterstellen:
 - laufende Bankenverhandlungen auf der Basis der damaligen wirtschaftlichen Entwicklung.
 - Stand-Still-Vereinbarung vom 27.02.2013 bis zum 31.03.2014.
 - Inhalt der Verhandlungen war die Öffnung weiterer Linien zum 01.08.2013.
 - Bedingung dafür war u. a. eine belastbare Absichtserklärung eines Investors.
 - Änderung der Rahmenbedingungen **ab dem 11.07.2013**:
 - Trotz erfolgsversprechenden Verhandlungen mit potentiellm Investor TCL erfolgte Absage.
 - Weiterer Umsatzrückgang zu verzeichnen.
 - Aus Sicht der Geschäftsleitungen war daher **keine** überwiegende Wahrscheinlichkeit einer **positiven Fortführungsprognose** mehr gegeben.
- Kurzfristige **Insolvenzantragstellung** gemäß § 270b InsO über das Vermögen der Loewe AG und das Vermögen der Loewe Opta GmbH unter Berücksichtigung der Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG

Vorüberlegungen Schutzschirmverfahren



- Vorüberlegungen Schutzschirmverfahren **im Vergleich zu anderen Verfahrensarten:**
 - **Sinnhaftigkeit** eines Schutzschirmverfahrens unter Berücksichtigung des bestmöglichen Gläubigerinteresses.
 - **Rechtliche Voraussetzungen** gegeben?
 - **Abstimmung** mit den beteiligten Gläubigern.
 - Erwartung **geringerer negativer Publizität** („Sanierungsverfahren“).
 - „Standing“ des Managements.
 - Verhalten Geschäftspartner (Kunden, Lieferanten, Kooperationspartner, Mitarbeiter).
 - **Teamfähigkeit des Managements, Beraters, Sachwalters.**
 - Unmittelbare **Fortführung** eines **laufenden Sanierungsprozesses.**

Details der Insolvenzantragstellung bei Loewe



Identische Antragstellungen für Loewe AG und Loewe Opta GmbH:

- Stellung eines Antrages nach § 270b InsO (**Schutzschirmverfahren**) zur Wahrung von Sanierungschancen (wegen drohender Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung).
- Stellung eines Antrages nach §§ 270, 270a InsO, § 270b Abs. 1 S.1 InsO auf Anordnung der **Eigenverwaltung** im Eröffnungsverfahren.
- Einreichung des Antrags beim Amtsgericht – Insolvenzgericht – Coburg am 16.07.2013; antragsgemäße Entscheidung des Gerichts.
- Antrag nach § 270 b Abs.1 S. 1,2 InsO, eine Frist von drei Monaten zur Vorlage des **Insolvenzplans** zu bestimmen.
- Ausspruch der Ermächtigung zur **Begründung von Masseverbindlichkeiten** im Rahmen der angeordneten Eigenverwaltung.

Grundsätze der Eigenverwaltung / Schutzschirmverfahren



- **Vollstreckungsschutz** unter gleichzeitiger **Aufsicht** eines **vorläufigen Sachwalters**, der vom Insolvenzschuldner bzw. deren Gesellschaftern **vorgeschlagen** wird (antragsgemäß eingesetzt, § 270c InsO).
- **Einrichtung** und **Mitwirkung** eines **vorläufigen Gläubigerausschusses** bei der Verwalterbestellung.
- Der vorläufige Sachwalter wird zur Aufsicht **an die Seite der Geschäftsleitung** gestellt, die weiterhin die **Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis** hat. In der Regel wird parallel dazu ein **Sanierungsspezialist** als „**Eigenverwalter**“ bzw. „**CRO**“ in die **Geschäftsleitung** berufen. **Kein Kontrollverlust** und Gesichtswahrung für die bisherige Geschäftsleitung. Daher **geringere Störung** des operativen Geschäftsbetriebs
- **Eigenverwalter, Sachwalter und die Geschäftsführung** müssen das **uneingeschränkte Vertrauen** der Beteiligten haben.
- Ein **signifikanter Beitrag** der Gesellschafter bzw. sonstiger Stakeholder zur Sanierung muss festgelegt werden sowie die **Bereitschaft** der beteiligten Kreditinstitute zur Finanzierung der restrukturierten Einheit mit den agierenden Personen vorhanden sein.
- Die Sicherstellung der **Liquidität** durch einen echten bzw. unechten **Massekredit** gehört zur ersten und wichtigsten Aufgabe im Verfahren.
- Parallel zur Erstellung des Insolvenzplans kann entschieden werden, ob ein M&A-Prozess aufgesetzt werden soll („**Dual Track**“).

Eigenverwaltung – Hintergrund (1/5)



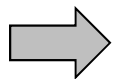
- Aufgrund der besonderen regionalen Situation des Hauptsitzes von Loewe in einer strukturschwachen Region und der politischen Rahmenbedingungen gab es große Resonanz aus der Politik und Medienöffentlichkeit.
- Eine „**Landesbürgschaft**“ in Höhe von 20 Mio. EUR wurde durch die Landesregierung in Aussicht gestellt.
- Im Ergebnis hat das Bayerische Wirtschaftsministerium alle rechtlich möglichen Unterstützungsmaßnahmen konstruktiv zur Verfügung gestellt.
- Dies beinhaltete auch eine **Unterstützung des Investorenprozesses** durch zahlreiche Gespräche mit Investoren im Bayerischen Wirtschaftsministerium.



Eigenverwaltung – Schwerpunkte (2/5)

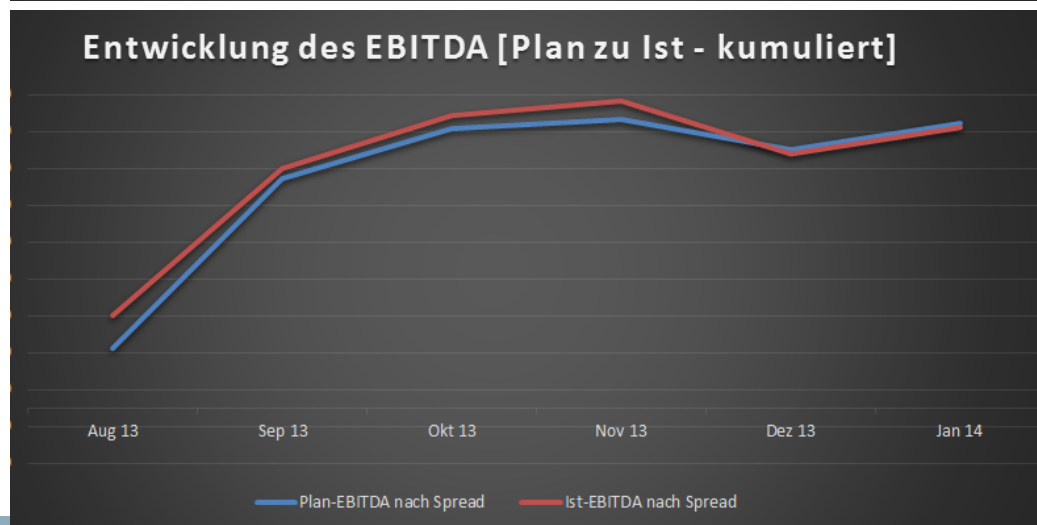
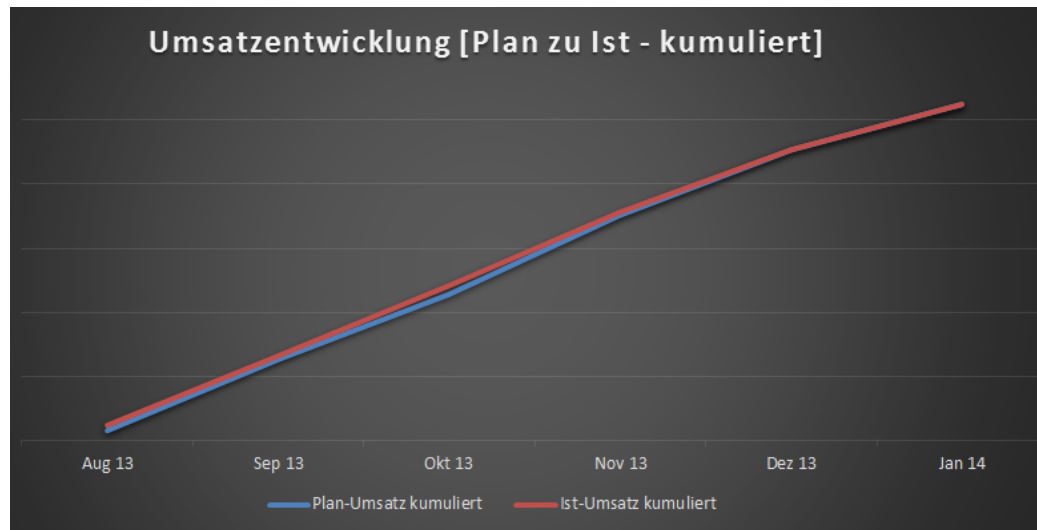


- Ab Anordnung des Schutzschirms wurde der **Geschäftsbetrieb** über die Eröffnung des Insolvenzverfahrens am 01.10.2013 hinaus bis zum 31.03.2014 in **vollem Umfang fortgeführt**.
- **Plan-Ist-Vergleich:**
 - PIV auf monatlicher Basis
 - Liquiditätsplanung auf wöchentlicher Basis
 - Permanenter Abgleich Produktionsplanung und Bestellobligo
- **Kontaktaufnahme** zu systemrelevanten Lieferanten und Dienstleistern, um das Abreißen der Lieferkette sowie damit verbundene Produktionsstillstände zu verhindern.
- **Laufende enge Abstimmung und Kommunikation mit Verfahrensbeteiligten** - insbesondere Kunden, Lieferanten, Banken, Bundesagentur für Arbeit, Gericht, Gläubigerausschuss - sowie dem bayerischen Wirtschaftsministerium.
- Kurzfristige Umsetzung der **Insolvenzgeldvorfinanzierung**.
- Es konnte der Abschluss eines „**unechten Massekreditvertrages**“ mit den Sicherheitengläubigern erreicht werden.



Löhne und Gehälter der Mitarbeiter wurden fristgerecht bedient und die Lieferketten stabilisiert.

Eigenverwaltung – Zahlen (3/5)



Eigenverwaltung – Besonderheiten (4/5)



- Die **kontinuierliche Warenversorgung** war für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs essentiell.
- Aufgrund der Produktionsplanung und des weltweiten Sourcing musste während des gesamten Verfahrens ein **rollierendes Bestellobligo** von bis zu **20 Mio. EUR** aufrechterhalten werden.
- Im Hinblick auf den ungewissen Ausgang stellte dies ein **hohes unternehmerisches Risiko** für die Entscheidungsträger dar und erforderte besondere Maßnahmen:
 - permanente Aktualisierung der Zahlen
 - enges Monitoring
- Für die **Teilnahme an der IFA 2013** wurden Kosten in Höhe von 2,1 Mio. € während des laufenden Insolvenzverfahrens als unternehmerische Entscheidung getragen. Ein Nichterreichen der Technologieziele – **Launch neuer Produkte zur IFA 2013** – hätte massive negative Wettbewerbseffekte in Europa zur Folge gehabt. Dies war **Grundvoraussetzung** zur Erreichung der **Umsatzziele** und letztendlich auch der erfolgreichen **Übertragung des Geschäftsbetriebs** an einen Investor.

Eigenverwaltung – Strategiewechsel (5/5)



- Weiterhin wurde im Insolvenzverfahren die Umsetzung der **strategischen Neuausrichtung** von Loewe fortgesetzt und weiter vorangetrieben.
- Ein Wandel vom einstmaligen Fernsehgerätehersteller zur **innovativen Edelmanufaktur** im zukunftssträchtigen **Infotainmentmarkt** wurde so auf den Weg gebracht; **Vision**: Europas führender Anbieter für Systemlösungen des gehobenen Anspruchs im Bereich „Smart Home Entertainment“.
- Im Rahmen der Restrukturierungsphase konnte mit dem chinesischen Technologiekonzern **Hisense** ein **strategischer Partner** gefunden werden, der als aggressiv wachsendes Unternehmen auf internationaler Basis die Position des früheren Partners Sharp einnehmen konnte.
- **Hisense und Loewe entwickeln gemeinsamen TV-Chip** bis zur IFA 2014; zweistelliger Millionenbetrag für Entwicklung wird u.a. von Hisense und Sigma getragen. Loewe führt inhaltlich den Prozess. Hisense bietet Loewe Zugriff auf neueste Technologien, z.B. curved TV.
- Dieser **wirtschaftliche** und **unternehmerische Strategiewechsel** während des Verfahrens stellte eine **entscheidende Weichenstellung** für die Sanierung dar; hierdurch konnte die Bereitschaft der Kreditinstitute zur **Weiterfinanzierung sichergestellt** werden und letztendlich das **Interesse des Marktes** am Erwerb des Geschäftsbetriebes **aufrechterhalten** werden.

Produktbeispiele: Modellpräsentation auf der IFA 2013



Verkaufsprozess - Dual Track (1/4)



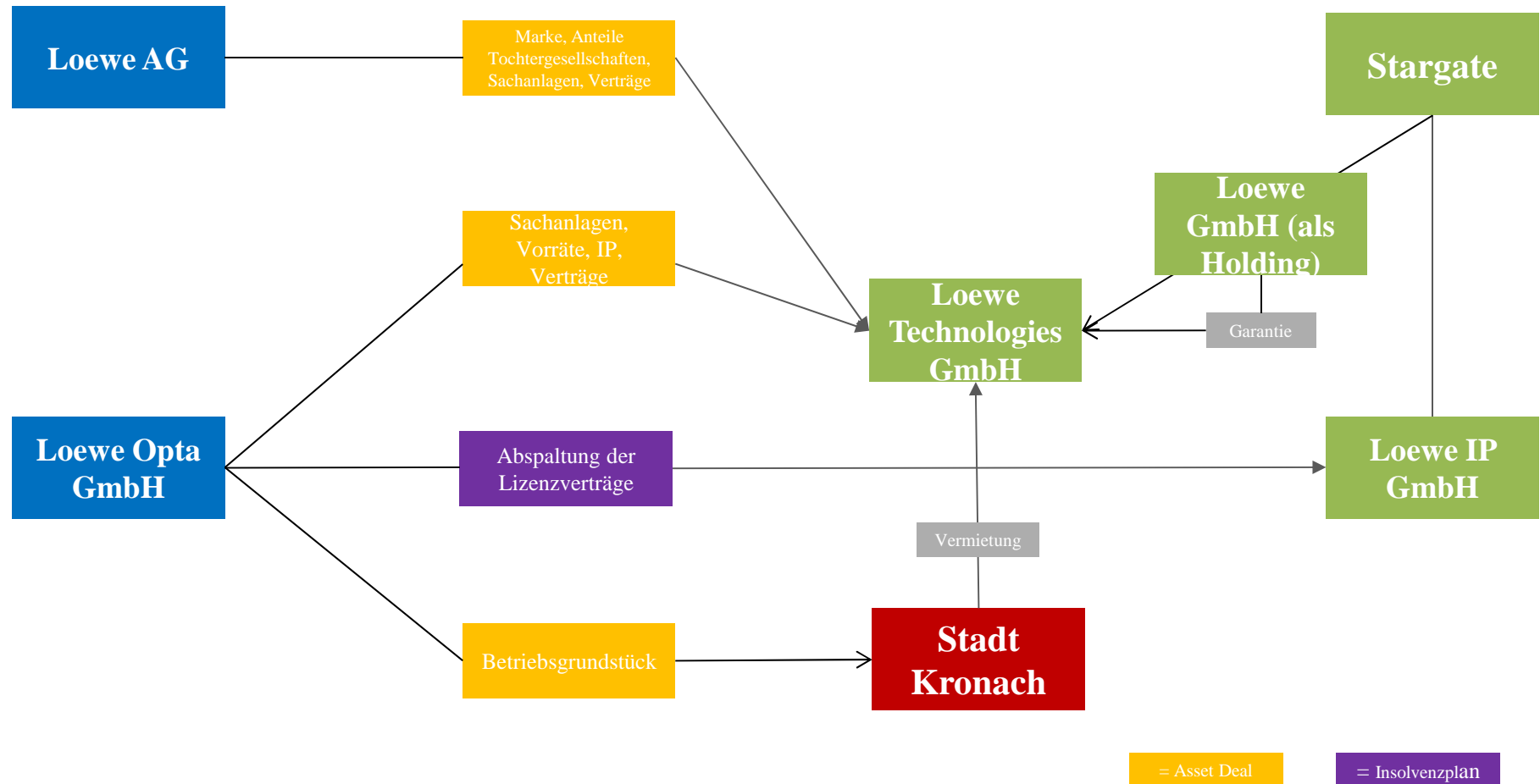
- Ursprünglich waren Insolvenzpläne sowohl für die Loewe Opta GmbH als auch die Loewe AG unter Beibehaltung der Börsennotierung angestrebt.
- Parallel zur Erstellung des Insolvenzplans als eigentlichem Ziel eines Schutzschirmverfahrens wurde in Abstimmung mit den Banken ein M&A-Prozess aufgesetzt („**Dual Track**“).
- Der M&A-Prozess stellt grundsätzlich einen **Benchmark** für Inhalt und Ergebnis eines Insolvenzplans dar.
- Darüber hinaus wird eine nachhaltige **Rückfallposition** für den Fall der Ablehnung des Insolvenzplans geschaffen.
- Hier wurde der **vorinsolvenzliche Investorenprozess aufgegriffen** und auf Basis der bereits geleisteten Grundlagenarbeit mit geänderten bzw. für Investoren verbesserten Rahmenbedingungen weiter zügig vorangetrieben.
- Im Ergebnis erfolgte die Sanierung über einen **Asset Deal**, ergänzt durch einen **Insolvenzplan**.
- **Asset Deal** zur Übertragung der wesentlichen Vermögensgegenstände der **Loewe AG** (Marken und Anteile an ausländischen Tochtergesellschaften).

Verkaufsprozess - Dual Track (2/4)

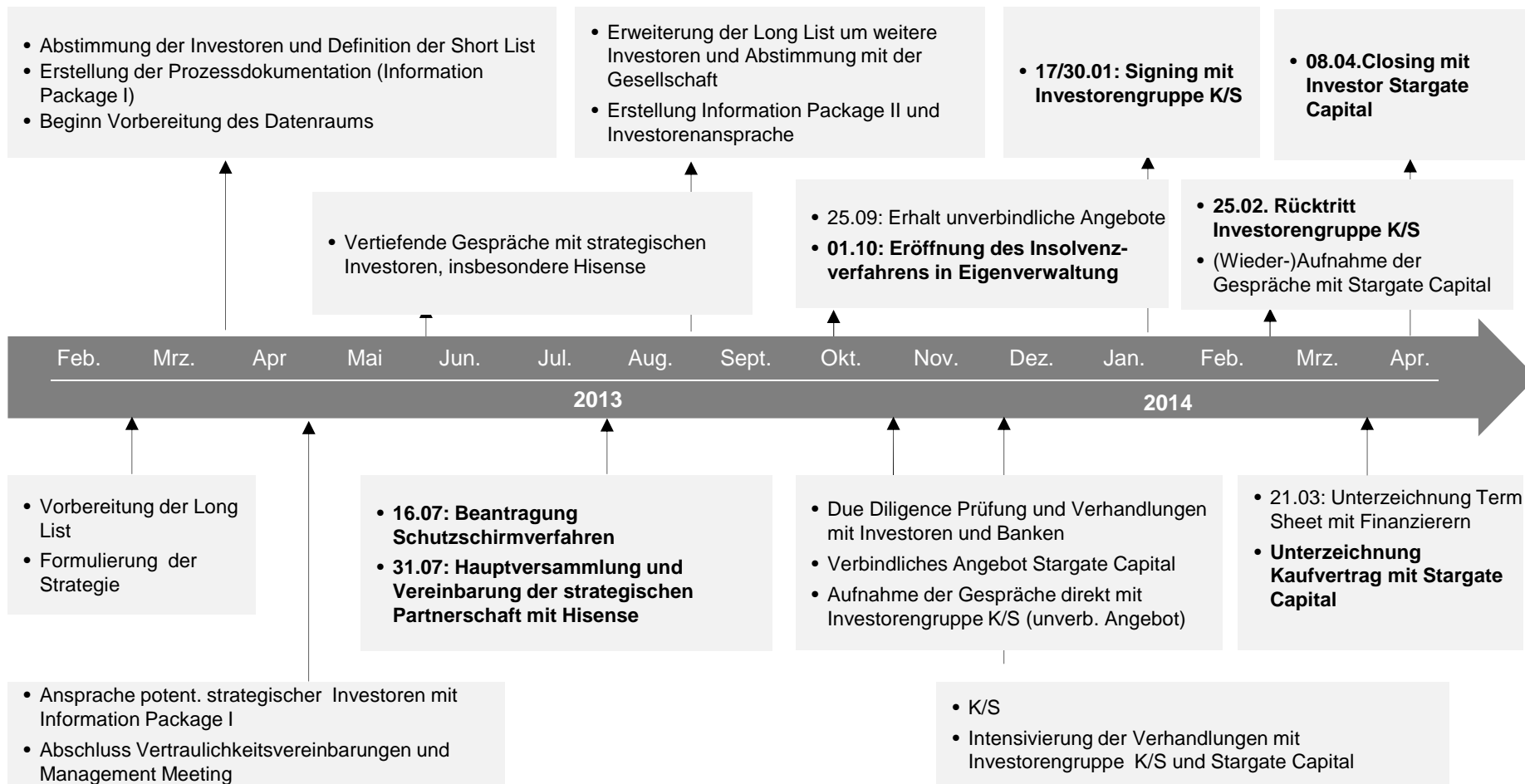


- Veräußerung des **Betriebsgrundstücks der Loewe Opta GmbH** an die **Stadt Kronach** und gleichzeitiger Abschluss eines langfristigen Mietvertrages der Stadt Kronach mit der Erwerberin.
- Veräußerung des **operativen Geschäftsbetriebes der Loewe Opta GmbH** im Wege eines **Asset Deals** mit der Verpflichtung im Kaufvertrag, ergänzend einen **Insolvenzplan** einzureichen.
- Der **Insolvenzplan** wurde hier als gezieltes Instrument zur Überführung wichtiger **Lizenzrechte**, die bei der Loewe Opta GmbH angesiedelt waren, eingesetzt. Im Rahmen des Insolvenzplans wurden die Lizenzen nach UmwG abgespalten. Die Überführung war damit ohne Haftungsrisiko für Altverbindlichkeiten und v.a. ohne Zustimmungserfordernis der Lizenzgeber im Rahmen einer Verschmelzung auf die Erwerbergesellschaft möglich.
- Von vormals ca. 700 Arbeitsplätzen in Deutschland konnten ca. **450 Stellen** erhalten werden. Der Personalabbau erfolgte auf Grundlage eines **Erwerberkonzeptes**. Die von der Kündigung betroffenen Arbeitnehmer wurden zur Abfederung sozialer Härten in **Transferegesellschaften** übergeleitet, die eine Vermittlungsquote von ca. 70% aufwiesen.

Verkaufsprozess - Transaktionsstruktur (3/4)



Verkaufsprozess - Zeitstrahl (4/4)



Delisting – Hintergrund „Ad-hoc-Publizität“ (1/4)



- Kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaften müssen **Insidertatsachen**, die sie unmittelbar betreffen, **unverzüglich veröffentlichen** (*Ad-hoc-Publizität*, § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG).
 - **Insiderinformationen**: Alle öffentlich nicht bekannten Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren selbst beziehen und geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpHG); etwa Insolvenzantragstellung und Eröffnung eines Insolvenzverfahrens.
- In Unternehmenskrise und Insolvenz Gefahr eines „**Wettlaufs der Gläubiger**“ durch **frühzeitige Ad-hoc-Meldungen**.
- Ausnahmen (sog. „Selbstbefreiung“): Pflicht zur Veröffentlichung besteht dann nicht, wenn dies zum Schutz der berechtigten, die Interessen des Kapitalmarktes **überwiegenden Interessen des Emittenten** erforderlich ist, **keine Irreführung der Öffentlichkeit** zu befürchten ist und der Emittent die **Vertraulichkeit der Insiderinformation** gewährleisten kann (§ 15 Abs. 3 WpHG).
- In praxi wird je nach Verfahrensart den Kapitalmarktpflichten (Aktionärs-[= Anteilseigner-]schutz) **oder** den insolvenzrechtlichen Pflichten (Gläubigerschutz) **Vorrang** eingeräumt werden.

Delisting – Rechtlicher Rahmen (2/4)



- „**Delisting**“: Vollständiger **Rückzug** einer Aktiengesellschaft aus dem **regulierten Markt**, einem bzgl. Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten gesetzlich geregelter Börsensegment (\Leftrightarrow Freiverkehr).
- **Zweck** des Delistings ist in erster Linie der **Wegfall der Publizitätsverpflichtungen**, wie z.B. zweisprachige Quartalsberichte, Ad-hoc-Pflicht, etc. und dadurch Kostenersparnis.
- Das „echte“ Delisting nach § 39 Abs. 2 BörsG erfordert **formell** einen **Antrag** der Gesellschaft, die durch den Vorstand (bzw. Eigenverwalter/Insolvenzverwalter/Gläubigerausschuss) vertreten wird.
- Die **aktienrechtlichen** Voraussetzungen des Delisting sind **gesetzlich nicht geregelt**; § 39 Abs. 2 S.2 BörsG schreibt lediglich die Wahrung des Anlegerschutzes vor. Details ggf. in Börsenordnungen.
- **Bisherige** Rechtsprechung des BGH („Macrotron“) zu den Zulässigkeitsvoraussetzungen beinhaltete das Erfordernis eines **Hauptversammlungsbeschlusses** (einfache Mehrheit), Abgabe eines **öffentlichen Kaufangebotes** der Gesellschaft selbst oder eines Großaktionärs an die übrigen Aktionäre. Die **Angemessenheit** der angebotenen Abfindung war auf Antrag **gerichtlich überprüfbar** (sog. Spruchverfahren). \Rightarrow Problem der Anfechtbarkeit des HV-Beschlusses oder gesellschaftsvertragliche erforderliche Mitwirkung des Aufsichtsrates.
- Durch „obiter dictum“ im Beschluss des BGH vom 8. Oktober 2013, Az. II ZB 26/12 – „Frosta“ zum Downlisting wurde die bisherige „Macrotron“-Rechtsprechung aufgegeben, d.h. auch für **Delisting** ist nunmehr per se **weder ein Hauptversammlungsbeschluss noch ein Bar-Abfindungsangebot** erforderlich.

Delisting - Umsetzung bei Loewe (3/4)



- Die Entscheidung ist aber **nur bedingt verallgemeinerbar**: Die **Börsenordnung** der Börse Düsseldorf fordert z.B. unabhängig von je her einen **Hauptversammlungsbeschluss** als **erforderliche Voraussetzung**; ggf. werden andere Börsenordnungen im Nachgang noch geändert und angepasst, wodurch ein Hauptversammlungsbeschluss zukünftig wieder erforderlich werden kann.
- Da nach Einstellung des Börsenhandels die Realisierung des tatsächlichen Wertes der Beteiligung – insbesondere für Kleinaktionäre – höchst fraglich ist, bleibt **trotz** des BGH-Urteils zum „vereinfachten **Delisting**“ für den Vorstand eine **Pflicht** zur **Prüfung** und **Abwägung** der widerstreitenden Interessen, da er sowohl dem Interesse der Gesellschaft als auch der Aktionäre verpflichtet ist.
- Die daraus resultierende **Ermessensentscheidung** stellt damit grundsätzlich eine **unternehmerische Entscheidung** dar, die somit im Rahmen der Vorgaben des § 93 Abs. 1 S.2 AktG (Business Judgement Rule) gerichtlichen überprüft werden kann.
- Bei Loewe bestand angesichts des **Insolvenzverfahrens** ein **klar überwiegendes Interesse an einem Delisting**. Es konnte aufgrund der aktuellen Rechtsprechung des BGH ein **Delisting ohne Hauptversammlungsbeschluss** durchgeführt werden.

Delisting - Prozessfahrplan Loewe AG (4/4)



1. Vorstandsbeschluss
2. Aufsichtsratsbeschluss
3. Ad-hoc-Mitteilung
4. Antrag bei der Frankfurter Wertpapierbörse auf Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt (General Standard)
5. Fragenkatalog der Wertpapierbörse
6. Widerrufsbeschluss der Frankfurter Wertpapierbörse
7. 6 Monate Auslauffrist
8. Vollzug des Delistings mit Ablauf des 08.10.2014

Fazit zum Schutzschirmverfahren bei Loewe



Für die Loewe-Gruppe stellte das Schutzschirmverfahren die ideale und richtige Verfahrensart dar:

- Die Einrichtung des **vorläufigen Gläubigerausschusses** und dessen Einbeziehung in enger Abstimmung ermöglichte eine **störungsfreie Betriebsfortführung** der Loewe-Gruppe und die angestrebte Sanierung nach Plan.
- Die **Geschäftsleitung** kooperierte unter Aufsicht der (**vorl.**) **Sachwalter**, da kein Kontrollverlust erfolgte.
- Durch die **Implementierung eines Sanierungsspezialisten** in die Geschäftsleitung wurde **Vertrauen** geschaffen, wodurch die Beziehungen zu den bisherigen Geschäftspartnern **stabilisiert** werden konnte. Auch die Insolvenzgeldvorfinanzierung wurde erheblich erleichtert.
- Die bereits begonnenen **Sanierungsmaßnahmen** konnten aufgegriffen und (nahtlos) **fortgesetzt** werden.
- Durch „Dual Track“ konnte eine **maßgeschneiderte Lösung** durch einen Asset Deal, ergänzt durch einen Insolvenzplan, gefunden werden; die **Sanierungschancen** wurden dadurch **deutlich erhöht**.
- Es konnte ein **schneller Verfahrensabschluss** einschließlich eines **Delistings** erreicht werden.
- **Der Schutzschirm ist kein „Allheilmittel“: Wenn die Rahmenbedingungen jedoch stimmen und ein Verfahren dafür geeignet ist, können damit bestmögliche Sanierungsergebnisse erzielt werden.**



Joachim Exner

Rechtsanwalt/Partner

Dr. Beck & Partner Rechtsanwälte

Eichendorffstraße 1, 90491 Nürnberg

Telefon: 0911/951285-0

www.ra-dr-beck.de

Alfred Hagebusch

Rechtsanwalt/Partner

WELLENSIEK RECHTSANWÄLTE

Guiollettstraße 54, 60325 Frankfurt/Main

Telefon: 069/907458-31

www.wellensiek.de