

SKW Stahl	Sector	Date of Publishing	27-Feb-19
WKN/ ISIN Skwm02/ DE000SKWM021		Last Annual Report	31-Nov-17
FY Ending 31-Dec	Industrials	Last Q-Report	Q3-31-Aug-18

SKW-Stahl – Insolvenzplan

Speyside Equity (Speyside) übernahm sämtliche Anteile an der SKW Stahl-Metallurgie Holding AG (SKW oder Schuldnerin), indem Speyside die bestehenden Kreditverbindlichkeiten des Unternehmens in Höhe von insgesamt 75 Mio. EUR aufkaufte und diese durch einen Debt-Equity-Swap in Anteile des Unternehmens wandelte.

Sowohl das Management des Unternehmens, als auch Speyside beabsichtigten ursprünglich, die Reorganisation außerhalb einer Insolvenz zu absolvieren. Letztendlich wurde jedoch aufgrund von Aktionären, die eine Sanierung durch eine Barkapitalerhöhung forderten, die Insolvenz durch das Management beantragt und die geplante Sanierung durch einen Insolvenzplan erbracht.

Was war geschehen?

Im Jahr 2001 fusionierten die SKW Trostberg AG und die Degussa-Hills AG, woraus später die SKW erfolgte. Diese ging 2006 an die Börse. In den nachfolgenden Jahren expandierte die SKW-Gruppe stark durch Übernahmen und Fusionen. Wesentlich war die Übernahme der ESM-Gruppe 2007 für ca. 57 Mio. EUR. Von 2007-2014 tätigte SKW Übernahmen im Wert von insgesamt ca. 130 Mio. EUR.

Seit 2014 war das Geschäft jedoch stark rückläufig. Das Management verwies auf die Stahlkrise. Es folgten Asset-Sales und außerordentliche Abschreibungen. Im Januar 2015 wurde mit einem Konsortium von drei Banken (unter Federführung der Commerzbank) eine Refinanzierung in Höhe von maximal 86 Mio. EUR vereinbart (Kredit; Kreditvertrag). Der Kredit bestand aus zwei Tranchen: Die erste Tranche in Höhe von 40 Mio. EUR diente als Betriebsmittellinie, die zweite Tranche in Höhe von 46 Mio. EUR war ein Tilgungsdarlehen. Tatsächlich ausstehend waren zum 31.12.2015 75 Mio. EUR. Allerdings lief das Geschäft auch in den folgenden Monaten nicht besser:

	<u>2013¹</u>	<u>2014</u>	<u>2015²</u>	<u>2016</u>
Umsätze	347,36	316,36	285,53	228,46
Ebit	4,81	(53,34)	4,10	(7,80)
CFO	20,37	3,01	4,01	(3,53)
Equity	105,48	24,44	8,34	(5,44)
Net Debt	63,81	66,08	62,74	71,51

Das Eigenkapital wurde innerhalb von 3 Jahren vollständig aufgebraucht. Insbesondere wies die Holdinggesellschaft im Jahresabschluss 2015 eine bilanzielle Überschuldung aus. Diese wurde jedoch mit einer positiven Fortführungsprognose bescheinigt, sodass zu diesem Zeitpunkt keine Insolvenzantragspflicht bestand. Dennoch traten damit bereits kurz nach Abschluss des Kreditvertrags Verletzungen von *Financial Covenants* ein.

Der Kreditvertrag hatte eine Laufzeit bis Januar 2018. Die Banken waren prinzipiell zu einer Stundung – und einem teilweisen Verzicht (*Haircut*) – ihrer Forderungen bereit. Dies jedoch unter der Voraussetzung, dass eine erneute positive Fortführungsprognose erstellt wurde. Die Boston Consulting Group wurde in Q4 2016 mit einer solchen beauftragt, konnte jedoch eine positive Fortführungsprognose nur bescheinigen, wenn SKW finanziell vollumfänglich restrukturiert werde.

Im Juli 2017 wurde daher eine Einigung zwischen Speyside, den Banken und SKW getroffen, wonach Speyside den Kredit inkl. aufgelaufener Zinsen zu einem Abschlag abkaufte. Geplant war, ca. 45 Mio. EUR davon in Aktien umzuwandeln (*Debt-Equity-Swap*) und den restlichen Teil als Darlehen bestehen zu lassen.

Für die Transaktion war jedoch eine Zustimmung von 75% der abstimmenden Aktionäre in der Hauptversammlung nötig. Kurz vor dem Termin zur Hauptversammlung am 10.10.2017 erhielt SKW eine Nachricht, wonach einige Aktionäre (MCGM GmbH und weitere Aktionäre), die

¹ Die veröffentlichten Zahlen in den Geschäftsberichten der SKW weichen zum Teil wesentlich von den Zahlen ab, die für dasselbe Jahr im vorherigen Geschäftsbericht publiziert wurden. Dies resultierte oftmals aus veräußerten Geschäftsbereichen, wodurch die Zahlen im nächsten Geschäftsbericht angepasst wurden. Wir haben jeweils die Zahlen aus dem ursprünglichen Geschäftsbericht verwendet. Beispiel: Wenn im Bericht 2015 die Zahlen für 2014 angepasst wurden, verwendeten wir die Zahlen aus dem Abschluss 2014.

² Abschluss Kreditvertrag.

insgesamt 10 % der Stimmrechte innehatten, der Transaktion nicht zustimmen würden. Die Aktionäre schlugen stattdessen eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlage durch Ausgabe von bis zu 13.089.860 neuer Aktien vor (bisher: 6.544.930 ausstehende Aktien).

Interessanterweise wartete der Vorstand die Abstimmung in der Hauptversammlung nicht mehr ab: Zum einen sei nicht sicher, ob die geplante Barkapitalerhöhung tatsächlich zeitlich und inhaltlich vollzogen würde. Jedoch sei selbst bei Eintritt einer Kapitalerhöhung das gewünschte Ziel nicht erreicht, weil ein Investment-Grade, der zur Refinanzierung des Kredits nötig sei, nicht erreicht würde. Man sah daher die positive Fortführungsprognose nicht mehr gegeben und stellte am 27.09.2017 Antrag auf Insolvenzschutz unter Eigenverwaltung im Schutzschirmverfahren. Dem Antrag wurde durch das Amtsgericht München noch am selben Tag vorläufig, sowie am [01.12.2017 endgültig stattgegeben](#). Zum vorläufigen Sachwalter wurde Dr. Christian Gerloff (Gerloff Liebler Rechtsanwälte) ernannt. Bereits fünf Tage später wurde der Insolvenzplan eingereicht, sodass in diesem Fall von einem *Pre-Packaged-Verfahren* ausgegangen werden kann.

Verfahren und Insolvenzplan

Der vorläufige – und später endgültige – Gläubigerausschuss setzte sich erstmals am [28.09.2017 wie folgt zusammen](#):

1. Commerzbank AG, die jedoch kurz darauf wieder entlassen wurde;
2. Macquarie Capital (Europe) Limited;
3. Eine weitere Person (die wohl die Arbeitnehmer vertrat);
4. Speyside;
5. EQS Group AG;
6. Bundesagentur für Arbeit.

Die Reorganisation durch den Insolvenzplan orientierte sich an der Umsetzung, die ursprünglich ohne Insolvenz hätte erfolgen sollen. Mit anderen Worten sollte Speyside einen Teil ihrer insgesamt 70 Mio. EUR zur Insolvenztabelle angemeldeten Forderungen in Aktien wandeln und den restlichen Teil als Darlehen neu strukturieren. Konkret wurden folgende Gruppen und Rechte gebildet:

- Gruppe 1: Absonderungsberechtigte Gläubiger:

Gruppe 1 bestand lediglich aus Speyside in Höhe ihrer (absonderungsberechtigten) Forderungen aus dem Kreditvertrag. Insgesamt handelte es sich dabei um 35,9 Mio. EUR. (inklusive aufgelaufener Zinsen). Dieser Teil der Forderungen sollte mit Annahme des Insolvenzplans in ein Darlehen unter den bereits bestehenden Sicherheiten gewandelt werden.

- Gruppe 2: Kreditgeber mit nicht nachrangigen Insolvenzforderungen:

Gruppe 2 bestand ebenfalls lediglich aus Speyside. Es handelte sich dabei um die restlichen Forderungen in Höhe von 34,3 Mio. EUR. Dieser Teil der Forderungen – plus ggf. einem Teil von bis zu maximal 0,7 Mio. EUR aus Gruppe 1 – sollte durch einen Debt-Equity-Swap in Aktien gewandelt werden, sodass insgesamt maximal 35 Mio. EUR der Speyside Forderungen in Aktien gewandelt werden konnten.

- Gruppe 3: Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG):

Mit Annahme des Insolvenzplans übernahm die Schuldnerin wieder den Großteil der Pensionsverbindlichkeiten, sodass der PSVaG keine Forderungen für den Fall der Zustimmung des Insolvenzplans geltend machte.

- Gruppe 4: Sonstige Gläubiger:

Gruppe 4 bestand aus allen weiteren Gläubigern. Die Forderungen dieser Gruppe sollten mit Annahme des Insolvenzplans wieder zu 100% aufleben.

- Gruppe 5: Aktionäre:

Die Aktionäre gingen nach dem Insolvenzplan leer aus.

PWC wurde beauftragt, ein Gutachten zum erwarteten Liquidationswert zu erstellen, das für eine Vergleichsrechnung herangezogen werden konnte. Dieses kam zu einer deutlich schlechteren Quote der Gläubiger. Dies überraschte nicht, da sämtliche Gläubiger außer Speyside im Fall des Insolvenzplans eine volle Befriedigung erwarten durften. Speyside hingegen bekam die Schuldnerin. Konkret wurden folgende Rechnungen gegenübergestellt:

	<u>Liquidations- Verfahren</u> ³	<u>Insolvenz- Plan</u>
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	
Sachanlagen	0,0	
Finanzanlagen	29,8	
Forderungen	1,4	
Kasse	0,6	
Insolvenzansprüche (D&O)	3,7	
Vermögenswerte	35,5	71,3
Abzüglich: Verfahrenskosten	(1,8)	(1,8)
Verfügbar nach Verfahrenskosten	33,7	69,5
Rechtsberatung	(0,1)	
M&A Beratung	(0,8)	
Abwicklungskosten/ Fortführung	(8,0)	(7,0)
Verfügbar für Gläubiger (1)	24,8	62,5
 Gläubigeransprüche		
Speyside, Forderungen ohne Absonderungsrechte	(34,3)	0,0
Weitere Gläubiger	(6,2)	6,2
Gesamt (2)	(40,5)	6,2
Zu erwartende Quote (1)/ (2)	61,2%	100,0%

Auch ein M&A-Prozess wurde parallel betrieben. Damit die Gläubiger eine ähnlich hohe Quote wie im Insolvenzplan erhalten, hätte ein Investor nach Angaben der Planverfasser ca. 87 Mio. EUR für den Erwerb der Schuldnerin samt Schulden aufbringen müssen. Hierfür fanden sich keine Interessenten.⁴ Entsprechend hatten die Gläubiger keine Anreize, dem Insolvenzplan nicht zuzustimmen. Anders hingegen die Aktionäre.

Mit Annahme des Plans gingen sämtliche 6.544.930 bestehenden Aktien (alte Aktien) auf Speyside über. Anschließend wurde das Grundkapital der Schuldnerin auf 0 EUR herabgesetzt. Dies diente der Deckung des Bilanzverlustes der Schuldnerin. Damit wurden die Altaktien

³ Die Vermögenswerte in Höhe von 35,5 Mio. EUR sind nach Abzug der Absonderungsrechte seitens Speyside. Die Bewertung durch PWC erfolgte zum Teil nach Liquidationswerten, teilweise aber auch nach Fortführungswerten bei Finanzanlagen. Die Rechnung beruht auf der Annahme, dass wesentliche Rechtsstreite gewonnen werden.

⁴ Auf diesen Unternehmenswert kam das Gutachten von PWC, das von einem Unternehmenswert von 86,8 Mio. EUR ausgeht.

entwertet. Daraufhin wurde das Grundkapital der Schuldnerin wieder gegen Bareinlage um 0,05 Mio. EUR auf 50.000 Aktien erhöht (Kapitalerhöhung 1). Anschließend wurde das Grundkapital durch Ausgabe von 950.000 neuen Aktien gegen Sacheinlage auf insgesamt 1 Mio. EUR erhöht (Kapitalerhöhung 2). Zu beiden Kapitalerhöhungen wurde ausschließlich Speyside zugelassen:

Altaktien	6.544.930
Kapitalherabsetzung	(6.544.930)
Aktien nach Kapitalherabsetzung	0
1. Kapitalerhöhung	50.000
Neue Anzahl Aktien	50.000
2. Kapitalerhöhung	950.000
Anzahl ausstehende Aktien, neu	1.000.000

Speyside erlangte somit die Kontrolle über die Schuldnerin gegen eine Sacheinlage in Höhe von ca. 35 Mio. EUR.

	<u>Pre-Plan</u> <u>(31-Nov-17)</u>	<u>Post-Plan</u> <u>(10-Sep-18)</u>
Common Stock	6,55	1,00
Add. Paid in Capital	53,01	12,11
Accumulated Deficits	(81,39)	(0,84)
Losses not covered by equity	(21,84)	
Equity	0,00	12,27
Provisions	4,89	9,89
Bank-Debt	0,00	0,00
Accounts Payables	1,83	1,69
Intercompany Debt	0,05	0,05
Long Term Debt	71,04	38,84
Total	77,82	62,75
Equity as % of Long Term Debt	0,00%	19,55%

Der Plan wurde erwartungsgemäß am 23.07.2018 durch die Gläubigerversammlung angenommen. Am [14.08.2018 bestätigte das Amtsgericht München den Plan](#). Die Beschwerde von über 150 Altaktionären gegen den Planbestätigungsbeschluss wies das Landgericht München am 28.11.2018 zurück. Die Aktionäre versuchten sogar, die Umsetzung des Insolvenzplans durch eine einstweilige Anordnung vor dem Bundesverfassungsgericht anzufechten, was jedoch von diesem zurückgewiesen wurde. Das [Amtsgericht München hat](#)

nun mit Wirkung zum 31. Januar 2019 das Insolvenzverfahren aufgehoben, womit der Plan rechtskräftig ist.