

DISCLAIMER: Please be aware that this is not a purchase or sale advice, it's an analysis of private individual investors who want to share their insights with each other as private investors.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS: Bitte beachten Sie, dass es sich hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsberatung handelt, sondern um eine Analyse von privaten Einzelanlegern, die ihre Erkenntnisse als Privatanleger miteinander teilen wollen.

Zusammen mit DJ, Sealchen, Halle86 und Damage haben wir ein Memo mit dem besten Verständnis für den LUA/CVA-Prozess geschrieben. Außerdem haben wir einige Zeit damit verbracht, die Struktur unserer Erklärung festzulegen, und wir denken, dass es am besten ist, sie als Memo zu betrachten.

Wir versuchen es allgemeinverständlich zu erklären, deshalb werden viele der technischen Details im Text erklärt und Zahlen nur im Einzelfall verwendet. Falls sie Fragen haben oder Kritik üben möchten, können sie dies hier im Forum gern tun. Es wäre schön, wenn weitere Ideen hier einfließen könnten.

Inhalt

1. Einführung
2. Zeitachse
3. CVA-Betrachtungen
4. Objektives Ziel eines CVA
5. Umsetzung in die Praxis bei Steinhoff
6. Fazit

1. Einführung

Ende 2017 wurde deutlich, dass es bei Steinhoff eine Vielzahl von großen Rechnungslegungsunregelmäßigkeiten gab, die zu einem Kursrückgang von ca. 4 EUR auf mittlerweile 0,10 EUR und sogar darunter führte.

Unmittelbar nach der Berichterstattung in den Medien haben sich die Liefer- und Zahlungsbedingungen bei Kreditoren und Lieferanten verschlechtert. Darüber hinaus führten die Regularien der Rechnungslegung auch dazu, dass das Unternehmen die Bankverpflichtungen nicht einhielt, was zu sofortigen Liquiditätsproblemen führte und langfristige Verbindlichkeiten in kurzfristige Verbindlichkeiten umwandelte, da die Verbindlichkeiten vollständig fällig und zahlbar waren.

Um die im vorherigen Absatz beschriebenen unmittelbaren Krisen zu lösen, wurde eine Lock-Up-Vereinbarung getroffen, um die Betriebsgesellschaften für einen bestimmten Zeitraum von den Gläubigern abzuschirmen. Beachten Sie, dass die LUA nicht aus dem Gesetz oder einer gesetzlichen Regelung resultiert, sondern dass es sich um eine Vereinbarung zwischen den beteiligten Parteien handelt und dass dies einer der Gründe dafür ist, dass es nach der LUA einen geregelteren Schritt geben wird, nämlich den CVA. Die LUA ist eine Vereinbarung auf Gruppenebene, in diesem Fall auf SIHNV-Ebene, die dem Management Zeit gibt ein kompetentes Team zusammenstellen und die operativen Einheiten im Geschäft zu halten, während es einen strategischen Plan erstellt, der die Grundlage für den nächsten Schritt des Plans bildet: Company Voluntary Agreement (CVA).

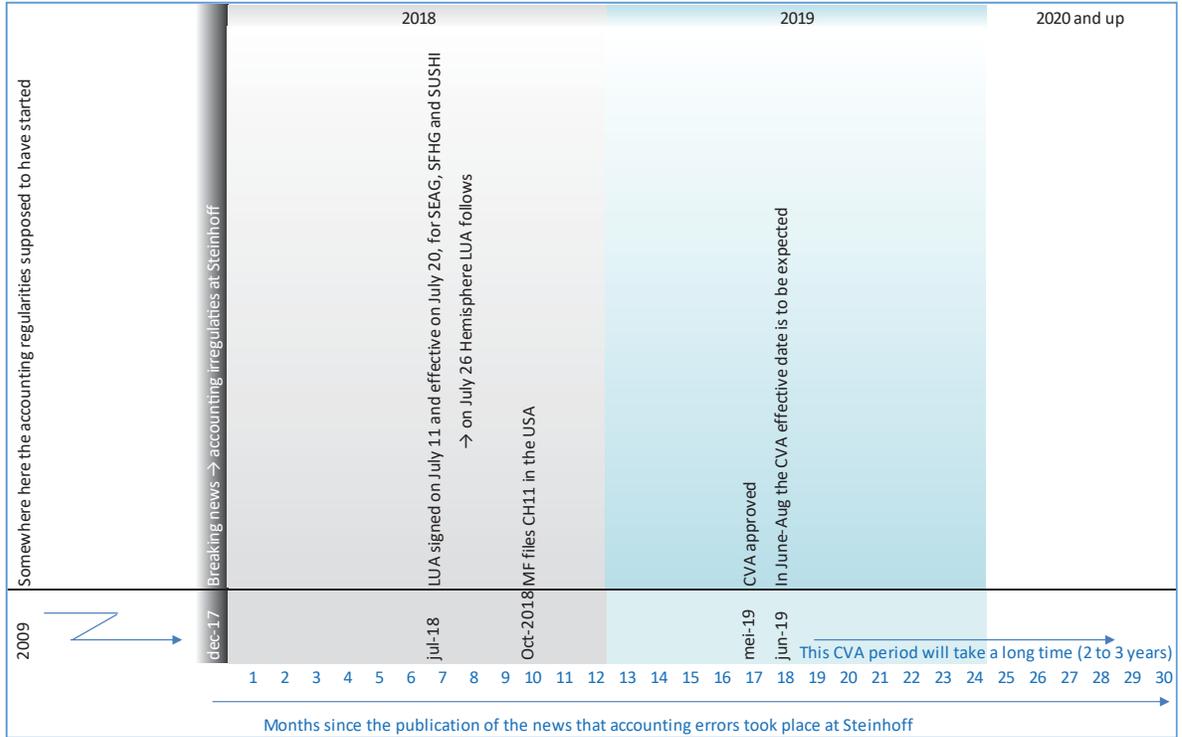
CVA: Freiwillige Vereinbarung des Unternehmens. Nach vollständiger Einigung über die LUA ist es an der Zeit, vom reinen Krisenmanagement zur Senkung der Cash-Burn-Rate und gegebenenfalls zur Umstrukturierung der Gruppe überzugehen, um die interne Kontrolle wiederzuerlangen und Steuerlecks zu minimieren. Nach der ersten hochrangigen Phase der Umstrukturierung wird in Zusammenarbeit mit den Gläubigern eine Rechtsordnung für den Insolvenzantrag gewählt, um die operativen Einheiten über einen längeren Zeitraum bei der Umstrukturierung von Finanzierung und Verschuldung zu schützen.

Bitte beachten Sie, dass dieses Memo nicht als eine Schritt-für-Schritt-Analyse zur Bestimmung von Absolutwerten zu verstehen ist, sondern zur Übersicht und zum Setzen des Punktes am Horizont.

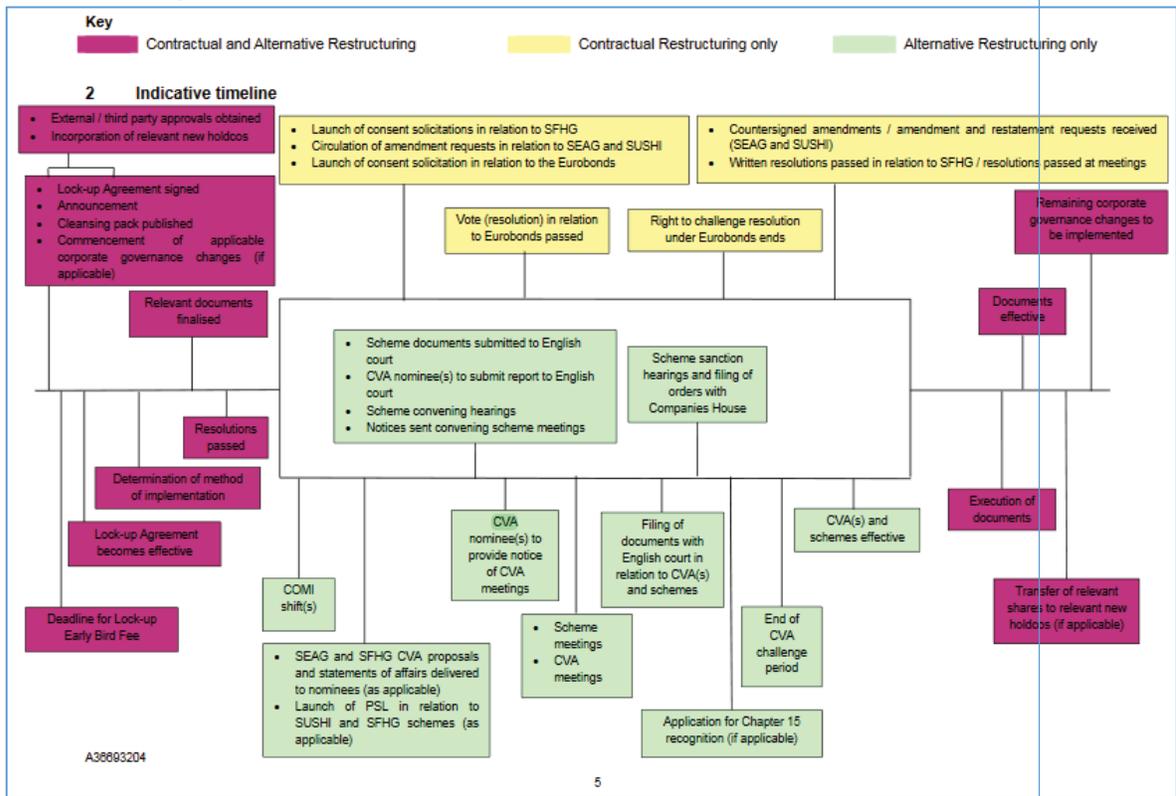
2. Zeitleiste

Um den Überblick zu behalten, was die Gruppe unternimmt und was die Ziele und Vorgaben sind, sehen Sie bitte den Zeitplan in Verbindung mit der untenstehenden Konzernstruktur.

Zeitachse, die für die Zwecke dieses Aufsatzes auf der Grundlage des Jahresabschlusses 2017 frei interpretiert wurde:

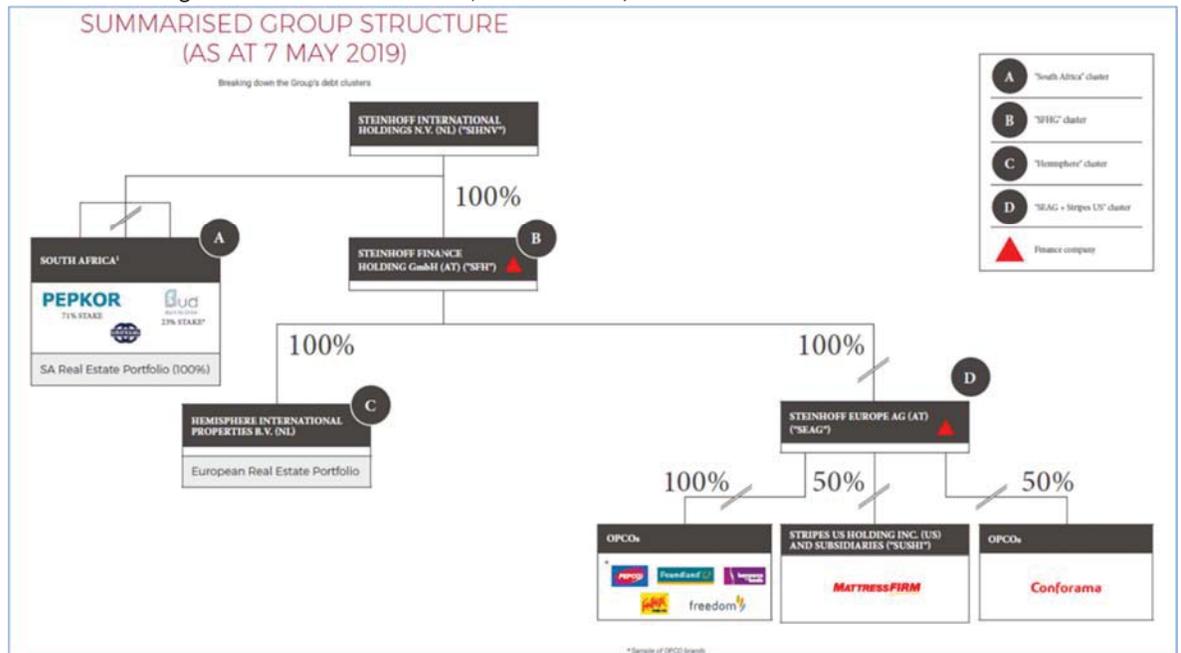


Die gleiche Zeitachse kann auf einer eher technischen Ebene angewendet werden, wie unten dargestellt (LUA-Dokument, S.109):



Here are we now

Konzernstruktur gemäß Jahresabschluss 2017, siehe Seite 12/13:



3. CVA-Betrachtungen

Der CVA-Prozess selbst unterliegt in diesem Fall dem britischen Recht. Um es besser zu verstehen, ist es wichtig, die folgenden Aspekte in Bezug auf Steinhoffs CVA zu beachten:

- Dies betrifft das Insolvenzverfahren im Vereinigten Königreich, nur für die beiden Schuldner SEAG und SFHG, NICHT für SIHNV.
- Eine freiwillige Unternehmensvereinbarung funktioniert nur dann (und wird nur wirksam), wenn das Unternehmen inhärent profitabel ist. Andernfalls würde ein Richter dies nicht zulassen.
- In der Regel findet im Rahmen eines Insolvenzverfahrens (egal in welchem Land) ein Teilschulderlass statt.

Anschließend werden wir uns die obigen Kugeln genauer ansehen und die Auswirkungen und Auswirkungen auf SNH bewerten.

- Nur SEAG und SFHG in CVA: Nur dies sind Schuldtitel, die dem britischen Recht unterliegen und als solche nach britischem Recht zur Einreichung von CVA berechtigt sind.
- Unternehmen, das von Natur aus profitabel ist: Dies ist unter Berücksichtigung auch des nachhaltigen EBIT/EBITDA, wie im Jahresabschluss GJ2017 auf den Seiten 48 und 35 erwähnt, wenig erklärungsbedürftig.
- Teilschuldenerlass: Die Einziehung durch die Gläubiger wird fast sicher nicht 100% betragen und es wird wahrscheinlich eine Art und Weise oder Form des Schuldenerlasses geben. Denken Sie darüber nach: Die Banken, die Experten in der kreditorischen Risikominderung sind, hätten ihre Schulden (mit enormen Verlusten) nie an die Hedgefonds verkauft, wenn sie geglaubt hätten, dass SIHNV ihnen ihren Nominalbetrag zurückgeben würde. Wie hoch der Prozentsatz ist, den sie zurückbekommen, ist fragwürdig. Ein durchschnittlicher CVA nach britischem Recht liegt zwischen 40% und 50% für die beteiligten Gläubiger.
- Aufgrund der Größe der Gruppe wird der Anteil deutlich über 40% liegen, wahrscheinlich in Richtung 70-95%. Dies wird am Ende auch durch folgende Realität. Da der Barwert einer so genannten Knockout-Zahlung (Pauschalzahlung von z.B. 80% bis 90% gegen Erlöschen eines Teils der Schuld) höher ist als die gestundete Zahlung mit 10% PIK-Zinsen, wird es aus Gläubigersicht ein gutes Angebot sein. Warum? Da der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) zur Umwandlung dieser Schulden in Barwert verwendet wird, wird er deutlich über dem 10%-PIK-Satz liegen (Denken Sie Risk Factor, spezifisches Risiko, Insolvenzrisiko, etc.). Und denken Sie daran, dass die HF's WACC's bestens ausarbeiten können und oft sehr risikoorientiert in ihrem Ansatz sind (sie wissen, dass das Risiko gemanagt werden muss, um bestimmte Grenzen zu haben, damit sie davon profitieren können).

4. Objektives/Ziel eines CVA

Man könnte sich fragen, wo das endet. Wo ist die Grenze für die Gläubiger zwischen der Beitreibung und der (im Wesentlichen) Abgabe von Geld an die Aktionäre? Dies wird durch den strategischen Plan bestimmt, der den CVA unterstützt, in dem die operativen und finanziellen Ziele skizziert sind. Das bevorzugte Ergebnis eines CVA ist die Minimierung des Schadens für das operative Geschäft bei gleichzeitiger Maximierung der Rückforderung für die Gläubiger: Dies dient sowohl den Interessen der Gläubiger als auch den Aktionären. Dies impliziert automatisch das Gleichgewicht zwischen Erholung und (im Wesentlichen) der Bereitstellung von Geld an die Aktionäre:

- Während des CVA-Zeitraums ist es das Ziel, die Rückforderung für die Gläubiger zu maximieren, dies ist einer der Hauptgründe dafür, dass die Einführung des CVA-Verfahrens einen relativ langen Zeitraum dauert.
- Nach der vorgesehenen (beabsichtigten) CVA-Periode, in der die operativen Geschäfte so wenig wie möglich geschädigt werden, ist es nicht das Ziel, die Aktionäre per se zu bereichern. Die Aktionäre profitieren langfristig, wenn das CVA erfolgreich durchgeführt wird, da das Unternehmen weiterhin besteht und am Ende des CVA-Zeitraums die Verschuldung durch eine Kombination von Rückzahlungen und Schuldenfreisetzungen auf ein erträgliches Maß reduziert werden soll.

In der vereinfachten Erklärung oben wird dargelegt, dass ein CVA für beide Gläubiger und für die Aktionäre von Vorteil ist, unterstützt durch den Zeitablauf.

5. Umsetzung in die Praxis bei Steinhoff

Der erste finanzielle Schritt auf der Liste nach der LUA im Hinblick auf das bevorstehende CVA-Verfahren war die Restrukturierung der Schulden in den Konzerngesellschaften. Aus CVA-Sicht sind nur SEAG und SFHG enthalten und als solche werden wir nur auf diese eingehen.

- Warum zwei Schuldtitel?
- Was ist in SEAG und SFHG?
- Was wird für die Schuldtitel im CVA vereinbart?
- Was sind die praktischen Auswirkungen?
- EUR-Beträge und deren Verrechnungen

Warum zwei Schuldtitel/Schuldeneinheiten?

Erstens ist es wichtig zu wissen, warum es zwei getrennte Einheiten für Schulden (SEAG und SFHG) statt einer gibt. Dieses spezifische Thema stammt aus historischen Transaktionen, ist aber auch in der LUA beschrieben. Dies liegt zum Teil an den unterschiedlichen Rechten und Pflichten der Gesellschaft und der Gläubiger, da die SEAG Eurobonds hat, während die SFHG durch (vor allem) Wandelschuldverschreibungen finanziert wird. Auch die Einhaltung der bereits bestehenden Hauptstruktur macht den CVA-Prozess überschaubarer.

Was ist in SEAG und SFHG?

Zunächst skizzieren wir die Gesamtschuld und den Anteil von SEAG und SFHG an der Gesamtschuld, indem wir einen Überblick geben:

SNH-NV			
Letter in Group structure	Abbreviation	EUR amount	
→ A	STAR	X	
→ B	SFHG	2.681.300.000	Included in CVA procedure
→ C	HEMI	X	
→ D	SEAG	6.156.812.000	In CVA (EUR 5,8mia in FS2017 p.29, but now includes claim Seiffert)
Total		8.838.112.000	Total in CVA

Hinweis: Der SFHG-Betrag ist auf € 2.712.598.256 gestiegen, siehe: Facilities Agreement - Comparison.pdf vom 21/22 und 23- CB's.

Es ist gut für das allgemeine Verständnis, zu wissen, dass die oben genannten Darlehen an die zugrunde liegenden Konzerngesellschaften vergeben werden, daher ist es nicht so, dass die SEAG oder die SFHG nur bestimmte Unternehmen innerhalb der Gruppe finanzieren.

Was wird für die Schuldtitel in CVA vereinbart?

Während der LUA-Periode haftet SIHNV für den vollen Betrag. Obwohl die CVA SIHNV in vielerlei Hinsicht schützt, haftet SIHNV auch während der CVA-Periode für den vollen Betrag, da sie der Garant der Darlehen ist.

In den CVA-Dokumenten wird die Trennung bestimmter Vermögenswerte und Verbindlichkeiten vereinbart, weshalb die Newco's und Lux Finco's aufgenommen werden. Dies geschieht durch die Ausgliederung dieser jeweiligen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, um sowohl die Gläubiger als SIHNV durch Clustering zu schützen (wenn man scheitert, wird es nicht so leicht alle anderen verbundenen Unternehmen nach unten ziehen), als auch um Steuerlöcher und die Chancen auf erfolgreiche Rechtsstreitigkeiten zu minimieren (da der CVA dem britischen Recht unterliegt).

Was sind die praktischen Auswirkungen?

Es gibt zwei sehr wichtige praktische Auswirkungen dieses CVA-Verfahrens nach britischem Recht:

- 1) Das Unternehmen wird überleben (wenn dies nicht möglich ist, wird der CVA von den Gerichten nicht zugelassen).
- 2) Während der CVA-Periode lebt das Unternehmen, um den finanziellen Anforderungen der Gläubiger gerecht zu werden.

Der maximale Zeiträumen (in der Praxis, aus Erfahrung) wird auf 3 Jahre maximiert. Die bisherigen Tatsachen zeigen, dass es wahrscheinlich ist, dass die dringendsten finanziellen Bedürfnisse der Gläubiger befriedigt werden und das Unternehmen mit den Gläubigern regelmäßig und normal, nicht von CVA geleitet, umgehen kann. Dies bedeutet auch, dass das Unternehmen nach diesem Zeitraum überlebensfähig ist. Unserer Meinung nach ist es fair, dass die Gläubiger das Unternehmen während des CVA-Zeitraums ausbluten lassen: Die Gläubiger übernehmen zwar einige der gleichen Risiken wie die Aktionäre, profitieren aber nicht vom Aufwärtspotenzial, wenn ein Unternehmen floriert. Daher ist es nur logisch, dass sie (die Gläubiger) mehr Rechte haben, die Erträge der Gesellschaft während des CVA-Zeitraums zugunsten sich selbst zu verteilen. Weinen Sie nicht darüber, seien Sie froh, dass eine solche Regelung nach britischem Recht existiert, da sie im Interesse Beider Gläubiger als auch Aktionäre liegt.

EUR-Beträge und deren Verrechnungen

In jedem Fall endet das CVA entweder damit, dass Steinhoff in der Lage ist, die Geschäfte ordnungsgemäß abzuwickeln, oder es wird liquidiert, falls sich herausstellen sollte, dass die Gesellschaft nicht mehr unter laufender Geschäftstätigkeit überleben kann (so sind die direkten Liquidationsverfahren größer als der indirekte Erlös aus der Aufrechterhaltung des Unternehmens).

Angesichts verschiedener Bottom-up-Analysen von Umsatz und EBITDA ist es schwer zu sagen, wo sich dieser Punkt befindet. In allen Fällen wird der Wendepunkt bei einem Ergebnis vor Steuern von etwa Null liegen.

Für EUR-Beträge, die im Rahmen der Vereinbarung zu zahlen sind, verweisen wir auf das Posting von DJ, siehe #180467/Seite 7219. Nach Ablauf der CVA-Periode, wenn das Unternehmen erfolgreich ist und alle daraus resultierenden Verpflichtungen erfüllt, müssen die Belastungen durch die Gläubiger auf einem Niveau liegen, auf dem sie von Steinhoff im Rahmen des normalen Geschäftsbetriebs (auch wenn sie nicht vom CVA geregelt werden) getragen werden können. Ist dies nach einem Jahr nicht der Fall, aber das Unternehmen sieht immer noch vielversprechend aus, längerfristig Ergebnisse zu liefern, wird der CVA-Zeitraum verlängert. Wenn dies nicht der Fall ist und der Liquidationserlös als höher angesehen wird als der des laufenden Unternehmens, wird die Gesellschaft liquidiert: Dies scheint angesichts der den operativen Einheiten innewohnenden Rentabilität und der äußerst komplexen Konzernstruktur kein sehr wahrscheinliches Szenario zu sein, was die Liquidation (sehr) kostspielig machen würde und somit den Erlös für die Gläubiger bei Liquidation senkt.

6. Fazit

Man könnte argumentieren, dass die Investition die Mühe wert ist, die so viel Unsicherheit und keine Dividende für die kommenden Jahre bedeutet? Sicher, dies ist nicht für kurzfristige Gewinne oder die schwachen Herzen angesichts der Auf- und Abschwünge im Aktienkurs. Wir sehen es als eine Investition, wie jede andere Investition, die keine Dividende zahlt: Das Unternehmen kann das Geld effektiver zur Steigerung des Shareholder Value einsetzen als durch die Auszahlung einer Dividende. Der größte Nachteil dabei ist, dass es viele Dinge gibt, die schief gehen könnten, wenn bestimmte Regeln und Verfahren nicht strikt eingehalten oder nicht umgehend umgesetzt werden. Deshalb ist bei Steinhoff ein kompetentes Managementteam zur Wiederherstellung des Shareholder Value vorhanden.

Wenn man glaubt, dass das Management in der Lage ist, die Anforderungen zu erfüllen, wie sie im CVA-Vertrag festgelegt sind, gibt es hier ein echtes Potenzial. Anders als in vielen anderen Pennystock-Aktien wissen Sie, was Sie kaufen und was die Risiken sind. Erfolg!

HAFTUNGSAUSSCHLUSS: Bitte beachten Sie, dass es sich hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsberatung handelt, sondern um eine Analyse von privaten Einzelanlegern, die ihre Erkenntnisse als Privatanleger miteinander teilen wollen.

DISCLAIMER: Please be aware that this is not a purchase or sale advice, it's an analysis of private individual investors who want to share their insights with each other as private investors.