

LEGAL & RESTRUKTURIERUNG

von Dr. Thorsten Kuthe, Rechtsanwalt und Partner, Köln, und
Dr. Johan Schneider, Rechtsanwalt und Partner, Hamburg, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Praxiserfahrung mit Anleihen in der Krise

Immer wieder kommen Anleiheemittenten in eine wirtschaftliche Krise, zuletzt etwa in einigen Fällen aufgrund der COVID-19-Pandemie. Die Restrukturierung oder ein Insolvenzverfahren von Anleiheemittenten bedarf sodann besonderer Vorgehensweisen.

Gerät ein Emittent in eine wirtschaftliche Krise, so sind nicht selten die Finanzverbindlichkeiten das Problem, das zusa- gen über Leben und Tod entscheidet. Anleihen als größere Verbindlichkeiten mit einer festen Fälligkeit stehen dabei praktisch oft im Zentrum der Überlegun- gen, da hier „so einfach“ Gespräche z.B. über einen Standstill oder eine Prolon- gation wie mit anderen Gläubigern mög- lich sind. In der Praxis existieren mehrere Optionen, damit umzugehen. Nachfol- gend werden auf Basis praktischer Erfah- rungen aus konkreten Fällen typische Abläufe geschildert.



Dr. Thorsten Kuthe (li.)

ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek** im Bereich Aktien- und Kapitalmarktrecht. Er berät sowohl Eigenkapitaltransaktionen als auch Anleiheemissionen und -restrukturierungen und ist Experte für Private Equity und M&A-Transaktionen.

Dr. Johan Schneider

ist Managing Partner von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Der Fachanwalt für Insolvenzrecht berät bei der Restrukturierung und Sanierung von in Not geratenen Unternehmen sowie bei Distressed-M&A-Transaktionen.

Frühere Krisenphase

Die anstehende Refinanzierung von größeren Finanzverbindlichkeiten wie Anleihen wird häufig schon frühzeitig und bis zu zwei Jahre vor Fälligkeit relevant, weil sich aufgrund der für den Jahresabschluss notwendigen positiven Fortführungsprognose die Frage ergibt, ob eine Refinanzierung überwiegend wahrscheinlich ist. Als Erstes stellt sich dann die Frage, ob man die Anleihe nicht „verlängern“ kann. Hierfür hat sich in der Praxis die Neuemission kombiniert mit einem Tauschangebot für die alte Anleihe etabliert. Das ist wirtschaftlich betrachtet eine freiwillige Teilverlängerung der bestehenden Anleihe durch die Gläubiger, die verlängern wollen. Dies kann man auch mit weiteren Finanzierungsbausteinen kombinieren, die einen Teil der alten Anleihe refinanzieren, wie etwa einem Debt-Fonds, der z.B. Mezzanine-Kapital gibt, oder öffentlichen Fördermitteln aus Landesbürgschaften oder Coronakrisemitteln aus dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) – wobei diese ausdrücklich nicht der Refinanzierung, sondern dem Ausgleich von Verlusten vorbehalten sind. Als Beispiel kann hier die geplante Refinanzierung der Joh. Friedrich Behrens AG dienen, bei der ein solches Konzept mit einem Mix mehrerer Bausteine aufgesetzt wurde.

Zwangsweise Verlängerung

Aufgrund der Unsicherheit, ob eine fak- tische freiwillige Verlängerung durch die Begebung einer neuen Anleihe gelingt,

kommt die Verlängerung durch Mehr- heitsbeschluss der Anleihegläubiger ins Spiel. In einer Gläubigerversammlung können im Extremfall 18,75% der Stim- men mitunter eine Laufzeitverlängerung für alle Anleiheinhaber beschließen. Das ist auch ein probates Mittel, wenn auf- grund der Krise Anpassungsbedarf bei den Anleihebedingungen besteht. Dies wurde etwa erfolgreich bei der SANHA GmbH & Co. KG umgesetzt. Hier hatten vorübergehende Umsatzeinbrüche durch die Coronakrise dazu geführt, dass sich die Liquidität verschob und daher eine Zinssatzreduzierung mit Aufholung am Ende der Laufzeit und Änderung der Covenants beschlossen wurde.

Entwicklung in der Insolvenz

Im Fall der Joh. Friedrich Behrens AG ge- lang die Restrukturierung u.a. aufgrund der Auswirkungen der COVID-19-Pan- demie letztlich nicht, sodass es zu einem Insolvenzverfahren kam. Hier gibt es grundsätzlich zwei Wege, wie weit vor- gegangen werden kann.

Der eine Weg ist der Verkauf des opera- tiven Geschäfts sowie die darauffolgende Befriedigung der Finanz- und Anleihe- gläubiger aus dem Kaufpreis (sogenannte übertragende Sanierung). Alternativ kann im Rahmen eines Insolvenzplans eine Sanierung erfolgen. Im Fall der Behrens AG wurden beide Alternativen in einem sogenannten Dual-Track-Verfahren ge- prüft. Das heißt, es wurde sowohl ein



Foto: © bluedesign – stock.adobe.com

M&A-Prozess zum Verkauf des operativen Geschäfts in einem Bieterverfahren eingeleitet als auch parallel mit einem Investor die Möglichkeit einer Anleiherestrukturierung mit einem Insolvenzplan verhandelt. Beide Varianten wurden in ihren Auswirkungen miteinander verglichen und dann die für die Gläubiger günstigere Variante gewählt, was hier der Verkauf war.

In seiner rechtlichen Gestaltung war der Verkauf des operativen Unternehmens wegen der Vielzahl der ausländischen Tochtergesellschaften und der Immobilienstruktur mit Querverhaftungen jedoch deutlich komplexer als ein Insolvenzplan. Da der Verkauf des Unternehmens durch den Verkauf der einzelnen Vermögensgegenstände erfolgt, musste hier ein sogenannter kombinierter Asset-Share-Deal verhandelt und notariell beurkundet werden. Hierzu mussten auch unterschiedliche Jurisdiktionen und deren Formvorschriften beachtet werden. Wäre der Insolvenzplan die wirtschaftlich bessere Lösung für die Gläubiger gewesen, wäre es bei der Behrens AG zu einem Gesellschafterwechsel bei gleichzeitigem Erhalt der bestehenden Strukturen gekommen, ohne dass Vermögensgegenstände einzeln hätten übertragen werden müssen.

Im Rahmen des Insolvenzplans sollte es eine teilweise Umwandlung der Anleiheforderungen in Aktien geben sowie eine Kapitalherabsetzung und Barkapitalerhöhung. Auf diese Weise wäre die Gesellschaft entschuldet worden und hätte frisches Kapital erhalten. In rechtlicher Hinsicht wäre der Insolvenzplan durch die Insolvenzgläubiger zu beschließen. Die Anleihegläubiger werden dabei durch den gemeinsamen Vertreter repräsentiert, wobei ungeklärt ist, wie weit dieser im Vorfeld etwa durch eine Anleihegläubigerversammlung die Meinung der Anleihegläubiger einholen muss.

StaRUG-Verfahren

Im Fall ETERNA war zunächst erfolgreich eine Anpassung der Anleihebedingungen durch eine Gläubigerversammlung durchgeführt worden, die als Folge des ersten Lockdowns notwendig geworden war. Der zweite Lockdown bedingte aber eine weitere Anpassung der Anleihebedingungen, da dies das Unternehmen nicht mehr auffangen konnte. Da das hierfür notwendige Quorum in der Gläubigerversammlung nicht erreicht wurde, wurde die neue Möglichkeit des Restrukturierungsplans nach dem StaRUG genutzt. Dieses zum 1. Januar 2021 in Kraft getretene Verfahren soll eine Restrukturierung

Wirtschaftlich sinnvolle Restrukturierungen sollen nicht am Widerstand einzelner Gläubiger scheitern.



insbesondere von Finanzverbindlichkeiten außerhalb eines Insolvenzverfahrens mit dem Instrument einer Mehrheitsentscheidung der Gläubiger (>75%) und ggf. gruppenübergreifenden Überstimmungen („Cross-Class-Cram-down“) ermöglichen. Auf diese Weise sollen wirtschaftlich sinnvolle Restrukturierungen nicht am Widerstand einzelner Gläubiger scheitern.

Hier wurde im Rahmen eines gerichtlich organisierten Verfahrens eine Reorganisation der Verbindlichkeiten beschlossen. Die Anleihegläubiger wurden hierbei durch den in der vorherigen Gläubigerversammlung gewählten gemeinsamen Vertreter vertreten. Wie im Insolvenzverfahren auch übt dieser die Rechte der Anleihegläubiger im StaRUG-Verfahren aus.