

Turnaround mit Anleihen

Neue gesetzliche Möglichkeiten erleichtern notleidenden Emittenten die Restrukturierung

Von Dr. Thorsten Kuthe, Partner, und Prof. Dr. Georg Streit, Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Seit Beginn der Finanzkrise finanzieren sich Unternehmen in wachsendem Umfang über Anleiheemissionen. Zuletzt führten Schwierigkeiten einiger Branchen – wie etwa der Photovoltaik – dazu, dass einige Emittenten in wirtschaftliche Engpässe gerieten. In solchen Situationen wird nach Wegen zur Restrukturierung der Anleihen gesucht. Einige gesetzgeberische Reformen der letzten Jahre bieten hierzu ein effektives Instrumentarium. Möglich ist die Anleiherestrukturierung zur Rettung im Kern gesunder Unternehmen sowohl unter Vermeidung eines Insolvenzverfahrens wie auch unter Einsatz des bei frühzeitigem Handeln offen stehenden insolvenzrechtlichen Schutzschirms, kombiniert mit einem Sanierungsinsolvenzplan.

Befindet sich ein Unternehmen in einer wirtschaftlichen Schieflage, so kommt es i. d. R. zu intensiven Verhandlungen mit Gläubigern wie Banken oder Lieferanten. Häufig werden dabei Lösungen gefunden, um die finanzielle Krise zu überwinden und zumindest Teile des eingesetzten Kapitals für die Gläubiger zu retten. Im Zusammenhang mit der Restrukturierung von Anleihen stellen sich aber in der Praxis besondere Herausforderungen. Denn wenn die Anleihe börsennotiert ist oder sonst breiter platziert wurde, sieht sich der Schuldner/Emittent einer Vielzahl meist unbekannter Anleihegläubiger mit unterschiedlichen Interessen gegenüber. Daher haben Gesetzgeber und Praxis Instrumente entwickelt, um in diesen Situationen wirtschaftlich sinnvolle Sanierungslösungen zu ermöglichen.

Abstimmung von Gläubigerinteressen außerhalb der Insolvenz

Außerhalb der Insolvenz gibt es die Möglichkeit, eine Versammlung der Anleihegläubiger einzuberufen. Fast alle denkbaren Änderungen einer Anleihe sind in diesem

ZU DEN PERSONEN: DR. THORSTEN KUTHE UND
PROF. DR. GEORG STREIT

Dr. Thorsten Kuthe und Prof. Dr. Georg Streit sind Partner und Rechtsanwälte der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln bzw. München. Sie beraten mittelständische Unternehmen insbesondere in den Bereichen Restrukturierung, Kapitalmarkt und Venture Capital/Private Equity. www.heuking.de



Dr. Thorsten Kuthe



Prof. Dr. Georg Streit

Rahmen zulässig. Typische Beispiele sind Zinstundung/-verzicht, Verlängerung der Laufzeit, Teilverzicht auf die Rückzahlung, Umtausch der Anleihen in Gesellschaftsanteile (sogenannter „Debt-to-Equity-Swap“) oder Freigabe von Sicherheiten.

Allerdings hat der Gesetzgeber dem gewünschten Ergebnis eine kleine „Hürde“ vorangestellt: Die Wirksamkeit von Änderungen bedarf eines Zustimmungsbeschlusses der Versammlung der Anleihegläubiger. Alle praktisch relevanten Maßnahmen erfordern dabei eine Mehrheit von 75% der nach dem Anteil der Gläubiger an dem Volumen der Anleihe berechneten Stimmen aller abstimmenden Anleihegläubiger. Darüber hinaus müssen auch – wiederum bezogen auf den Wert ihrer Rechte – mindestens 50% der Anleihegläubiger an der Versammlung teilnehmen, in einer Folgeversammlung reichen 25%. Gerade wenn eine Anleihe im Publikum breit gestreut ist, kann sich das in der Praxis als schwierig erweisen. In den meisten erfolgreichen Anleiherestrukturierungen, die wir in der Vergangenheit begleitet haben, gab es daher einen Kern aus Großgläubigern, die das Verfahren unterstützten.

Beschlüsse mit den nötigen Mehrheiten sind bindend, und zwar für sämtliche Anleihegläubiger. Um Stör- und Verzögerungspotenzial gerichtlich gegen Versammlungs-



Damit die Versammlung der Anleihegläubiger beschlussfähig ist, müssen mindestens 50% der Gläubiger teilnehmen. Bei einer Folgeversammlung reichen 25%

beschlüsse vorgehender Anleihegläubiger einzudämmen, hat der Gesetzgeber, ähnlich wie im Aktienrecht, ein zügiges gerichtliches Freigabeverfahren eingeführt.

Ein Problem hat der Gesetzgeber allerdings übersehen: In einigen unglücklichen Urteilen hat das Landgericht Köln für zulässig erachtet, die Anleihe noch vor der Versammlung zu kündigen. Damit könnten sich alle Anleihegläubiger, die schnell vor der Versammlung kündigen, einer Restrukturierung der Anleihe durch Mehrheitsbeschluss entziehen. Es bleibt zu hoffen, dass höherinstanzliche Gerichte diese Auffassung nicht vertreten.

Freiwillig in die Insolvenz? Manchmal ja!

Nicht immer lässt sich eine außerinsolvenzliche Anleiherestrukturierung durchführen. Restrukturierungsmaßnahmen erfordern, wie oben aufgezeigt, eine mehrheitliche Akzeptanz bei den Gläubigern. Diese ist nicht immer rechtzeitig gegeben.

Zudem begrenzt in einer akuten Krise die Insolvenzantragspflicht das Zeitfenster außerinsolvenzlicher Restrukturierungen. Bei Vorliegen von Zahlungsunfähigkeit und/oder Überschuldung ist die Geschäftsführung verpflichtet, innerhalb von maximal drei Wochen Insolvenzantrag zu stellen.

Um Restrukturierungen auch im Insolvenzverfahren zu erleichtern, hat der Gesetzgeber das sogenannte „Schutzschirmverfahren“ eingeführt. Dieses schützt den Schuldner vor Zwangsvollstreckungsmaßnahmen und ermöglicht es ihm, innerhalb von drei Monaten einen Insolvenzplan auszuarbeiten. Der Schuldner kann die Vorteile dieses neuen Schutzschirmverfahrens nutzen, wenn er frühzeitig die Anträge auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens und auf Gewährung des „Schutzschirms“ stellt. Möglich ist dies bei drohender Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung, nicht mehr dagegen, wenn Zahlungsunfähigkeit bereits eingetreten ist.

Der während des „Schutzschirmverfahrens“ auszuarbeitende Insolvenzplan hat für die Anleihegläubiger den entscheidenden Vorteil, dass sie besser gestellt werden

als im alternativ durchzuführenden Regelinsolvenzverfahren, beispielsweise indem sie höhere oder schnellere Quotenzahlungen erhalten. Der Insolvenzplan kann Rechtsänderungen für die Anleihegläubiger vorsehen, insbesondere Quotenzahlungen, Teilverzichte, Stundungen, und mit ihrer Zustimmung auch einen „Debt-to-Equity-Swap“. Versammlungen der Anleihegläubiger und damit deren mehrheitliche Zustimmung zu einem „Debt-to-Equity-Swap“ sind auch in der Insolvenz möglich. Außerdem können die Anleihegläubiger in der Insolvenz durch Mehrheitsbeschluss einen Vertreter bestimmen, der allein berechtigt und verpflichtet ist, ihre Rechte wahrzunehmen.

Damit die im Insolvenzplan vorgesehenen Rechtsänderungen eintreten können, müssen die Insolvenzgläubiger dem Insolvenzplan in einer Versammlung mehrheitlich zustimmen, und zwar mit Kopf- und Summenmehrheit in jeder im Insolvenzplan gebildeten Gläubigergruppe. Auch hier hat der Gesetzgeber Restrukturierungen erleichtert. Seit 01. März 2012 ist im Insolvenzplanverfahren ein finanzieller Ausgleich etwaiger Benachteiligungen einzelner Insolvenzgläubiger möglich, die daher einer gerichtlichen Bestätigung der Planwirksamkeit nicht mehr entgegenstehen. Gleichzeitig hat der Gesetzgeber die Möglichkeiten deutlich beschränkt, einen Insolvenzplan mit Verfahrensrechten zu blockieren.

Fazit:

Unsere aktuellen Erfahrungen zeigen, dass die früher oft komplizierte Restrukturierung unter Beteiligung von Anleihegläubigern in der Praxis deutlich einfacher und damit Erfolg versprechender geworden ist. Das rechtliche Instrumentarium steht inzwischen für jeden Fall passend zur Verfügung, gleich ob die Restrukturierung außerhalb oder innerhalb der Insolvenz bewältigt werden muss. Entscheidend ist die frühzeitige Auslotung der einzelnen Optionen, um die vorhandenen Möglichkeiten sodann effektiv zu nutzen.