

# Alternativen zum Forderungsausfall

## Restrukturierung und Delisting von Mittelstandsanleihen

Von Dr. Mirko Sickinger, LL.M., Rechtsanwalt und Partner, und  
Lena Pfeufer, Rechtsanwältin, Heuking Kühn Lüer Wojtek

*In jüngster Zeit haben viele Mittelständler als Alternative zu einer klassischen Finanzierung über die Banken erfolgreich Anleihen an den neuen Qualitätssegmenten der Börsen emittiert. Verschlechtert sich allerdings die wirtschaftliche Lage des Emittenten oder bleibt diese hinter den Erwartungen zurück, drohen Zinszahlungen oder gar die Hauptforderung auszufallen. Das Schuldverschreibungsgesetz in seiner aktuellen Fassung (2009) eröffnet strauchelnden Unternehmen die Möglichkeit, ihre Anleihen durch Änderung der Anleihebedingungen effektiv zu restrukturieren. Im Rahmen einer Restrukturierung ist auch ein Delisting der Anleihe aus dem jeweiligen Qualitätssegment denkbar, um so vor allem die laufenden Listingkosten einzusparen.*

### Restrukturierung nach dem Schuldverschreibungsgesetz

Soweit Anleihen nach dem 5. August 2009 begeben und die Anwendbarkeit des Schuldverschreibungsgesetzes ausdrücklich in den Anleihebedingungen zugelassen wurde („Opt-In“), kann die Gläubigerversammlung durch Mehrheitsbeschluss die Anleihebedingungen mit Verbindlichkeit für alle Anleihegläubiger ändern. In diesem Zusammenhang sollte jedoch beachtet werden, dass vom Emittenten und mit ihm verbundenen Unternehmen gehaltene, eigene Anleihen in der Gläubigerversammlung nicht stimmberechtigt sind. Mit dieser Regelung will der Gesetzgeber verhindern, dass der Emittent seine Interessen zulasten der Anleihegläubiger durchsetzt. Es bietet sich daher an, im Vorfeld der Einberufung von Gläubigerversammlungen Großgläubiger direkt anzusprechen, um Mehrheiten sicherzustellen.

### Vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten

Eine Änderung der Anleihebedingungen ist oftmals Teil eines umfassenden Konzepts zur Sanierung angeschlagener Unternehmen. Das Schuldverschreibungsgesetz sieht dazu einen Katalog möglicher Maßnahmen vor, der jedoch nicht abschließend ist. Der aktuell sehr populäre Debt-Equity-Swap beispielsweise ist ausdrücklich geregelt. Der Debt-Debt-Swap hingegen, bei dem die Anleihen nicht gegen Eigenkapital, sondern gegen andere Schuldtitel getauscht werden, ist, obwohl nicht gesetzlich geregelt, gleichwohl möglich. Das Gesetz sieht bei derartigen



Dr. Mirko Sickinger



Lena Pfeufer

Beschlüssen, welche die Anleihebedingungen „wesentlich“ ändern, eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75% der an der Gläubigerversammlung teilnehmenden Stimmrechte vor. Wesentlich sollen insbesondere die gesetzlich vorgesehenen Beschlussgegenstände sein. Praktisch dürfte für Maßnahmen zur Restrukturierung von Anleihen stets eine qualifizierte Mehrheit erforderlich sein.

Die ausdrückliche Zustimmung des Emittenten zu Beschlüssen der Gläubigerversammlung ist immer erforderlich, auch wenn der Emittent, wie es in der Praxis regelmäßig der Fall sein dürfte, selbst Initiator der Restrukturierungsmaßnahme ist.

Der Beschluss der Gläubigerversammlung führt zunächst „nur“ zu einer Änderung der Anleihebedingungen. Die tatsächliche Umsetzung erfolgt nach den jeweils einschlägigen Vorschriften; so sind bei einem Debt-Equity-Swap auch alle aktienrechtlichen Bestimmungen über die Durchführung einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen einzuhalten. Die Zustimmung der Hauptversammlung ist erforderlich, wenn genehmigtes Kapital nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist oder der Bezugsrechtsausschluss beim genehmigten Kapital so eng gefasst ist, dass er die Einlage von Forderungen nicht umfasst.

## Gläubigerversammlung: Vorbereitung und Durchführung

Die Vorbereitung und Durchführung der Gläubigerversammlung ist stark an das sehr förmliche Verfahren der aktienrechtlichen Hauptversammlung angelehnt und daher ebenso „fehleranfällig“. Die Regelungen zum Verfahren der Gläubigerversammlung gehen teilweise sogar über die aktienrechtlichen Regelungen zur Hauptversammlung hinaus. Insbesondere bestimmt das Schuldverschreibungsgesetz, dass eine Gläubigerversammlung nur beschlussfähig ist, wenn mindestens die Hälfte der Anleihegläubiger vertreten ist. Gelingt dies etwa aufgrund hohen Streubesitzes nicht, ist eine zweite Gläubigerversammlung grundsätzlich unabhängig von der Anzahl der tatsächlich erschienenen Anleihegläubiger stets beschlussfähig, in Fällen wesentlicher Beschlüsse ist aber auch für die zweite Versammlung ein Quorum von dann 25% der Anleihegläubiger erforderlich.

Ähnlich wie bei Hauptversammlungen ist es auch bei Gläubigerversammlungen gesetzlich vorgesehen und praktisch unerlässlich, dass die Anleihegläubiger ihre Berechtigung zur Teilnahme an der Gläubigerversammlung nachweisen. Das Gesetz sieht dazu einen in Text-

form erstellten Nachweis des depotführenden Instituts vor. Anders als im Aktiengesetz ist jedoch der Nachweis zu einem bestimmten Stichtag nicht vorgesehen. Dem Emittenten steht es frei, in den Anleihebedingungen individuelle Bestimmungen zu Nachweistichtag und Depotsperrung festzulegen. Dazu bedarf es jedoch einer sorgfältigen Abstimmung mit der Zahlstelle. Es ist zu empfehlen, ein dem Aktienrecht vergleichbares Verfahren zum Nachweis der Berechtigung unter Einbeziehung der Zahlstelle und der jeweiligen Depotbanken zu wählen.

Den Vorsitz in der Gläubigerversammlung führt kraft Gesetzes der Einberufende, also regelmäßig der Vorstand oder Geschäftsführer des Emittenten. In der Praxis findet sich auch die Wahl des Versammlungsleiters als erster Tagesordnungspunkt der Agenda. Dies führt zu „kopflastigen“ Versammlungen, in denen ein Großteil der Versammlung einschließlich etwaiger Generaldebatten noch durch einen vorläufigen Versammlungsleiter geleitet wird.

## Beschlüsse: Umsetzung und Rechtsmittel

Ein Beschluss der Gläubigerversammlung kann ähnlich wie ein Hauptversammlungsbeschluss wegen Verletzung

Anzeige

# BONDGUIDE

Der Newsletter für Unternehmensanleihen

## BondGuide – der Newsletter für Unternehmensanleihen

14-tägig Analysen, Statistiken, Hintergründe

Jetzt anmelden! [www.bondguide.de](http://www.bondguide.de)



Nächste Erscheinungstermine: 17.5., 31.5., 14.6.

