

## LEGAL & RESTRUKTURIERUNG

von Dr. Anne de Boer, Rechtsanwältin und Partnerin, Stuttgart, und  
Dr. Thorsten Kuthe, Rechtsanwalt und Partner, Köln, Heuking Kühn Lüer Wojtek

# Aktuelle praktische Erfahrungen bei der Restrukturierung von Anleihen

*Aufgrund der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie stehen Anleiheemittenten in besonderer Weise vor der Herausforderung, dass die Anleihebedingungen eventuell nicht den praktischen Notwendigkeiten entsprechen. Financial Covenants haben die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie nicht antizipiert, Zinszahlungen führen zu hohen Belastungen oder Rückzahlungen sind mangels Refinanzierung nicht fristgerecht möglich. Nachstehend wird ein Einblick in aktuelle Möglichkeiten gegeben, auch in der COVID-19-Pandemie Anpassungen von Anleihen umzusetzen.*

### 1. (Freiwillige) Anleihe- refinanzierung

Eine quasi althergebrachte Möglichkeit ist, den Gläubigern den Tausch der Anleihe in eine neue Anleihe mit geänderten Bedingungen vorzuschlagen. Diese Form der freiwilligen „Anpassung“ von Zins, Tilgung und Covenants hat sich in den letzten Jahren als generelle Refinanzierungsform etabliert. Wenn es dem Emittenten wirtschaftlich jedoch nicht

gut geht, ist ein solcher Tausch eine Herausforderung, wie etwa die Emission der SeniVita Social Estate AG Ende 2019 gezeigt hat. Trotz einer hohen Umtauschquote genügte diese nicht, um den Emittenten stabil und langfristig zu refinanzieren.

Die Bundesregierung bietet hier jetzt Hilfe an: Sofern der Emittent durch die COVID-19-Pandemie in eine Schieflage geraten und kein KMU ist sowie einer systemrelevanten Branche angehört, besichert der Wirtschaftsstabilisierungsfonds den größten Teil der Anleihe<sup>1</sup>. Diese „neue Assetklasse“ dürfte die Chance einer Refinanzierung erheblich erhöhen.

### 2. Anpassung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss

Durch einen für alle Anleihegläubiger verbindlichen Mehrheitsbeschluss können Anleihebedingungen geändert werden. In der Praxis haben sich dabei verschiedene Vorgehensweisen herausgebildet.

Zunächst ist es wichtig, ein für die Anleihegläubiger überzeugendes Paket zu schnüren. Wichtig ist die Aufstellung einer plausiblen Planung für die Zukunft, die die Notwendigkeit der Restrukturierung

und deren Erfolgsmöglichkeit zeigt. In einem ersten Anlauf müssen 50% der ausstehenden Schuldverschreibungen an der Abstimmung teilnehmen; wird das Quorum nicht erreicht, reichen im zweiten Anlauf 25% des ausstehenden Anleihekapitals aus. Von den teilnehmenden Gläubigern müssen dann 75% den wesentlichen Maßnahmen wie Zinsanpassung und Verlängerung der Laufzeit zustimmen.

#### Der einfache Fall

In der Praxis kristallisieren sich zwei Fallgruppen heraus. In der einen halten ein oder wenige Gläubiger (zusammen) 50% des Anleihevolumens und stehen in einem engen, vertrauensvollen Verhältnis zum Emittenten. In einer solchen Situation kann die Anpassung der Anleihebedingungen relativ schnell mit geringem Dokumentationsaufwand und überschaubaren Kosten umgesetzt werden. Ein Beispiel hierfür ist die von uns begleitete Restrukturierung der Anleihe der Blue Energy GmbH.

#### Der Standardfall

Solche einfachen Fälle sind allerdings die Ausnahme, auch wenn wir diese immer wieder sehen. Sind die Anleihen breiter gestreut und schauen größere Investoren kritisch auf den Emittenten,



#### Dr. Anne de Boer

ist Partnerin und Rechtsanwältin im Bereich Kapitalmarkt/Corporate bei **Heuking Kühn Lüer Wojtek** in Stuttgart. Sie berät insbesondere bei der Emission von Anleihen, Genussscheinen und weiteren Kapitalmarktprodukten, bei Fragen der Wertpapieretechnik und zur Kapitalmarkt-Compliance.

#### Dr. Thorsten Kuthe

ist Partner am Kölner Standort von **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er ist Experte u.a. für Börsengänge (Equity und Debt), Private Equity und M&A-Transaktionen.

<sup>1</sup> Einige Bundesländer bieten ergänzende Hilfen.



Foto: © metamorworks – stock.adobe.com

bedarf es einer umfangreichen Erläuterung der wirtschaftlichen Situation sowie des geplanten Sanierungskonzepts und der damit einhergehenden wirtschaftlichen und finanziellen Planungen. Diese sollte durch eine Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen flankiert werden, ggf. ist auch ein formales Sanierungsgutachten erforderlich.

Ergänzend werden die Investoren in der Regel einen Ansprechpartner ihres Vertrauens wünschen, der künftig den Emittenten nahe begleitet, die Umsetzung des Sanierungskonzepts überwacht und die Interessen der Anleihegläubiger wahrnimmt. Dafür sieht das Gesetz den sogenannten gemeinsamen Vertreter vor. Die Wahl eines gemeinsamen Vertreters hat sich in der Praxis bewährt. Die Person des gemeinsamen Vertreters und dessen Expertise sollten frühzeitig mit den starken Investoren abgestimmt werden.

Eine Besonderheit gab es im Fall der SANHA GmbH & Co. KG. Hier war ein gemeinsamer Vertreter bereits bestellt und hat die Sanierungsüberlegungen an den Emittenten herangetragen. Da zudem ein eingespieltes Team aus Kommunikationsagentur, technischem Dienstleister, Notar und uns als anwaltliche Begleiter bestand, konnte die Restrukturierung in sehr kurzer Zeit gestartet werden.

### **Versammlungen in der Pandemie**

Eine besondere Herausforderung stellen auch die noch bestehenden Versammlungsverbote und Hygienevorschriften infolge der COVID-19-Pandemie dar. Das SchVG erlaubt die zweite Gläubigerversammlung nicht als virtuelle Versammlung wie bei Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften; Änderungsvorlagen an den Gesetzgeber waren bislang nicht erfolgreich. Folgende Möglichkeiten konnten wir entwickeln, um trotzdem Gläubigerversammlungen abhalten zu können. Ziel ist jeweils, eine ausreichende Kommunikation außerhalb der Präsenzversammlungen zu sichern und die physische Anwesenheit zu minimieren.

**Onlineteilnahme:** Den Gläubigern kann angeboten werden, die Versammlungen online zu verfolgen.

**Ausübung des Stimmrechts über einen Vertreter:** Die Gläubiger können einen Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft vor Ort bevollmächtigen, der entsprechend ihrer Weisung die Stimmrechte ausübt.

**Umfassende Dokumentation:** Den Gläubigern werden im Vorfeld alle notwendigen Unterlagen wie etwa Gutachten zur Verfügung gestellt und ihnen werden in Briefen und Pressemitteilungen die vorgeschlagenen Beschlüsse erläutert.

**Webinare:** Im Vorfeld zur Versammlung finden Webinare statt, in denen die Gesellschaft und ggf. der gemeinsame Vertreter das geplante Sanierungskonzept erläutern und Gläubiger Fragen stellen können.

**Hygienemaßnahmen:** In den Präsenzveranstaltungen sind die Hygienemaßnahmen wie Maskenpflicht, Bestuhlung mit Abstand, Desinfektionsmittel einzuhalten.

### **3. Kapitalmarkt- und insolvenzrechtliche Regelungen**

Ergänzend sind auch die kapitalmarktrechtlichen Regelungen wie Pflichten zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung zu beachten, wenn die Anleihe an einer Börse im Auftrag des Emittenten gehandelt wird. Solange ein Konzept für die Restrukturierung entwickelt wird, kann die Ad-hoc-Mitteilung eventuell aufgeschoben werden.

Ebenso sind die insolvenzrechtlichen Regelungen zu beachten. Dies erfasst insbesondere die Pflicht zur Stellung eines Insolvenzantrags und eventuelle Zahlungsverbote bei Eintritt der Zahlungsunfähigkeit und Verschuldung. Gegebenenfalls helfen die Sonderregelungen im Hinblick auf die COVID-19-Pandemie. In jedem Fall sollte der Prozess der Restrukturierung einer Anleihe frühzeitig angegangen werden.