



Aktuelle Fälle der Anleiherestrukturierung und Erkenntnisse für künftige Emissionen

München, den 9./10. Dezember 2014

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Boris Dürr

I. Einführung

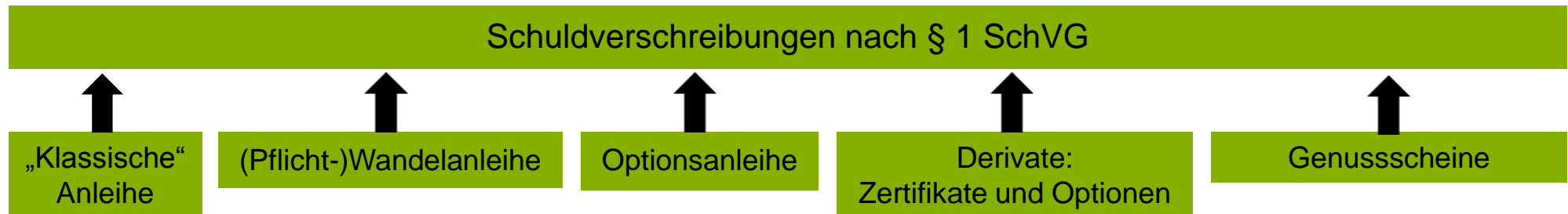
Rechtsgrundlage

Schuldverschreibungsgesetz (SchVG), Reform in 2009 mit dem Ziel:

- Erleichterte Voraussetzungen für die Sanierung von Anleiheemittenten
- Anpassung von Anleihebedingungen auch ohne akute Krise des Emittenten, z.B. aus steuerlichen Gründen, möglich
- Reaktion auf Internationalisierung der Märkte: Sitz des Anleiheemittenten kann auch im Ausland liegen
- Mit einem Mehrheitsbeschluss kann die Gläubigerversammlung grundsätzlich jede Änderung der Anleihebedingungen beschließen. Dieser Beschluss ist dann für alle Anleihegläubiger verbindlich

I. Einführung

Anwendungsbereich



- Emission nach deutschem Recht – Emittent kann Sitz hingegen im Ausland haben
- Keine Beschränkung auf bestimmte Rechtsform des Emittenten
- Anwendbarkeit erfordert nicht (mehr) einen konkreten Sanierungs- oder Restrukturierungsbedarf des Emittenten (anders SchVG a.F.: „Zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners“)
- „Opt-in“ = Anwendbarkeit des SchVG muss in Anleihebedingungen – ab dem 5. August 2009 - ausdrücklich geregelt sein
- **Übergangsvorschrift:** Die Gläubiger einer nach „altem“ Recht begebenen Anleihe (eines deutschen Emittenten!) – vor dem 5. August 2009 – können Opt-in und damit die Anwendung des SchVG 2009 nachträglich beschließen

II. Geltung des SchVG auch für „Altanleihen“

- **OLG Frankfurt: (Q-Cells Finance B.V. und Pfeleiderer Finance B.V.) Opt-In-Beschluss nach SchVG nur möglich, wenn**
 - Schuldverschreibung dem SchVG 1899 unterfällt (d.h. z.B. nicht bei Genussrechten) oder die Anleihe bereits die Fassung von Mehrheitsbeschlüssen vorsieht und
 - es sich um einen inländischen Emittenten handelt.
- **BGH: Opt-In-Beschluss nach SchVG möglich, auch wenn**
 - Schuldverschreibung nicht dem SchVG 1899 unterfällt (unabhängig davon, ob die Anleihe bereits die Fassung von Mehrheitsbeschlüssen vorsieht) und
 - bei ausländischen Emittenten
 - Voraussetzungen lediglich:
 - Altanleihe unterliegt deutschem Recht
 - Teil einer Gesamtemission

III. Anwendbarkeit des SchVG auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens?

- Umstritten, ob nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens die allgemeinen Regelungen des SchVG anwendbar bleiben
- Daher fraglich, ob nach Insolvenzeröffnung Gläubigerversammlung noch Beschlüsse zur Restrukturierung der Anleihe (z.B. Debt-to-Equity Swap) beschließen kann
 - Debt-to-Equity Swap nach SchVG teilweise vorteilhafter, da „zwangsweiser“ Einbezug aller Anleihegläubiger möglich (InsO: nur mit Zustimmung des Gläubigers)
- OLG Zweibrücken: Minderheitsverlangen nach Insolvenzeröffnung weiterhin zulässig
 - Möglicherweise Fingerzeig, dass SchVG anwendbar bleibt
 - Aber: Bis zur höchstrichterlichen Klärung sollten Restrukturierungen nach SchVG rechtzeitig vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens eingeleitet werden

IV. Gestaltungsmöglichkeiten

Katalog § 5 Abs. 3 SchVG (1)

Praxisrelevante Gestaltungsmöglichkeiten nach Katalog des § 5 Abs. 3 SchVG

Das SchVG stellt einen nicht abschließenden Katalog möglicher, typischer Beschlussgegenstände auf:

■ Hauptforderung und Nebenforderungen

- Änderung der Fälligkeiten, insbesondere Stundung (Zins- und/oder Nennbetrag)
- Reduzierung der Höhe der Forderung
- Vereinbarung der Nachrangigkeit von Forderungen
- Änderung des Leistungsgegenstandes

Vor allem:

Debt-to-Equity-Swap Zur Stärkung der EK-Basis
--



Beachte: Keine Ersetzung des aktienrechtlichen Verfahrens. Beschluss der Gläubigerversammlung führt nur die für alle Anleihegläubiger verbindliche Änderung der Anleihebedingungen herbei.

IV. Gestaltungsmöglichkeiten

Katalog § 5 Abs. 3 SchVG (2)

Praxisrelevante Gestaltungsmöglichkeiten nach Katalog des § 5 Abs. 3 SchVG

Das SchVG stellt einen nicht abschließenden Katalog möglicher, typischer Beschlussgegenstände auf:

- **Ersetzung des Schuldners**, oft aus steuerlichen Gründen
- **Nebenbestimmungen** der Anleihebedingungen können aufgehoben oder geändert werden
- **Sicherheiten**
 - Austausch von Sicherheiten
 - Freigabe von Sicherheiten
- **Kündigungsrecht**
 - Verzicht auf Kündigungsrecht
 - Beschränkung des Kündigungsrechts

IV. Gestaltungsmöglichkeiten

Grenze der Gestaltungsmöglichkeiten

- Begründung von weiteren Leistungspflichten durch Beschluss der Gläubigerversammlung ist nicht möglich
- Gleichbehandlungsgrundsatz, d.h. keine Änderung von Anleihebedingungen durch bilaterale Verträge
- Rückkauf- und Umtauschangebote sind jedoch zulässig
- Beachte: Stimmrechte aus Teilschuldverschreibungen, die der Schuldner selbst hält oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen ruhen, d.h. sie sind nicht stimmberechtigt
- Änderung der Anleihebedingungen bedarf immer der Zustimmung des Schuldners



IV. Gestaltungsmöglichkeiten

Praxisfall SolarWorld

- Debt-to-Debt und Debt-to-Equity Swap
 - Anleihegläubiger erhielten für Anleihen Erwerbsrechte auf neue Anleihe (mit niedrigerem Nominalbetrag und längerer Laufzeit) und neue Aktien
 - Bei Nichtausübung der Erwerbsrechte Auszahlung des Veräußerungserlöses aus Verwertung der neuen Anleihen und neuen Aktien
- Begründung von Erwerbsrechten statt direktem Tausch in Aktien ist in der Praxis üblich, da zwangsweise Zuteilung von Aktien problematisch sein kann (z.B. wegen Haftung für Kapitalaufbringung, Geltung von Treuepflichten aus Aktionärsstellung)
- Zudem Begründung von Erwerbsrechten statt direktem Tausch in Aktien, um Prospektspflicht nach WpPG zu vermeiden, da Einladung zur Gläubigerversammlung bereits grundsätzlich ein öffentliches Angebot im Sinne von § 2 Nr. 4 WpPG darstellt

V. Keine Einschränkung der individuellen Kündigungsmöglichkeit durch Mehrheitsbeschluss

Praxisfall SolarWorld

- Emittent veröffentlichte Umstrukturierungsangebot wegen existenzbedrohender wirtschaftlicher Situation
- Anleihebedingungen sahen individuelles Kündigungsrecht für den Fall vor, dass der Emittent eine „Schuldenregelung zu Gunsten der Gläubiger“ anbietet
- Anleihegläubiger kündigte Anleihe unter Bezug auf vorstehendes Kündigungsrecht
- Anleihegläubigerversammlung beschloss mit Mehrheit Kündungsverzicht

V. Keine Einschränkung der individuellen Kündigungsmöglichkeit durch Mehrheitsbeschluss

Praxisfall SolarWorld

- LG Bonn („SolarWorld“, anhängig OLG Köln):
 - Kündigungsrecht gemäß Anleihebedingungen vorliegend einschlägig
 - Überdies besteht ein Kündigungsrecht aus wichtigem Grund gemäß § 314 BGB (umstritten, a.A. wohl LG Frankfurt)
 - Ein Mehrheitsbeschluss kann eine individuelle Kündigung nicht aufheben:
 - § 5 Abs. 5 SchVG gestattet zwar eine Aufhebungen einer ausgesprochenen kollektiven Kündigung, wenn in den Anleihebedingungen das individuelle Kündigungsrecht zu Gunsten eines kollektiven Kündigungsrechts ausgeschlossen wurde
 - § 5 Abs. 5 SchVG nach Auffassung des LG Bonn aber nicht „erst-Recht“ auf Individualkündigung anwendbar
- Ebenfalls kein Kündigungsausschluss aus § 242 BGB zur Ermöglichung der Sanierung, da grundsätzlich keine Treuepflichten unter den Anleihegläubigern bestehen

V. Keine Einschränkung der individuellen Kündigungsmöglichkeit durch Mehrheitsbeschluss

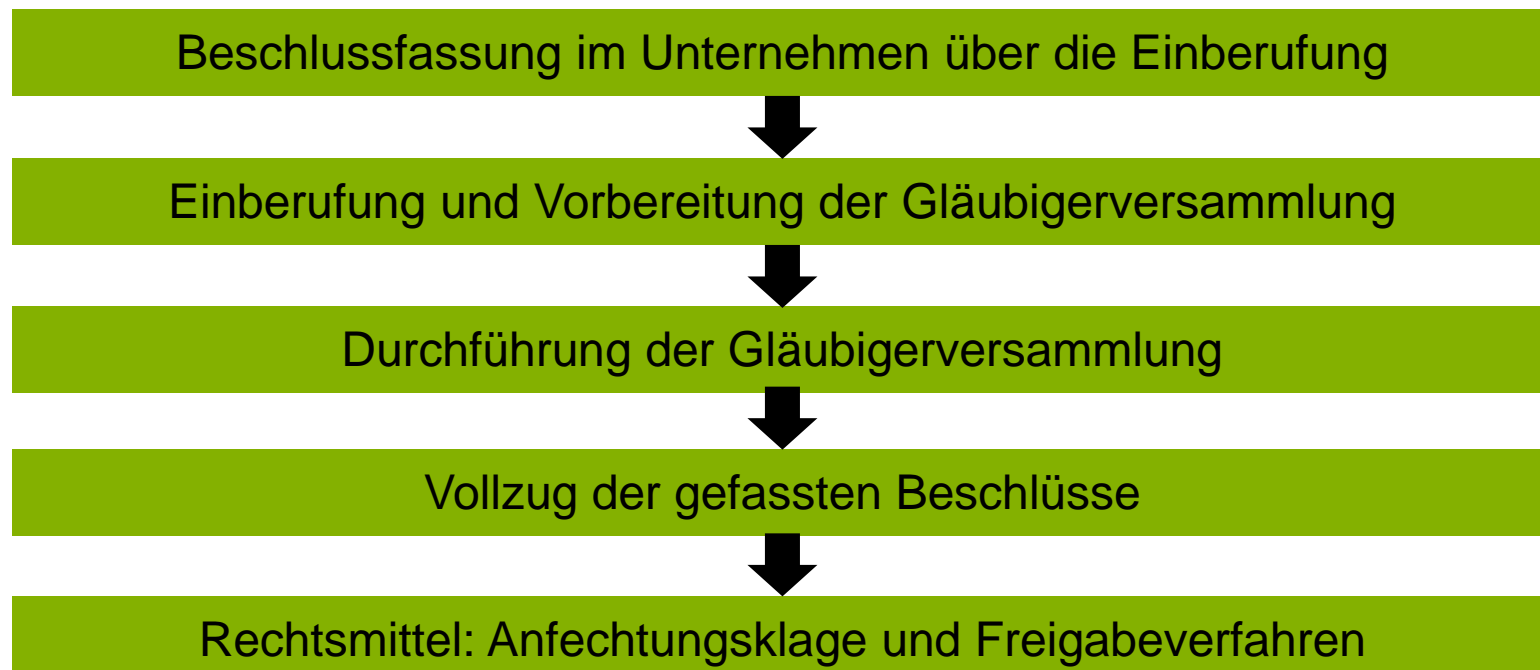
Praxisfall SolarWorld

- **Konsequenz für die Praxis:**
 - Keine Möglichkeit der Einschränkung des individuellen Rechts zur Kündigung aus wichtigem Grund durch Mehrheitsbeschluss,
 - d.h. auch keine Begrenzung auf bestimmte Fälle in den Anleihebedingungen möglich.
 - Aber: Ausschluss des individuellen zu Gunsten eines kollektiven Kündigungsrechts in den Anleihebedingungen möglich
 - Dann können auch Mehrheitsbeschlüsse zur Aufhebung ausgesprochener kollektiver Kündigungen erfolgen
 - Achte: Der dafür vorausgesetzte Mindestanteil der kündigenden Gläubiger darf nicht über 25 % der ausstehenden Schuldverschreibungen liegen.

VI. Verfahren

Überblick

Das Verfahren nach dem SchVG ist stark an die Regelungen des Aktienrechts zur Hauptversammlung angelehnt:



VI. Verfahren

Nachweis der Gläubigerstellung

Praxisfall N.N. AG

- Anleihebedingungen sahen für Berechtigung zur Teilnahme an Gläubigerversammlung auch eine Bestätigung von Clearstream vor
- Problem: Clearstream wird keine Bestätigungen ausstellen
- **Konsequenz für die Praxis**
 - Für Nachweisbestimmungen in den Anleihebedingungen sollte keine Mitwirkung von Clearstream vorgesehen werden
 - Üblich und ausreichend ist eine Bescheinigung der Depotbank mit dem vollständigen Namen und Adresse des Anleihegläubigers, den Gesamtnennbetrag der verbuchten Teilschuldverschreibungen zum jeweiligen Bestätigungsdatum sowie ein Sperrvermerk der Depotbank für den Abstimmungszeitraum

VI. Verfahren

Recht zur Einberufung einer Gläubigerversammlung auf Verlangen einer Minderheit

- Recht auf Verlangen der Einberufung einer Gläubigerversammlung
 - 5 % der Schuldverschreibungen (insgesamt)
 - Beschlussgegenstände
 - Bestellung/Abberufung gemeinsamer Vertreter
 - Entfallen der Wirkung einer Kündigung
 - Sonstiges besonderes Interesse
- OLG Schleswig: Einberufungsrecht gilt nur für die erste Versammlung!
Danach Einberufung im Ermessen des Schuldners
- Problem: Praktisch Beschneidung der Gläubigerrechte, da vielfach zweite Versammlung erforderlich

VI. Verfahren

Probleme bei Abstimmung ohne Versammlung (1)

Praxisfall MiFa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

- In den Anleihebedingungen kann sowohl eine Abstimmung alleine im Wege der Präsenzversammlung, als auch allein im Wege der Abstimmung ohne Versammlung („virtuelle Versammlung“) sowie die alternative Anwendbarkeit der Beschlussfassungen bestimmt werden
- Die Anleihebedingungen der MiFa sahen eine Abstimmung lediglich ohne Versammlung vor
- Grundsätzlich soll durch Abstimmung ohne Versammlung ein unnötiger Kosten- und Zeitaufwand vermieden werden
- Anleihegläubiger können im Abstimmungszeitraum für mindestens 72 Stunden ihre Stimmabgabe in Textform an den Abstimmungsleiter übersenden

VI. Verfahren

Probleme bei Abstimmung ohne Versammlung (2)

Praxisfall MiFa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

- **Konsequenz für die Praxis**
 - Es sollen beide Beschlussformen in den Anleihebedingungen vorgesehen werden.
 - Achte: Bei fehlender Beschlussfähigkeit ist die Einberufung einer Gläubigerversammlung nur als Präsenzversammlung möglich, diese ist dann stets beschlussfähig

VI. Verfahren

Probleme bei Abstimmung ohne Versammlung (3)

Praxisfall MiFa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

- In der Praxis bestehen Unklarheiten und Probleme bei der Umsetzung einer Abstimmung ohne Versammlung:
 - Unklar ist etwa, bis zu welchem Zeitpunkt Gegenanträge gestellt werden können, ständige Aktualisierung der im Internet eingestellten Unterlagen erforderlich
 - Stimmabgaben, die außerhalb des Abstimmungszeitraums zugehen sind ungültig, jedoch ist fraglich, ob diese Stimmen für die Feststellung der Beschlussfähigkeit zu berücksichtigen sind
 - Zudem fehlt der persönliche Kontakt des Vorstandes des Emittenten zu den Anleihegläubigern, um das Restrukturierungskonzept vorzustellen und über den Stand zu informieren (aktiver Einbezug der Anleihegläubiger)

VI. Verfahren

Vollzug der Beschlüsse / Vollzugssperre

- Vollzug der Beschlüsse
 - Beschlüsse, durch welche der Inhalt der Anleihebedingungen abgeändert oder ergänzt wird (Regelfall), werden durch Ergänzung/Änderung der Sammelurkunde vollzogen
 - Bei Sammelverwahrung (Regelfall): Übermittlung der im Protokoll dokumentierten Beschlüsse an Wertpapiersammelbank (Clearstream) und Abgabe einer Versicherung über die Vollziehbarkeit der Beschlüsse

Vollzugssperre § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG

- Unstreitig, wenn Anfechtungsklage erhoben bis zur rechtskräftigen Entscheidung
- Es sei denn, es liegt ein stattgebender Freigabebeschluss vor
- Unklar: Vollzugssperre auch bis Ablauf der Anfechtungsfrist (1 Monat)
- Praxis: Clearstream vertritt die Ansicht, dass eine umfassende Vollzugssperre (auch) bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist greift

VI. Verfahren

Rechtsmittel (1)

Anfechtungsklage

- Erhebung einer Anfechtungsklage gegen Beschlüsse der Gläubigerversammlung ist möglich
- Anfechtungsgrund: Verstoß gegen Gesetz oder/und Anleihebedingungen
- Nach § 20 Abs. 3 Satz 4 SchVG tritt Vollzugssperre ein
- Örtliche Zuständigkeit: Landgericht am Sitz des Schuldners
- Unklar: Geltung der Zuständigkeitskonzentration, auch für Anfechtungsklagen gegen Beschlüsse Gläubigerversammlung, z.B. in Bayern:
 - LG München I für OLG-Bezirke München
 - LG Nürnberg-Fürth für OLG-Bezirke Nürnberg und Bamberg
- Praxis: LG Nürnberg-Fürth verneint Zuständigkeitskonzentration

VI. Verfahren

Rechtsmittel (2)

- **BGH-Rechtsprechung zur Anfechtungsklage:**
 - Auch im Bereich der Beschlüsse der Anleihegläubigerversammlung
Unterscheidung zwischen Anfechtbarkeit und Nichtigkeit
 - BGH lässt allerdings offen, wann Nichtigkeit vorliegt, ob und wie Heilung möglich und wie ggf. eine Rückabwicklung vorzunehmen ist
 - Nichtigkeit jedenfalls bei Verstoß gegen Gleichbehandlungsgebot, § 5 Abs. 2 S. 2 SchVG
- **Konsequenz für die Praxis**
 - Keine Vorteile (alleine) für die den Beschluss annehmenden Gläubiger beschließen lassen!
(etwa Prämienzahlungen, im Fall des BGH: Sonderkündigungsrecht für die zustimmenden Gläubiger)

VI. Verfahren

Rechtsmittel (3)

Freigabeverfahren

- Einleitung eines Freigabeverfahrens entsprechend den aktienrechtlichen Vorschriften ist möglich
- Zuständig ist seit September 2012 das dem für die Anfechtungsklage zuständigen Landgericht übergeordnete Oberlandesgericht (OLG)
- Anpassung an das Aktienrecht: Das OLG ist erste und letzte Instanz
- Rechtsschutz der Emittenten gegen „Berufskläger“

VI. Verfahren

OLG Köln („SolarWorld“) (1)

- Entscheidung betrifft Freigabe eines Beschlusses der Anleihegläubigerversammlung über Umtausch der Anleihe in Aktien und neue Schuldverschreibungen zu Sanierungszwecken
- Zulässigkeit des Freigabeantrags:
 - Rechtsschutzbedürfnis (+) wegen Vollzugsverhinderung gem. § 246a I 1 AktG
 - Eilbedürftigkeit (+) wegen Fälligkeitsterminen der Fremdverbindlichkeiten sowie der mit der Verzögerung verbundenen Kosten und Risiken, so dass jedenfalls mittelfristig die Zahlungsunfähigkeit drohe

VI. Verfahren

OLG Köln („SolarWorld“) (2)

- Begründetheit des Freigabeantrags:
 - Vollzugsinteresse eines der Sanierung dienenden Beschlusses überwiegt
Aufschubinteresse einzelner Anleihegläubiger:
 - Es drohen nicht nur der Gesellschaft, sondern mittelbar auch den (anfechtenden!) Anleihegläubigern erhebliche wirtschaftliche Nachteile
 - Bestehende wirtschaftliche Schwierigkeiten der Gesellschaft und negative Tendenz
(mittelfristig drohende Zahlungsunfähigkeit)
 - Kein Verstoß gegen aktienrechtliche Bestimmungen (z.B. § 246a II Nr. 3 AktG)
 - Kein relevanter Verstoß gegen Informationspflichten bei evtl. Mängeln im Hinblick
auf die ordnungsgemäß bekannt gemachte Tagesordnung sowie anschließend
rechtzeitig bekannt gemachte Beschlussgegenstände

VI. Verfahren

OLG Köln („SolarWorld“) (3)

■ Konsequenz für die Praxis

- Grundsätzlich sanierungsfreundliche Rechtsprechung im Bereich des Freigabeverfahrens
- Viele der üblicherweise vorgebrachten Anfechtungsargumente können entkräftet werden.
- Bezüglich der tatsächlich bestehenden wirtschaftlichen Probleme sowie der negativen Aussicht sollten aussagekräftige Unterlagen erstellt und bereit gehalten werden
- Im Hinblick auf die besonders relevante Interessenabwägung sollten vor allem die der Gesellschaft und den Anleihegläubigern drohenden Nachteile deutlich herausgestellt werden

Ansprechpartner



Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Venture Capital und Private Equity
- Umstrukturierung von Unternehmen und Konzernen

Ausgewählte Veröffentlichungen

- „Die Abspaltung vinkulierter GmbH-Anteile“, DER BETRIEB 2014, Heft 35, Seite 1976
- „Restrukturierung von Anleihen vor und in der Insolvenz“, BondGuide – Special „Anleihen 2014“, 03/2014 (Sickinger/Radke)
- „Der Teufel steckt im Detail - Gläubigerversammlungen nach dem SchVG in der Praxis“, HV Magazin, 02/2014 (Sickinger/Pfeufer)
- „Rechtliche Aspekte bei der Kapitalbeschaffung über Unternehmensanleihen“, Schwerpunkt Immobilien an der Börse, Immobilien & Finanzierung 13-2013 (Sickinger/Nagel/Bredow)
- „Alternativen zum Forderungsausfall“, Restrukturierung und Delisting von Mittelstandsanleihen, GoingPublic Spezialausgabe Kapitalmarktrecht 2013 (Sickinger/Pfeufer)
- „Schluss ist Schluss!? Versammlungsleitung und Verfahrensfragen“, HV Magazin, 4/2012 (Sickinger/Pfeufer)
- „Rückkaufprogramme für Mittelstandsanleihen – vorzugsweise als öffentliches Rückkaufangebot“, AG 2012, Heft 18, R257-R258 (Sickinger/Bredow)

Sonstiges

- Mitglied im erweiterten Vorstand des Private Equity Forums NRW
- Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius
- Empfohlen von führenden Fachveröffentlichungen: JUVE Rechtsmarkt, Wirtschaftswoche Guide M&A und Corporate Finance

Magnusstraße 13

50672 Köln

T +49 221 20 52-596

F +49 221 20 52-1

m.sickinger@heuking.de

Ansprechpartner



Boris Dürr

Rechtsanwalt / Partner

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Private Equity
- Aktien- und Kapitalmarktrecht

Veröffentlichungen

- Kommentierung der §§ 133 –141 AktG (Stimmrecht, Vorzugsaktien) und §§ 183 – 206 AktG (ordentliche Kapitalerhöhung, bedingte Kapitalerhöhung, genehmigtes Kapital) in Wachter, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage 2014
- Stimmverbot für Vorstände und Aufsichtsräte auch bei Absicht der Stimmabgabe für Sonderprüfung, EWiR 2011, 69
- Verbot der Einlagenrückgewähr gilt im faktischen Konzern nur eingeschränkt, GWR 2010, 62
- Durchführung einer "Bis-zu-Kapitalerhöhung" nur innerhalb eines begrenzten Zeitraums zulässig, GWR 2009, 375
- Gewährung eines Greenshoe aus genehmigtem Kapital zulässig, GWR 2009, 112

Sonstiges

- Aufsichtsratsvorsitzender bzw. Aufsichtsratsmitglied diverser Aktiengesellschaften
- Referent bei diversen Seminaren zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Themen
- Empfohlen in JUVE 2014/2015 für Bereich M&A und Private Equity

Prinzregentenstr. 48

80538 München

T +49 89 54031-132

F +49 89 54031-532

b.duerr@heuking.de

**Berlin**

Unter den Linden 10 · 10117 Berlin
T +49 30 88 00 97-0 · F +49 30 88 00 97-99
berlin@heuking.de

**Brüssel**

Rue Froissart 95 · 1040 Brüssel · Belgien
T +32 2 646 20-00 · F +32 2 646 20-40
brussels@heuking.de

**Chemnitz**

Weststraße 16 · 09112 Chemnitz
T +49 371 382 03-0 · F +49 371 382 03-100
chemnitz@heuking.de

**Düsseldorf**

Georg-Glock-Straße 4 · 40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00 · F +49 211 600 55-050
duesseldorf@heuking.de

**Frankfurt**

Goetheplatz 5-7 · 60313 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-0 · F +49 69 975 61-200
frankfurt@heuking.de

**Hamburg**

Neuer Wall 63 · 20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0 · F +49 40 35 52 80-80
hamburg@heuking.de

**Köln**

Magnusstraße 13 · 50672 Köln
T +49 221 20 52-0 · F +49 221 20 52-1
koeln@heuking.de

**München**

Prinzregentenstraße 48 · 80538 München
T +49 89 540 31-0 · F +49 89 540 31-540
muenchen@heuking.de

**Zürich**

Bahnhofstrasse 3 · 8001 Zürich · Schweiz
T +41 44 200 71-00 · F +41 44 200 71-01
zuerich@heuking.ch

www.heuking.de