

LEGAL, RESTRUKTURIERUNG & SANIERUNG

von Dr. Christian Becker, Partner und Rechtsanwalt, und
Dr. Lutz Pospiech, Partner und Rechtsanwalt, GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten

Anleiherestrukturierung 2024/2025: Aktuelle Strategien zur Refinanzierung

Aufgrund des steigenden Refinanzierungsdrucks müssen sich zahlreiche Anleiheemittenten spätestens jetzt näher mit den Möglichkeiten zur Restrukturierung der von ihnen emittierten Anleihen auseinandersetzen. Dies betrifft u.a. viele Emittenten aus dem Immobilienbereich, die durch die aktuelle Immobilienkrise, vor allem durch die gestiegenen Zinsen und Baukosten sowie den damit verbundenen Einbruch des Transaktionsmarkts, besonders hart getroffen sind. Neben Anschlussfinanzierungen durch Folgeanleihen, Schuldscheinemissionen, Umtauschgeboten oder auch syndizierten Krediten werden Emittenten insbesondere versuchen, die Refinanzierung nach den Möglichkeiten des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) oder des Gesetzes über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG) in Angriff zu nehmen.



Dr. Christian Becker (li.)

ist Rechtsanwalt und Partner am Münchner Standort von **GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB**. Er berät national und international tätige Unternehmen im Gesellschaftsrecht. Seine Beratungsschwerpunkte liegen dabei in den Bereichen M&A, Private Equity, Kapitalmarktrecht und (Anleihe-) Restrukturierungen. In seiner Rolle als Gastdozent an der **Frankfurt School of Finance & Management** teilt er sein umfangreiches Wissen und seine praktischen Erfahrungen ferner mit Studierenden und Fachleuten.

Dr. Lutz Pospiech

ist Rechtsanwalt und Partner am Münchner Standort von **GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB**. Er berät nationale und internationale Unternehmen in den Bereichen Gesellschaftsrecht und M&A, insbesondere auch im Zusammenhang mit Kapitalmarkttransaktionen (ECM/DCM) und Hauptversammlungen. Seine Beratungsschwerpunkte liegen im Aktien- und Kapitalmarktrecht. Über besondere Expertise verfügt er zudem bei Unternehmensanleihen.

Wenn absehbar ist, dass Rückzahlung und Refinanzierung der Anleihen zur Endfälligkeit nicht möglich sind, sollte bis spätestens zwölf Monate vor der Endfälligkeit eine Lösung gefunden werden. Sowohl das SchVG als auch das StaRUG bieten die Möglichkeit, außerhalb einer Insolvenz durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger, die Laufzeit der Anleihen zu verlängern, Zinsen anzupassen, Schuldverschreibungen in Anteile umzuwandeln (Debt Equity Swap) und weitere Änderungen der Anleihebedingungen vorzunehmen.

SchVG: Möglichkeiten zur Anpassung von Anleihebedingungen

Restrukturierungsmaßnahmen nach Maßgabe des SchVG sind nur dann möglich, wenn die Anleihebedingungen vorsehen, dass die Anleihegläubiger nach Maßgabe der §§ 5 ff. SchVG durch Mehrheitsbeschluss der Änderung der Anleihebedingungen zustimmen und/oder einen gemeinsamen Vertreter bestellen können.

Wesentliche Änderungen der Anleihebedingungen bedürfen (i) eines Beschlussfähigkeitsquorums und (ii) einer qualifizierten Mehrheit von mindestens 75% der

teilnehmenden Stimmrechte. Die (erste) Anleihegläubigerversammlung (AGV) ist gemäß § 15 III 1 SchVG nur beschlussfähig, wenn wertmäßig mindestens die Hälfte der ausgegebenen Schuldverschreibungen vertreten ist. Dieses jedenfalls für Publikumsanleihen sehr hohe Präsenzerfordernis hat häufig zur Folge, dass mangels Erreichens dieses Quorums eine zweite AGV durchgeführt werden muss. Für die zweite AGV gilt ein reduziertes Beschlussfähigkeitsquorum. Diese ist beschlussfähig, wenn mindestens 25% der ausstehenden Schuldverschreibungen vertreten sind.

Haben die Anleihegläubiger die Restrukturierungsmaßnahmen mit der notwendigen Stimmenmehrheit beschlossen und/oder einen gemeinsamen Vertreter bestellt, entfalten diese Beschlüsse für alle Anleihegläubiger Bindungswirkung (§ 5 II SchVG) – unabhängig davon, ob diese an der Beschlussfassung mitgewirkt und/oder gegen diese Beschlüsse gestimmt haben.

Restrukturierung nach StaRUG: Ein Rettungsanker für Emittenten

Scheitert eine Anleiherestrukturierung nach dem SchVG und ist der Emittent drohend zahlungsunfähig, nicht aber

insolvenzrechtlich überschuldet und/oder zahlungsunfähig, kommt eine Änderung der Anleihebedingungen mit den Instrumenten des StaRUG in Betracht. Im Gegensatz zu den Maßnahmen der §§ 5 ff. SchVG gelten die StaRUG-Regelungen auch, wenn dies nicht explizit in den Anleihebedingungen vorgesehen ist.

Das StaRUG bietet notleidenden Unternehmen die Möglichkeit, mithilfe eines Restrukturierungsplans u.a. (i) Restrukturierungsforderungen der Anleihegläubiger (§ 2 I Nr. 1 StaRUG) und (ii) die Anleihebedingungen zu gestalten (§ 2 II 1 StaRUG). Zur Annahme des Restrukturierungsplans ist eine Dreiviertelmehrheit der Forderungen der jeweils in Gruppen aufgeteilten Gläubiger notwendig. Diese Mehrheit von 75% bezieht sich dabei auf den Nennbetrag der Forderungen der jeweiligen Gruppe (vgl. § 25 I StaRUG).

In der Praxis wird nach einer Anzeige der Restrukturierungssache beim Restrukturierungsgericht in einer von diesem einberufenen AGV ein gemeinsamer Vertreter für alle Anleihegläubiger gewählt. Dieser vertritt dann qua Gesetz alle Stimmen der Anleihegläubiger bei der Abstimmung über einen Restrukturierungsplan.

Gängige Restrukturierungskonzepte: Angepasst an die Unternehmenslage

Das konkrete Restrukturierungsmodell und seine Umsetzung hängen dabei von vielen Faktoren ab, insbesondere von der konkreten wirtschaftlichen und finanziellen Situation des Unternehmens und der Gläubigerstruktur. Dabei ist die Anleiherestrukturierung zumeist auch nur ein Baustein einer umfassenden operativen und finanziellen Restrukturierung des Unternehmens und sollte sich in das Gesamtrestrukturierungskonzept einfügen.

„Amend & Extend“: Die effiziente Alternative zur Anleiherestrukturierung

Ein Emittent unter Refinanzierungsdruck kann seinen Anleihegläubigern vorschlagen, durch eine Änderung der Anleihebedingungen die Laufzeit der betreffenden Anleihe zu verlängern. Die Laufzeitverlängerung kann dem Emittenten dann die nötige „Luft“ verschaffen, um die erforder-



Foto: © freepik.com

lichen Cashflows für die Rückzahlung oder (Teil-)Refinanzierung einer Anleihe zu erwirtschaften.

Diese Art der Anleiherestrukturierung kann allerdings nur dann gelingen, wenn der Emittent über ein gesundes operatives Geschäft verfügt. Die Anleihegläubiger müssen darauf vertrauen können, dass der Emittent – zumindest mittel- bis langfristig – die erforderlichen Cashflows für die Rückführung seiner Unternehmensfinanzierung erwirtschaften kann. Ist dies der Fall, dann dürfte die Laufzeitverlängerung gute Aussichten auf die Zustimmung der Anleihegläubiger haben. Es handelt sich dann auch aus Sicht der Anleihegläubiger um ein ausgewogenes Refinanzierungskonzept, das ihre Interessen berücksichtigt.

Für den Emittenten hat die Laufzeitverlängerung der Anleihe den Vorteil, dass er keine neuen Mittel von Investoren einwerben muss. Zudem werden die Kosten für die Refinanzierung einer Anleihe durch eine bloße Anpassung der Anleihebedingungen regelmäßig deutlich geringer ausfallen als die Emissionskosten für die Platzierung neuer Wertpapiere. Der Emittent kann für die Laufzeitverlängerung der Anleihe auf die bestehende Investorenbasis zurückgreifen. Anders als bei umfassenden Restrukturierungsmaßnahmen auf der Grundlage des SchVG (z.B. beim Debt Equity Swap) kann bei einer bloßen Verlängerung der Anleihe in vielen Fällen

die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters entbehrlich sein. Jedenfalls bedarf es hierfür keines weiteren von der BaFin zu billigenden Wertpapierprospekts.

Debt Equity Swap: Ultima Ratio für Unternehmen in der Krise

Bricht der Unternehmenswert in den Anleiheverbindlichkeiten, hat das Management über eine Umwandlung der Anleiheverbindlichkeiten in Eigenkapital nachzudenken.

Eine (teilweise) Entschuldung eines Unternehmens durch die Umwandlung von Finanzverbindlichkeiten in Eigenkapital ist nur dann sinnvoll und kann auch nur dann erfolgreich sein, wenn die finanzielle Restrukturierung Teil eines umfassenden Sanierungskonzepts darstellt. Hierzu gehört insbesondere die operative Sanierung mit dem Ziel, die Umsatzerlöse zu stabilisieren bzw. zu steigern und die Kostenseite dem veränderten Zuschnitt des Unternehmens anzupassen. Die Entschuldung des Unternehmens mittels eines Debt Equity Swaps kann dabei nur ein (nicht unwesentlicher) Baustein für das Gelingen der Unternehmenssanierung sein.

Die Anleihegläubiger müssen die Umwandlung der Schuldverschreibungen in Anteile an einer Gesellschaft beschließen. Regelmäßig wird die Schaffung der neuen Aktien, die den Anleihegläubigern im Tausch gegen die Schuldverschreibungen

angeboten werden, im Rahmen eines sogenannten Kapitalschnitts umgesetzt. Dabei wird in einem ersten Schritt das Grundkapital der Gesellschaft im Wege einer vereinfachten Kapitalherabsetzung (§§ 229, 222 AktG) reduziert. Eine derartige vereinfachte Kapitalherabsetzung kann nur dazu dienen, Wertminderungen auszugleichen, sonstige Verluste zu decken oder Beträge in die Kapitalrücklage (im Umfang wie in § 231 AktG geregelt) einzustellen. Dadurch kann eine Bilanzsanierung erreicht werden, mit der das Grundkapital an das aufgrund von Verlusten und Wertminderungen verminderte Eigenkapital angepasst wird. In einem zweiten Schritt baut dann auf diese Kapitalherabsetzung eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen auf. Die Sacheinlagegegenstände sind hierbei die Forderungen der Anleihegläubiger aus den von ihnen gehaltenen Schuldverschreibungen.

Entscheidend für den Erfolg einer entsprechenden Sachkapitalerhöhung ist, dass die Schuldverschreibungen in Höhe des aktienrechtlichen Sachkapitalerhöhungsbetrags werthaltig sind und diese

Werthaltigkeit durch einen gerichtlich bestellten Sachkapitalerhöhungsprüfer bestätigt wird. Letztlich hängt der Umfang der Werthaltigkeit der Schuldverschreibungen davon ab, ob und in welchem Umfang die Gesellschaft in der Lage ist, ihren Anleiheverpflichtungen nachzukommen.

Die Bedeutung eines Sanierungsgutachtens für die Anleiherestrukturierung

Um den Anleihegläubigern eine umfassende Informationsgrundlage zu bieten, sollten ausführliche Informationen über den Emittenten in Form eines komprimierten Infomemos in der Einladung zur AGV zur Verfügung gestellt werden. Darzustellen sind insbesondere das Geschäftsmodell des Emittenten, die Gründe für die wirtschaftliche Krise, aktuelle Finanzkennzahlen sowie das Gesamtanierungskonzept und die einzelnen Sanierungsmaßnahmen. Diese umfangreichen Informationen werden regelmäßig zu flankieren sein durch ein Sanierungsgutachten eines Wirtschaftsprüfers – idealerweise in Form eines Gutachtens nach Maßgabe des Standards IDW S6 oder eines sogenannten Independent Business Reviews (IBR).

In dem Sanierungsgutachten können das Sanierungskonzept des Emittenten und seine Planung ausführlich erläutert und von dem Wirtschaftsprüfer zugleich plausibilisiert werden. Durch ein solches Sanierungsgutachten erhalten die Anleihegläubiger weitere Hintergrundinformationen und auch Planzahlen des Emittenten, die ihnen eine Bewertung des vorgeschlagenen Konzepts zur Anleiherestrukturierung und der einzelnen Maßnahmen ermöglichen.

Einfluss der Gläubigerstruktur auf den Restrukturierungsprozess

Der Prozess der Anleiherestrukturierung ist auch von der Struktur der Anleiheinvestoren abhängig. Institutionelle Investoren, insbesondere Hedgefonds, sind sehr aktiv und bringen sich oftmals nach Formierung in einer Ad-hoc-Gruppe unmittelbar in den Prozess der Verhandlung des Restrukturierungskonzepts ein oder stoßen diesen sogar an. Sie stellen in diesem Zusammenhang weitergehende

Forderungen und verlangen häufig neben Eigenkapitalbeträgen teils erhebliche Zinserhöhungen, die Zahlung von Consent Fees, umfassende Nachbesicherungen sowie die Aufnahme von Financial- und weiteren Covenants in der Anleiedokumentation. Dies führt regelmäßig auch zu ganz erheblichen Restrukturierungskosten, die in der Planung zu berücksichtigen und durch die Aufnahme weiterer Finanzmittel zu finanzieren sind.

Bei breiter gestreuten Publikumsanleihen, die vor allem bei Privatanlegern platziert wurden, wird der Prozess der Anleiherestrukturierung regelmäßig vom Emittenten eingeleitet. Wenn der Emittent den Anleihegläubigern einen angemessenen Beschlussvorschlag unterbreitet und ein transparenter Restrukturierungsprozess stattfindet, hat dieser Vorschlag eine große Chance, so oder mit leichten Anpassungen von den Anleihegläubigern angenommen zu werden.

Fazit: Erfolgsfaktoren für die Anleiherestrukturierung

Die Anleiherestrukturierung – sowohl nach Maßgabe des SchVG als auch vermehrt im Rahmen von StaRUG-Sanierungen – hat auch im Jahr 2024 unverändert hohe Praxisrelevanz. Der fortbestehende Refinanzierungsdruck zahlreicher Emittenten lässt auch für die kommenden Jahre viele Anleihegläubigerversammlungen erwarten, auf denen konkrete Maßnahmen zur Restrukturierung der jeweiligen Anleihen beschlossen werden können. Um die erforderlichen Quoren und Mehrheiten der Anleihegläubiger zu erreichen, hat ein Emittent ein faires und marktgängiges Restrukturierungskonzept vorzuschlagen. Entscheidend ist nach unseren Erfahrungen zudem, dass der Emittent den Prozess möglichst transparent für die Anleihegläubiger gestaltet. Durch die Erstellung eines Sanierungsgutachtens (IDW S6 oder IBR) lässt sich die Transaktionssicherheit bei der Restrukturierung einer Anleihe deutlich erhöhen. Grundvoraussetzung für ein Gelingen der Anleiherestrukturierung bleibt, dass der Emittent die erforderlichen Beschlussfassungen der Anleihegläubiger rechtzeitig anstößt und sich in diesem Bereich erfahrene Berater an Bord holt.



Foto: © adobe.firefly.com