

# Anleihen in der Insolvenz

Prof. Rolf Rattunde

Banken verkaufen lieber Kredite, als sie zu vergeben; Investoren wollen Risikozinsen statt Staatsanleihen und Festgeld: Idealbedingungen für Unternehmer, die Mittelstandsanleihen emittieren. Seit der Finanzmarktkrise nimmt der Kapitalmarkt begierig deutsche High-Yield-Bonds auf, zumal, wenn sie einen bekannten Namen tragen. Inzwischen gibt es die ersten Restrukturierungen, auch Insolvenzen von Emittenten. Das stellt Krisenberater, Unternehmer und Gläubiger vor neue, gänzlich unerwartete Probleme.



Denn unser Schuldverschreibungsrecht ist hierauf nicht eingerichtet. Zwar hat der Gesetzgeber Organe bestimmt, durch die die Gesamtheit aller Anleihegläubiger mit möglichst einer Stimme sprechen und Beschlüsse fassen können, um die Anleihebedingungen in der Krise und der Insolvenz des Emittenten zu ändern. Sonst wäre eine Restrukturierung oder die Annahme eines Insolvenzplans nur erreichbar, wenn die – zum Teil weltweit verstreuten – Obligationäre ihre Rechte alle einzeln geltend machen müssten. Eine gesonderte Gläubigerversammlung, sowohl in der Krise als auch in der Insolvenz, ist vorgesehen, und diese kann einen gemeinschaftlichen Vertreter bestellen. Doch dessen Kompetenz ist zweifelhaft, und der Weg zu ihm ist dornreich.

Tatsächlich muss man für die meisten deutschen Anleihen tief in die Rechtsgeschichte schauen: Zwar hat der Gesetzgeber ein neues, modernes Schuldverschreibungsgesetz gegeben, aber erst mit Wirkung zum 4. August 2009. Für alle deutschen Emissionen vor diesem Stichtag gelten parallel das Bürgerliche Gesetzbuch von 1896 (§§ 793 – 808) und das Schuldverschreibungsgesetz vom 04.12.1899.

Dieser Umstand verleitet viele deutsche Emittenten bei der Emission ihrer Anleihen zur Wahl einer ausländischen Zweck-Finanzierungsgesellschaft, auf deren Emissionen dann ausländisches, meist niederländisches oder anglophones Anleiherecht Anwendung findet.

Das deutsche Schuldverschreibungsrecht verfiel demgegenüber zusehends, der letzte veröffentlichte Kommentar zum SchVG 1899 wurde vor dem 2. Weltkrieg aufgelegt. Das liegt an mangelnder Sanierungseignung: Beschlüsse der Gläubigerversammlung können nämlich lediglich Stundungen aussprechen und auf Zins- und Nebenleistungen verzichten, nicht aber auf das Kapital, so dass das SchVG 1899 eine Restrukturierung regelmäßig verhindert. Diesen Missstand wollte der Gesetzgeber 2009 beheben und hat deshalb geregelt, dass für Inhaber von Alt-Anleihen durch eine qualifizierte Mehrheit beschlossen werden kann, dass das neue Gesetz auf sie Anwendung findet (Opt-in). Allerdings hat die Rechtsprechung das Opt-in wiederum beschränkt, und zwar auf die „echten“ deutschen Alt-Anleihen, nicht also auf die ausländischer Finanzierungstöchter. Dies hat das OLG Frankfurt in seinen vielbeachteten (und kritisierten) Entscheidungen zu Q-Cells und Pfeiderer letztinstanzlich beschlossen und so den Weg dieser Konzerne von der Restrukturierung zur Insolvenz gewiesen. Inzwischen besteht im Falle Q-Cells wegen der richtigen Behandlung der Alt-Anleihen durch die Sanierungsberater ein heftiger Streit mit dem Insolvenzverwalter, der, wie in der Wirtschaftspresse zu lesen ist, beteiligte Berater und Organe auf den Ersatz von Insolvenzverschleppungsschäden verklagt. Ein Beweis für die Wichtigkeit des richtigen Umgangs mit Emissionen!

Nach dem SchVG 2009 können jetzt Beschlüsse mit qualifizierter Mehrheit (75 %) für Neu-Emissionen und optierte Alt-Anleihen über einen Verzicht, einen Ver-

gleich oder eine Veränderung der wesentlichen Emmissionsbedingungen befinden. Wirksam werden solche Beschlüsse allerdings nur, wenn nicht die – binnen Monatsfrist mögliche – Anfechtungsklage gegen den Beschluss erhoben wird. Diese Klage wirkt suspendierend und verhindert auch die Tätigkeit eines gemeinschaftlichen Vertreters, §§ 20, 21 SchVG 2009. Allerdings kann das zuständige Oberlandesgericht entsprechend dem aktienrechtlichen Freigabeverfahren (§ 246a AktG) den Gläubigerbeschlüssen zur endgültigen Wirksamkeit verhelfen, wenn es die Dringlichkeit für vorrangig gegenüber den Klagen hält; so geschehen etwa im Beschluss des OLG Köln („SolarWorld“).

War in der Krise des Emittenten noch keine Gläubigerversammlung der Obligationäre einberufen, so findet sie in der Insolvenz nach Einberufung durch das Insolvenzgericht statt. Auf der Tagesordnung steht die Wahl eines gemeinschaftlichen Vertreters, und wiederum ist zwischen Alt- und Neu-Emissionen zu unterscheiden: Zwar kann die Gläubigerversammlung bei Alt-Anleihen einen gemeinschaftlichen Vertreter wählen, doch sind dessen Befugnisse unklar.

Dem Gesetz ist weder zu entnehmen, ob er an einem Insolvenzplanverfahren mitwirken darf, noch ist sichergestellt, dass er sich über das Votum dissertierender Minderheitsgläubiger hinwegsetzen kann. Die dürftige Regelung im SchVG 1899 regelt nicht einmal Fragen der Beschlussfähigkeit, Formen, Fristen oder Quoren.

Anders nach SchVG 2009: Hier kann ein gemeinsamer Vertreter gewählt werden, der ein gegenüber den Einzelstimmrechten verdrängendes Mandat hat, sich also der Mehrheitsentscheidung fügen kann. Zugleich ist klagelöst, dass die Gläubigerversammlung sich ausschließlich nach der Insolvenzordnung richtet, was ihre Formalitäten betrifft.

Was allerdings nicht geregelt ist, und was dann die praktische Umsetzung der Restrukturierung in der Insolvenz erheblich erschwert, ist die Frage, wer für die Kosten (Vergütung, Versicherung etc.) der Gläubigervertretung aufzukommen hat. Vor einer Insolvenz ist klar, dass für die Kosten für den Gläubigervertreter und seine Auslagen der Schuldner aufzukommen hat. Das mag auch innerhalb der Insolvenz so sein, jedoch ist dort unregelt, ob die Kosten sogenannte Masseverbindlichkeiten sind. Und nur solche dürften im Rahmen eines Insolvenzverfahrens aus der Masse bezahlt werden, § 54 InsO, andernfalls ginge der Erstattungsanspruch ins Leere, gerichtet auf eine Insolvenzquote. Die Restrukturierung in der Insolvenz wäre undurchführbar.

Hier kann ein Insolvenzplan Abhilfe schaffen, der mit Rechtskraft eine für alle Beteiligten und damit auch für den gemeinschaftlichen Vertreter verbindliche Regelung enthalten wird. In einem Insolvenzplan können auch die übrigen Probleme einer Lösung zugeführt werden, die sich innerhalb (und außerhalb) einer Insolvenz für die Anleihenrestrukturierung stellen. Bei Alt-Anleihen ist ein Verzicht ohnehin nur im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens möglich, wenn nicht ein wirksamer Opt-in-Beschluss gefasst ist. Und einen Insolvenzplan wird vorlegen (müssen), wer mehrere Anleihen, womöglich unterschiedlichen Emmissionsdatums oder unterschiedlich besichert, emittiert und deswegen gezwungen ist, seine Gläubiger ungleich zu behandeln.

In der freien Restrukturierung ein Unding, weil es den Vorwurf gläubigerbenachteiligenden Verhaltens intendiert. Im Insolvenzplanverfahren dagegen ist dies möglich. Gleichzeitig kann geregelt werden, dass die Zahlungen auf die Anleihen über das übliche Clearstream-Verfahren, nicht nach der Insolvenztabelle zu erfolgen haben. Und schließlich ist die Restrukturierung im Insolvenzplanverfahren auch durch einen Debt-Equity-Swap möglich, den es ohne Insolvenzplan nur unter Einhaltung der gesellschaftsrechtlichen Formalitäten gibt. Stattdessen hat das Insolvenzrecht nach Inkrafttreten des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) im Jahre 2012 hier die vereinfachte Möglichkeit geschaffen, gesellschaftsrechtliche Wirkungen (auch ohne Hauptversammlung) durch Gläubigerbeschluss im Insolvenzplanwege herbeizuführen und so den Gläubigern statt einer Quote wenigstens eine Kapitalbeteiligung zu verschaffen (Pfleiderer).

Für die Inhaber von Obligationen und ihre Berater stellen sich beim Erwerb derartiger Papiere deswegen auch neuartige Fragen: Handelt es sich um Alt- oder Neuemissionen? Ist ein gemeinschaftlicher Vertreter, womöglich in den Anleihebedingungen bestellt? Gibt es bei Neuemissionen eine Opt-in-Möglichkeit? Und lassen sie Restrukturierungen zu?

Die Praxis zeigt, dass schon bei dem Entwurf von Anleihebedingungen sinnvolle Restrukturierungsansätze, die möglich gewesen wären, unterlassen wurden, weil bei der Emission noch nicht an die Restrukturierung gedacht worden war.



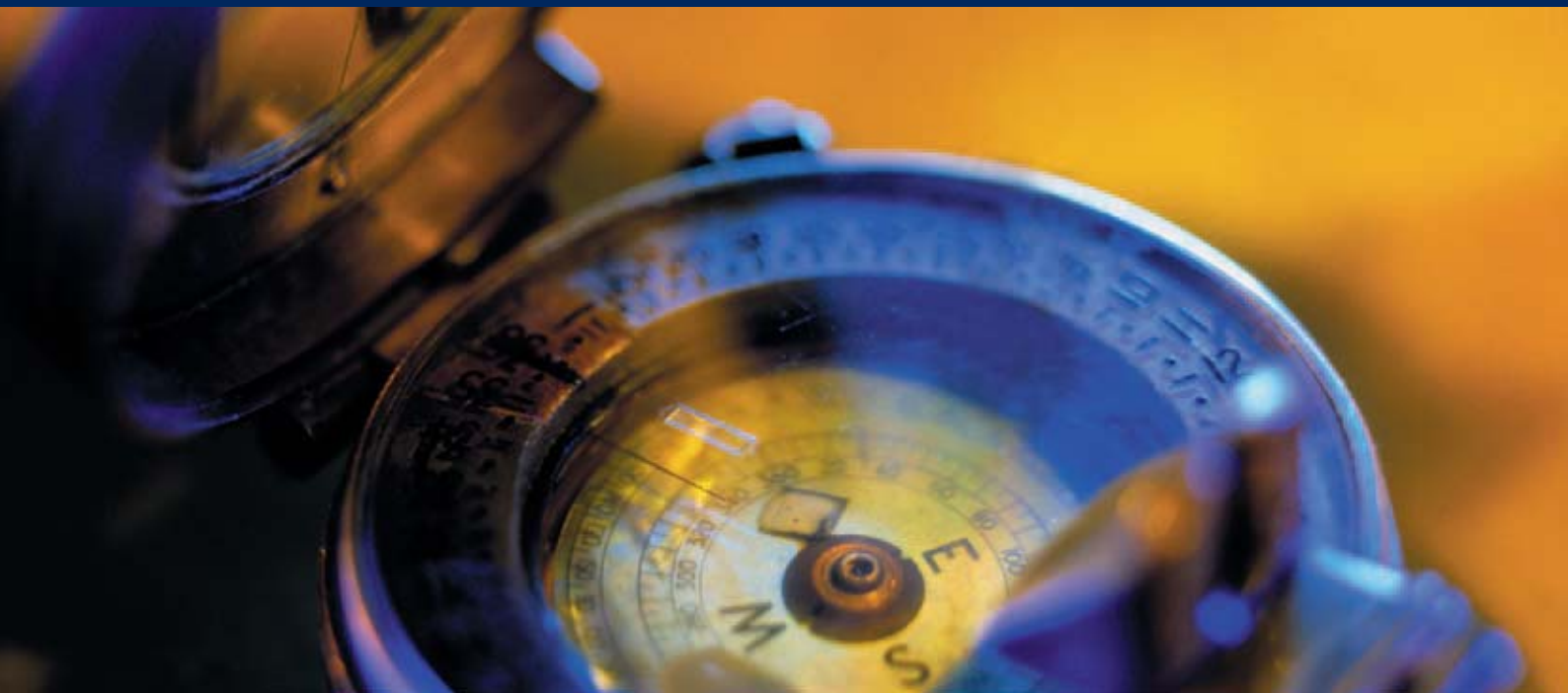
Prof. Rolf Rattunde  
Rechtsanwalt | Partner | Insolvenz-  
verwalter | Notar in Berlin  
Fachanwalt für Steuerrecht | Fach-  
anwalt für Insolvenzrecht

Honorarprofessor für deutsches  
und europäisches Insolvenzrecht und  
das Recht der Kreditsicherheiten  
an der Hochschule für Technik  
und Wirtschaft Berlin

Kurfürstendamm 26a  
10719 Berlin

Telefon 030 885 903-0  
Telefon 030 885 903-100  
E-Mail r.rattunde@leonhardt-  
rattunde.de  
Internet www.leonhardt-rattunde.de

# WIR GESTALTEN ERFOLGE



**Dr. Wieselhuber & Partner (W&P)** ist eine unabhängige, branchenübergreifende Top-Management-Beratung für Familienunternehmen sowie öffentliche Institutionen. Im Fokus der Beratungsleistung stehen die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie und Innovation, Führung und Organisation, Marketing und Vertrieb, Operations sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Restrukturierung und Finanzierung. Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

**Als unabhängige Top-Management-Beratung** vertreten wir einzig und allein die Interessen unserer Auftraggeber zum Nutzen des Unternehmens und seiner Stakeholder. Wir wollen nicht überreden, sondern geprägt von Branchenkenntnissen, Methoden-Know-how und langjähriger Praxiserfahrung überzeugen. Und dies jederzeit objektiv und eigenständig.

**Unser Anspruch ist es**, Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.

STRATEGIE & INNOVATION

---

ORGANISATION & FÜHRUNG

---

MARKETING & VERTRIEB

---

OPERATIONS

---

RESTRUKTURIERUNG & FINANZIERUNG



**Dr. Wieselhuber & Partner GmbH**  
Unternehmensberatung

[info@wieselhuber.de](mailto:info@wieselhuber.de)  
[www.wieselhuber.de](http://www.wieselhuber.de)