

LEGAL & RESTRUKTURIERUNG

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

Anleiherestrukturierung im Zusammenhang mit dem StaRUG

Neben der Möglichkeit der Anleiherestrukturierung nach dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) besteht nunmehr seit Inkrafttreten des Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetzes (StaRUG) am 1. Januar 2021 eine weitere Möglichkeit der Sanierung außerhalb eines Insolvenzverfahrens. Soll eine Anleihe nach dem StaRUG restrukturiert werden, dann sind die Anleihegläubiger in einen Restrukturierungsplan einzubeziehen und für sie gelten die allgemeinen Regelungen des StaRUG. Prominentes Praxisbeispiel ist die aktuelle (Anleihe-)Restrukturierung des Modeherstellers ETERNA, die im Rahmen eines Sanierungsverfahrens nach dem StaRUG umgesetzt werden soll.

Grundlagen des StaRUG

Das StaRUG eröffnet Unternehmen in der Krise die Möglichkeit, durch Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger, die von der Sanierung betroffen sein sollen, im Vorfeld und außerhalb einer Insolvenz Sanierungen rechtssicher durchzuführen. Das StaRUG findet Anwendung für Unternehmen, denen die Zahlungsunfähigkeit

i.S.d. § 18 InsO droht, aber noch nicht eingetreten ist. Kernstück des StaRUG ist der an das Insolvenzplanverfahren angelehnte Restrukturierungsplan, welchen das Unternehmen weitgehend autonom mit den betroffenen Gläubigern verhandeln und von der Mehrheit der betroffenen Restrukturierungsgläubiger beschließen lassen kann. Zudem kann das Unternehmen auf Sanierungsinstrumente aus einem vom neuen Gesetz zur Verfügung gestellten modularen Baukasten zugreifen, um das Sanierungsvorhaben durch Inanspruchnahme verfahrensmäßiger Unterstützungen durch das neu geschaffene Restrukturierungsgericht sowie verschiedene neu geschaffene Instrumente zur Sanierung der Unternehmen zu ermöglichen und umzusetzen.

turierungsplan sind in §§ 2 und 3 StaRUG geregelt. Es können insbesondere die Restrukturierungsforderungen der Anleihegläubiger auf Rückzahlung und Zinsen gestaltet werden (§ 2 I Nr. 1 StaRUG), die Anleihebedingungen geändert (§ 2 II 1 StaRUG) und in gruppeninterne Drittsicherheiten eingegriffen werden. Mit Ausnahme der Schuldnerersetzung gemäß § 5 III Nr. 9 SchVG können somit in einem Restrukturierungsplan nach den Regelungen des StaRUG alle in § 5 III SchVG aufgeführten Maßnahmen beschlossen werden. Der jüngst nochmals angepasste Restrukturierungsplan der eterna Mode Holding GmbH sieht beispielsweise u.a. vor, dass die Rückzahlungs- und Zinsansprüche der Anleihegläubiger mit einer Abfindungsquote von 12,5% bedient werden.



Dr. Christian Becker (li.) ist Rechtsanwalt und Partner im Münchner Büro von **GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB**. Er ist Experte für M&A-Transaktionen, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Zudem ist er auf die Restrukturierung von Unternehmensanleihen spezialisiert.
Dr. Lutz Pospiech, Dipl.-Kfm., ist Rechtsanwalt und assoziierter Partner bei **GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB** in München. Er berät schwerpunktmäßig im Aktien- und Kapitalmarktrecht sowie in den Bereichen M&A und Unternehmensanleihen.

Anleiherestrukturierung im Rahmen des Restrukturierungsplans

Die Inanspruchnahme von Anleiherestrukturierungsmaßnahmen nach den Regelungen des StaRUG setzt nicht voraus, dass die Möglichkeit einer Anleiherestrukturierung – wie für die Anwendbarkeit der §§ 5 ff. SchVG – in den Anleihebedingungen ausdrücklich vorgesehen ist. Die Restrukturierungsmaßnahmen für die Rechte der Anleihegläubiger im Restruk-

Mehrheiten

Soweit Planbetroffene mit unterschiedlichen Rechten von den Regelungen im gestaltenden Teil des Restrukturierungsplans tangiert sind, werden für sie die in § 9 StaRUG vorgesehenen Gruppen gebildet, die dann auch über den Restrukturierungsplan abstimmen. Zur Annahme eines Restrukturierungsplans ist – vorbehaltlich der Möglichkeiten einer gruppenübergreifenden Überstimmung von

Minderheiten nach § 26 StaRUG – die Annahme des Plans durch jede Gruppe mit mindestens 75% der Stimmrechte erforderlich (§ 25 I StaRUG). Die Stimmrechte richten sich für den werthaltig gesicherten Teil der Forderungen der Anleihegläubiger (Absonderungsanwartschaften und gruppeninterne Drittsicherheiten) nach dem Wert der Sicherheiten, für den ungesicherten Teil der Forderungen der Anleihegläubiger nach dem Betrag ihrer Forderungen zzgl. aufgelaufener Zinsen (§ 24 I StaRUG).

Anders als bei der Beschlussfassung der Anleihegläubiger nach den Regelungen

des Schuldverschreibungsgesetzes kommt es für das Erreichen der 75%-Mehrheit nicht auf die bei der Abstimmung anwesenden oder vertretenen (Anleihe-)Gläubiger an. Das Mehrheitserfordernis bezieht sich vielmehr auf alle Forderungen und sonstigen Rechte der jeweiligen Gruppe. Bei Publikumsanleihen wird die Mehrheit von 75% der ausstehenden Forderungen regelmäßig nicht erreicht werden, da bereits das Erreichen eines 25%-Quorums in einer zweiten schuldverschreibungsrechtlichen Anleihegläubigerversammlung regelmäßig Schwierigkeiten bereitet. Dies zeigte sich wiederum am Beispiel der eterna Mode Holding GmbH, bei der



Foto: © hadjanebia – stock.adobe.com

Kernstück ist der Restrukturierungsplan, welchen das Unternehmen weitgehend autonom mit den betroffenen Gläubigern

„ verhandeln kann.

eine angedachte Anleiherestrukturierung nach Maßgabe des SchVG im Sommer dieses Jahres noch an den erforderlichen Mehrheiten gescheitert war.

Bei der Einbeziehung von Anleihen in den Restrukturierungsplan nach dem StaRUG besteht die Möglichkeit, die den Restrukturierungsplan ablehnenden Gläubigergruppen im Wege der gruppenübergreifenden Mehrheitsentscheidung („Cross-Class-Cram-down“) zu überstimmen. Eine solche Überstimmung gemäß § 26 StaRUG kommt dann in Betracht, wenn (i) die Betroffenen durch den Plan nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne Plan stünden, (ii) sie angemessen am wirtschaftlichen Wert der Restrukturierung beteiligt werden und (iii) die Mehrheit der Gruppen zugestimmt hat. Daneben kommt der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters nach den Regelungen des SchVG, der die Rechte sämtlicher Anleihegläubiger bei der Abstimmung wahrnimmt, Bedeutung zu.

Gemeinsamer Vertreter

Zudem sehen die Regelungen nach § 19 VI SchVG i.V.m. § 19 II SchVG vor, dass die Anleihegläubiger einen gemeinsamen



Foto: © Alexander Limbach – stock.adobe.com

Vertreter für alle Gläubiger bestellen können, wenn ein Schuldner Forderungen aus Schuldverschreibungen in ein Instrument des StaRUG einbezieht. Die Einzelheiten hierzu sind derzeit noch recht unklar und erscheinen vom Gesetzgeber wenig durchdacht (vgl. Lürken, ZIP 2021, 1305, 1306 ff.).

Ist bereits in den Anleihebedingungen ein gemeinsamer Vertreter bestellt worden (Vertragsvertreter) oder haben die Anleihegläubiger zuvor durch einen Beschluss nach Maßgabe des SchVG einen gemeinsamen Vertreter bestellt, dann erstarbt dieser nach den Regelungen des § 19 III, VI SchVG mit Einbeziehung von Forderungen aus Schuldverschreibungen in ein Instrument des StaRUG zum sogenannten „starken“ gemeinsamen Vertreter und ist allein berechtigt und verpflichtet, die Rechte der Anleihegläubiger im Restrukturierungsverfahren nach dem StaRUG geltend zu machen. Nach der gerichtlichen Bestätigung eines Restrukturierungsplans (§§ 65, 72 StaRUG) fällt der gemeinsame Vertreter wieder auf seine ihm ursprünglich eingeräumten Kompetenzen zurück.

Mögliches Zusammenspiel von Restrukturierungsplan und Anleiherestrukturierung nach dem SchVG

Parallel zum Restrukturierungsplan kann eine Anleihe nach Maßgabe des SchVG

restrukturiert werden, wenn die Anleihegläubiger nicht in den Restrukturierungsplan einbezogen werden. Da die Umsetzung der einen Maßnahme von der Wirksamkeit der jeweils anderen abhängen soll, sind sie folgendermaßen miteinander zu verknüpfen: Der Vollzug der gefassten Beschlüsse der Anleihegläubiger wird an die Bedingung geknüpft, dass der Restrukturierungsplan bestätigt worden ist. Umgekehrt wird der Restrukturierungsplan die Bedingung (§ 62 StaRUG) enthalten, dass dieser erst dann zu bestätigen ist, wenn die Beschlüsse nach dem SchVG wirksam gefasst worden sind.

Bewertung der Möglichkeiten einer Anleiherestrukturierung innerhalb und außerhalb eines Restrukturierungsplans

Die Restrukturierung nach dem StaRUG und dem SchVG stehen gleichrangig nebeneinander. Im Gegensatz zum schuldverschreibungsrechtlichen Restrukturierungsverfahren, das für jede Anleihe getrennt durchlaufen werden muss, können beim StaRUG-Verfahren sämtliche Anleihen eines Emittenten in den einen Restrukturierungsplan einbezogen werden. Dies erscheint effizienter und kostengünstiger. Zudem bietet das StaRUG-Verfahren die Möglichkeit, nach den Anleihebedingungen fällig werdende Anleiheverbindlichkeiten – insbesondere für Zinsen und auf Rückzahlung der Anleihe –

einer gerichtlich angeordneten Vollstreckungssperre (§ 49 I Nr. 1 StaRUG) zu unterwerfen. Eine vergleichbare Möglichkeit ist im SchVG nicht vorgesehen. Des Weiteren ist das Rechtsschutzregime gegen den Bestätigungsbeschluss des Restrukturierungsplans mit der sofortigen Beschwerde gemäß § 66 StaRUG gegenüber der dem Aktienrecht angelehnten Anfechtungsklage gegen Beschlüsse der Anleihegläubiger nach § 20 SchVG weniger blockadefreundlich.

Jedenfalls bei börsennotierten, breit gestreuten Anleihen wird es sich oftmals als eine sehr hohe Hürde erweisen, die erforderliche 75%-Mehrheit zu erreichen, da sich nur ein kleiner Teil der Anleihegläubiger an der Abstimmung über den Restrukturierungsplan beteiligen wird. Dies zeigen die Erfahrungen bei Anleiherestrukturierungen nach dem SchVG. In diesem Fall müsste die Gruppe der Anleihegläubiger durch einen Cross-Class-Cram-down überstimmt werden. Ist ein gemeinsamer Vertreter für die Anleihegläubiger bestellt, ist dagegen die 100%-Zustimmung der Anleihegläubiger gesichert, wenn der gemeinsame Vertreter im Vorfeld seine Zustimmung zum Restrukturierungsplan signalisiert hat.

Fazit

Ein Emittent in der Krise wird die Entscheidung darüber, ob er eine Anleiherestrukturierung nach den Regelungen des StaRUG oder des SchVG durchführt, von den Umständen des konkreten Einzelfalls abhängig machen. Wesentliche Aspekte werden dabei sein, welche Zustimmungquoten erwartet werden, wie sich die Gläubigergruppen des Restrukturierungsplans zusammensetzen und wie dort die Stimmen bzw. Forderungen verteilt sind. Entscheidungserheblich wird regelmäßig auch sein, ob bereits ein gemeinsamer Vertreter für alle Anleihegläubiger in den Anleihebedingungen oder durch einen vorherigen Beschluss der Anleihegläubiger bestellt worden ist. In der Praxis ist ein Trend zu erwarten, dass bereits bei Emission ein gemeinsamer Vertreter in den Anleihebedingungen bestellt wird.