

12,50 EUR



# BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen

März 2015

In Kooperation mit

GoingPublic  
—Magazin



SPECIAL

# Anleihen 2015

5. Jg.

*Finanzierung für den Mittelstand*

powered by





## LEGAL

VON CHRISTIAN GROSCHUPP,  
SENIOR MANAGER RESTRUCTURING & FINANCE,  
DR. WIESELHUBER & PARTNER GMBH

# Insolvenz kein Königsweg mehr

## Die Restrukturierung von Anleihen – Auswertung einer Studie

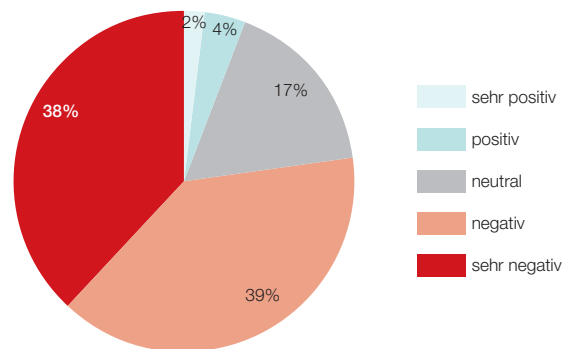
Anleihen sind ein fester Bestandteil der Unternehmensfinanzierung. Durch die Etablierung der entsprechenden Segmente an verschiedenen Börsenplätzen in Deutschland sind mittlerweile auch Anleiheemissionen für den Mittelstand attraktiv geworden. Gerät ein Emittent in eine wirtschaftliche Schieflage, so gelten bei der Unternehmensrestrukturierung besondere Rahmenbedingungen. Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG, 2009) hatte dabei zum Ziel, Sanierungsbemühungen von notleidenden Schuldnern und deren Anleihen deutlich zu erleichtern. Im Herbst 2014 führte Dr. Wieselhuber & Partner eine Befragung bei Mitarbeitern der Sanierungsabteilungen von Banken und Sparkassen, Rechtsberatern sowie Insolvenzverwaltern und Emissionsberatern zu den besonderen Rahmenbedingungen durch.

### Zentrale Ergebnisse der Studie

Die Auswertung der Befragung zeigt grundsätzlich: Die Sanierung von Anleihen ist komplexer und risikoreicher als bei anderen Krisenfällen und an das Sanierungsmanagement werden höhere Anforderungen gestellt. Das reformierte SchVG hat zu einer deutlichen Verbesserung der Sanierungschancen beigetragen und stellt einen Meilenstein für die außergerichtliche Restrukturierung von Anleihen dar. Punktuell wird noch Verbesserungsbedarf bei den gesetzlichen Rahmenbedingungen gesehen, um die Kalkulierbarkeit von Anleiheanierungen weiter zu erhöhen.

- Anleihen erhöhen das Sanierungsrisiko signifikant und werden künftig noch bedeutsamer in der Praxis, zumal gerade im Bereich der Mittelstandsanleihen zusätzliche Sanierungsfälle erwartet werden.

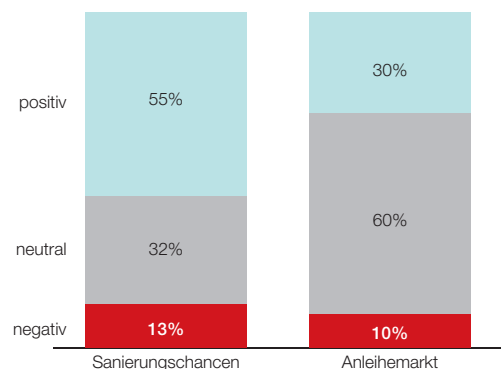
Abb. 1: Einfluss von Anleihen auf das Sanierungsrisiko in %



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

- Die Gesetzesnovelle verbessert die Sanierungschancen und berücksichtigt ausgewogen die Interessen von Anleihegläubigern und -schuldern, wobei die Auswirkungen auf dem Anleihemarkt überwiegend neutral bewertet werden.

Abb. 2: Auswirkungen der Reform des Schuldverschreibungsgesetzes auf die Sanierungschancen und den Anleihemarkt in %



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

- Die neuen Instrumente des SchVG haben eine hohe Relevanz in der Praxis, wie beispielsweise die Möglichkeit, (Zins-)Fälligkeiten und Stammforderungen oder Kündigungsrechte in den Anleihebedingungen zu verändern oder einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen.
- Großer Verbesserungsbedarf wird bei den Anfechtungsmöglichkeiten von Beschlüssen der Gläubigerversammlung gesehen – man wünscht sich gesetzliche Beschränkungen zur besseren Kalkulierbarkeit der Sanierung. Konkret wird auch die Möglichkeit zur Bestellung eines sog. „starken“ Vertreters gefordert, welcher mit allen Rechten schon vor der Krise ausgestattet ist.
- Welches Sanierungsverfahren (gerichtliche oder außegerichtliche Sanierung) konkret gewählt wird, ist von den sehr individuellen Gegebenheiten abhängig. Das Zusammenspiel von Schuldverschreibungs- und Insolvenzrecht ist jedoch kritisch, insbesondere wegen der Qualifizierung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger als Masseverbindlichkeit im eröffneten Insolvenzverfahren (Stichwort: Ungleichbehandlung).
- Anleihe-sanierungen kosten mehr Zeit als andere Krisenfälle, wobei gerade die Erreichung des Beschluss- und des Anwesenheitsquorums ein enormes Risiko darstellt. Präferiert wird ein hoher Anteil institutioneller Investoren aufgrund der besseren Erreichbarkeit und einer einfacheren Willensbildung.



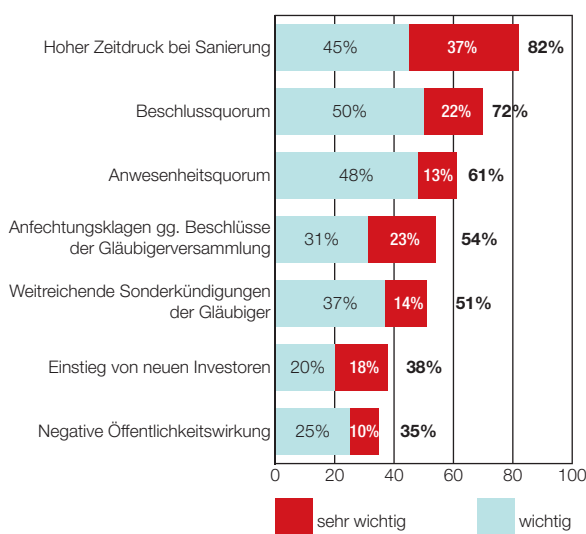
Die Sanierung von Anleihen ist komplexer und risikoreicher als bei anderen Krisenfällen.  
Foto: Thinkstock/iStock/pablographix

- Zentraler Erfolgsfaktor einer erfolgreichen Anleihe-sanierung ist das schlüssige und plausible Gesamtkonzept in Kombination mit einer offenen Kommunikation mit den Anleihegläubigern und der raschen Einbindung eines gemeinsamen Vertreters.
- Eine Krisenvorsorge in den Anleihebedingungen wird gewährleistet durch einen vorab bestimmten gemeinsamen Vertreter, der schon in den Anleihebedingungen ohne notwendige Wahl durch die Gläubigerversammlung mit allen notwendigen Kompetenzen für eine Krisensituation ausgestattet ist. Weiterhin sollen Kündigungsmöglichkeiten für die Gläubiger in den Bedingungen restriktiv gehandhabt werden.

### Fazit und Ausblick

Die Anzahl von Anleiherestrukturierungen wird in den nächsten Jahren zunehmen, getragen durch eine Verschärfung der regulatorischen Anforderungen bei der Kreditvergabe und die hohe Nachfrage für Unternehmensanleihen. Durch das reformierte SchVG ist nunmehr das Insolvenzverfahren nicht mehr der alleinige „Königsweg“ zur Anleihe-sanierung – eine Vielzahl von erfolgreichen Restrukturierungen belegt dies. Gleichwohl bieten der Schutzschirm und der Insolvenzplan interessante Alternativen, um die Blockademöglichkeiten opponierender Gläubiger erheblich einzuschränken, und sie sollten zumindest als Rückfallposition in ein entsprechendes Restrukturierungskonzept mit einbezogen werden. Dabei sind die Anforderungen an das Sanierungsmanagement von Anleiheemittenten sehr hoch: Zum einen sollte der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger so frühzeitig wie möglich mit in die Sanierungsüberlegungen einbezogen werden, zum anderen müssen die Sanierungskonzepte die entsprechenden Anforderungen der BGH Rechtsprechung bzw. den IDW S6-Standard erfüllen. Die Sanierung von Anleihen benötigt einen größeren zeitlichen Vorlauf sowie eine intensivere Kommunikation und Vorbereitung als andere Restrukturierungen.

**Abb. 3: Risikofaktoren bei der Sanierung von Anleihen in %**



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH