



## LAW CORNER

von  
 Dr. Mirko Sickinger, LL.M.,  
 Partner,  
 Lena Pfeufer,  
 Anwältin,  
 Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

# Was tun, wenn kein Opt-in? Möglichkeiten der Restrukturierung von Anleihen außerhalb des Schuldverschreibungsgesetzes

*Die Anzahl der Mittelstandsanleihen, die erfolgreich restrukturiert werden konnten, ist in der jüngeren Vergangenheit erheblich angestiegen.*

### Anwendbarkeit des Schuldverschreibungsgesetzes

Das liegt auch und vor allem an dem im Jahr 2009 in Kraft getretenen Schuldverschreibungsgesetz (**SchVG**), mit dem der Gesetzgeber Emittenten von Schuldverschreibungen die Möglichkeit eröffnet, Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung mit Wirkung für alle Anleihegläubiger zu ändern.

Allerdings ist die Restrukturierung nach dem SchVG für „Neuanleihen“ nur dann anwendbar, wenn dies in den Anleihebedingungen ausdrücklich zugelassen worden ist (**Opt-in**). Fehlt es an einem Opt-in, besteht grundsätzlich keine Möglichkeit, von der Restrukturierung nach SchVG Gebrauch zu machen.

Gleichwohl stehen Emittenten von Mittelstandsanleihen auch außerhalb des SchVG Möglichkeiten zur Anleiherestrukturierung offen.

### Rückkaufangebot

Ohne dass es der Anwendbarkeit des SchVG bedarf, besteht für den Anleiheemittenten die Möglichkeit, ein freiwilliges Angebot zum Rückerwerb ausgegebener Schuldverschreibungen abzugeben. So besteht gar die Möglichkeit, noch einen Buchgewinn durch einen Rückkauf zu unter pari zu generieren.

Gerade bei breit gestreuten Mittelstandsanleihen, die überwiegend von Privatinvestoren gehalten werden, ist es aber fernliegend, dass alle Anleihegläubiger dem Rückkaufangebot nachkommen. Zudem setzt diese Möglichkeit der Restrukturierung voraus, dass der Emittent ausreichend Liquidität vorhält, um den Rückkauf zu finanzieren. Allerdings kann auch ein Dritter das Rückkaufangebot abgeben. Schwierigkeiten kann dann aber die Ausgestaltung einer Vereinbarung über die nachfolgende Verwertung zugunsten des Emittenten bereiten.

### Umtauschangebot

Alternativ besteht die Möglichkeit öffentlicher Umtauschangebote. Regelmäßig werden dabei noch laufende Emis-

sionen vorzeitig abgelöst und in neu auszugebende Teilschuldverschreibungen des Emittenten umgetauscht (Debt-to-Debt-Swap). Die neu ausgegebene Anleihe könnte dann etwa eine längere Laufzeit, eine niedrigere Verzinsung oder auch eine Besicherung vorsehen.

### Debt-to-Equity-Swap

Neben oder anstelle eines öffentlichen Angebots zum Rückkauf und-/oder Umtausch in neu auszugebende Teilschuldverschreibungen kann Anleihegläubigern auch ein Tausch in Eigenkapital des Emittenten angeboten werden (Debt-to-Equity-Swap).

Bei öffentlichen Umtauschangeboten ist allerdings zu beachten, dass dies regelmäßig auch ein öffentliches Angebot nach dem Wertpapierprospektgesetz darstellt und somit grundsätzlich einen Wertpapierprospekt erfordert, der von der BaFin gebilligt werden muss. Dieser Umstand sollte bei der Planung der Restrukturierung sowohl wirtschaftlich als auch in zeitlicher Hinsicht berücksichtigt werden.

### Fazit

Im Ergebnis ist es also grundsätzlich möglich, auch außerhalb des SchVG Mittelstandsanleihen erfolgreich zu restrukturieren.

Der Emittent ist allerdings sowohl bei einer Restrukturierung nach SchVG als auch bei einer Restrukturierung außerhalb der SchVG auf die Mitwirkung der Anleihegläubiger angewiesen, jedoch in unterschiedlicher Weise:

Die Restrukturierung nach SchVG bedarf eines Beschlusses der Gläubigerversammlung mit einer Drei-Viertel-Mehrheit, um eine Wirkung für alle Anleihegläubiger herbeizuführen. Reicht es für eine Drei-Viertel-Mehrheit jedoch nicht, scheidet die Restrukturierung insgesamt.

Außerhalb des SchVG bedarf die Restrukturierung hingegen keiner bestimmten Mehrheiten. Die Beteiligung der Anleihegläubiger an einer Restrukturierung wirkt sich vielmehr graduell aus, d.h. die Anleiherestrukturierung hat in dem Umfang Erfolg, in dem die Anleihegläubiger diese mittragen.