



Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung als neues Sanierungsinstrument

(Neufassung der §§ 192, 194, 221 AktG durch die Aktienrechtsnovelle 2016)

Forum Unternehmensrecht IUR / ISR

12. Januar 2016 um 18:00 Uhr

RA Dr. Andreas Möhlenkamp, LL.M. corp. restruc.

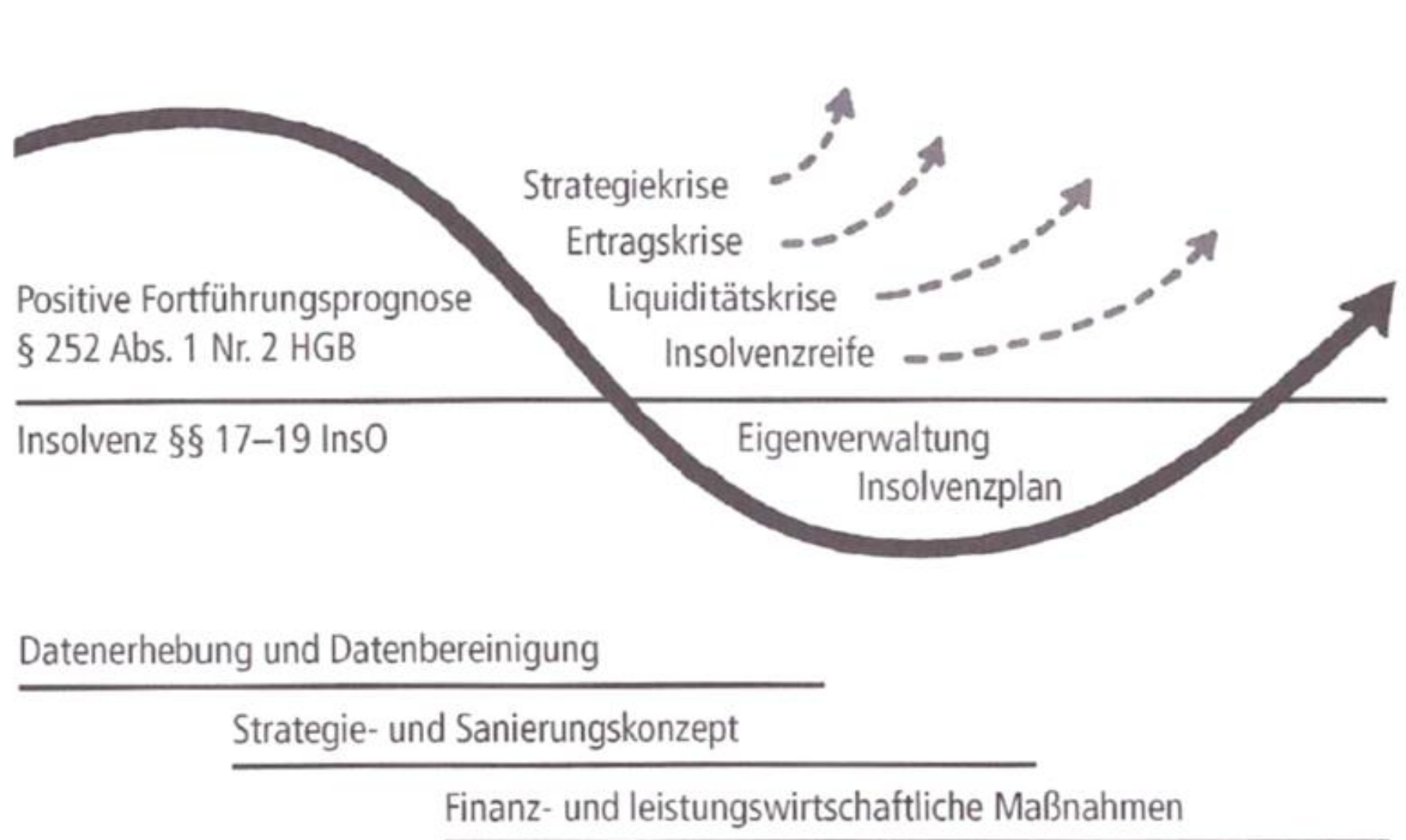


DR. MÖHLENKAMP
Rechtsberatung · Unternehmenssanierung

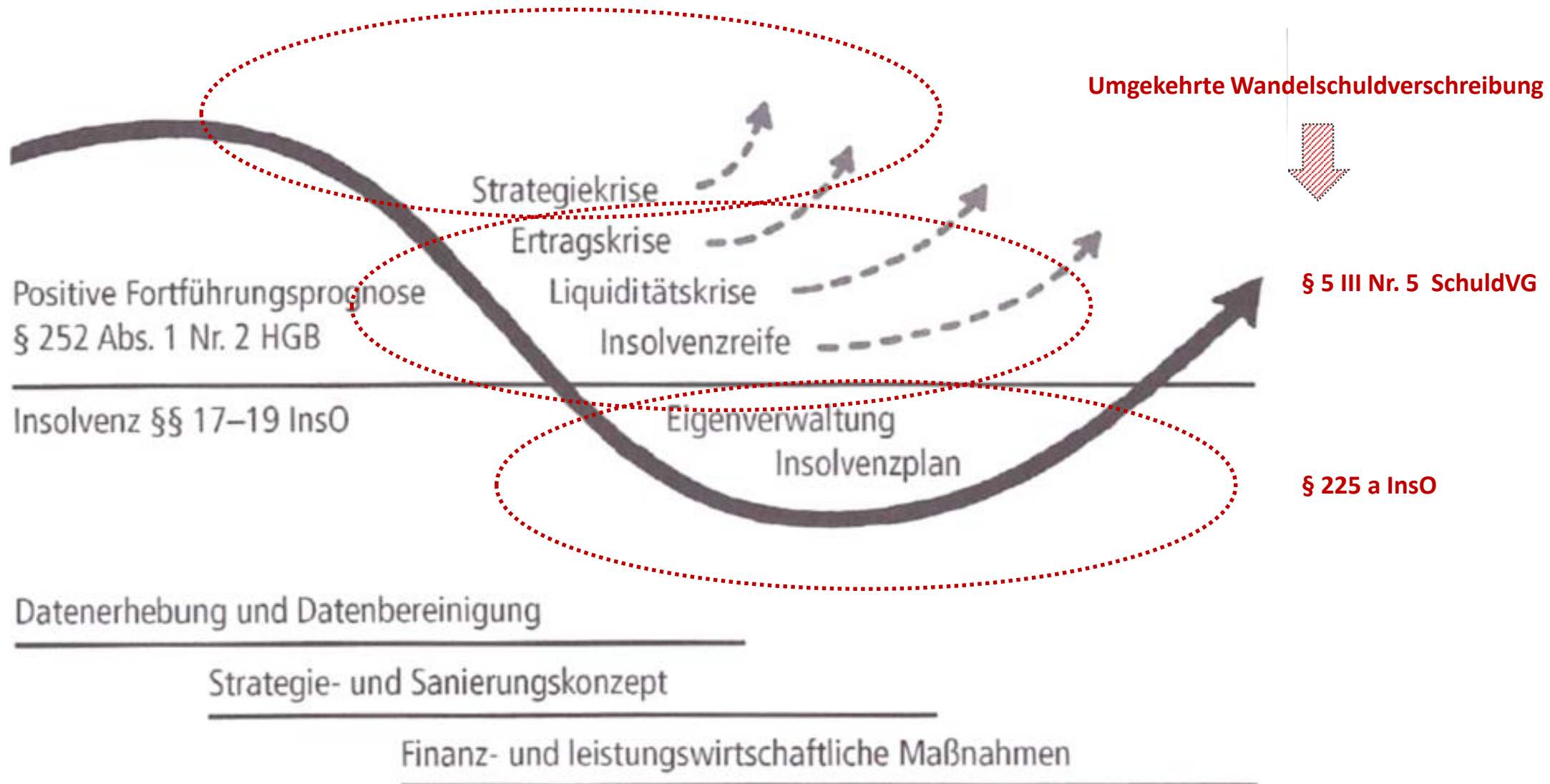
Themen

- Sanierungstechniken und -verfahren
- Debt-Equity-Swap - Sanierungsbeiträge der Inhaber von (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibungen
- Herausforderungen

Krisenphasen - Unternehmenssanierung



Unternehmenssanierung – „Debt-Equity-Swap_s (DES)“



Mögliche Sanierungsbeiträge der Inhaber von (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibungen

- (1) Abwendung von InsO-Gründen
- (2) Änderung der Anleihebedingungen (allgemeines SchuldVG)
- (3) (Sanierungs-) Strategiewechsel nach Kontrollwechsel

Sanierungsbeitrag 1 der Inhaber von (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibungen durch Wandlung: Abwendung von Insolvenzgründen

- **Abwendung der Überschuldung, § 19 Abs. 2 InsO**

- insolvenzrechtlicher Überschuldungsbegriff (= positive Fortführungsprognose)
(praktisch: Zahlungsfähigkeitsprognose für max. 2-3 Jahre)
- Überschuldung nach Zerschlagungswerten ohne praktische Relevanz; Stille Reserven werden frühzeitig verwertet

d.h. Sanierungsbeitrag zu § 19 Abs. 2 InsO, wenn ohne die Wandlung (d.h. durch sonst fällige Zins- und Rückzahlungsverbindlichkeiten) die Fortführung nicht überwiegend wahrscheinlich ist.

- **Abwendung der drohenden Zahlungsunfähigkeit, § 18 Abs. 2 InsO**

- Fällige Zahlungspflichten übersteigen voraussichtlich verfügbare Liquidität (Prognosezeitraum 2-3 Jahre)

d.h. Sanierungsbeitrag zu § 18 Abs. 2 InsO, wenn ohne die Wandlung die Zahlungsfähigkeit in den nächsten 2-3 Jahren gefährdet ist.

- **Abwendung der Zahlungsunfähigkeit, § 17 Abs. 2 InsO**

- Fällige Zahlungspflichten übersteigen verfügbare Liquidität

d.h. Sanierungsbeitrag zu § 17 Abs. 2 InsO, wenn ohne die Wandlung die Zahlungsunfähigkeit eintritt.

Sanierungsbeitrag 2 der Inhaber von (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibungen: Änderung der Anleihebedingungen

- **SchuldVG auf umgekehrte Wandelschuldverschreibungen anwendbar**
 - § 1 SchuldVG: „[...] nach deutschem Recht begebene inhaltsgleiche Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungen).“
- **(Sanierungs-) Maßnahmen gem. § 5 Abs. 3 SchuldVG**
 - Nr. 1 Veränderung der Fälligkeit, der Verringerung oder dem Ausschluss der Zinsen;
 - Nr. 2. Veränderung der Fälligkeit der Hauptforderung;
 - Nr. 3. Verringerung der Hauptforderung;
 - Nr. 4. Nachrang der Forderungen aus den Schuldverschreibungen im Insolvenzverfahren des Schuldners;
 - **Nr. 5. Umwandlung oder Umtausch der Schuldverschreibungen in Gesellschaftsanteile [...]]; (wohl -)**
 - Nr. 6. Austausch und der Freigabe von Sicherheiten;
 - Nr. 7. Änderung der Währung der Schuldverschreibungen;
 - Nr. 8. Verzicht auf das Kündigungsrecht der Gläubiger oder dessen Beschränkung;
 - Nr. 9. Schuldnerersetzung.
 - > **Unzulässig: Verpflichtung zur Leistung / Nachschüsse durch Mehrheitsbeschluss, § 5 Abs. 1 Satz 3 SchuldVG**
- **Beschluss der Gläubigerversammlung**
 - qualifizierte 75%-Mehrheit, § 5 IV 2 SchuldVG (Quorum: 50% der Schuldverschreibungen, § 15 III 1 SchuldVG)
 - 2. Versammlung: Quorum 25% der Schuldverschreibungen, d.h. **18.25%** der Schuldverschreibungen können genügen
 - Freigabeentscheidung gem. § 20 III 4 SchuldVG möglich (OLG-Zuständigkeit)

Sanierungsbeitrag 3 der Inhaber von (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibungen: Kontrollerwerb für neue Sanierungsstrategie (?)

- **Kontrollerwerb möglich wegen § 192 Abs. 3 Satz 3 AktG**
 - 50%-Sperrung des § 192 Abs. 3 Satz 1 AktG für bedingtes Kapital kann aufgehoben werden
 - aber nur, wenn Anleihe „nur“ zu dem Zweck emittiert, drohende Zahlungsunfähigkeit / Überschuldung abzuwenden
 - Kontrolle ferner nur dann, wenn die Mehrheit des (Wandlungs-) Kapitals in einer Hand liegt
(Herausforderung: kein Transparenzgebot für „Anschleichen durch Forderungskauf“, vgl. Florstedt, ZIP 2015, 2345 ff.)
- **Sanierungseffekt...**
 - ...durch Abbedingung der Zins- und Rückzahlungspflichten; ggfls. zusätzliches Kapital durch strategische Investoren
- **Neue Sanierungsstrategie nach Wandlung...**
 - ...durch Abberufung des Vorstands und Einsetzung eines neuen Vorstands
 - ... durch koordiniertes Verhalten zwischen Vorstand und Anleihegläubigern (gemeinsamem Vertreter) vor Wandlung
- **Aber: sehr hoher Koordinierungsaufwand**
 - bei Streubesitz kaum denkbar
 - bei Konflikten mit Vorstand: Informationsgefälle (wohl unzureichend: Informationsrechte aus Anleihebedingungen, Kapitalmarkttransparenz und § 16 I SchuldVG)
 - bei Konflikten mit Alt-Aktionären: Anfechtungsklagen (Zeitverlust)
 - ggfls. Koordination mit anderen Großgläubigern (z.B. mit Banken)

Herausforderungen

- (1) Falls Insolvenz absehbar: Strategisches Interesse der Investoren an Gläubigerstellung
- (2) Kündigung der (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibung (kurz) vor Insolvenzantrag / vor Wandlung?
- (3) Wandlung nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit / Eröffnung des Insolvenzverfahrens?

Herausforderungen

- **Falls Insolvenz absehbar: strategisches Interesse der Investoren an Gläubigerstellung**

(1) insolvenzrechtliche Stellung des (Wandel-) (Mehrheits-) „Gläubigers“ nach Wandlungserklärung

-> Rechtsstellung wie jeder (Alt-) Aktionär (Eigentümer), d.h. u.a.

- Nachrang nach §§ 38, 39 InsO
- Eigenverwaltung durch Vorstand, nicht durch Gesellschafter, § 276a InsO, d.h. kein Einfluss der Aktionäre
- Kaum (wirksamer) Rechtsschutz gg. Insolvenzplan (Vergleichsmaßstab: wirtschaftliche Lage ohne InsO-Plan)
- Obstruktionsverbot gem. § 245 Abs. 3 InsO (= kaum Einfluss auf Insolvenzplan)
- Darlehen werden ggfls. als Gesellschafterdarlehen infiziert, § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO
- Kein DES (mehr); kein Rechtsschutz gegen Überbewertung von Forderungen nach DES, § 254 Abs. 4 InsO; keine Aussicht auf Beteiligung an zukünftigen Wertsteigerungen / am Sanierungsmehrwert

(2) insolvenzrechtliche Stellung des (Wandel-) (Mehrheits-) „Gläubigers“ vor Wandlungserklärung

-> Rechtsstellung als Insolvenzgläubiger, § 38 InsO

- Insolvenzforderung gem. § 38 InsO („Quote“)
- Gemeinsamer Vertreter, § 19 SchuldVG, kann Mitglied im (vorläufigen) Gläubigerausschuss werden, § 22a InsO
- DES über § 225a InsO möglich
- Mehrheiten lassen sich ggfls. leichter organisieren (Abstimmung mit Planverfasser und anderen Gläubigern)

- **Sanierung muss (ohne Investoren-Einfluss) gelingen; Anleiherwerb mit Übernahmeinteresse unschlüssig**

Herausforderungen

- **Kündigung der (umgekehrten Wandel-) Schuldverschreibung (kurz) vor Insolvenzantrag / vor Wandlung?**

In der Praxis wohl selten, weil Emittent rechtzeitig das Wandlungsrecht zur Abwendung der Insolvenz nutzen wird.

Falls dennoch keine Wandlung erfolgt, kommt eine **außerordentliche Kündigung, § 314 BGB**, der noch nicht gewandelten (Wandel-) Schuldverschreibung kurz vor dem Wandlungs- oder Insolvenzereignis grundsätzlich in Betracht. Voraussetzungen unübersichtlich:

LG Köln, Urt. v. 26.1.2012 – 30 O 63/11, BB 2012, 1821:

„Drohende Zahlungsunfähigkeit kann wichtiger Grund zur Kündigung einer Anleihe sein“

OLG Köln, Urt. v. 9.7.2015 – 3 U 58/12, ZIP 2015, 1924 ff. (nicht rechtskräftig, **BGH, Az. 11 ZR 370/15**)

„Abwarten auf Gläubigerbeschluss zum Kündigungsausschluss ist zumutbar“

OLG Frankfurt, Urt. v. 17.9.2014 – 4 U 97/14, ZIP 2014, 2176

„Keine Treue- oder Sanierungspflicht der Anleihegläubiger“

OLG München, Urt. v. 22.06.2015 – 21 U 4719/14 (LG München II), ZIP 2015, 2174

„[...] Gerade bei börsennotierten Inhaberschuldverschreibungen besteht im Hinblick auf deren Fungibilität keine Notwendigkeit für eine [...] außerordentliche Kündigungsmöglichkeit.“ (Niedrigpreiserwerb von Anleihen; „Anschleichen“ kurz vor Insolvenz)

Wichtig: Formulierung des Wandlungsereignisses / Kündigungsausschluss aufnehmen

Herausforderungen

- **Wandlung nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit / nach Insolvenzeröffnung?**

Problem: Andere Gläubiger haben hohes Interesse daran, dass die (Zins- und Rückzahlungs-) Forderungen nicht in die Insolvenztabelle einfließen

Inhaber der (umgekehrten) Wandelschuldverschreibung wollen Gläubiger bleiben und InsO-Plan beeinflussen (s.o.)

-> Begr. AktR-Novelle 2016, BT-Drucks. 18/4349, S. 27 f.:

„Mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens unterfallen Wandelanleihen nach § 192 Absatz 2 Nummer 1 AktG-E üblicherweise der zwingenden Regelung des **§ 104 InsO** mit der Folge, dass das vertraglich vorgesehene **Umtauschrecht der Gesellschaft entfällt** und nur noch ein **Barausgleich** stattfindet. Eine kurz vor der Krise stehende Gesellschaft wird freilich alle ihr zustehenden Umtauschrechte ausüben. Greift § 104 InsO **ausnahmsweise** nicht ein, kann die Ausübung von bestehenden, aber noch nicht ausgeübten Wandlungsrechten gegebenenfalls im Insolvenzplan vorgesehen werden und besteht das **Umtauschrecht damit neben den Möglichkeiten des § 225a InsO.**“

Also kein eigenes Wandlungsrecht des Insolvenzverwalters / eigenverwaltenden Schuldners?

-> Wortlaut des § 192 III 3 AktG: Zahlungsunfähigkeit zwar nicht genannt; hebt aber nur die 50%-Grenze des § 192 III 1 AktG auf. Vertragsfreiheit in Bezug auf das Wandlungsereignis (Anleihebedingungen) wird nicht begrenzt; keine Regelung zur InsO

Herausforderungen

- **Wandlung nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit / nach Insolvenzeröffnung?**

Begr. RegE ESUG, BT Drucks. 17/5712, S. 31, geht davon aus, dass ein DES nach SchuldVG auch im Insolvenzverfahren möglich ist (für DES soll für InsO-Plan-Abstimmung entgegen § 230 II InsO Mehrheitsbeschluss gem. § 5 III Nr. 5 SchuldVG möglich sein)

Contra:

- Gesetzesbegründung: Umtauschrecht geht nach § 104 InsO unter oder (ausnahmsweise) DES nach InsO-Plan
- Wandlungszweck „zur (außergerichtlichen) Sanierung“ wird verfehlt (vgl. Anleihebedingungen);
- Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse sind nicht vom Insolvenzbeschluss betroffen (Ausnahme § 225a InsO)

Pro:

- Wandlung muss nicht (allein) auf (außergerichtliche) Sanierung zielen
- Anleihegläubiger waren – je nach Anleihebedingungen – mit Nachrangposition einverstanden
- Wandlungsrecht lag vor der Insolvenzeröffnung beim Vorstand, dessen Befugnisse auf den InsO-Verwalter übergehen, § 80 InsO
- Technisch ggfls. Anfechtung des Unterlassens der Wandlung, § 129 Abs. 2 InsO
- Spekulation „anschleichender“ Anleihegläubiger auf Unternehmensübernahme wird erschwert/unterbunden

Rechtsfolge:

- Umtausch zum Nennbetrag, § 194 I 2 AktG, auf der Ebene der Gesellschaft ohne weiteren Barausgleich / ohne InsO-Forderung
- ohne Wandlung DES im InsO-Plan nur zum Zeitwert, §§ 225a II 1, 254 InsO; praktisch kaum denkbar

Besser:

ausdrückliche Regelung in Anleihebedingungen für Wandlungsrecht nach Zahlungsunfähigkeit/InsO-Eröffnung

Zusammenfassung: Umgekehrte Wandelschuldverschreibung

Aus Sicht des Emittenten / der Unternehmenssanierung

- Ein Instrument von vielen zur finanzwirtschaftlichen Restrukturierung
- Konkurrenz zu anderen Debt-Equity-Swaps (§ 5 III Nr. 5 SchuldVG, § 225a InsO)
- Vorteil: Automatismus / für Banken: Kernkapitalanforderungen werden erfüllt
- bei Kontrollwechsel: Änderung der (Sanierungs-) Strategie denkbar

Aus Sicht der Anleiheinvestoren

- Hohes Risiko: kaum Kontrollrechte, schwache Stellung als (Wandlungs-) Anteilseigentümer in Insolvenz
- Zeitiger Anleiheerwerb mit späterem Übernahmeinteresse in der Krise nicht schlüssig; zu hohe Risiken, dass die Sanierung nicht gelingt
- Ggfls. Ergänzungskapital für Aktionäre (Schwerpunkt: Banken gem. Bankaufsichtsrecht)

Herausforderungen

- Kündigung kurz vor Insolvenz / vor Wandlung wohl unzulässig, ggfls. Kündigungsausschluss
- Wandlung noch in der Insolvenz wohl möglich



Die umgekehrte Wandelschuldverschreibung als neues Sanierungsinstrument

(Neufassung der §§ 192, 194, 221 AktG durch die Aktienrechtsnovelle 2016)

Forum Unternehmensrecht IUR / ISR

12. Januar 2016 um 18:00 Uhr

RA Dr. Andreas Möhlenkamp, LL.M. corp. restruc.



DR. MÖHLENKAMP
Rechtsberatung · Unternehmenssanierung