

„Vorbereitung der Anleihegläubiger- versammlung – eine schwierige Herausforderung“

Kolumne von Dr. Konrad Bösl,
Geschäftsführer Blättchen & Partner GmbH



In den letzten Jahren musste sich eine Reihe von Anleihenmittleuten eingestehen, dass ihnen die finanziellen Mittel für die pünktliche Anleihetilgung fehlen. Die Emittenten waren während der Anleihelaufzeit nicht in der Lage, für die Tilgung der am Laufzeitende fälligen Anleihen schrittweise Rücklagen zu bilden und/oder eine Refinanzierung sicherzustellen. Eine solche Situation tritt üblicherweise immer dann ein, wenn sich die wirtschaftliche Entwicklung des Emittenten während der Anleihelaufzeit deutlich verschlechtert hat. In dieser Situation gelingt es auch nicht, die „alten“ Anleihen durch die Emission „neuer“ Anleihen zu refinanzieren.

Sobald absehbar ist, dass die fristgerechte Tilgung der Anleihen nicht möglich ist, verbleiben dem Emittenten zwei Handlungsalternativen: Einen Insolvenzantrag zu stellen oder „den Gang nach Canossa anzutreten“ und die Anleihegläubiger zu bitten, die Anleihetilgung zeitlich zu verschieben und gegebenenfalls die Verzinsung zu reduzie-

ren. Letzteres wird aber nur dann zur Handlungsalternative, wenn intersubjektiv nachprüfbar dargelegt werden kann, dass durch die Prolongation der Anleihelaufzeit allein oder im Verbund mit anderen realistischen Maßnahmen eine Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit abgewendet werden kann. Der Emittent muss also rechtzeitig dokumentieren, dass die zeitliche Verschiebung der Anleihetilgung wesentlich ist, um die Zahlungsfähigkeit zu erhalten. Tut er das nicht bzw. kann er das nicht belegen und es kommt trotz Laufzeitprolongation in zeitlicher Nähe zur Insolvenz, dann kann sich die Geschäftsführung des Emittenten der Insolvenzverschleppung schuldig machen.

Änderung der Anleihebedingungen

Zur Verlängerung der Anleihelaufzeit und zur Reduzierung der Verzinsung ist eine Änderung der Anleihebedingungen erforderlich wie sie im Wertpapierprospekt dokumentiert ist. Die Änderung kann nach dem Schuldverschreibungsgesetz ▶



(SchVG) nur durch Zustimmung der Anleihegläubiger erfolgen. Diese kann entweder durch eine Präsenzversammlung der Anleihegläubiger oder durch eine Abstimmung ohne Versammlung (so genannte virtuelle Gläubigerversammlung, §18 SchVG) geschehen. Auf letztere Form wird hier nicht weiter eingegangen.

Die beabsichtigte Änderung der Anleihebedingungen sollte frühzeitig mit den wichtigsten Anlegerschützern abgestimmt werden. Problematisch ist dabei, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, die zu einer ad hoc-Mitteilung verpflichtet und nicht ohne weiteres an Dritte weitergegeben werden darf. Deshalb ist für die Vorbereitung und Gestaltung von Gesprächen die Einbeziehung eines fachkundigen Anwalts zwingend erforderlich.

Für die Anlegerschützer ist die Sicherstellung der Tilgung vorrangig. Dennoch hat sich der Emittent darauf einzustellen, dass eine Kompensation für eine Laufzeitverlängerung gefordert wird, beispielsweise eine Erhöhung der laufenden Verzinsung oder die Zusage für einen um einige Prozentpunkte höheren Rückzahlungsbetrag. Neben der Änderung der Anleihebedingungen ist mit den Anlegerschützern zu besprechen, ob der Gläubigerversammlung die Wahl eines gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger (§7 SchVG) vorgeschlagen wird. Diese Frage bedarf einer sehr verantwortungsvollen Abwägung, denn der gemeinsame Vertreter verursacht dem Emittenten nicht nur (erhebliche) Kosten, sondern er nimmt die Rechte aller Anleihegläubiger umfassend wahr. D.h. die Anleihegläubiger übertragen ihre Rechte

ausnahmslos auf den gemeinsamen Vertreter. Gerade privaten Anleihegläubigern ist dies vielfach nicht bewusst. Im Unterschied zum Insolvenzfall ist die Notwendigkeit eines gemeinsamen Vertreters bei der Anleiherestrukturierung anders zu beurteilen. Soweit es keinen Zweifel an der Integrität des Emittenten und seinem Willen gibt, alles für die vollständige Rückzahlung der Anleihe zu tun, kann man von einem gemeinsamen Vertreter absehen. Als Alternative, deutlich kostengünstigere Lösung wäre die freiwillige Einrichtung eines aus wenigen Personen bestehenden Gläubigerausschusses denkbar, der die wirtschaftliche Entwicklung und das Handeln des Managements bis zum Ende der Anleihelaufzeit begleitet und überwacht.

Einberufung der Gläubigerversammlung

Die Einberufung der Gläubigerversammlung folgt einem formalen Prozess (§9 ff SchVG). Eine formal fehlerhafte Gläubigerversammlung kann neben unnötigen Kosten und einem erheblichen Reputationsverlust zur Anfechtung der Beschlüsse führen und damit die Existenz des Emittenten gefährden. Deshalb ist von Beginn an eine detaillierte Zeitplanung und die Zusammenstellung eines professionellen Projektteams zwingend erforderlich. Notwendig ist ein straffes Projektmanagement, das die Einhaltung und die korrekte Umsetzung jedes Prozessschrittes konsequent überwacht: Ein kompetenter Anwalt, ein auf die technische Umsetzung spezialisierter Dienstleister und schließlich eine im Umgang mit der Finanzöffentlichkeit und den relevanten Medien erfahrene Kommunikationsagentur.

Maßgeblich für die Fristen zur Einberufung und Anmeldung zur Gläubigerversammlung sind grundsätzlich die Regelungen in den Anleihebedingungen. Nach dem Gesetz muss die Gläubigerversammlung mindestens 14 Tage vor dem Tag der Versammlung einberufen werden (§10 Abs. 1. SchVG). Für die Organisation der Gläubigerversammlung wird es schwierig, wenn die Anleihebedingungen keine Anmeldefrist für die Gläubiger enthalten, weil dann nicht bekannt ist, wie viele Anleihegläubiger sich bei der Gläubigerversammlung einfinden werden. Die Anleihegläubiger können ohne vorherige Anmeldung an der Versammlung teilnehmen, wenn sie oder die bevollmächtigten Vertreter am Versammlungstag ihre Teilnahmeberechtigung durch Vorlage des schriftlichen Sperrvermerks der depotführenden Bank nachweisen. In diesem Fall kann der Emittent in der Einberufung der Gläubigerversammlung nur darum bitten, dass die Anmeldung bis zu einem bestimmten Tag vor dem Versammlungstermin erfolgt. ►

Die Änderung der Anleihebedingungen ist kein Selbstläufer. Zwei Herausforderungen müssen gemeistert werden. Die Gläubigerversammlung muss beschlussfähig sein (§15 Abs. 3 SchVG) und der Änderung der Anleihebedingungen müssen mindestens 75% der in der Gläubigerversammlung vertretenen Anleihen zustimmen (§5 Abs. 4 SchVG).

Beschlussfähigkeit

Die Gläubigerversammlung ist nur dann beschlussfähig, wenn mindestens 50% der ausstehenden Anleihen vertreten sind. Ist dies nicht der Fall, kann eine zweite Gläubigerversammlung einberufen werden, bei der für die Beschlussfähigkeit mindestens 25% der ausstehenden Anleihen vertreten sein müssen. In der Praxis gelingt es nicht, die erforderliche Mehrheit für die erste Gläubigerversammlung zusammenzubringen. In einigen Fällen war auch die zweite Gläubigerversammlung nicht beschlussfähig. Der wesentliche Grund hierfür liegt darin, dass die Emittenten während der Anleihelaufzeit den direkten Kontakt mit den Anleihegläubigern nicht suchen und deshalb keine oder nur sehr wenige ihrer Anleihegläubiger kennen. Deshalb kann auch kein Vertrauensverhältnis zwischen Emittenten und Anleihegläubigern entstehen, welches gerade in einer Krisensituation besonders wichtig ist. Hinzu kommt sicherlich, dass Anleihegläubiger mit nur wenigen Anleihen kein Interesse haben, den Aufwand für die Teilnahme an der Gläubigerversammlung auf sich zu nehmen. Letzterem kann durch die Benennung eines Stimmrechtsvertreters in der Einberufung der Gläubigerversammlung zumindest versucht werden zu entgegen (§14 Abs. 2 SchVG).

Die Identifizierung und Kontaktaufnahme mit Anleihegläubigern ist durchaus möglich, muss aber bereits einige Monate

vor der Einberufung der Gläubigerversammlung erfolgen. Dann kann es auch gelingen, ein Mindestmaß an Vertrauen bei den Anleihegläubigern aufzubauen und diese später zur persönlichen oder bevollmächtigten Teilnahme an der Gläubigerversammlung zu bewegen und deren Zustimmung zur Änderung der Anleihebedingungen zu erhalten. Die Bedeutung der Kontaktpflege zu den Anleihegläubigern wird von vielen Emittenten unterschätzt oder angesichts der Turbulenzen in einer Unternehmenskrise aus den Augen verloren. Zum Zeitpunkt der Einberufung der Gläubigerversammlung gelingt es dann kaum mehr die Anleihegläubiger zu identifizieren.

Empfehlung für die Zustimmung oder Ablehnung

Mit der Einberufung der Gläubigerversammlung muss die Änderung der Anleihebedingungen bekannt gegeben werden. Die Frist für die Einberufung ist üblicherweise in den Anleihebedingungen festgelegt. Sie muss mindestens aber 14 Tage vor dem Versammlungstermin erfolgen. Die Zeitspanne zwischen Einberufung und Versammlungstermin ist durchaus kritisch. In dieser Zeit werden die relevanten Medien, Anlegerschützer und andere Marktteilnehmer zu den vorgeschlagenen Änderungen der Anleihebedingungen Stellung nehmen und eine Empfehlung für die Zustimmung oder Ablehnung aussprechen.

Wohl dem, der die vorgeschlagenen Änderungen mit den Anlegerschützern abgestimmt hat. Deren Empfehlung hat hohes Gewicht in der Finanzöffentlichkeit und bei den Anleihegläubigern. Eine ausreichende Präsenz in der Gläubigerversammlung und deren Zustimmung zu den vorgelegten Beschlüssen ist damit zwar nicht garantiert, aber wahrscheinlicher. ■

