



## LEGAL

VON CHRISTOPH SCHAUENBURG  
UND INGO WEGERICHT, RECHTSANWÄLTE  
UND PARTNER, LUTHER RECHTSANWALTS-  
GESELLSCHAFT MBH

# Collective Action Clauses

## Gläubigerversammlungen als Mittel zur Anleiherestrukturierung

„X AG lädt zu einer Gläubigerversammlung ein, um Beschlüsse über eine umfassende Restrukturierung der von ihr begebenen Anleihe herbeizuführen.“ Solche Ankündigungen waren bis vor fünf Jahren bei uns äußerst selten. Bis dahin bestanden nach deutschem Recht nur sehr eingeschränkte Möglichkeiten, die Bedingungen einer Anleihe durch Mehrheitsbeschlüsse nachträglich zu ändern und so eine nachhaltige Restrukturierung mit Wirkung für alle Gläubiger umzusetzen.

Dies hat sich mit Inkrafttreten des Gesetzes über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) am 5. August 2009 grundlegend geändert. So wurde durch das SchVG der gesetzliche Rahmen für Anleiheemissionen grundlegend reformiert und an internationale Standards angepasst.

### Alle wichtigen Parameter stehen ggf. zur Disposition

Am deutlichsten zeigt sich dies darin, dass die Möglichkeiten, Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger zu ändern (sog. Collective Action Clauses), stark erweitert wurden. Erforderlich ist dabei für die Änderung wichtiger Bedingungen eine qualifizierte Mehrheit von 75% der bei Abstimmung vertretenen Schuldverschreibungen. Daneben können Anleihebedingungen auch vorsehen, dass



Foto: Photodisc

Kündigungen durch Gläubiger nur dann wirksam werden, wenn ein bestimmter Prozentsatz aller ausstehenden Schuldverschreibungen gekündigt wird, und es kann als Bindeglied zwischen Emittent und Gläubigern ein sog. gemeinsamer Vertreter bestellt werden.

Für alle seit dem 5. August 2009 ausgegebenen Schuldverschreibungen können Emittenten durch entsprechende Gestaltung der Anleihebedingungen wählen, ob und inwieweit sie sich und den Gläubigern die Möglichkeiten des SchVG eröffnen wollen. In der Praxis hat sich gezeigt, dass die Emittenten hiervon regen Gebrauch machen, und das SchVG hat sicher mit dazu beigetragen, dass seit 2009 eine Vielzahl an Anleihen – speziell durch mittelständische Unternehmen – nach deutschem Recht ausgegeben wurde.

Allerdings hat sich gezeigt, dass viele Emittenten den Arbeitsaufwand, die Komplexität und die Risiken eines solchen Prozesses unterschätzen. Dadurch wurde die Umsetzung

„ Das SchVG hat sicher mit dazu beigetragen, dass seit 2009 eine Vielzahl an Anleihen nach deutschem Recht ausgegeben wurde. “

einiger Anleiherestrukturierungen in der Vergangenheit gefährdet. Aus unserer Beratungspraxis haben wir daher ein paar Leitlinien formuliert, durch deren Befolgung die Erfolgchancen stark erhöht werden können:

**Planungen frühzeitig einleiten:** Die Abhaltung einer Gläubigerversammlung von der Vorbereitung bis zur rechtlich wirksamen Umsetzung der Beschlüsse benötigt Zeit. Insbesondere falls das erforderliche Quorum (50% der ausstehenden Schuldverschreibungen) nicht erreicht wird und somit eine zweite Versammlung erforderlich wird. Entsprechendes gilt, wenn nach der Versammlung sog. Anfechtungsklagen erhoben werden, die einer Umsetzung der Beschlüsse zunächst entgegenstehen.

**Anleihebedingungen prüfen, um genauen Regelungskatalog für die Anleiherestrukturierung zu ermitteln:** Speziell direkt nach Inkrafttreten des SchVG wurden in Einzelfällen Klauseln in Anleihebedingungen aufgenommen, deren Wirksamkeit rückblickend gesehen nicht gesichert ist. Solche Klauseln müssen unbedingt vor Beginn des Prozesses identifiziert und deren Auswirkungen berücksichtigt werden.

**Struktur der Anleihegläubiger:** Es kann sinnvoll sein, die Identität (sowie den Einstiegspreis) größerer Gläubiger zu ermitteln, um deren Anforderungen an eine Restrukturierung und Verhalten in der Versammlung antizipieren zu können.

**Restrukturierungskonzept:** Die Restrukturierung der Anleihe muss in ein schlüssiges und plausibilisiertes Restrukturierungskonzept für das Gesamtunternehmen eingebettet sein, das faire Sanierungsbeiträge für alle Beteiligten vorsieht.

**Kommunikation:** Es muss im Rahmen kapitalmarktrechtlicher Vorgaben eine effiziente und offene Kommunikation mit den Anleihegläubigern praktiziert werden. Anleihegläubiger verfügen im Gegensatz zu Banken, Kreditversicherern und Gesellschaftern in der Regel zu Beginn einer Sanierung über sehr wenige Informationen. Es ist eine wichtige Aufgabe des Emittenten, sie schnell und umfassend über Chancen und Risiken der Restrukturierung zu informieren und sie zu einer Teilnahme an der Versammlung zu motivieren.

**Infrastruktur der Versammlung:** Die Regeln für Gläubigerversammlungen entsprechen in vielerlei Hinsicht denen für Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften. Dies

bedeutet für Emittenten, dass ein relativ hoher Organisationsaufwand (z.B. Einlasskontrolle, Beschallungstechnik) erforderlich ist. Ggf. spricht dies auch dafür, eine Abstimmung der Gläubiger ohne physische Versammlung in Erwägung zu ziehen.

**Transparenz in der Versammlung:** Auch der Ablauf der Versammlung ist genau vorzubereiten. Hier hat es sich bewährt, ähnlich wie bei Hauptversammlungen Musterantworten auf zu erwartende Fragen von Gläubigern vorzubereiten und ein Backoffice zur Bearbeitung einzurichten. Für Emittenten ist es wichtig zu verstehen, dass es auf der Versammlung innerhalb kurzer Zeit gelingen muss, Vertrauen zu bilden (bzw. wieder herzustellen) sowie Gläubiger von den Chancen der Sanierung und den Risiken eines Scheiterns zu überzeugen.

**Anfechtungsklagen:** Hier muss das Augenmerk des Emittenten zunächst darauf liegen, durch genaue Beachtung der geltenden Formalien Anfechtungspotenzial zu vermeiden. Es ist aber dennoch ratsam, schon im Vorfeld Berater zu mandatisieren, die möglichst schnell (insbesondere im Rahmen des sog. Freigabeverfahrens) gegen eventuell erhobene Anfechtungsklagen vorgehen.

„*Gläubiger sollten sich durch Teilnahme an Versammlungen und Abstimmungen aktiv an Sanierungen beteiligen.*“

#### Fazit

Es ist angesichts der mittlerweile hohen Zahl an ausstehenden Anleihen zu erwarten, dass Gläubigerversammlungen sich als Mittel zur Restrukturierung weiter etablieren werden. Emittenten sind bei Vorbereitung und Abhaltung einer Gläubigerversammlung gut beraten, die oben dargestellten Leitlinien im Auge zu behalten. Gläubiger sollten sich durch Teilnahme an Versammlungen und Abstimmungen aktiv an Sanierungen beteiligen. Neben der Restrukturierung durch Gläubigerversammlungen ist zu erwarten, dass auch kreativere und komplexere Lösungen in die deutsche Restrukturierungslandschaft Einzug halten werden wie z.B. Umtauschangebote oder andere Formen von Liability-Management-Transaktionen.