

SCHIRP NEUSEL & Partner
Rechtsanwälte mbB

S

Achtung Anleihe!

Anleihen in der Krise

Achtung Anleihe!

Anleihen in der Krise



SCHIRP NEUSEL & PARTNER
Rechtsanwälte mbB

Impressum

Schirp Neusel & Partner Rechtsanwälte mbB

Leipziger Platz 9
10117 Berlin
www.ssma.de

in Zusammenarbeit mit

Institutional Investment Publishing GmbH

Raiffeisenring 1
76831 Eschbach
www.fixed-income.org

ISBN: 978-3-9813331-3-8

Berlin, Mai 2016

Autoren: Julia Breier-Struß, Tibet Neusel,
Antje Radtke-Rieger, Christian
Schiffmacher, Dr. Wolfgang Schirp,
Dr. Susanne Schmidt-Morsbach

Bildnachweis: #29015849 | © yellowj –
Fotolia.com

Gestaltung/Layout: agentur für werbung ::
signalrot, Stephan Hörmann,
88048 Friedrichshafen

Inhalt

I.	Vorwort	7
II.	Worauf sollten Anleger achten? Erkennen Sie Krisen frühzeitig!	13
III.	Die Beteiligten	19
	1. Der Emittent	19
	2. Der Anleihegläubiger und seine Rechte	20
	3. Die Gläubigerversammlung	24
	4. Der gemeinsame Vertreter	29
	5. Wer spielt sonst noch mit? Die Nebenrollen	32
IV.	Der Ernstfall: Handlungsoptionen für kriselnde Anleihen	39
V.	Sanierung sinnvoll?	43
	1. Wann sanieren, wann sterben lassen? Und wer zahlt?	43
	2. Kollektive Maßnahmen: Wie hilft ein gemeinsamer Vertreter bei der Sanierung?	47
VI.	Es ließ sich nicht verhindern: Die Insolvenz des Emittenten	51
	1. Vorspiel: Das Eröffnungsverfahren	51
	2. Hauptakt: Das eigentliche Insolvenzverfahren	52
	3. Zwischenspiel: Der Insolvenzplan	55
	4. Joker oder Lusche? Der gemeinsame Vertreter	55
VII.	Was tun, wenn das Kapital verloren ist? Juristische Lösungen	57
	1. Ratingagenturen: Die Blumen des Bösen	59
	2. Beratende Banken	62
	3. Private Vermittler: Warum sich ein Vorgehen nicht lohnt	62
	4. Der Emittent: Ein passender Klagegegner?	63
	5. Treuhänder, Wirtschaftsprüfer, emissionsbegleitende Banken und weitere mögliche Anspruchsgegner	64
VIII.	Fazit	71
IX.	Anhang	72
X.	Glossar	75
XI.	Schirp Neusel & Partner Rechtsanwälte mbB	78
XII.	Die Autoren	79

I. Vorwort

„Wer gut schlafen will, kauft Anleihen, wer gut essen will, bevorzugt Aktien.“

Dieser vor Jahren von der Börsenlegende André Kostolany aufgestellte Satz stimmt heute leider nicht mehr. Damals noch galten Anleihen als vergleichsweise sichere Anlageform. Zwar unterlagen sie stets gewissen Kursschwankungen, doch man konnte sich darauf verlassen, dass am Ende der Laufzeit die Rückzahlung zu 100% des Nominalwertes erfolgen würde.

Nun, die Zeiten haben sich geändert: Hat man sich heutzutage für eine sogenannte Mittelstandsanleihe als Geldanlage entschieden, kann man häufig gerade nicht mehr gut schlafen. Im Gegenteil: Jeder Anleihegläubiger sollte sein Investment aktiv beobachten, um rechtzeitig auf mögliche Krisen reagieren zu können, bevor es zu spät ist.

Die Börsensegmente für Mittelstandsanleihen etablierten sich nach der Finanzkrise von 2007 und sollten sowohl Unternehmen als auch Anlegern neue Vorteile bieten. Auch mittelgroße Unternehmen konnten nun Anleihen emittieren und sich direkt bei Anlegern mit Kapital versorgen, während Banken mit der Kreditvergabe als Folgeerscheinung der Finanzkrise zurückhaltend waren. Privatanleger konnten über die Mittelstandssegmente erstmals Anleihen direkt bei Emission zu 100% des Ausgabekurses erwerben. Zudem wurden gerade bei den Mittelstandsanleihen der ersten Jahre kaum Covenants (Kreditklauseln) festgelegt.

Allerdings kam es nach der anfänglichen Euphorie rasch zu Problemen. Während sich fast alle Anleihen von DAX-Konzernen hervorragend entwickelten, zeichneten sich bei zahlreichen Anleiheemittenten aus dem Mittelstandssegment Schwierigkeiten ab. Waren zunächst nur Anleihen von Unternehmen aus dem Bereich Erneuerbare Energien betroffen, so gerieten zunehmend auch Firmen aus anderen Branchen in Schieflage. Bislang mussten mindestens 19 Firmen Insolvenz anmelden, die Anleihen in Mittelstandssegmenten platziert hatten. Dabei verfügten sogar 14 dieser 19 Unternehmen über ein Investment-Grade-Rating (also BBB- oder besser), und weitere sieben Unternehmen waren gezwungen, ihre Anleihe zu restrukturieren.

Im Folgenden wird die Krise aus jedem Winkel ausgeleuchtet. Wer spielt eine Rolle bei einer finanziellen Restrukturierung von Anleiheemittenten und wie sieht diese Rolle aus? Welche Interessen sind am Werk? Was kann man tun? Was bedeutet Sanierung, was Insolvenz? Und vor allem, was bedeutet sie für den Anleihegläubiger? Solange alles gut läuft, haben die Beteiligten gleichlaufende Interessen. Das ändert sich schlagartig, wenn der Wind sich dreht. Auf einmal tritt der Unterschied zwischen Fremdkapitalgeber und Eigenkapitalgeber dramatisch zutage, denn die Restrukturierungspläne des Managements (bzw. der Eigentümer) müssen nicht zwangsläufig mit den Interessen der Anleiheinvestoren

übereinstimmen. Oftmals ist das Gegenteil Realität und die divergierenden Interessen der Anleihegläubiger und Eigenkapitalgeber prallen aufeinander. Damit beschäftigen sich der fünfte und der sechste Teil der Broschüre. Am Ende steht die Frage, ob man jemanden haftbar machen kann, wenn alles verloren ist: die juristische Lösung.

Ohne Frage: Die gesamte Thematik ist hochkomplex und als Privatanleger sieht man sich schnell mit einer schier unüberschaubaren Fülle an neuartigen Fragestellungen konfrontiert. Doch keinesfalls sollte man resigniert aufgeben und unüberlegt die Flinte ins Korn werfen. Es ist von größter Bedeutung, dass sich Anleger ausführlich informieren und ihre Rechte als Investoren kennenlernen.

Wir hoffen, dass Ihnen die vorliegende Ausgabe dabei eine wichtige Hilfestellung geben wird.

Übersicht über die bevorstehenden Fälligkeiten von Mittelstandsanleihen

Emittent	Laufzeit	Kupon	Rating	Kurs	Rendite
SeniVita Sozial	17.05.16	6,500 %	B+	99,51 %	8,0 %
EYEMAXX I	27.06.16	7,500 %	BBB-	100,99 %	3,3 %
Peach Property	30.06.16	6,600 %	keines	100,50 %	4,9 %
MS Spaichingen	15.07.16	7,250 %	BB+	101,20 %	1,5 %
ALBIS Leasing	04.10.16	7,625 %	-	98,00 %	12,5 %
PORR 12/16	04.12.16	6,250 %	keines	103,00 %	1,1 %
Scholz	08.03.17	8,500 %	C	20,50 %	-
GOLFINO	04.04.17	7,250 %	B+	91,60 %	36,0 %
KTG Agrar	05.06.17	7,125 %	BB-	91,90 %	16,0 %
Cloud No 7	03.07.17	6,000 %	-	98,50 %	7,4 %
posterXXL	26.07.17	7,250 %	BB	102,10 %	5,4 %
Sanochemia	06.08.17	7,750 %	B-	100,00 %	7,8 %
Travel24.com	17.09.17	7,250 %	keines	34,00 %	-
Enterprise Holdings	26.09.17	7,000 %	BBB	100,99 %	6,2 %
Karlsberg Brauerei	28.09.17	7,375 %	BB	104,50 %	4,0 %
HAHN-Immobilien	01.10.17	6,250 %	keines	104,00 %	3,4 %
BDT Media Automation	08.10.17	8,125 %	CCC	72,10 %	36,0 %
eterna Mode	08.10.17	8,000 %	B+	100,75 %	7,4 %
Berentzen-Gruppe	18.10.17	6,500 %	keines	106,00 %	2,3 %
EYEMAXX II	31.10.17	7,750 %	BBB-	100,50 %	7,4 %
Laurèl	16.11.17	7,125 %	CCC	23,50 %	-
Jakob Stauder	23.11.17	7,500 %	B+	105,25 %	4,0 %
RENÉ LEZARD	25.11.17	7,250 %	CCC	30,50 %	-
Homann Holzsw.	14.12.17	7,000 %	B	93,70 %	11,4 %
Rudolf Wöhrl	12.02.18	6,500 %	BB-	97,00 %	8,4 %
Textilk. Seidensticker	12.03.18	7,250 %	keines	102,40 %	5,8 %
GEWA 5 to 1	24.03.18	6,500 %	BBB	101,50 %	5,6 %
e.n.o. energy	31.03.18	7,375 %	D	76,60 %	22,0 %
ADLER Real Estate	02.04.18	8,750 %	BB-	107,00 %	4,8 %
Air Berlin II	19.04.18	8,250 %	-	97,63 %	10,0 %
Constantin Medien	23.04.18	7,000 %	keines	104,20 %	4,7 %
SAF-HOLLAND	26.04.18	7,000 %	BBB	109,75 %	1,9 %

Emittent	Laufzeit	Kupon	Rating	Kurs	Rendite
PNE WIND	14.05.18	8,000 %	BB-	103,00 %	6,5 %
ALNO	14.05.18	8,500 %	keines	72,00 %	28,0 %
S&T	22.05.18	7,250 %	keines	108,50 %	2,9 %
Stern Immobilien	23.05.18	6,250 %	BBB-	103,00 %	4,7 %
SANHA	04.06.18	7,750 %	B	78,05 %	22,0 %
Rickmers Holding	11.06.18	8,875 %	B-	57,10 %	-
Hallhuber	18.06.18	7,250 %	keines	102,50 %	6,0 %
Karlie / Magellan Trading	25.06.18	6,750 %	B	30,51 %	-
Metalcorp	26.06.18	8,750 %	BB	89,52 %	15,0 %
paragon	02.07.18	7,250 %	keines	109,25 %	2,8 %
DIC Asset 2013-18	09.07.18	5,750 %	keines	106,40 %	2,7 %
Deutsche Rohstoff	11.07.18	8,000 %	BB+	105,00 %	5,6 %
Euroboden	16.07.18	7,375 %	B	97,00 %	8,9 %
Minaya Capital WA	31.07.18	7,000 %	keines	97,00 %	8,5 %
Aton Group	01.08.18	3,875 %	keines	106,50 %	2,2 %
TAG Immobilien 2013-18	07.08.18	5,125 %	keines	106,00 %	2,5 %
HELMA Eigenheimbau	19.09.18	5,875 %	BBB	101,85 %	5,0 %
KTG Energie	27.09.18	7,250 %	BBB-	102,65 %	6,0 %
Ferratum	21.10.18	8,000 %	BBB	107,50 %	4,7 %
Gebr. Sanders	22.10.18	8,750 %	B+	76,99 %	22,0 %
Alfmeier Präzision	29.10.18	7,500 %	BB	103,00 %	6,1 %
PORR 13/18	26.11.18	6,250 %	keines	110,75 %	1,9 %
Sympatex / Smart Solutions	03.12.18	8,000 %	CCC (watch)	43,00 %	-
Hörmann	05.12.18	6,250 %	BB-	102,10 %	5,3 %
Neue ZWL Zahnradw.	04.03.19	7,500 %	B	89,00 %	12,3 %
EYEMAXX III	26.03.19	7,875 %	BB-	92,10 %	11,0 %
ADLER Real Estate	01.04.19	6,000 %	BB-	101,35 %	5,6 %
HanseYachts	03.06.19	8,000 %	keines	97,00 %	9,2 %
Vedes	24.06.19	7,125 %	BB+	102,50 %	6,2 %
Beate Uhse	09.07.19	7,75 %	keines	36,00 %	-
UBM Development	09.07.19	4,875 %	keines	103,13 %	4,9 %
FC Schalke 04	11.07.19	6,750 %	BB-	108,00 %	4,0 %

Emittent	Laufzeit	Kupon	Rating	Kurs	Rendite
DIC Asset 2014-19	08.09.19	4,625 %	keines	105,85 %	2,8 %
VST Building Tech.	02.10.19	8,500 %	CC	85,00 %	14,3 %
KSW Immobilien	07.10.19	6,500 %	BBB-	104,19 %	5,1 %
KTG Agrar	15.10.19	7,250 %	BB-	87,50 %	11,8 %
IPSAK	06.12.19	6,750 %	-	103,25 %	5,7 %
Enterprise Holdings	30.03.20	7,000 %	BBB-	82,00 %	13,0 %
EYEMAXX IV	30.03.20	8,000 %	BB-	90,50 %	12,0 %
ADLER Real Estate	08.04.20	4,750 %	BB-	100,75 %	4,5 %
SenivVita Social Estate WA	12.05.20	6,500 %	BB	92,55 %	8,8 %
Katjes International	15.05.20	5,500 %	BB	107,65 %	3,4 %
TAG Immobilien 2014-20	25.06.20	3,750 %	keines	108,00 %	1,7 %
Timeless Homes	30.06.20	9,000 %	keines	99,90 %	9,3 %
BioEnergie Taufkirchen	30.07.20	6,500 %	keines	94,00 %	8,2 %
Joh. Friedrich Behrens	11.11.20	7,750 %	B	101,51 %	7,6 %
UBM Development	09.12.20	4,250 %	keines	101,20 %	4,0 %
Neue ZWL Zahnradw.	17.02.21	7,500 %	B	86,50 %	11,3 %
Ekosem-Agrar	23.03.21	8,750 %	D	80,50 %	13,0 %
Ekosem-Agrar II	06.12.22	8,500 %	D	75,00 %	14,0 %
StudierendenGesellschaft	02.12.24	3,600 %	keines	106,00 %	2,6 %

Stand: 29.04.2016 | Bei Anleihen, die unter 70% notieren, wird keine Rendite berechnet, da am Markt offensichtlich eine Leistungsstörung erwartet wird. Die Berechnung der Rendite bezieht sich auf die Endfälligkeit (YTM), ist eine vorzeitige Kündigung durch den Emittenten möglich, so kann die Rendite u.U. deutlich niedriger sein.

II. Worauf sollten Anleger achten? Erkennen Sie Krisen frühzeitig!

Ein Default einer Anleihe ist häufig Folge einer Unternehmenskrise. Diese tritt nicht von heute auf morgen auf, sondern kündigt sich üblicherweise an. (Einzige durchaus häufige Ausnahme ist, wenn die Staatsanwaltschaft tätig wird und der Geschäftsbetrieb von einem Tag zum anderen eingestellt wird.) Trotzdem wird eine Krise insbesondere von den Anleihegläubigern häufig nicht rechtzeitig erkannt. Ein Grund ist sicher, dass in Mittelstandssegmenten die Transparenz nicht immer mit der nötigen Sorgfalt aufrechterhalten wird und fast jeder Anleiheemittent, der in Schieflage gerät, gegen die Quasi-Ad-hoc-Pflicht verstoßen hat, häufig massiv. Nachdem ein oft sehr umfangreicher Emissionsprospekt herausgegeben wurde, lässt die Informationspolitik des Emittenten meist sehr schnell nach. Hier ist Eigeninitiative gefragt.

Wichtige Hinweise auf den Eintritt einer Krise erhält man nur, wenn die gekaufte Anleihe nicht nur einfach zu den Akten gelegt, sondern fortlaufend beobachtet wird. Eine sehr gute Informationsquelle sind die laufenden Geschäftsberichte des Emittenten, die üblicherweise auf der Internetseite des Unternehmens einsehbar sind. Diese Berichte sollten gelesen und auf Warnhinweise hin durchsucht werden. Die Verschlechterung der Umsatz- und Ertragsentwicklung bzw. die Verschlechterung der Margen kann auf den Beginn einer Krise hinweisen. Allerdings müssen die Jahresabschlüsse in den meisten börslichen Mittelstandssegmenten innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende veröffentlicht werden. In dieser Zeit kann viel passieren.

Sie sollten zudem genau nachvollziehen können, weshalb eine versprochene Entwicklung nicht eingetreten ist. Handelt es sich vielleicht „nur“ um einen Einmaleffekt? Und ist in diesem Zusammenhang die Erklärung des Managements schlüssig? Sollte es zudem zu häufigen Managementwechseln kommen, kann dies bei vielen Anleiheemittenten, aber auch bei börsennotierten Unternehmen, oftmals ein Indiz dafür sein, dass etwas nicht optimal läuft und das Unternehmen auf eine Krise zusteuert.

Die Herabsetzung des Ratings des Unternehmens, Quasi-Ad-hoc-Meldungen – zu denen zumindest die Emittenten von börsengehandelten Anleihen vertraglich verpflichtet sind – und die Beobachtung des Anleihekurses sind weitere essenzielle laufende Aufgaben eines aktiven Anlegers zum Erkennen der Krise. Doch häufig gab es gar keine Quasi-Ad-hoc-Meldungen oder sie kamen viel zu spät. Da Einladungen zur Gläubigerversammlung im Bundesanzeiger zu veröffentlichen sind, sollte auch dieser regelmäßig abgefragt werden. Hierbei kann es auch ratsam sein, sich regelmäßig mit dem Anlageberater – sofern über diesen gezeichnet wurde – auszutauschen. Sollte der Emittent oder ein bereits in den Anleihebedingungen bestellter gemeinsamer Vertreter einen Newsletter anbieten, sollte man diesen abonnieren. Auch Newsletter von Drittanbietern, die diese Anleihe beobachten, können bei der schnellen Informationsbeschaffung hilfreich sein.

Darüber hinaus sollten Sie beobachten, ob die Anleihe eventuell nicht voll platziert werden konnte. Als Folge können u.U. die geplanten Projekte nicht vollständig umgesetzt werden und es entsteht eine Finanzlücke.

Trotz aller Sorgfalt und gewissenhaften stetigen Analysen lässt sich ein vollständiger Schutz vor Ausfällen leider nicht herstellen, wie bisherige Defaults schmerzlich belegen. Die Gründe hierfür sind, neben den bereits beschriebenen Verstößen gegen die Quasi-Ad-hoc-Pflicht, struktureller Natur: So müssen Jahresabschlüsse in den meisten Mittelstandsegmenten erst nach sechs Monaten vorgelegt werden. Außerdem blicken Ratings i.d.R. zurück auf vergangene Entwicklungen und berücksichtigen zukunftsgerichtete Prognoseberechnungen zu wenig oder aber sie erweisen sich im Nachhinein als zu positiv.

Anleihen sind mitnichten risikolose Investments und Anlegern wird daher dringend geraten, was analog für andere Bereiche des Kapitalmarktes gilt: Diversifizieren Sie Ihr Kapital, investieren Sie z.B. in verschiedene Assetklassen. Keinesfalls empfiehlt es sich, blauäugig alles auf eine Karte zu setzen.

Trügerische Sicherheit: Warum besicherte Anleihen keine Alternative sind

Aus allen bisher genannten Gründen zeichnet sich ein klarer Trend hin zu besicherten Anleihen ab, nicht zuletzt, weil sich diese leichter vermarkten lassen. Doch das Adjektiv „besichert“ im Namen erweist sich oftmals als trügerisch. Das zeigen die bisherigen Defaults bei Anleihen, die besichert waren, zum Beispiel die bkn biostrom AG: Hier wurden die Zinszahlungen mit der staatlichen Einspeisevergütung besichert. Doch die Mittel aus der Anleiheemission wurden offensichtlich zweckentfremdet und es gab keine Einspeisevergütung. Rasch fiel die Anleihe auf unter 2% des Nominalwertes.

Ein zweites Beispiel: die Golden Gate GmbH. Ihre Anleihe mit einem Volumen von 30 Mio. Euro wurde mit einer erstrangigen Grundschuld an einem ehemaligen Bundeswehrkrankenhaus in Leipzig in Höhe von 30 Mio. Euro zugunsten der Anleihegläubiger besichert. Doch nur eine kleine Teilfläche des Objektes ist überhaupt vermietet. Der Insolvenzverwalter geht von einem Verkaufserlös des Objektes zwischen 5 Mio. und 12 Mio. Euro aus.

Und letztlich der Fall der MS Deutschland Beteiligungsgesellschaft mbH: Die Anleiheinvestoren erhielten eine dingliche Besicherung des gesamten Anleihevolumens durch eine erstrangige Schiffshypothek (vergleichbar mit einem Grundbucheintrag). Der Wert des „Traumschiffs“ betrug laut Gutachten 100 Mio. USD (77 Mio. Euro). Allerdings war der Gutachter beauftragt, einen theoretischen Neubeschaffungs-/Herstellungspreis zu ermitteln und nicht den tatsächlichen Verkehrswert oder den Zerschlagungswert, der in der Insolvenz zugrunde gelegt werden muss. Tatsächlich konnte die MS Deutschland nur zu einem Bruchteil des Preises verkauft werden, den das Wertgutachten ermittelt hatte, nämlich für 15 Mio Euro.

Die drei Beispiele zeigen auf erschreckende Weise, was die „Sicherheiten“ bei den bisherigen Insolvenzen taugen. Noch viel schwerer zu greifen sind Besicherungen in Form von immateriellen Vermögensgegenständen (z.B. Markenrechten), denn auch diese gibt es bei Mittelstandsanleihen.

Eine weitere Variante stellen Immobilienprojektgesellschaften dar, die Anleihen zur Finanzierung von Immobilienprojekten platziert haben. Von ihnen gibt es gleich eine ganze Reihe. Es läuft dann z.B. nach folgendem Schema ab: Mit dem Geld soll ein Hotel für 30 Mio. Euro errichtet werden. Die Anleihe ist dabei mit einer Grundschuld von 30 Mio. Euro besichert. Doch das Immobilienprojekt ist zunächst keine 30 Mio. Euro wert, denn der Wert laut Gutachten soll erst dem Wert des fertigen Projektes entsprechen. Das ist nur logisch, schließlich gibt es zu Beginn lediglich einen Plan und ein Grundstück. Beides wird selten mehr wert sein als 20% der Grundschuld. Wird dann mit dem Bau begonnen und irgendetwas geht schief, dann lässt sich wohl kaum mehr der Preis erzielen, der im Gutachten genannt wurde. Auch die Grundschuld hilft dann, wie die Beispiele von Golden Gate und MS Deutschland zeigen, nur sehr wenig.

Typisch für solche Projekte ist eben, dass sie erst mal fertig gebaut sein müssen, bis sie den Wert haben, der die Investition absichern kann. Wenn das Projekt irgendwo auf halber Strecke scheitert, dann muss erst mal jemand gefunden werden, der es weiter baut. Egal wie effizient der arbeitet, er wird immer einen Teil der Arbeit doppelt machen müssen und sich das bezahlen lassen. Findet sich niemand, ist die Verwertung unausweichliche Folge. Die kann dauern und mit hohen Kosten verbunden sein.

Exkurs: Wichtige Überlegungen vor dem Anleihenkauf

Wie vermeidet man es, sich für eine Anleihe zu entscheiden, die später in die Krise gerät? Wie jedes andere Investment sollten auch Mittelstandsanleihen zunächst gründlich analysiert werden – diese unabdingbare Notwendigkeit wird nicht zuletzt durch die zahlreichen bereits geflopten Anleihen unterstrichen. Also gilt es zu beurteilen, wie sich Umsatz- und Ertragsentwicklung, Margen und Verschuldung, Kapitaldienstbarkeit und Eigenkapitalquote des Unternehmens darstellen, das Sie um Ihr Investment bittet.

Als Hilfestellung hierbei versteht sich der im Frühjahr 2014 von der Deutschen Börse AG in Kooperation mit der Analystenvereinigung DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) und dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) herausgegebene Best Practice Guide: Entry Standard für Unternehmensanleihen. Der Best Practice Guide richtet sich dabei sowohl an die Emittenten von Unternehmensanleihen als auch an beteiligte Banken und Finanzdienstleister (die sogenannten Intermediäre) und nicht zuletzt an die Investoren – also an Sie. Durch die Auswertung

der in den letzten Jahren gesammelten Erfahrungen mit den Anleihen kleiner und mittelgroßer Unternehmen spricht die Deutsche Börse AG Empfehlungen hinsichtlich der besonderen Anforderungen an Anleiheemissionen im Entry Standard für Unternehmensanleihen aus.

Wohlgemerkt handelt es sich hierbei ausdrücklich um Empfehlungen und keineswegs um unverrückbare Vorschriften, die dazu beitragen sollen, Mindeststandards zu etablieren und Transparenz bei der Anleiheemission herzustellen. Es ist unbestritten, dass viele Anleiheemittenten diesen Empfehlungen nicht oder nur unzureichend genügen.

Die meisten Kennzahlen, die der Best Practice Guide empfiehlt, werden von vielen Emittenten von Mittelstandsanleihen nicht erreicht. Im Unterschied zu Mittelstandsanleihen können die DAX-Konzerne in allen Bereichen nicht nur deutlich bessere Kennzahlen aufweisen. Sie sind zudem i.d.R. sehr viel besser diversifiziert, sowohl in Bezug auf Produkte als auch auf Kunden und Absatzregionen. Letztlich stehen damit den verlockenden, merklich höheren Zinsen bei Mittelstandsanleihen aber auch entschieden höhere Risiken gegenüber, denen sich jeder Investor bewusst sein sollte.

Der Best Practice Guide benennt im Wesentlichen fünf errechnete Unternehmenskennzahlen (jeweils unter Berücksichtigung verschiedener Faktoren), die für die Einschätzung der Anleiheemission relevant sind. Da der ermittelte Wert für sich genommen jedoch wenig aussagekräftig ist, werden ihm im Anhang auf S. 74 die tatsächlichen Kennzahlen der Mittelstandsanleihen, also der Mittelwert auf Basis der Jahresabschlüsse des Jahres 2013 von 65 Emittenten einerseits und andererseits die von DAX-Konzernen, gegenübergestellt.

Neben der Analyse der Finanzkennzahlen gibt es eine Reihe von weiteren Faktoren, die bei der Analyse von Mittelstandsanleihen von entscheidender Bedeutung sind. So sollten Sie sich mit den folgenden Fragen intensiv auseinandersetzen:

- Sind die Versprechungen des Managements überhaupt realistisch? Häufig kursieren sogenannte Hockey-Stick-Planungen, d.h. die Umsätze und Gewinne sollen künftig deutlich steigen (analog zur Krümmung eines Hockey-Schlägers) – doch weshalb sollte dies erst nach Emission der Anleihe passieren?
- Wie sollen die durch die Anleihe eingeworbenen Mittel verwendet werden? Werden damit etwa Bankkredite abgelöst stellt sich die Frage, weshalb ausgerechnet jetzt die Banken aussteigen, anstatt an Bord zu bleiben?

- Welchen Zeithorizont haben die sonstigen Verbindlichkeiten? Werden beispielsweise vor Laufzeitende der Anleihe hohe Bankkredite zur Rückzahlung fällig?
- Wie stellt sich die Firmenstruktur dar? Handelt es sich beim Emittenten womöglich lediglich um eine Holding, die operative Aktivitäten in Ländern mit einem gänzlich anderen Rechtssystem betreibt? Hätte man im Worst Case wirklich Zugriff auf die Assets der operativen Einheiten?
- Welche weiteren Risiken in Bezug auf das Unternehmen existieren und müssen berücksichtigt werden, wie z.B. die Risiken von Prozessen, in welche die Firma eventuell verwickelt ist? Derartige Risiken müssen im Wertpapierprospekt, sortiert nach ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit, aufgelistet werden!

III. Die Beteiligten

Sie haben eine Anleihe gekauft. Doch wer sind die Player in diesem Spiel? Wer ist in Ihrem Team und wen sollten Sie in jedem Fall im Auge behalten?

1. Der Emittent

Der Emittent ist die zentrale Figur, um die sich alles dreht. Der Emittent ist derjenige, der die Anleihe ausgibt. Er ist derjenige, dem Sie vertrauen und dem Sie daher mit Ihrer Anleihe Fremdkapital zur Verfügung stellen.

Der Charme der Emission von Anleihen liegt für den ausgebenden Emittenten häufig darin, von kreditfinanzierenden Banken unabhängiger zu werden. So nutzen sowohl Staaten diese zusätzliche Finanzhilfe in Form von Staatsanleihen als auch Unternehmen.

Der Ablauf gleicht – zumindest wenn alles glatt geht – dem eines Darlehens. Von Ihnen als Anleihegläubiger erhält der Emittent einen bestimmten Betrag und verpflichtet sich, hierauf wie bei einem Darlehensvertrag Zinsen zu zahlen und bei Endfälligkeit den gesamten Anleihebetrag zurückzuzahlen.

Der Handel unterscheidet bei letzteren zwischen Anleihen von Großunternehmen und denen des Mittelstandes. Aufgrund der höheren Risiken, mit denen Mittelstandsanleihen verbunden sind, locken die Unternehmen des Mittelstandes Anleihegläubiger mit höheren Zinsen und die Anleihen gewinnen so an Attraktivität. Dem Investor einer Mittelstandsanleihe wird z.Zt. eine Verzinsung von durchschnittlich 7% in Aussicht gestellt, während der Investor einer Unternehmensanleihe eines börsennotierten Großunternehmens nur auf ca. 2% hoffen kann. Bei einer Staatsanleihe kann – selbstverständlich abhängig von der jeweiligen Risikobewertung des ausgebenden Staates – nur mit einer durchschnittlichen Verzinsung von ebenfalls ca. 2% oder sogar weniger gerechnet werden.

Doch gerade im Bereich der Mittelstandsanleihen fallen die hohen Ausfälle auf. Bislang sind ca. 30 Emittenten mit einem Volumen von rund 1 Mrd. Euro ausgefallen. Hierzu gehören große Namen wie getgoods.de AG, Mifa Mitteldeutsche Fahrradwerke AG, Windreich AG – alle erhielten übrigens ein Investment-Grade-Rating. Bei weiteren Unternehmen zeichnen sich erhebliche Probleme ab, die ausstehenden Anleihen bei Fälligkeit bedienen zu können. Eine Insolvenz wird sich in vielen Fällen nicht vermeiden lassen.

2. Der Anleihegläubiger und seine Rechte

„Anleihegläubiger“ – das ist schon ein sperriger Begriff. Wer Geld in eine Anleihe steckt, möchte eigentlich etwas Einfaches machen: Er gibt sein Geld für einen bestimmten Zeitraum an ein Unternehmen, bekommt über die Laufzeit feste Zinsen und am Ende das Geld zurück. Solange alles gut läuft, ist das auch so. Die Frage nach seinen Rechten stellt sich der Anleihegläubiger erst, wenn es nicht gut läuft.

Die Rechte des Anleihegläubigers werden durch die vertragliche Vereinbarung zwischen Emittent und Gläubiger, also die Anleihebedingungen, und die gesetzlichen Grundlagen, das Schuldverschreibungsgesetz, bestimmt. Dabei ist zu beachten, dass das Schuldverschreibungsgesetz in der alten Fassung von 1899 für alle vor dem 5. August 2009 begebenen Anleihen gilt und das neue Schuldverschreibungsgesetz für alle ab diesem Zeitpunkt ausgegebenen Anleihen. Als Ausnahme zu dieser Stichtagsregelung sei an dieser Stelle lediglich der Hinweis auf die Möglichkeit eines Opt-In-Beschlusses zum neuen Schuldverschreibungsgesetz für alte Anleihen gegeben.

Altes Recht vs. Neues Recht

Vor dem 5. August 2009 galt das alte Schuldverschreibungsgesetz aus dem Jahr 1899. Für die danach begebenen Anleihen hingegen gilt das neue Recht.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen den beiden Gesetzen ist, dass das alte Gesetz nur für Anleihen deutscher Gläubiger galt. In einer globalisierten Welt, in der ein deutsches Unternehmen eine Anleihe über eine ausländische Finanzierungstochter ausgibt, war dieses Gesetz nicht anwendbar. Das neue Schuldverschreibungsgesetz ist auf jede Anleihe anwendbar, die nach deutschem Recht begeben wird.

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen den beiden Gesetzen ist, dass es nach neuem Recht im Hinblick auf die erforderlichen Quoren einfacher ist, einen gemeinsamen Vertreter zu wählen als nach altem – zu dieser Figur später mehr. Um dennoch auch Gläubigern von älteren Anleihen zu ermöglichen, in den Genuss der neuen Regelungen zu kommen, enthält das neue Gesetz die Möglichkeit, dass die betreffenden Gläubiger durch Mehrheitsbeschluss eine Änderung der Anleihebedingungen oder den Austausch ihrer Anleihen gegen neue Anleihen mit geänderten Bedingungen herbeiführen können – der sogenannte Opt-In-Beschluss. Beschließen 75% der Anleihegläubiger auf der Gläubigerversammlung, dass das neue Recht Anwendung finden soll, dann wird das neue Schuldverschreibungsgesetz auf die alte Anleihe angewendet.

In der Praxis läuft es darum in der Regel so ab, dass die Anleihegläubiger in der Gläubigerversammlung zunächst über das Opt-In abstimmen, um dann das neue Schuldverschreibungsgesetz anwenden zu können. Erst danach wird über die Wahl des gemeinsamen Vertreters abgestimmt.

Zwar können die Anleihebedingungen durch eine qualifizierte Mehrheit der Anleihegläubiger geändert werden, aber nur dann und in dem Umfang, in dem die Anleihebedingungen dies vorsehen. Sofern die Anleihebedingungen nicht die Möglichkeit von Änderungen erlauben, ist dies nur durch einen gleichlautenden Vertrag mit jedem einzelnen Anleihegläubiger möglich, da alle Anleihegläubiger gleichbehandelt werden müssen.

Gesetz vs. Anleihebedingungen

Gesetz und Vertrag – Anleihebedingungen sind in diesem Sinne ebenfalls ein Vertrag – haben normalerweise ein simples Verhältnis zueinander: Die vertragliche Regelung geht vor. Wenn Parteien etwas vereinbaren, dann hat es Vorrang vor dem Gesetz. Das liegt daran, dass das Zivilrecht ja gerade helfen soll, die wirtschaftliche Autonomie jedes Einzelnen zu verwirklichen und nicht, sie einzuschränken. Allerdings gibt es immer wieder Minimalstandards, deren Verletzung das Gesetz nicht duldet. Es gibt also sogenannte „unabdingbare“ gesetzliche Regelungen, die wiederum den vertraglichen Regelungen vorgehen. Im Falle von Anleihen ist das z.B. der Gleichbehandlungsgrundsatz aller Anleihegläubiger.

Anleihebedingungen stellen überdies regelmäßig allgemeine Geschäftsbedingungen dar, die einer Inhaltskontrolle durch die Gerichte ebenfalls unterworfen sind.

Zins und Rückzahlung

Als Anleihegläubiger ist Ihr wichtigster Anspruch Ihr Zahlungsanspruch, denn Sie stehen dem Emittenten als unabhängiger Fremdkapitalgeber gegenüber. Mit Ende der vertraglich vereinbarten Laufzeit der Anleihe entsteht in der Regel Ihr Anspruch auf Rückzahlung des investierten Kapitals – genau wie bei einem Darlehen. Je nach Vertragslage besteht zudem ein Anspruch auf jährliche Zinsen. Sollte eine Zahlung der vertraglich vereinbarten Zinsen ausbleiben, haben Sie i.d.R. das Recht zur Kündigung und stellen damit die gesamte Rückzahlung der gegebenen Anleihe fällig.

Kündigung der Anleihe

Ob eine ordentliche Kündigung möglich ist, man also einfach die Anleihe mit einer Frist kündigen kann wie z.B. einen Mietvertrag, richtet sich ebenfalls nach der vertraglichen

Regelung in den Anleihebedingungen. Mehrheitlich ist es so, dass eine Anleihe eine feste Laufzeit hat und vor Ende der Laufzeit nicht ordentlich gekündigt werden kann. Auch gibt es Anleihebedingungen, die eine sogenannte Kollektivkündigung vorsehen: Danach bedarf eine Kündigung einer einheitlichen Erklärung mehrerer Gläubiger. Eine Kündigung eines einzelnen Anleihegläubigers ist dann nur wirksam, wenn ein bestimmter Prozentsatz der zum Zeitpunkt der Kündigung ausstehenden Anleihen ebenfalls gekündigt wurde, wobei dieser Prozentsatz durch das Gesetz auf maximal 25% festgelegt ist.

Die Anleihe handeln

Ihre Anleihe können Sie i.d.R. verkaufen und am Markt handeln, da sie in einem Wertpapier verbrieft ist. Genauer gesagt kann sie jedenfalls an einer Börse nur gekauft und verkauft werden, weil sie verbrieft ist. Das bedeutet, dass der Anspruch auf Zins und Rückzahlung, der eigentlich zwischen zwei Personen – Anleihegläubiger und Anleihe-schuldner (= Emittent) – besteht, von einem Stück Papier verkörpert wird. Wer immer das Papier hat, kann die Rechte geltend machen. Welche Probleme sich dadurch ergeben können, zeigt das Beispiel der MBB Clean Energy AG auf Seite 23.

Teilhabe an unternehmerischen Entscheidungen?

Da der Anleihegläubiger nicht Gesellschafter des Emittenten ist und demnach auch keine gesellschaftsrechtlichen Rechte und Pflichten hat (er ist weder bei Haupt- noch bei Gesellschafterversammlungen auch nur teilnahme-, geschweige denn stimmberechtigt, noch hat er das Recht, in die Buchhaltung des Emittenten Einsicht zu nehmen), sind seine Möglichkeiten der Einflussnahme auf den Emittenten sehr begrenzt.

Allerdings ermöglicht die Gläubigerversammlung eine Kommunikation der Anleihegläubiger untereinander und mit dem Emittenten. Hier werden Sie über die Entwicklung des Unternehmens informiert und können Ihre Rechte in der Gemeinschaft mit den übrigen Anleihegläubigern durchsetzen, indem Sie durch die Fassung eines Beschlusses Ihren Einfluss auf den Emittenten ausüben. Aufgrund der Wichtigkeit der Beschlüsse einer Gläubigerversammlung sollte man dieses Recht stets wahrnehmen und aktiv an den Versammlungen teilnehmen. Zu den Besonderheiten der Einberufung einer Gläubigerversammlung und den notwendigen Quoren zur Beschlussfassung erhalten Sie weiterführende Informationen in den nachfolgenden Abschnitten.

Vertretung durch den gemeinsamen Vertreter

Das neue Schuldverschreibungsgesetz sieht die Möglichkeit vor, einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen. Die Mandatierung eines gemeinsamen Vertreters bringt den Vorteil, dass er die Rechte der Anleihegläubiger bündelt und so verstärkt vertreten kann.

Und in der Insolvenz?

Sollte die Zahlungsunfähigkeit des Emittenten nicht abgewendet werden können, können Sie Ihre Rechte im Falle der Insolvenz des Emittenten gesondert geltend machen. Immerhin wird der Anleihegläubiger in dieser Krisensituation als Fremdkapitalgeber besser gestellt als die Gesellschafter des emittierenden Unternehmens. Im Falle der Insolvenz können Sie die Ansprüche aus der Anleihe als Insolvenzgläubiger anmelden.

Beispiel: MBB Clean Energy

Ein Beispiel dafür, was alles schief gehen kann, ist die Anleihe der MBB Clean Energy AG aus dem Jahr 2013. Bis zu 300 Mio. Euro sollten eingesammelt und ausschließlich in bereits bestehende Solar- und Windparks investiert werden. Schlichtes Geschäft, kein Risiko. Und dafür sollte es 6,25% bei 6 Jahren Laufzeit geben. Durch Creditreform Rating erhielt die Anleihe das Rating BBB, also Investment Grade: „Stark befriedigende Bonität, geringes bis mittleres Insolvenzrisiko“.

An dieser Stelle eine kurze Chronologie der Ereignisse:

24. April 2013: Die Zeichnungsfrist beginnt.

8. Mai 2013: Laut Unternehmensmeldung wurden angeblich 72 Mio. Euro platziert, nicht 300 Mio. Euro.

6. Mai 2014: Erste Zinszahlungen werden wegen „technischer Gründe“ nicht vorgenommen. Es seien Verzichtserklärungen und Verpflichtungen hierzu vereinbart worden. Diese Verzichtserklärungen seien aus wertpapiertechnischen Gründen bisher nicht umgesetzt. So sei die Zinszahlung für die Berechtigten auf ein Treuhandkonto zwischengebucht worden.

Zu diesem Zeitpunkt wurden die ersten hellhörig. Es ging das Gerücht um, dass tatsächlich nicht mal die 72 Mio. Euro vertrieben worden seien. Von ca. 20 Mio. Euro war die Rede.

5. Juni 2014, die MBB meldet: „Die Globalurkunde der Anleihe [...] ist unwirksam. Zu diesem Ergebnis kommen zwei unabhängige Rechtsgutachten.“

Da könnte es dem einen oder anderen Anleger kalt den Rücken heruntergelaufen sein. Wenn es keine Urkunde gibt, dann ist die Forderung auch nicht verbrieft. Und da die MBB-Anleihe nach ihren Anleihebedingungen verbrieft sein sollte, gab es sie gar nicht,

bevor sie eben verbrieft war. Man konnte sie also nicht kaufen und stand mit leeren Händen da, mit einer Anleihe, die es (noch) nicht gibt.

15. Oktober 2014: Die MBB informiert darüber, dass die Anleihe „repariert“ werden soll. Eine neue Globalurkunde solle hergestellt werden. „Die Begebung der neuen Schuldverschreibungen geschieht im Wesentlichen entsprechend den ursprünglichen Anleihebedingungen.“

25. November 2014, die MBB teilt mit: „Der Reparaturprozess, verursacht durch zwei formunwirksame Globalurkunden, stockt derzeit. Ursprünglich sollte der Vorgang, samt Übertragung in eine wirksame Form, bis Ende 2014 abgeschlossen sein. Dieser avisierte Termin wurde nun erneut verschoben.“

4. Mai 2015, nun teilt MBB mit: „Die Reparaturmaßnahme der 6,25% Schuldverschreibung 2013/2019 ist derzeit unterbrochen, wie Sie bereits im Vorfeld den Mitteilungen und Presseberichten entnehmen konnten. [...] Wir bedauern sehr, Ihnen aufgrund der Komplexität und der Beteiligung mehrerer Emissionspartner im Moment nicht konkret mitteilen zu können, wann diese Phase zeitlich abgeschlossen werden kann.“

23. Juni 2015: MBB stellt einen Insolvenzantrag.

Mittlerweile ermittelt die Staatsanwaltschaft. Dem Vernehmen nach sind lediglich Schuldverschreibungen in Höhe von rund 12,9 Mio. Euro gezeichnet worden, von denen noch rund 860.000 Euro verblieben sind.

Was hätte man als Anleger tun können? Wahrscheinlich nichts. Die Anleihe war vom Handel ausgesetzt.

3. Die Gläubigerversammlung

„Die Gläubigerversammlung soll zu den Beteiligten zählen? Wie geht das denn?“ Die Frage ist berechtigt und soll hier geklärt werden.

Die Anleihegläubiger als Kollektiv sind nicht mit den Aktionären einer Aktiengesellschaft oder den Gesellschaftern einer GmbH vergleichbar. Es fehlt ihnen die Verbundenheit durch das gemeinsame Eigentum an einem Unternehmen. Im Grunde haben sie, jeder für sich, individuelle Ansprüche gegen das Unternehmen, das die Anleihe herausgegeben hat.

Trotzdem sind sie durch ein rechtliches Band verbunden, durch die Anleihebedingungen.

Aber das merken sie häufig erst in der Krise.

Wenn ein Unternehmen seine Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen kann, wird es zum Sanierungsfall. Eine Sanierung ist im Grunde eine Kette von Verhandlungen mit den Gläubigern über Stundungen, Verzichte etc. Die Anleihegläubiger sind als Verhandlungspartner schwer zu greifen. Sie sind anonym und verstreut, sie haben keine gemeinsame Stimme. Um das zu ändern, gibt es die Gläubigerversammlung und den gemeinsamen Vertreter. Und deshalb ist es vielleicht berechtigt, die Gläubigerversammlung sozusagen zu personalisieren. Ihre Beschlüsse sind die Stimme der Anleihegläubiger als Kollektiv.

Auf der Gläubigerversammlung können Änderungen der Anleihebedingungen beschlossen werden. Diese gelten dann für alle Anleihegläubiger, auch wenn sie dagegen gestimmt oder an der Versammlung nicht teilgenommen haben. Das ist die Kollektivbindung der Anleihegläubiger.

Die Einberufung

Die Gläubigerversammlung wird vom Schuldner oder vom gemeinsamen Vertreter der Gläubiger einberufen (§ 9 SchVG). In der Regel wird es jedoch der Schuldner sein. Er befindet sich in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage, denn er kann die Anleihe nicht oder nicht vollständig bedienen. Deshalb lädt er die Anleihegläubiger ein, um eine Zahlungserleichterung zu verhandeln.

Die Einladung muss im Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Das zeigt schon ein wichtiges Kommunikationsproblem in diesem Bereich: Der Emittent kennt in der Regel seine Anleihegläubiger nicht und kann sie deshalb z.B. auch nicht persönlich anschreiben, wie man es von den Initiatoren geschlossener Fonds kennt. Den Bundesanzeiger lesen natürlich nur wenige Profis. Die Information, dass eine Gläubigerversammlung ansteht, dringt also unter Umständen gar nicht bis zum Adressaten durch. Glücklicherweise gibt es inzwischen viele Informationsseiten, die sich mit Anleihen beschäftigen. Wenn man z.B. die Seite www.fixed-income.org verfolgt, wird man mit ziemlicher Sicherheit über anstehende Gläubigerversammlungen informiert. Ansonsten kann man auch die Seiten der Unternehmen verfolgen, deren Anleihen man gezeichnet hat. Und auch wir berichten auf unserer Seite www.achtunganleihe.de über anstehende oder durchgeführte Gläubigerversammlungen.

Die Einladung muss die Tagesordnung nennen und mindestens 14 Tage vor der Versammlung veröffentlicht werden. Bei manchen Gläubigerversammlungen muss man sich anmelden. In diesem Fall muss die Einladung 14 Tage vor dem Tag der Anmeldung veröffentlicht werden.

Einladung aufgrund eines Einberufungsverlangens von Anleihegläubigern

Wenn 5% der Gläubiger dies verlangen, muss eine Gläubigerversammlung einberufen werden. Dieses Einberufungsverlangen kann an die Schuldnerin oder den gemeinsamen Vertreter gerichtet werden. Es muss schriftlich erfolgen und ein besonderes Interesse muss begründet werden. Das leuchtet unmittelbar ein, schließlich sind solche Versammlungen kein gesellschaftliches Ereignis.

Das Gesetz nennt zwei Regelbeispiele für das besondere Interesse: Die qualifizierte Minderheit (so nennt man die 5% Gläubigeraktivisten) will einen gemeinsamen Vertreter bestellen oder abberufen oder der Kündigung einer Anleihe widersprechen. (Letzteres betrifft einen speziellen Fall, in dem die Anleihebedingungen vorsehen, dass die Anleihe von einem bestimmten Quorum nur einheitlich gekündigt werden kann. Erfolgt diese Kündigung, kann die Kündigung von der Gläubigerversammlung überstimmt werden.)

Weigert sich der gemeinsame Vertreter oder der Schuldner, so kann die qualifizierte Gläubigerminderheit bei Gericht beantragen, selbst zu der Versammlung einladen zu dürfen. Die Kosten der Versammlung trägt der Schuldner, auch wenn ein anderer eingeladen hat. Die Versammlungskosten umfassen die Kosten für die Einladung, die Raummiete etc. – die individuelle Anreise zahlt jeder selbst.

Gegenanträge und Ergänzungen

Die Versammlung darf nur bezüglich der Themen der Tagesordnung Beschlüsse fassen. Die Tagesordnung wird normalerweise vom Anleihenschuldner festgelegt, der auch zur Versammlung einlädt. So stellt sich für den Gläubiger die Frage, wie er erreichen kann, dass ein Tagesordnungspunkt aufgenommen wird, wenn er die Tagesordnung für unzureichend hält. Denn jeder Anleihegläubiger kann einen Gegenantrag stellen, allerdings nur zu einem der bereits gelisteten Tagesordnungspunkte. Wird also in der Einladung ein Sanierungskonzept vorgeschlagen, kann jeder ein anderes Sanierungskonzept zur Abstimmung stellen.

Anders sieht es bei Ergänzungen der Tagesordnung aus. Wenn z.B. der Beschluss, einen gemeinsamen Vertreter zu wählen, nicht auf der Tagesordnung steht, wäre es ein neuer Gegenstand, über den beschlossen werden soll. Dafür benötigt man ein Quorum von 5% der Anleger. Solche Ergänzungen müssen spätestens am dritten Tag vor der Versammlung bekannt gemacht werden. Gegenanträge dagegen können noch am Tag der Versammlung den Gläubigern zugänglich gemacht werden.

Teilnahme an der Gläubigerversammlung

An der Versammlung kann jeder Anleihegläubiger teilnehmen. Seine Gläubigerstellung weist man durch eine sogenannte Hinterlegungsbescheinigung mit Sperrvermerk der De-

potbank nach. Diese bekommt man bei den meisten Banken unproblematisch und schnell. Allerdings kann der Gläubiger der Anleihe dann bis zum Ende des Tages der Gläubigerversammlung die gesperrten Anleihen nicht verkaufen.

Der Vorsitz

Vorsitzender der Gläubigerversammlung ist der Einladende, also die Schuldnerin oder der gemeinsame Vertreter. Der Vorsitzende kann auch durch das Gericht bestimmt werden, wenn Streit über das Recht zur Einladung herrscht. Der Vorsitzende ist schon deshalb wichtig, weil er zur zweiten Gläubigerversammlung einlädt, wenn die erste nicht beschlussfähig ist.

Beschlussfähigkeit

Die Beschlussfähigkeit ist das große Problem dieser Versammlungen. Es müssen 50% des Anleihekaptals anwesend oder vertreten sein. Und das gelingt selten. Jetzt muss man noch berücksichtigen, dass die Versammlung bei deutschen Emittenten i.d.R. am Sitz des Gläubigers stattfindet und dass der deutsche Mittelstand die Neigung hat, in kleinen Orten in der Provinz zu sitzen. Da ist die schlechte Laune vorprogrammiert, wenn die Versammlung keine Beschlüsse fassen kann, weil mehr als die Hälfte der Gläubiger nicht anwesend ist. Das ist der Grund, weshalb viele auf die Abstimmung ohne Versammlung ausweichen (mehr dazu im übernächsten Abschnitt). Diese braucht zwar auch ein Quorum von 50%, aber keiner muss durch die Weltgeschichte reisen, um seine Stimme abzugeben.

Ist die Versammlung nicht beschlussfähig, kann der Vorsitzende zu einer zweiten Gläubigerversammlung einladen. Diese ist immer beschlussfähig. Wenn allerdings über Gegenstände entschieden werden soll, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, müssen 25% des Kapitals vertreten sein.

Die Abstimmung

Auf der Versammlung wird nach Kapital abgestimmt. Der Stimmenkauf ist verboten. Nicht stimmberechtigt ist der Schuldner (= Emittent), auch wenn er selbst Anleihen hält. Das gilt auch für verbundene Unternehmen.

Über die Beschlüsse muss eine Niederschrift angefertigt werden und diese sind im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen.

Das Gesetz enthält einige Beispiele dafür, welche Beschlüsse gefasst werden können. Insbesondere kann die Gläubigerversammlung folgenden Maßnahmen zustimmen:

- hinsichtlich der Zinsen: der Veränderung der Fälligkeit, der Verringerung oder dem Erlass der Zinsen

- hinsichtlich der Hauptforderung: der Veränderung der Fälligkeit, der Verringerung der Hauptforderung (Teilerlass), der Änderung der Währung
- einem Rangrücktritt hinter andere Gläubiger
- der Umwandlung oder dem Umtausch der Schuldverschreibungen z.B. in Gesellschaftsanteile, andere Wertpapiere oder andere Leistungsversprechen
- hinsichtlich der Sicherheiten: dem Austausch und der Freigabe
- dem Verzicht oder der Beschränkung des Kündigungsrechts
- dem Austausch des Schuldners

Die Gläubiger entscheiden mit der einfachen Mehrheit der an der Abstimmung teilnehmenden Stimmrechte. Das ist der Grundsatz. Nur Beschlüsse, durch welche der wesentliche Inhalt der Anleihebedingungen geändert wird, bedürfen zu ihrer Wirksamkeit einer Mehrheit von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte (die qualifizierte Mehrheit). Das sind alle oben genannten. Außerdem können die Anleihebedingungen für einzelne oder alle Maßnahmen eine höhere Mehrheit vorschreiben.

Das ist typisch juristisch gedacht: hier Grundsatz, dort Ausnahmen. Tatsächlich sind die Ausnahmen die Regel. Das liegt daran, dass die Gläubigerversammlung ein Krisenphänomen ist. Und in der Krise des Schuldners kann dieser nicht zahlen. Jeder Beschluss, der hier Erleichterung schafft, geht notwendigerweise an den wesentlichen Inhalt der Schuldverschreibung. Er braucht also 75% der Stimmen, wohlgemerkt 75% von 25% der erforderlichen Anwesenheit. Das heißt, dass weniger als ein Fünftel der Anleihegläubiger, nämlich 18,75% eine wesentliche Verschlechterung für alle herbeiführen können.

Versammlung ohne Versammlung?

Wenn Post kommt, ist das immer ein Krisenzeichen. Von einer guten Anleihe hört man nichts. Man bekommt nur pünktlich seine Zinsen. Und den Anfang macht häufig die Aufforderung, an einer Abstimmung ohne Versammlung teilzunehmen. Das ist der Zeitpunkt, an dem es sich nicht mehr camouflieren lässt, dass Handlungsbedarf besteht. Entweder müssen die Anleihebedingungen geändert werden oder es soll ein gemeinsamer Vertreter gewählt werden. Was auch immer, ohne dass jemand Leidensdruck hat, wird dieser Vorgang nicht angestoßen. Es handelt sich dabei um eine von zwei Möglichkeiten. Die Beschlüsse der Anleihegläubiger werden entweder in Gläubigerversammlungen gefasst oder in einem schriftlichen Verfahren: der Abstimmung ohne Versammlung.

Dieses Verfahren ist im Schuldverschreibungsgesetz geregelt. In den Anleihebedingungen kann es modifiziert werden. Der Gesetzgeber wollte ein schlankes unaufwendiges Verfahren schaffen. Das ist nur bedingt gelungen.

Zunächst die Grundlagen: Zur Abstimmung ohne Versammlung wird aufgerufen wie zu einer normalen Gläubigerversammlung, nämlich durch Veröffentlichung im Bundesanzeiger. Es muss ein Abstimmungsleiter benannt werden, ein Notar. Bei diesem können die Stimmen innerhalb eines bestimmten Zeitraumes, der mindestens 72 Stunden lang sein muss, abgegeben werden – nicht vorher und nicht danach.

Auch bei einer Abstimmung ohne Versammlung muss die Beschlussfähigkeit gegeben sein – es muss also wertmäßig betrachtet die Hälfte der Gläubiger an der Abstimmung teilnehmen.

Und daran scheitert es meist. Es liest nämlich kaum jemand den Bundesanzeiger. Das tun nur Profis. Und für den Anleger entsteht ein Dilemma, das kaum aufzulösen ist. Wenn die Geschäftsleitung des Schuldners zu einer Abstimmung aufruft, dann ja meist, weil es irgendwo hakt. Dann soll die Anleihe verlängert werden, die Kündigungsmöglichkeit ausgeschlossen werden oder ein sogenannter Debt-Equity-Swap erfolgen. Was auch immer.

Für den einzelnen (Klein-)Anleger, der zufällig den Bundesanzeiger liest, ist das Ganze eine Blackbox. Er kann nur vermuten, dass es Absprachen zwischen der Schuldnerin (= Emittent) und zumindest den großen institutionellen Gläubigern gibt. Und er kann vermuten, dass die kleinen privaten Anleger überwiegend nicht an der Abstimmung teilnehmen werden. In seinem Interesse wäre es in der Regel, wenn keiner der von dem Emittenten gewünschten Beschlüsse zustande käme, denn diese beschränken seine Rechte. Wenn er deswegen jetzt dagegen stimmt, kann es aber passieren, dass er erst die Beschlussfähigkeit herstellt und dann überstimmt wird. Nimmt er nicht teil, kann es sein, dass die Quote von 50% trotzdem erreicht wird und der unerwünschte Beschluss gerade deshalb durchgeht, weil er nicht dagegen gestimmt hat. (Das Problem stellt sich noch dringlicher bei der zweiten Versammlung, bei der 25% für die Beschlussfähigkeit ausreichen.) Beides ist denkbar schlecht.

Erfahrungsgemäß wird das Quorum bei der ersten Gläubigerversammlung nicht erreicht (es wurde nur bei Strenesse erreicht). Grundsätzlich kann man den Rat geben, bei der ersten Gläubigerversammlung nicht teilzunehmen, da das Quorum vermutlich nicht erreicht werden wird.

4. Der gemeinsame Vertreter

Der gemeinsame Vertreter ist eine Besonderheit des Schuldverschreibungsrechts. Er soll für die Anleihegläubiger sprechen. Schaut man sich die Bilanzen der Emittenten an, so fällt häufig auf, dass die Anleihegläubiger zusammengenommen den größten Gläubiger des Unternehmens darstellen. Sie haben aber keine gemeinsame Stimme. Deshalb sind

sie anderen Gläubigern – Banken und Lieferanten – gegenüber im Nachteil. Das ist ein Ungleichgewicht, das der gemeinsame Vertreter ausgleichen soll. Ein Schönheitsfehler des Gesetzes ist allerdings, dass die Anleihebedingungen die Wahl dieses gemeinsamen Vertreters vorsehen müssen.

Trau, schau wem: Die Wahl des gemeinsamen Vertreters

Abhängig von der Art, wie der gemeinsame Vertreter in das Amt gelangt ist, unterscheidet man den **Vertragsvertreter** vom **Wahlvertreter**.

Wird der gemeinsame Vertreter bereits in den Anleihebedingungen festgelegt, spricht man von einem Vertragsvertreter. Das kann Anlass zur Skepsis geben, da in diesem Fall der Emittent den Vertragsvertreter bestimmt und nicht die Anleihegläubiger, die er schließlich repräsentieren soll. Der Verdacht drängt sich auf, ein Loyalitätskonflikt könne vorliegen.

Daher sind Anleihen, bei denen noch kein gemeinsamer Vertreter bestellt wurde, aber die Bestellung prinzipiell möglich ist, vorzuziehen. Voraussetzung ist, dass die Anleihebedingungen vorsehen, dass ein gemeinsamer Vertreter durch Mehrheitsbeschluss (ausreichend ist eine einfache Mehrheit) der an der Gläubigerversammlung teilnehmenden Anleihegläubiger gewählt und auch gegebenenfalls wieder abberufen werden kann. Es bleibt einem also bei der Auswahl einer Anleihe nicht erspart, die Anleihebedingungen genau zu lesen.

Aufgaben und Stellung

Das neue Schuldverschreibungsgesetz enthält einen kleinen Katalog von Aufgaben und Befugnissen des gemeinsamen Vertreters. Er kann alle Auskünfte vom Anleihschuldner verlangen, die er benötigt, um seine Aufgaben zu erfüllen. Er darf Gläubigerversammlungen einberufen, den Vorsitz auf der Versammlung führen sowie die Leitung der Abstimmung ohne Versammlung übernehmen. Eine wichtige Aufgabe des gemeinsamen Vertreters ist in diesem Kontext auch die Information. Er hat die Anleihegläubiger zeitnah zu informieren. Schließlich haftet der gemeinsame Vertreter den Gläubigern von Gesetzes wegen für die ordentliche und gewissenhafte Erfüllung seiner Aufgaben.

Insbesondere kann dem gemeinsamen Vertreter die Befugnis eingeräumt werden, folgenden Maßnahmen zuzustimmen:

- der Veränderung der Fälligkeit oder der Verringerung der Zinsen,
- der Veränderung der Fälligkeit oder der Verringerung der Hauptforderung,
- dem Nachrang der Forderung im Insolvenzverfahren,
- der Umwandlung und dem Umtausch der Schuldverschreibung und
- dem Austausch und der Freigabe von Sicherheiten.

Zusammengefasst können dem gemeinsamen Vertreter also umfangreiche Restrukturierungsrechte eingeräumt werden, die allerdings im Umkehrschluss den einzelnen Anleihegläubiger weitestgehend entzogen. Aus diesem Grund ist hierfür eine qualifizierte Mehrheit von 75% des Anleihevolumens der teilnehmenden Gläubiger erforderlich.

Anforderungen an die Qualifikation des gemeinsamen Vertreters

Prinzipiell kann jede geschäftsfähige Person oder sachkundige juristische Person zum gemeinsamen Vertreter bestellt werden. Ein Mensch muss also volljährig sein und eine GmbH oder Aktiengesellschaft muss für die Aufgabe geeignet sein. Das klingt ohne Weiteres einleuchtend. Was man aber nun genau darunter versteht, ist durchaus vage. Wenn man sich jedoch die Aufgaben des gemeinsamen Vertreters vergegenwärtigt, erkennt man schnell eine Linie.

Der gemeinsame Vertreter soll insbesondere in der Krise des Unternehmens wesentliche Entscheidungen treffen und die Nachhaltigkeit von Sanierungsmaßnahmen prüfen und beratend begleiten, um für die Anleihegläubiger das bestmögliche Verhandlungsergebnis zu erzielen. Hierzu ist eine entsprechende Sachkenntnis erforderlich, die der gemeinsame Vertreter am besten sowohl durch seine Berufsausbildung als auch durch seine berufliche Tätigkeit dokumentieren kann.

Ein weiteres wichtiges Kriterium ist, dass der gemeinsame Vertreter die Interessen der Anleihegläubiger angemessen vertritt und nicht zum „Lager“ des Emittenten gehört, da Gläubiger und Schuldner sozusagen von Natur aus widerstreitende Interessen verfolgen. Deshalb sieht das Schuldverschreibungsgesetz vor, dass folgende Personen sich vor ihrer Wahl den Gläubigern offenbaren müssen:

- Mitglieder des Vorstands, des Aufsichtsrats, des Verwaltungsrats oder eines ähnlichen Organs des Emittenten,
- Mitarbeiter des Emittenten oder eines mit diesem verbundenen Unternehmens,
- jeder, der am Kapital des Emittenten oder eines mit diesem verbundenen Unternehmens mit mindestens 20% beteiligt ist,
- Finanzgläubiger des Emittenten oder eines mit diesem verbundenen Unternehmens mit einer Forderung in Höhe von mindestens 20% der ausstehenden Anleihe,
- Personen, die aufgrund einer besonderen persönlichen Beziehung zu dem genannten Personenkreis unter Einfluss stehen.

Aus diesem Grund sollte ein Vertragsvertreter per se sehr kritisch gesehen werden, da dieser vom Emittenten vorgegeben ist und nicht ausgeschlossen werden kann, dass er sich dadurch in einem Interessenkonflikt befindet. Zwar gilt, dass die Bestellung eines solchen gemeinsamen Vertreters nichtig ist, wenn eines der oben genannten Kriterien erfüllt ist, er in dem Fall also selbst bei (nachträglicher) Offenlegung derselben jedenfalls nicht schon in den Anleihe-

bedingungen bestellt werden darf. Das beseitigt aber nicht einen bereits im Kern angelegten Interessenkonflikt: nämlich dass der Vertragsvertreter seine Stellung der Gegenseite verdankt.

Kosten des gemeinsamen Vertreters

Die durch die Bestellung des gemeinsamen Vertreters entstehenden Kosten und Aufwendungen, einschließlich einer angemessenen Vergütung des gemeinsamen Vertreters, trägt der Schuldner (= der Emittent). Dieser einfache Satz des Schuldverschreibungsgesetzes birgt einige Schwierigkeiten. Insbesondere ist umstritten, was unter einer angemessenen Vergütung zu verstehen ist. Diese ist von der Qualifikation des gemeinsamen Vertreters, dem Volumen der vertretenen Forderungen und dem Umfang seiner Tätigkeit abhängig. In der Praxis einigen sich der Schuldner und der gemeinsame Vertreter häufig im Vorfeld der Bestellung. Sofern für den gemeinsamen Vertreter eine berufsrechtliche Vergütungsverordnung besteht – wie beispielsweise das Rechtsanwaltsvergütungsgesetz – kann dies ein Anhaltspunkt für eine angemessene Vergütung sein.

Unabhängig von der angemessenen Vergütung sind auch die Kosten und Aufwendungen des gemeinsamen Vertreters vom Schuldner – und nicht von den Anleihegläubigern – zu tragen.

5. Wer spielt sonst noch mit? Die Nebenrollen

Bei der Emission von Mittelstandsanleihen sind eine Reihe von Beratern und Dienstleistern involviert, die zwar Nebenrollen spielen, deren Bedeutung man aber keinesfalls unterschätzen sollte.

Die Bank als Intermediär

Die größte Nebenrolle bei einer Anleiheemission wird in der Regel von einer Bank, oder allgemeiner, einem Finanzdienstleistungsinstitut, übernommen. In dieser Rolle fungiert sie im Prinzip als (Ver-)Mittler, weshalb sie auch als Intermediär bezeichnet wird, der zwischen Kapitalangebot und -nachfrage geschaltet ist. Reine „Eigenemissionen“ (also ohne Beteiligung einer Investmentbank) werden von den Börsen hingegen nicht gerne gesehen. Der Best Practice Guide der Deutschen Börse AG empfiehlt für emissionsbegleitende Intermediäre, dass die Bank mit der Platzierung und dem Vertrieb nebst Vermarktung der zu platzierenden Anleihe (als sogenannter „Platzeur“ bzw. „Selling Agent“/„Sales Agent“) betraut wird. Die so zuteil gewordene federführende Position sollte an prominenter Stelle des Wertpapierprospektes, d.h. auf der ersten Seite, ausgewiesen werden. Eigentlich versteht es sich von selbst, aber der Best Practice Guide weist ausdrücklich darauf hin, dass der Intermediär über eine hinreichende Erfahrung sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt verfügen sowie im Handel bzw. in der Vermittlung von Anleihen und Wertpapieren aktiv tätig sein sollte.

Neben der Organisation und Strukturierung der Platzierung besteht die sicherlich wichtigste Aufgabe des Intermediärs in der Durchführung der Due-Diligence-Prüfung, auf deren Basis der Wertpapierprospekt erarbeitet wird. Die Prüfung selbst kann, muss aber nicht zwingend durch die Bank selbst vorgenommen werden. Sie kann gleichsam weitere Kapitalmarktexperten hinzuziehen oder mit der Durchführung beauftragen.

Als Due Diligence bezeichnet man eine mit „gebotener Sorgfalt“ durchgeführte „erforderliche“ Risikoprüfung. Bei Due-Diligence-Prüfungen handelt es sich also um die sorgfältige Analyse, Prüfung und Bewertung der Stärken und Schwächen eines Prüfgegenstandes im Rahmen einer beabsichtigten geschäftlichen Transaktion. Das können Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien sein oder eben Anleihen und ihre Emittenten.

Auch wenn es um die konkrete Ausgestaltung der Anleihebedingungen geht, kommt dem Intermediär eine zentrale beratende Aufgabe zu. So hat er z.B. dafür Sorge zu tragen, dass die in erster Linie für Investoren essenziell notwendigen Investorenschutzklauseln (die sogenannten Covenants) nebst Kündigungsrechten für Investoren und weiteren Verpflichtungen des Emittenten (sicherlich korrespondierend zu dessen Bonität) aufgenommen werden.

Zu den gängigsten Covenants, die man sich als Investor genau anschauen sollte, zählen:

Der **Kontrollwechsel („Change of Control“)**: Er räumt dem Anleihegläubiger das Recht ein, im Falle eines Eigentümerwechsels des Schuldners die Anleihe zu einem vorab festgelegten Kurs fällig zu stellen.

Die **Negativverpflichtung („Negative Pledge“)**: Das ist die Verpflichtung des Emittenten bis zur vollständigen Rückzahlung der Anleihe keine Sicherheiten für andere Kapitalmarktverbindlichkeiten bereitzustellen.

Die **Default-Klausel**: Hiermit wird das Kündigungsrecht des Gläubigers bezeichnet, das bei einer Verletzung von Zahlungs- oder sonstigen Verpflichtungen des Schuldverschreibungsvertrags („Default“ und/oder „Cross Default“) greift.

Der **Drittverzug („Cross Default“)**: Hierbei tritt das Kündigungsrecht des Gläubigers auch dann ein, wenn zwar die Pflichten aus dem Anleihevertrag nicht verletzt werden, der Kreditnehmer jedoch im Verhältnis zu dritten Gläubigern vertragsbrüchig wird.

Die **Verschuldungsobergrenze**: Der Gläubiger erhält hierdurch ein Kündigungsrecht bei Überschreitung eines festgelegten Verschuldungsgrads (sofern dieser nicht durch höhere Cashflows gedeckt ist).

Das **Verbot des Verkaufs bestimmter Vermögensgegenstände („Certain Sales of Assets“)**: Dadurch wird der Verkauf von Assets limitiert und somit die Anlagendeckung („Asset Coverage“) für Fremdkapital sichergestellt.

Die **Ausschüttungsbegrenzung**: Eine solche begrenzt die Ausschüttung von Gewinnen an die Eigenkapitalgeber.

Zum Thema Covenants ist noch zu sagen, dass längst nicht alle Anleihebedingungen die oben aufgeführten enthalten. Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass bei der Gründungs-generation der Mittelstandssegmente der Jahre 2010 und 2011 Covenants weniger verbreitet sind. Seit einiger Zeit geht der Trend jedoch hin zu mehr Covenants, nicht zuletzt aufgrund der zahlreichen Defaults bei Mittelstandsanleihen.

Weitere Emissionsberater

Als weitere zwischengeschaltete Akteure sind bei vielen Anleiheemissionen zudem sogenannte Emissionsberater involviert, die ebenfalls bei der Strukturierung der gesamten Transaktion mitwirken sollen und den Emittenten bei der Auswahl der weiteren Kapitalmarktexperten, insbesondere der Bank, beraten. Kritiker bemängeln, dass die Einbeziehung von Emissionsberatern die Qualität der Emissionen keinesfalls gefördert habe. Gerade bei den frühen Anleiheemissionen wie im Fall Bondm sollen diese (auch „Coaches“ genannten) Berater vergleichsweise hohe Gebühren verlangt haben. Jedoch handelte es sich in vielen Fällen bei diesen ersten Emissionen von Mittelstandsanleihen um Eigenemissionen ohne die Einbeziehung von Banken – was jedoch nicht zu niedrigeren Emissionskosten führte. Von Seiten der Investmentbanker hingegen wird berichtet, dass Emissionen sehr viel professioneller ablaufen würden, wenn gute Berater involviert seien – so wären beispielsweise Finanzinformationen wesentlich besser aufbereitet.

Die Rechtsberater

Es wird sicherlich niemanden überraschen, dass angesichts der Vielzahl möglicher Fehler bei einer Emission von Anleihen üblicherweise sehr frühzeitig eine Anwaltskanzlei mit der Vorbereitung beauftragt wird. Bei größeren Transaktionen mandatieren Emittent und Bank häufig jeweils eigene Rechtsberater. Die juristische Beratung durch Rechtsanwälte, die erfahren sind hinsichtlich der spezifischen rechtlichen Aufgaben im Zusammenhang mit Anleiheemissionen in Deutschland, ist v.a. bei der Erstellung des Wertpapierprospektes und der Anleihebedingungen praktisch mandatorisch, um die Haftungsrisiken zu minimieren.

Der Wertpapierprospekt

Der Prospekt ist natürlich kein Beteiligter im engeren Sinne, aber er spielt eine wesentliche Rolle im Zusammenhang mit Anleihen, darum soll an dieser Stelle auch über ihn gesprochen werden.

Sollen in einem Land des Europäischen Wirtschaftsraumes Wertpapiere öffentlich angeboten werden, so ist hierfür die vorherige Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes erforderlich, der den Anforderungen der EU-Prospektverordnung genügen und von der zuständigen Aufsichtsbehörde gebilligt werden muss (z.B. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland oder der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg).

Dieser Prospekt muss vollständig, zutreffend und darf keinesfalls irreführend über alles berichten, was für den Erwerber der Anleihe relevant sein könnte. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieses für eine Kaufentscheidung oft zentralen Dokumentes sind der Emittent und alle weiteren Prospektverantwortlichen bzw. -initiatoren verantwortlich und können, sollte der Prospekt den Anforderungen nicht genügen, haftbar gemacht werden.

Die Börse

Die Börse Stuttgart etablierte mit der Gründung des Segmentes Bondm eine sogenannte „Zeichnungsbox“. Dabei stellte die Börse Informationen zur Anleihe für Anleger zur Verfügung. Anleger – auch Privatanleger – konnten zudem erstmals auch Anleihen gleich bei der Emission erwerben. Die Zeichnung der Anleihen erfolgte dabei wie eine normale Börsenorder. Für die „Zeichnungsbox“ berechnete die Börse den Unternehmen eine Gebühr, ebenso wie für das über die Börse platzierte Anleihevolumen. Andere Börsen folgten dem Beispiel und strukturierten ihre Mittelstandssegmente sehr ähnlich und boten eine vergleichbare Zeichnungsfunktionalität.

Der Türhüter – die Rolle der Ratingagenturen

Ratingagenturen werden als „Gatekeeper“ der Finanzmärkte bezeichnet, da Emittenten faktisch nur durch ein Rating Zutritt zu den weltweiten Kapital- und Geldmärkten erlangen. Viele Unternehmensanleihen werden an der Börse gehandelt, eine der Zulassungsvoraussetzungen ist (je nach Segment) ein aktuelles Rating.

Ein Rating ist letztlich nichts anderes als die Einschätzung der Bonität eines Emittenten oder einer Anleihe durch eine Agentur. Ersteres wird auch als Unternehmensrating oder Corporate Rating spezifiziert, letzteres als Emissions- oder Anleiherating.

Das Unternehmensrating beurteilt die generelle Fähigkeit des Unternehmens, ausstehende Finanzverbindlichkeiten bedienen zu können. Die Ratingagentur wertet hierfür quantitative Faktoren wie die wirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens (z.B. Liquiditäts-, Finanz- und Ertragslage, Kapitalstruktur, Währungs- und Finanzrisiken) aus. Hinzu kommt die Analyse qualitativer Faktoren wie die Managementqualität. Hierzu zählt insbesondere auch die Bewertung der für die Investoren relevanten Strukturen wie das Controlling, das Rechnungswesen und das Risikomanagement.

Das Anleiherating soll es ermöglichen, die relative Ausfallwahrscheinlichkeit und die erwartete Wertentwicklung der Sicherheiten (Liquidationserlös/Recovery Rate) dieses einen bestimmten Finanzinstrumentes einzuschätzen. Dabei baut der Ratingprozess für eine Anleihe auf einem Unternehmensrating auf, er zieht jedoch darüber hinaus zusätzlich die spezifischen Ausgestaltungsmerkmale des jeweiligen Finanzinstrumentes, etwa den Rang, die Einhaltung von Finanzkennzahlen sowie die Besicherung durch eine Garantie, Vermögensgegenstände oder andere Sicherungsrechte mit ein.

Tatsächlich spielen die für Anleihen abgegebenen Ratings eine wichtige Rolle für die Anlageentscheidung des Anlegers, der kaum Möglichkeiten der Evaluierung seiner Anlagen hat. Dafür sind sie aber nur bedingt geeignet. Es herrscht ein Durcheinander von Bewertungssystemen. Dies liegt zu einem nicht unerheblichen Teil daran, dass sich die Ratings unterschiedlicher Agenturen nur sehr bedingt oder gar überhaupt nicht miteinander vergleichen lassen, denn der deutsche Markt wird sowohl von großen, international agierenden Ratingagenturen und, speziell im Bereich der Unternehmensanleihen für kleinere und mittelständische Unternehmen, von nationalen Ratingagenturen bedient. Dies gilt selbst dann, wenn die gleiche Ratingskala zugrunde gelegt wird.

Nationale Ratingagenturen haben bei Investoren häufig keinen so guten Ruf wie die großen, international tätigen Ratingagenturen. Ratings nationaler Agenturen sind dem Vernehmen nach für den Emittenten deutlich günstiger und erfordern für das Management einen geringeren zeitlichen Aufwand.

Zudem sind die Begriffe, die verwendet werden, oft intuitiv nicht zu verstehen. Investment Grade z.B. ist ein Rating, das im oberen Segment die Bewertung „Beste Bonität, geringstes Ausfallrisiko“ aufweist. Es reicht aber runter bis „Befriedigende Bonität, aktuell erscheinen Zins und Tilgung gedeckt, jedoch mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen“. Die nächste Stufe nach unten wäre dann der Spekulative Grade mit der Bewertung: „Bedienung der Anleihe nur in stabilem wirtschaftlichen Umfeld gesichert, enthält spekulative Elemente“.

Beispiel: Future Business KGaA (FuBus)

Die FuBus emittierte bis in das Jahr 2013 hinein Wertpapiere, insgesamt mit einem Gesamtwert von 770 Mio. Euro. Ein riesiger Geldbetrag – eingeworben von einem kleinen und unbekanntem Unternehmen. Wie war das möglich? Ein wesentlicher Grund dieses erstaunlichen Platzierungsergebnisses ist in den sehr positiven Ratings zu sehen, mit denen die FuBus bis in das Jahr 2013 hinein ausgezeichnet wurde. Verantwortli-

che „Ratingagentur“: die Hoppenstedt Kreditinformationen GmbH, nunmehr Bisnode GmbH. Eigentlich eine gute Adresse – die deutsche Hoppenstedt besteht seit 1926, die schwedische Mutter Bisnode sogar schon seit 1895, beide sind (bzw. waren) anerkannte Wirtschaftsauskunfteien. Die für FuBus erstellten Ratings überschlugen sich in ihrem Lob. Zitat aus dem Rating für das Jahr 2011:

„Hoppenstedt freut sich zu bestätigen, dass die FuBus zu den 3,3% bestbewerteten Unternehmen im Juli 2011 in Deutschland zählt. Hoppenstedt hat 4,5 Millionen deutsche Firmen auf einer Skala von 1 bis 6 im Bereich der Kreditwürdigkeit bewertet, wobei die „1“ das bestmöglich zu erreichende Ergebnis ist. Um ein Rating von „1“ zu erreichen, dokumentiert die FuBus dieses Ergebnis vor allem durch eine exzellente Darstellung im Bereich des Finanzwesens und ihre strukturierten Geschäftsabläufe.“

Das Rating für das Jahr 2012 ist nahezu wortgleich, wieder ist alles ganz prima. Laut des Ratings ist FuBus ausgesprochen kreditwürdig. Auch im Rating für das Jahr 2013 ist alles unverändert rosig, FuBus erhält sogar als weitere Auszeichnung auch noch das sogenannte „Silberzertifikat“ von Hoppenstedt/Bisnode. Also war alles in Ordnung für die Anleger, die auf diese äußerst positiven Ratings vertrauten und ihr Geld daraufhin anlegten?

Leider nein. Das dicke Ende ließ nun nicht mehr lange auf sich warten: Noch im Jahre 2013 rückte der Staatsanwalt bei FuBus ein. Insolvenzantrag musste gestellt werden. Zum 01.01.2014 wurde das förmliche Insolvenzverfahren eröffnet. Die Anleger haben große Teile ihres Investments verloren. Ein überraschender kaufmännischer Verlauf, ein nicht absehbares unternehmerisches Scheitern, eine aus dem Nichts kommende Katastrophe? Aber nein. Für Branchenkenner war das schlimme Ende schon Jahre zuvor absehbar. Denn das Kerngeschäft der FuBus lag im Erwerb und in der Verwertung von kapitalbildenden Lebensversicherungen; dieses Kerngeschäft wurde durch die Ausgabe der Wertpapiere seitens FuBus finanziert. Und die Renditen dieser kapitalbildenden Lebensversicherungen waren bereits seit dem Jahr 2002 rückläufig. Wie also sollten immer höhere Schulden auf Seiten von FuBus aus immer geringer werden Renditen im Kerngeschäft noch finanziert werden? Wie wollte man 6% p.a., 7% p.a. oder gar noch mehr auf die selbst ausgegebenen Anleihen zahlen und dabei noch die eigenen Geschäftskosten decken, wenn aus dem eigenen Kerngeschäft nur noch Zinsen in Höhe von 2 bis 3,5% p.a. zu erwirtschaften waren? Es war der sichere kaufmännische Tod. Die einzigen, die das damals – angeblich – nicht als Problem erkannt haben, waren die Ratingagenturen. Und sie halfen aktiv dabei mit, noch tausende Anleger in das sinkende Schiff zu locken. Das Verhalten der Ratingagenturen kann man in derartigen Fällen eigentlich nur noch als Beihilfe zum Betrug werten. Ein Grund, warum die Rechtsanwälte Schirp Neusel & Partner am 14.07.2015 beim Landgericht Darmstadt

Klage gegen Hoppenstedt/Bisnode angestrengt haben – eine der bundesweit ersten Klagen gegen eine Ratingagentur im Anleihebereich.

Die Wirtschaftsprüfer

Der Wirtschaftsprüfer kann im Zusammenhang mit einer Anleihe an mehreren Stellen auftauchen. Zunächst ist er der Abschlussprüfer des emittierenden Unternehmens. Ein Unternehmen, das die Größe erreicht hat, eine Anleihe herauszugeben, ist regelmäßig auch prüfungspflichtig. Das ergibt sich aus dem Handelsgesetzbuch. Die Mittelstandssegmente der Börsen sehen geprüfte Jahresabschlüsse zudem als Voraussetzung für die Teilnahme am Börsenhandel vor. Nach Börseneinführung müssen weiter geprüfte Abschlüsse veröffentlicht werden. Das sind die Folgepflichten.

Weitere Voraussetzung für die Börseneinführung einer Anleihe ist ein Wertpapierprospekt, der den Anforderungen des EU-Prospektrechts genügen muss.

Bei manchen Emissionen gibt es noch die Rolle des Sicherheitentreuhänders. Bekanntes Beispiel ist die Anleihe der Penell GmbH. Den Anleihegläubigern sollte das Warenlager zur Sicherheit dienen. Da man rechtstechnisch kein Warenlager an eine Gruppe unbekannter Personen zur Sicherheit übereignen kann, wurde es an eine Wirtschaftsprüfergesellschaft übereignet. Diese sollte es treuhänderisch halten. Dabei ist leider einiges schiefgegangen. Was genau passiert ist, lesen Sie auf Seite 68.

Schließlich muss es auch ein Wirtschaftsprüfer sein, der die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens feststellt, wenn es in die Krise geraten ist. Die Gläubiger brauchen eine solide Entscheidungsgrundlage, wenn sie Verzichte leisten sollen, um das Unternehmen zu retten.

IV. Der Ernstfall: Handlungsoptionen für kriselnde Anleihen

Sind die ersten grauen Wolken am Himmel zu erkennen, so sollte schnell gehandelt werden. Hierbei ist einerseits zwischen individuellen und kollektiven Maßnahmen zu unterscheiden. Andererseits muss analysiert werden, ob prinzipiell eine Sanierung in Frage kommt oder stattdessen eine Insolvenz vorzuziehen ist.

Individuelle Maßnahmen: Die Beendigung des Engagements

Unabhängig von den kollektiven Maßnahmen der Restrukturierung stellt sich für den Anleihegläubiger die Frage, ob er bei Ausbruch der Krise individuell Maßnahmen ergreifen kann. Dabei hat der Anleger zwei Möglichkeiten: den Verkauf der Anleihe oder aber deren Kündigung.

Verkauf oder Kündigung?

Grundsätzlich ist es möglich, die Anleihe zu verkaufen. Sofern diese an einem der folgenden Börsensegmente gehandelt wird, ist dies eine schnelle und einfache Möglichkeit, sich aus dem Engagement zurückzuziehen: Entry Standard (Börse Frankfurt), Bondm (Börse Stuttgart), Mittelstandsbörse Deutschland (Börsen Hamburg und Hannover), m:access (Bayerische Börse) oder Primärmarkt (Börse Düsseldorf). Dies heißt jedoch auch, dass der bereits eingetretene Verlust realisiert wird. Das klingt recht nett, bedeutet aber, dass das Geld zum Teil verloren ist. Sollte die Anleihe erfolgreich restrukturiert werden, so kann sich diese Entscheidung ex post als falsch erweisen. Wie soll man zu einer Entscheidung kommen?

Die Verhaltensökonomie oder „Behavioral Finance“ lehrt uns, dass wir nicht wirklich frei in unseren Entscheidungen sind. Vielmehr gibt es klassische Denkfehler, die immer wieder zu Verlusten führen.

Wir nehmen Informationen eher wahr, wenn sie unsere vorgefassten Meinungen stützen als, wenn sie ihnen widersprechen: der **Bestätigungsfehler**.

Wir bewerten Verluste stärker als Gewinne: die **Verlustaversion**.

Und besonders schlimm ist die **Regret Avoidance**: Verluste, die durch Passivität entstehen, werden als weniger schlimm empfunden als solche, die durch aktives Handeln verursacht sind.

Das führt dazu, dass wir eher zu einer Sanierung neigen als ein Engagement zu beenden. Unsere vorgefasste Meinung war, dass wir die Anleihe eines soliden Unternehmens besäßen. Und obwohl wir gerade vorgeführt bekommen, dass es ein Problem gibt, glauben wir an ein Sanierungskonzept. Die Anleihe wird nur noch mit einem Bruchteil ihres Nominalwerts bewertet, doch wir scheuen uns, das bisschen, was sie noch wert ist, mitzunehmen.

Und verlieren deshalb vielleicht alles. Und das finden wir noch nicht mal so schlimm, weil es ja über uns hereingebrochen ist. Schlimmer wäre es gewesen, mit Verlust zu verkaufen und damit aktiv den Verlust herbeizuführen. Wer kann solche Tendenzen nicht bei sich beobachten? Was daraus schließen? Der Homo oeconomicus fristet seine blutleere Existenz in der Phantasie phantasieloser Wissenschaftler. Alle anderen müssen ihre eigenen Beschränkungen erkennen und in deren Lichte ihre Entscheidungen hinterfragen. Doch das zu vertiefen würde den Rahmen dieser Broschüre sprengen.

Eine Alternative zum Verkauf der Anleihe ist ihre Kündigung. Diese ist sicher immer dann die erste Wahl, wenn das Restrukturierungskonzept nicht erfolgversprechend ist oder aber die Eigenkapitalgeber im Konzept unangemessen bevorzugt werden. In diesen Fällen kann eine Kündigung vorzuzugswürdig sein. Wird sie erfolgreich durchgeführt, so kann sich der Anleihegläubiger ohne Verluste von der Beteiligung trennen. Dieser Weg ist jedoch dornenreich und rechtlich mit Unsicherheiten verbunden und vor allem wirtschaftlich nur dann zielführend, wenn die Insolvenz des Emittenten nicht unmittelbar bevorsteht.

Erste Frage: Ist die Kündigung überhaupt möglich?

Um eine Kündigung wirksam auszusprechen, ist zunächst zu prüfen, ob die Anleihebedingungen konkrete Kündigungsvoraussetzungen regeln. Diese sind einzuhalten und zu berücksichtigen. Häufig sehen bereits die Anleihebedingungen vor, dass ein Kündigungsgrund vorliegen soll, wenn „eine allgemeine Schuldenregelung“ angeboten wird. Allerdings ist in der Fachwelt streitig, was das eigentlich heißen soll. Es liegt zunächst nahe anzunehmen, diese Bedingung sei erfüllt, wenn der Emittent zu einer Gläubigerversammlung einlädt, auf der z.B. über einen Zinsverzicht oder einen Schuldenschnitt abgestimmt werden soll. Es handelt sich dabei um eine Schuldenregelung für alle Anleihegläubiger, also eine allgemeine. Tatsächlich sehen das einige Juristen anders. Es würde sich um eine Übersetzung aus der US-amerikanischen Rechtssprache handeln, wobei sich der englische Originaltext auf eine Schuldenregelung beziehen soll, die für alle Gläubiger eines Unternehmens gelte, also nicht nur für die Anleihegläubiger. Das Argument ist wenig überzeugend. Denn bei den Anleihebedingungen handelt es sich um eine allgemeine Geschäftsbedingung und diese muss gemäß ihrem objektiven Inhalt und typischen Sinn ausgelegt werden, wobei die Verständnismöglichkeiten des durchschnittlichen Vertragspartners des Verwenders zugrunde zu legen sind. So etwa hat das der Bundesgerichtshof immer wieder ausgedrückt. Was man als Verfasser der Klausel mal meinte oder wollte, spielt dabei keine Rolle. Und selbst wenn man eine objektive Uneindeutigkeit fände, würde das zu Lasten des Emittenten gehen.

Darüber hinaus ist streitig, ob der Ausbruch einer Krise – namentlich die Mitteilung des Unternehmens, dass eine Restrukturierung erforderlich sei – eine Kündigung aus wichti-

gem Grund gemäß §§ 490, 314 BGB wegen Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Emittenten rechtfertigt. Teilweise wird hierzu vertreten, dass im Hinblick auf die beabsichtigte Restrukturierung nach dem Schuldverschreibungsgesetz eine Kündigung nach §§ 490, 314 BGB ausgeschlossen sei, da die Anleihegläubiger einen adäquaten Sanierungsbeitrag leisten müssten. Dieser Meinung ist – im Ergebnis zu Recht – das Oberlandesgericht Frankfurt entgegengetreten. Die Kündigung ist demnach grundsätzlich möglich. Aber man sollte sich auf einen Prozess einstellen.

Zweite Frage: Führt die Kündigung zum Ziel?

Wenn alles glatt geht, bekommt man nach der Kündigung sein Geld auf das Konto und die Anleihe verschwindet aus dem Depot. Die technischen und rechtlichen Details dieses Vorganges brauchen den Anleger nicht zu interessieren. Es geht aber nicht immer glatt. Wer kündigt, tut dies, weil er der Anleihe eine schlechte Prognose gibt, wenn er also meint, dass es dem Schuldner schlecht gehe. Es handelt sich also um eine Krisensituation. In diesen Krisen werden dann häufig Sanierungsbeschlüsse gefasst, z.B. ein temporärer Kündigungsverzicht der Anleihegläubiger. Was dann? Hat der Anleger, der gekündigt hat, einfach Glück gehabt? Oder muss er die Beschlüsse, die nach der Kündigung gefasst wurden, gegen sich gelten lassen? Das war lange strittig, die Landes- und Oberlandesgerichte haben divergierend geurteilt. Am 8.12.2015 schließlich hat der Bundesgerichtshof die Diskussion vorläufig beendet. Im entschiedenen Fall wurde nach Kündigung auf einer Gläubigerversammlung ein Debt-Equity-Swap beschlossen. Dazu sagte das oberste Gericht: „Die Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger sind für alle Gläubiger derselben Anleihe gleichermaßen verbindlich.“ Das Gesetz unterscheidet nicht zwischen Gläubigern einer gekündigten Anleihe und Gläubigern, die noch nicht wirksam gekündigt haben. Folgerichtig schließt der BGH daraus, dass ein Beschluss, demzufolge alle Anleihen in Aktien umgetauscht werden, auch gekündigte Anleihen erfasst.

Sollte man jetzt gar nicht mehr kündigen?

Auch wenn die Entscheidung des BGH rechtsdogmatisch richtig ist, so führt sie doch zu einem absurden und unfairen Ergebnis für die Anleihegläubiger: Kündigungsgründe sind regelmäßig nur in einer Krisensituation gegeben, sie knüpfen praktisch immer an eine Vermögensverschlechterung des emittierenden Unternehmens an. Nur dann sind Kündigungen von Anleihegläubigern also zulässig. Häufig aber wird solchen Krisensituationen mit Debt-Equity-Swaps begegnet, so dass die Kündigungsansprüche gleich wieder untergehen. Ob der Anleihegläubiger, der zuvor gekündigt hat, diesem Beschluss zugestimmt hat, ist dabei unerheblich. Für solche Beschlüsse ist eine Mehrheit von 75% der anwesenden Stimmen erforderlich. Anwesend sein müssen in der zweiten Gläubigerversammlung aber nur 25% der ausstehenden Schuldverschreibungen. Letztlich werden die Kündigungsrechte der Anleihegläubiger damit ausgehöhlt.

Dennoch wäre es sicher vorschnell, deswegen keine Kündigungen mehr zu empfehlen. Zum einen ist zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung in der Regel noch nicht absehbar, ob es zu einem Sanierungsbeschluss wirklich kommen wird. Zum anderen ist es höchst problematisch, dass die Emittentin es in der Hand hat, durch Herauszögern der Erfüllung die Ansprüche der Anleihegläubiger untergehen zu lassen. Hier stellt sich die Frage nach der Haftung der Beteiligten. Schließlich weigern sie sich, fällige Ansprüche zu erfüllen. Der Gläubiger ist in Verzug und haftet für den Schaden, der daraus erwächst.

V. Sanierung sinnvoll?

1. Wann sanieren, wann sterben lassen? Und wer zahlt?

Das ist jetzt der hässliche Teil. Man saniert ein Unternehmen, wenn man dann besser steht als bei einer Insolvenz. Umgekehrt gesagt ist die Insolvenz die bessere Variante, wenn man dann mehr bekommt als bei der Sanierung. Das klingt etwas herzlos, wenn auch logisch, ist aber doch gar nicht so einfach umzusetzen. Weil man ein punktuelles Ereignis, die Insolvenz, mit einem langfristigen Verlauf, der Weiterführung der Geschäftstätigkeit, vergleichen muss. Dafür braucht es vor allem Information in Gestalt eines Sanierungsgutachtens (sogenanntes IDW-S6-Gutachten). Das ist der etwas sperrige Name für einen Standard der Wirtschaftsprüfer, nach dem sie die Sanierungsbedürftigkeit und -fähigkeit eines Unternehmens abprüfen. Mit weniger sollte man sich nicht zufriedengeben. Aber als Privatanleger sollte man sich auch klarmachen, dass man mehr nicht bekommen kann. Man wird keinen Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwalt auf den Fall ansetzen, wenn man 10.000 Euro in einer Anleihe stecken hat. Das sprengt einfach den Rahmen. Hält das IDW-S6-Gutachten also die Anleihe für sanierbar, schaut man noch einmal nach, auf welchen Annahmen die Sanierungsfähigkeit beruht, wie die öffentliche Meinung im Internet dazu ist, und der Rest ist dann einfach sehr persönlich: Hoffen oder einen Schlussstrich ziehen.

Insolvenz ist nicht immer der „Worst Case“: Insolvenzverschleppung verhindern!

Liest man Ratgeber zur Restrukturierung von Anleihen, so möchte man meinen, dass die Stellung eines Insolvenzantrages als Ultima Ratio um jeden Preis vermieden werden sollte. Es drängt sich die Frage auf, warum dies so ist. Diese Frage lässt sich leicht beantworten. Mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird die Geschäftsführung als Entscheidungsträgerin entmachtet und die Gläubigerinteressen stehen im Vordergrund. Dies gilt – wenn auch etwas abgeschwächt – auch, wenn auf Antrag des Emittenten das Insolvenzgericht die Eigenverwaltung angeordnet hat. Dann verbleibt zwar die grundsätzliche Verfügungsbefugnis beim Emittenten, ein Sachwalter beaufsichtigt aber alle Maßnahmen und für die Durchführung einiger Maßnahmen benötigt der Emittent sogar die Zustimmung des Sachwalters. Die volle Entscheidungsbefugnis wie vorher hat der Emittent jedenfalls nicht mehr. Diese „natürliche Scheu“ der Eigenkapitalgeber und Entscheidungsträger vor der Insolvenz ist deshalb bei den Anleihegläubigern gar nicht vorhanden. Sie sind Gläubiger der Gesellschaft und haben generell kein Mitspracherecht (s.o.). Für ihre Befriedigung wurde das Insolvenzverfahren geschaffen.

Wurde kein (geeigneter) gemeinsamer Vertreter bestellt und ist die Kündigung oder der Verkauf der Anleihe keine Option, so ist zu prüfen, ob nicht der Anleihegläubiger durch Stellung eines Insolvenzantrages verhindert, dass das noch dem Unternehmen zur Verfügung stehende Kapital durch Restrukturierungsmaßnahmen aufgebraucht oder zumindest doch erheblich reduziert wird.

Nicht selten werden mit Ausbruch der Krise Unmengen von Beraterkosten ausgelöst, die das noch vorhandene Kapital durch unzählige Gutachten und (unnötige) Maßnahmen sehr schnell aufzehren. In dieser Situation kann es durchaus angemessen sein, dass ein Insolvenzantrag gestellt wird. Der Vorteil eines staatlich geordneten Insolvenzverfahrens ist, dass die alte Geschäftsführung nicht mehr nach Gutdünken schalten und walten kann und ein einseitiger Abfluss des Kapitals verhindert wird.

Außerdem kommt ein weiterer Aspekt hinzu: Soweit der Insolvenzantrag gestellt ist, ist der Antragsteller in das Insolvenzverfahren eingebunden und hat Einfluss auf die Bestellung des vorläufigen Insolvenzverwalters und die Besetzung eines eventuell zu bestellenden vorläufigen Gläubigerausschusses. Auch im Insolvenzverfahren kann eine Sanierung durchgeführt werden. Diese Sanierung erfolgt unter staatlicher Aufsicht. Das Stellen eines Insolvenzantrages kann unter Umständen auch als flankierende Maßnahme zur Kündigung erwogen werden.

Jeder Insolvenzantrag braucht einen Insolvenzgrund. Das kann Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit sein. Die Überschuldung ist eher etwas für Profis. Zahlungsunfähigkeit liegt aber vor, wenn laufende Verbindlichkeiten nicht bedient werden. Das können die Zinsen aus der Anleihe sein. Werden die nicht überwiesen, kann man Insolvenzantrag stellen. Die Kostenrisiken sind überschaubar. Doch eine erschöpfende Diskussion dieses Themenbereiches würde den Rahmen dieser Broschüre sprengen. Letztlich ist das kein Vorhaben, das sich im Alleingang à la „Do it yourself“ durchziehen lässt. An dieser Stelle sollte man sich professionell beraten lassen.

Die Werkzeuge: Laufzeitverlängerung, Zins- und Kapitalverzicht, Rangrücktritt und Debt-Equity-Swap

Sanierung klingt so schön sanft. Für den Anleihegläubiger bedeutet Sanierung tatsächlich Verzicht, Verlust, Opfer. Natürlich immer vor der großen Drohung des Totalverlustes. Die Ansage ist im Kern sehr klar: Verzichte auf einen Teil oder verliere alles (bis auf die Insolvenzquote). Das möchte man ihm nicht immer so sagen. Denn für das emittierende Unternehmen ist diese Aussage letztlich das Eingeständnis eines Versagens.

Die Instrumente der Sanierung sind aus der Sicht des Anleihegläubigers also immer mit Verlusten verbunden. Man willigt in Verluste ein, wenn sonst noch größere Verluste drohen. Das ist die Logik der Sanierung und dies sind ihre Werkzeuge:

Die **Laufzeitverlängerung** klingt noch am harmlosesten. Doch warum sollte das Unternehmen in drei Jahren in der Lage sein, die Anleihe zurückzuzahlen, wenn es das heute schon nicht ist? Und warum zahlt es die Anleihe nicht einfach aus, indem es eine neue aufnimmt? Man hat nicht immer das Gefühl, dass alles mit rechten Dingen zugeht, wenn

die Laufzeit einer Anleihe verlängert werden soll. Wenn man den Jahresabschluss liest und feststellt, dass eine Bank langfristiger finanziert hat als die Anleihegläubiger und dieses Verhältnis durch die Laufzeitverlängerung umgedreht werden soll, dann kommt man natürlich ins Grübeln: Will die Bank sich vielleicht absichern, dass nicht das Konto leer geräumt wird, um die Anleihegläubiger auszuzahlen, und dann für sie nichts mehr übrig bleibt? Und hier ist wieder das alte Misstrauen, dass alle anderen Gläubiger bessere Wege haben, ihre Interessen zu wahren, als die versprengten Anleihegläubiger.

Wenn ein **Zinsverzicht** gefordert wird, ist schon klarer, dass der Gläubiger verzichten soll. Ein Zinsverzicht sollte immer an einen **Besserungsschein** gekoppelt sein. Darunter versteht man eine Vereinbarung, dass der Anleihegläubiger einen Zuschlag bekommt, wenn es dem Unternehmen wieder besser geht. Das kann eine einmalige Bonuszahlung sein oder es lebt der Zinsanspruch wieder auf. Da ist viel Raum für Gestaltung.

Was für den Zinsverzicht gilt, gilt umso mehr für den **Kapitalverzicht**. Wenn ein Kapitalverzicht gefordert wird, ist es wirklich allerhöchste Eisenbahn, das betriebswirtschaftliche Geschwurbel, das in solchen Fällen verlaublich wird, zu ignorieren und sich unsentimental die alles entscheidende Frage zu stellen: Geht es mir besser, wenn ich verzichte, oder nicht? Spenden können Sie beim Roten Kreuz oder bei der Kirche. Kranken Unternehmen spendet man nichts, die lässt man sterben.

Rangrücktritt ist ein Instrument, um die Insolvenzantragspflicht zu verhindern. Wenn eine GmbH oder eine AG bilanziell überschuldet ist, muss sie Insolvenzantrag stellen. Wenn die Gläubiger aber mit ihren Forderungen im Rang zurücktreten, kann die Überschuldung vermieden werden. Praktisch bedeutet das, dass die Anleihegläubiger erst befriedigt werden, wenn alle anderen Gläubiger ihr Geld haben. Das kommt regelmäßig einem Verzicht gleich und sollte immer mit einem Besserungsschein kombiniert werden. Da die Überschuldung neben der Zahlungsunfähigkeit nur einer von zwei Insolvenzgründen ist, kommt der Rangrücktritt selten allein. Meist soll auch auf die Zinsen verzichtet werden.

Der **Debt-Equity-Swap** führt dazu, dass alle das bekommen, was sie sicher nicht wollten. Die Anleiheforderungen werden in Anteile am Unternehmen umgewandelt. Die Anleihegläubiger, die eigentlich eine einfache und zeitlich begrenzte Kapitalanlage suchten, werden nun Anteilseigner und damit Unternehmer. Das Unternehmen wollte gerade keine mitspracheberechtigten Gesellschafter, sondern Kapitalgeber, die ihre Zinsen kassieren und sich sonst nicht in die Geschäfte einmischen. Das Unternehmen aber hat weitaus mehr Möglichkeiten, den Sanierungsprozess zu steuern, als es die Anleihegläubiger haben. So ist es wahrscheinlicher, dass sich die Balance des Unglücks zulasten der Anleihegläubiger verschiebt.

Zum Beispiel: Ekotechnika

Die Ekotechnika GmbH, die Holding des größten russischen Landmaschinenhändlers, lud im Mai 2015 nach einer gescheiterten Abstimmung ohne Versammlung zu einer zweiten Gläubigerversammlung ein. Die Anleihe zu 9,75% konnte nicht bedient werden und der nächste Zinstermin stand unmittelbar bevor.

Sie plante einen Swap, in dessen Verlauf die GmbH erst mal in eine Aktiengesellschaft umgewandelt werden sollte. Dann sollten die Anleihegläubiger, neben den Altgesellschaftern der Ekotechnika GmbH, Aktionäre werden. Die Gesellschafter der Ekotechnika GmbH brachten ihre GmbH-Anteile in die AG ein und erhielten dafür Aktien. Die Anleihegläubiger verzichteten auf ihre Anleiheforderung und bekamen dafür ebenfalls Aktien. Das Umtauschverhältnis war alles andere als fair: Die Altgesellschafter sollten pro Euro Neukapital 25 Euro Altkapital einsetzen, die Anleihegläubiger sollten dagegen für knapp 39 Euro Anleihekaptial einen Euro Neukapital erhalten.

Das war deshalb erstaunlich, weil die Anleihegläubiger im Gegensatz zu Altgesellschaftern im Insolvenzfall an der Masse teilhaben würden. Die Altgesellschafter würden dagegen leer ausgehen. Deshalb wäre es eigentlich interessengerecht, die Anleihegläubiger besser zu stellen, denn nur sie haben überhaupt eine Alternative. Nur die Anleihegläubiger könnten sich die Frage stellen, ob eine Insolvenz nicht günstiger wäre. Und das hatte die Ekotechnika auch schon ausgerechnet: Der Anleihegläubiger würde pro gezeichneter Anleihe von 1.000 Euro Nennwert 81,82 Euro aus der Insolvenzmasse erhalten, aber nur 25 Euro in Aktien. Das konnte nicht einleuchten.

Auf der Versammlung sollte dann auch noch ein Unternehmen als gemeinsamer Vertreter gewählt werden, das vermeldete, dass es sich als designierter gemeinsamer Vertreter bereits im Dialog mit dem Emittenten und einer Vielzahl von Anleihegläubigern befände, „um die Interessen der Anleihegläubiger zu vertreten“. Dieser gemeinsame Vertreter sollte dann im Zuge der Sanierung Zinsverzichte und einen Verzicht auf die Kündigungsmöglichkeit für alle Anleihegläubiger aussprechen. Das ist nicht gerade förderlich für das Vertrauen der Anleihegläubiger. Man kann doch das Gefühl entwickeln, es mit einem *Fait accompli* zu tun zu haben.

Und so kam es tatsächlich zu einem breiten Widerstand. Es wurden alternative Sanierungsszenarios entworfen, Gegenkandidaten für den gemeinsamen Vertreter stellten sich auf. Die Anlegerbeschützer der Nation vernetzten sich. Und tatsächlich war der Widerstand – in bescheidenem Umfang – erfolgreich. Die betriebswirtschaftlichen Fakten kann man nicht durch Gegenanträge ändern: Das Unternehmen war ein Sanierungsfall, darüber gab es ein Gutachten. Aber die Anleihegläubiger standen nun etwas

besser da als beim ursprünglichen Konzept. Sie erhielten Vorzugsaktien mit einer größeren Gewinnbeteiligung. Wenn sich das Unternehmen erholt, werden sie einen großen Teil ihrer Verluste wieder reinholen. Aber auch hier gilt, dass die Sanierung eine Wette auf den zukünftigen Erfolg des Unternehmens ist. Bleibt der aus, wäre die Insolvenz besser gewesen. Darüber muss sich eben auch der Unternehmer im Klaren sein, der eine Anleihe begibt: Er hat auf einmal Player im Boot, für die eine Insolvenz nicht zwingend die schlechteste Lösung ist; anders als für den Unternehmer, die anderen Gläubiger, die an einer dauerhaften Geschäftsbeziehung interessiert sind, und natürlich für die Arbeitnehmer.

2. Kollektive Maßnahmen: Wie hilft ein gemeinsamer Vertreter bei der Sanierung?

Aufgrund der Informationsrechte des gemeinsamen Vertreters und zur Bündelung der Interessen der Anleihegläubiger ist es sinnvoll, möglichst früh in der Krise einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen. Dieser ist Ansprechpartner für den einzelnen Anleihegläubiger und verpflichtet, dessen Interessen bestmöglich zu vertreten. Ist ein gemeinsamer Vertreter bestellt, so kann dieser die erforderlichen Schritte der Restrukturierung begleiten und mit der Geschäftsführung des Emittenten ins Gespräch treten. Für Restrukturierungsentscheidungen sollte zwingend eine Gläubigerversammlung einberufen werden.

Sollte noch kein gemeinsamer Vertreter bestellt worden sein und sehen die Anleihebedingungen die Wahl eines gemeinsamen Vertreters vor, so sollte zeitnah nach Eintritt der Krise ein gemeinsamer Vertreter auf einer einzuberufenden Gläubigerversammlung gewählt werden. Auf dieser können sich dann die Kandidaten vorstellen und der Geeignetste kann gewählt werden.

Auf diesen Gläubigerversammlungen sollten – soweit nicht bereits in den Anleihebedingungen ausdrücklich vorgesehen – die Aufgaben des gemeinsamen Vertreters bestimmt werden. Dies können insbesondere Zustimmungsrechte zu umfassenden Restrukturierungen und zur Änderung der Anleihebedingungen sein, beispielsweise zu dem Verzicht auf Zinsen und auf Kündigungsrechte, zur Durchführung eines Debt-Equity-Swaps, zur Veränderung von Fälligkeiten, zur Freigabe von Sicherheiten oder zur Vereinbarung eines Nachrangs.

Ein bereits in den Anleihebedingungen benannter gemeinsamer Vertreter darf auf Rechte der Anleihegläubiger allerdings nur verzichten, wenn die Anleihegläubiger ihn hierzu durch Beschluss der Gläubigerversammlung besonders ermächtigt haben.

Grund zur Skepsis bieten Situationen, in denen der gemeinsame Vertreter gewählt und ein schon endverhandeltes Restrukturierungskonzept verabschiedet werden soll. Der gemeinsame Vertreter kann in diesen Fällen noch nicht an den Restrukturierungsgesprächen teilgenommen haben – da dieser noch nicht gewählt worden ist – und das vorgestellte Konzept wird im Zweifel die Anleihegläubigerinteressen nicht angemessen berücksichtigen.

Ist ein Restrukturierungskonzept entwickelt, das die Anleihegläubigerinteressen nicht angemessen berücksichtigt, so sollte spätestens jetzt erwogen werden, ob individuelle Maßnahmen ergriffen werden müssen.

Das Wichtigste in der Übersicht: Die Gläubigerversammlung außerhalb des Insolvenzverfahrens

Das Schuldverschreibungsrecht ist formalistisch, wenn es um die Gläubigerversammlung geht, und das ist gut so. Durch Mehrheitsentscheidungen werden individuelle Rechte und Ansprüche bestimmt. Da muss zumindest eine gewisse Legitimation durch ein transparentes Verfahren vorhanden sein. Schließlich können einzelne Gläubiger gegen ihren Willen enteignet werden!

Die wesentlichen Formerfordernisse für die Versammlung, wie sie das Schuldverschreibungsgesetz vorschreibt, finden Sie zusammengefasst in der folgenden Übersicht:

Einladung zur Gläubigerversammlung			
Grundsatz		Einladung erfolgt durch Schuldner, gemeinsamen Vertreter oder qualifizierte Minderheit	§ 9 Abs. 1
	Einladung erfolgt durch qualifizierte Minderheit (5% der ausstehenden Anleihen)	nach Ermächtigung des Gerichts	§ 9 Abs. 2
	Einladung zur zweiten Gläubigerversammlung	Vorsitzender der ersten Gläubigerversammlung, Abstimmungsleiter der Abstimmung ohne Versammlung	§ 15 Abs. 3, § 18 Abs. 4

Fristen für Einladungen und Anträge zur Tagesordnung			
Grundsatz		14 Tage vor Versammlung bzw. vor Ende der Anmeldefrist	§ 10 Abs. 1 und 2
	Abstimmung ohne Versammlung	Abstimmungszeitraum von mindestens 72 Stunden	§ 18 Abs. 3
	Ergänzung der Tagesordnung	5% des Anleihevolumens bis zum dritten Tag vor der Versammlung	§ 13 Abs. 3
	Gegenanträge zur Tagesordnung	von jedem Gläubiger möglich bis zum Tag der Versammlung	§ 13 Abs. 4

Mehrheitserfordernisse für die Beschlussfassung			
Grundsatz		Einfache Mehrheit der teilnehmenden Stimmen	§ 5 Abs. 4
	wesentliche Änderung der Anleihebedingungen	Qualifizierte Mehrheit von 75% der teilnehmenden Stimmen	§ 5 Abs. 3 und 4

Beschlussfähigkeit			
	erste Versammlung und Abstimmung ohne Versammlung	50% des Anleihekapitals	§ 18 Abs. 1 i.V.m. § 15 Abs. 3
	zweite Versammlung	Beschlüsse, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern (insbes. § 5 Abs. 3 Nr. 1–9), benötigen 25%, sonst keine Quote	§ 15 Abs. 3

Stimmrecht			
Grundsatz		jeder Gläubiger hält ein Stimmrecht nach Nennwert	§ 6
	Stimmverbot	für Schuldner und verbundene Unternehmen	§ 6 Abs. 1
	Verbot des Stimmenkaufs		§ 6 Abs. 2 und 3

Anfechtung von Beschlüssen			
Grundsatz			§ 20
	Frist	1 Monat nach Bekanntmachung	§ 20 Abs. 3 S. 1
	Befugnis	teilnehmende Gläubiger, die Widerspruch erklärt haben, u.U. auch nicht teilnehmende Gläubiger	§ 20 Abs. 2

VI. Es ließ sich nicht verhindern: Die Insolvenz des Emittenten

Wenn eine Sanierung des Emittenten nicht möglich ist, bleibt noch die Möglichkeit, ein Insolvenzverfahren durchzuführen. Nachfolgend erfahren Sie, wie ein Insolvenzverfahren abläuft und was Sie als Anleihegläubiger unbedingt beachten sollten.

1. Vorspiel: Das Eröffnungsverfahren

Voraussetzung für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens ist, dass entweder der Schuldner selbst (der Emittent) oder ein Gläubiger einen Insolvenzantrag stellt. Von Amts wegen, also ohne einen Antrag, wird das Insolvenzgericht nicht tätig. Ist ein Insolvenzantrag gestellt worden, prüft das Insolvenzgericht zunächst, ob ein sogenannter Eröffnungsgrund für die Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorliegt und ob die vorhandene Insolvenzmasse (das Vermögen des Schuldners) ausreicht, um die Kosten eines Insolvenzverfahrens zu decken. Ein Eröffnungsgrund ist gegeben, wenn der Emittent zahlungsunfähig oder überschuldet ist. Hat der Emittent als Schuldner selbst den Insolvenzantrag gestellt, ist auch die drohende Zahlungsunfähigkeit schon ein Eröffnungsgrund. Nicht immer bedeutet die Insolvenz eines Unternehmens, dass es „pleite“ ist. So sind z.B. einige Gesellschaften der Infinus- und FuBus-Gruppe nur deshalb zahlungsunfähig geworden, weil die Staatsanwaltschaft ihr vorhandenes Vermögen beschlagnahmt hat, sie also keinen Zugriff mehr darauf hatten. Ihr Vermögen ist aber dennoch beachtlich, weshalb die Gläubiger in den betreffenden Insolvenzverfahren damit rechnen können, wenigstens einen Teil ihrer Forderung erstattet zu bekommen.

Für die Zeit des Eröffnungsverfahrens bestimmt das Insolvenzgericht einen vorläufigen Insolvenzverwalter. Häufig erteilt das Gericht zudem dem Schuldner (also dem Emittenten) schon in diesem Stadium ein allgemeines Verfügungsverbot. Dann darf nur noch der vorläufige Insolvenzverwalter das Vermögen des Emittenten verwalten und darüber verfügen. In diesem Fall handelt es sich um einen sogenannten starken vorläufigen Insolvenzverwalter. Erteilt das Gericht dem Schuldner kein allgemeines Verfügungsverbot, ist der vorläufige Insolvenzverwalter ein sogenannter schwacher vorläufiger Insolvenzverwalter. Seine Pflichten im Eröffnungsverfahren legt das Insolvenzgericht gesondert fest.

Zudem kann das Insolvenzgericht im Eröffnungsverfahren bereits einen vorläufigen Gläubigerausschuss einsetzen. Bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen ist es dazu sogar verpflichtet. Wenn es einen Gläubigerausschuss gibt, sollen in ihm die absonderungsberechtigten Gläubiger, die Insolvenzgläubiger mit den höchsten Forderungen und die Kleingläubiger vertreten sein. Zudem soll dem Gläubigerausschuss ein Vertreter der Arbeitnehmer angehören. Die Mitglieder des Gläubigerausschusses haben die Aufgabe, den Insolvenzverwalter bei seiner Tätigkeit zu unterstützen. Daneben sind sie aber auch verpflichtet, den Insolvenzverwalter zu überwachen.

Am Ende des Eröffnungsverfahrens trifft das Insolvenzgericht die Entscheidung, ob das Verfahren eröffnet wird.

2. Hauptakt: Das eigentliche Insolvenzverfahren

Die Durchführung eines Insolvenzverfahrens dient dazu, die Gläubiger des Schuldners möglichst zu befriedigen. Darum ist der Insolvenzverwalter (jetzt nicht mehr nur der vorläufige) vor allem verpflichtet, das Vermögen des Schuldners (= die Insolvenzmasse) zu sichern und gegebenenfalls zu verwerten, damit am Ende des Verfahrens möglichst viel an die Gläubiger verteilt werden kann. Insbesondere über die Vermögenssituation des Schuldners und bereits durchgeführte und beabsichtigte Maßnahmen muss der Insolvenzverwalter allen Gläubigern auf dem sogenannten Berichtstermin, der ersten allgemeinen Gläubigerversammlung im Insolvenzverfahren, Bericht erstatten. Vor allem muss er auch darlegen, ob das Unternehmen des Schuldners ganz oder teilweise saniert werden kann (sei es durch Veräußerung oder durch einen Insolvenzplan) oder ob es stillgelegt werden soll oder gar schon stillgelegt worden ist. Dadurch sollen die Gläubiger zum einen informiert werden und zum anderen auch die Möglichkeit zur Stellungnahme bekommen. Die eigentliche Entscheidung über die Stilllegung oder die vorläufige Fortführung des Unternehmens wird dann von der Gläubigerversammlung und nicht vom Insolvenzverwalter getroffen. Die Gläubigerversammlung kann den Insolvenzverwalter auch beauftragen, einen Insolvenzplan zur Sanierung des Unternehmens zu erstellen.

Sollten die Gläubiger nicht mit dem Insolvenzverwalter einverstanden sein, können sie diesen im Berichtstermin auch abwählen und stattdessen einen neuen Insolvenzverwalter wählen. Darüber hinaus bestimmt die Gläubigerversammlung, ob ein Gläubigerausschuss eingesetzt werden soll und wählt gegebenenfalls dessen Mitglieder. Sofern das Insolvenzgericht schon einen vorläufigen Gläubigerausschuss eingesetzt hat, entscheidet die Gläubigerversammlung darüber, ob dieser beibehalten wird und welche Mitglieder ihm in Zukunft angehören sollen.

Andererseits haben auch die Gläubiger eine Mitwirkungsobliegenheit. Darum werden alle Gläubiger im Eröffnungsbeschluss vom Insolvenzgericht aufgefordert, innerhalb einer bestimmten Frist ihre Forderungen beim Insolvenzverwalter schriftlich anzumelden. Nur wirksam angemeldete Forderungen können bei der Verteilung der Insolvenzmasse berücksichtigt werden. Der Insolvenzverwalter und das Insolvenzgericht werden also nicht von Amts wegen tätig. Der Eröffnungsbeschluss ist unter www.insolvenzbekanntmachungen.de öffentlich einzusehen.

Die Gläubiger der angemeldeten Forderungen werden in verschiedene Gruppen eingeteilt. Vorrangig bei der Verteilung der Insolvenzmasse werden Forderungen berücksichtigt, für die der Gläubiger Sicherheiten erhalten hat (als absonderungsberechtigter Gläubiger). In der Regel haben z.B. Banken für ihre Forderungen Hypotheken bestellt bekommen. Ihre Forderungen werden darum vor allen anderen (nicht besicherten) Forderungen bedient. Ähnlich verhält es sich bei besicherten Anleihen. Danach folgen die sogenannten Massegläubiger. Dabei geht es insbesondere darum, die Kosten des Insolvenzverfahrens, also vor allem die Vergütung des Insolvenzverwalters, zu zahlen. Erst dann werden die „normalen“ Insolvenzforderungen bedient und erst zum Schluss die nachrangigen Forderungen. Forderungen von Anleihegläubigern sind in der Regel entweder „normale“ oder nachrangige Insolvenzforderungen. Nachrangig sind Forderungen zum Beispiel, wenn ein Nachrang zwischen den Parteien wirksam vereinbart wurde. Gläubiger von nachrangigen Forderungen müssen warten, bis mit der vorhandenen Vermögensmasse alle Kosten des Insolvenzverfahrens bezahlt sowie alle nicht nachrangigen Forderungen bedient wurden. Nur wenn dann noch Vermögen vorhanden ist, erhalten auch sie Geld.

Wichtig für die Reihenfolge der Verteilung ist ausschließlich, in welche der oben genannten Gläubigergruppen die angemeldete Forderung eingeordnet wurde. Eine Gläubigergruppe wird überhaupt erst bei der Verteilung berücksichtigt, wenn die ihr vorrangige Gläubigergruppe in voller Höhe befriedigt wurde. Insbesondere die nachrangigen Forderungen werden erst bedient, wenn alle anderen Forderungen zu 100% erfüllt werden konnten – andernfalls gehen Gläubiger von nachrangigen Forderungen leer aus. Damit Anmeldungen nicht umsonst vorgenommen werden, dürfen nachrangige Forderungen darum auch erst angemeldet werden, wenn das Insolvenzgericht konkret die Gläubiger dieser Forderungen dazu auffordert. Davon wird es absehen, wenn damit zu rechnen ist, dass nach der Verteilung der Insolvenzmasse an die anderen Gläubiger kein Vermögen mehr übrig ist, das ausgezahlt werden könnte. Üblicherweise wird die Insolvenzmasse jedenfalls nicht ausreichen, um alle Forderungen in voller Höhe zu bedienen. Darum erhalten die Gläubiger der zuletzt bedienten Gläubigergruppe nur eine Quote im Verhältnis zu der von ihnen angemeldeten Forderung. Unerheblich ist dabei, worauf die Forderungen beruhen. Es kann sich z.B. um eine Forderung auf Rückzahlung eines Darlehens handeln oder um eine Forderung auf Zahlung von Schmerzensgeld oder um etwas ganz anderes. Die Gläubiger derselben Gläubigergruppe erhalten dieselbe Quote.

Nicht jeder, der eine Forderung angemeldet hat, hat diese jedoch auch zu Recht angemeldet. Darum können sowohl der Insolvenzverwalter als auch alle Gläubiger Widerspruch gegen angemeldete Forderungen erklären. Dazu findet der sogenannte Prüfungstermin statt. Der Gläubiger, dessen Forderung bestritten wurde, muss dann Klage gegen den Bestreitenden vor Gericht erheben. Das Gericht entscheidet, ob die Forderung zu berücksichtigen ist oder nicht. Erhebt der Gläubiger, dessen Forderung bestritten wurde, keine Klage, geht er leer

aus. Seine Forderung wird nicht mehr berücksichtigt. Auch der Emittent als Schuldner ist zum Widerspruch berechtigt. Allerdings hat sein Widerspruch keine Auswirkung darauf, ob die Forderung bei der Verteilung der Insolvenzmasse zu berücksichtigen ist.

Schon während des laufenden Verfahrens kann der Insolvenzverwalter Abschlagszahlungen an die Gläubiger vornehmen, ihnen also schon einen Teil dessen auszahlen, was sie am Ende bekommen sollen. Am Ende des Verfahrens, wenn alle zu berücksichtigenden Forderungen feststehen, findet die Schlussverteilung statt. Dann wird das restliche Vermögen des Emittenten an die Gläubiger verteilt. Nachdem die Schlussverteilung erfolgt ist, beschließt das Insolvenzgericht die Aufhebung des Insolvenzverfahrens.

Das Wichtigste in der Übersicht: Die Gläubigerversammlung der Anleihegläubiger im Insolvenzverfahren

Im Insolvenzverfahren eines Unternehmens, das Anleihen emittiert hat, gibt es zwei Gläubigerversammlungen. Erstens die aller Gläubiger, wie bei jeder Insolvenz. Zweitens gibt es eine Gläubigerversammlung der Anleihegläubiger. Und nur um diese geht es hier. Diese Gläubigerversammlung im Insolvenzverfahren wird nur vom Insolvenzgericht einberufen (anders als die Versammlung der Anleihegläubiger außerhalb des Insolvenzverfahrens, siehe Übersicht auf S. 48) und hat die Hauptaufgabe, einen gemeinsamen Vertreter zu wählen. Sie ist obligatorischer Teil des Insolvenzverfahrens. Hier ein Überblick:

	Besonderheit		Gesetzliche Regelung im SchVG 2009
Einladung erfolgt durch		Insolvenzgericht	§ 19 Abs. 2
Zweck der Versammlung		Wahl eines gemeinsamen Vertreters	§ 19 Abs. 2
Beschlussfassung Mehrheits-erfordernisse		Einfache Mehrheit der teilnehmenden Stimmen	§ 5 Abs. 4
	Ausnahme: wesentliche Änderung der Anleihebedingungen	Qualifizierte Mehrheit von 75% der teilnehmenden Stimmen erforderlich	§ 5 Abs. 3 und 4
Anfechtung von Beschlüssen	wird durch das Insolvenzrecht geregelt		vgl. § 78 ZPO i.V.m. § 4 InsO, § 18 Abs. 3 RPfIG

3. Zwischenspiel: Der Insolvenzplan

Abweichend von der Insolvenzordnung erfolgt die Verteilung der Insolvenzmasse, wenn es einen Insolvenzplan gibt. Dieser hat die Sanierung und damit die Fortführung des insolventen Unternehmens zum Ziel und muss darum Maßnahmen vorsehen, die eine solche Fortführung ermöglichen, und nicht einfach nur das vorhandene Vermögen verteilen. In der Gestaltung des Insolvenzplans sind die Parteien darum weitgehend frei. Entscheidend ist, dass die Gläubiger dem von dem Schuldner selbst oder vom Insolvenzverwalter erstellten Insolvenzplan zustimmen, denn sie tragen das Risiko der Sanierung. Ohne ihre Zustimmung wird der Plan nicht durchgeführt. Daneben muss auch das Insolvenzgericht den Plan bestätigen. Sobald die Bestätigung des Insolvenzplans rechtskräftig ist, beschließt das Insolvenzgericht die Aufhebung des Insolvenzverfahrens.

4. Joker oder Lusche? Der gemeinsame Vertreter

Die Anleihegläubiger bilden eine sehr homogene Gläubigergruppe, die häufig zudem die größte darstellt und von anderen Gläubigern zu unterscheiden ist. Das hat auch der Gesetzgeber so gesehen und darum im Schuldverschreibungsgesetz besondere Regeln für das Insolvenzverfahren aufgestellt, soweit die Anleihegläubiger betroffen sind.

So muss nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens und noch vor dem Berichtstermin vom Insolvenzgericht eine Gläubigerversammlung für alle Anleihegläubiger einberufen werden. In dieser Versammlung sollen die Gläubiger darüber entscheiden, ob sie einen gemeinsamen Vertreter wählen und wenn ja, wen. An der Versammlung dürfen tatsächlich nur Anleihegläubiger und keine anderen Gläubiger des Emittenten teilnehmen, also insbesondere nicht die Banken. Die Einberufung der Versammlung ist zudem Pflicht, sofern es noch keinen gemeinsamen Vertreter der Anleihegläubiger gibt. Das Insolvenzgericht hat hier keinen Ermessensspielraum und es ist – anders als außerhalb der Insolvenz – kein Antrag der Gläubiger erforderlich. Allerdings besteht keine Pflicht, in der Versammlung einen gemeinsamen Vertreter nach dem Schuldverschreibungsgesetz zu wählen.

Es kann nicht oft genug betont werden, dass der gemeinsame Vertreter die vorrangige Aufgabe hat, alle Anleihegläubiger zu vertreten und ausschließlich in deren Interessen handeln soll. Wie in Kapitel III „Die Beteiligten“ unter „Anforderungen an die Qualifikation des gemeinsamen Vertreters“ (vgl. Seite 31) bereits erklärt wurde, kann grundsätzlich jeder gemeinsamer Vertreter werden. Angesichts der zu übernehmenden vorwiegend rechtlichen Aufgaben hat es sich in der Praxis aber gezeigt, dass sinnvollerweise eine Person gewählt werden sollte, die Kenntnisse und Erfahrungen in den rechtlichen und wirtschaftlichen Fragen einer Unternehmenssanierung hat.

So übernimmt der gemeinsame Vertreter anstelle des einzelnen Anleihegläubigers die Forderungsanmeldungen beim Insolvenzverwalter. Das heißt, er muss ermitteln, in welcher Höhe der Gläubiger überhaupt einen Anspruch gegen den Emittenten hat, und er muss die Forderung auch rechtlich begründen. Viele Anleihegläubiger, die häufig juristische Laien sind, sehen sich selbst nicht dazu in der Lage. Gibt es keinen gemeinsamen Vertreter, beauftragen sie daher in der Regel individuell Rechtsanwälte mit der Anmeldung der Forderung. Den von ihnen beauftragten Rechtsanwalt müssen sie dann aber auch oft teuer bezahlen.

Der gemeinsame Vertreter hingegen wird aus der Insolvenzmasse gezahlt. Er schmälert dadurch zwar das Vermögen, das an die Gläubiger zu verteilen ist, aber der Anleihegläubiger muss zumindest nicht noch eigenes Vermögen aufwenden, um die Forderungsanmeldung ordnungsgemäß vornehmen zu lassen.

VII. Was tun, wenn das Kapital verloren ist? Juristische Lösungen

Wenn Anleihen nicht ordnungsgemäß bedient werden, entsteht erheblicher Schaden. Dann liegt die Frage auf dem Tisch: Wer muss für diesen Schaden aufkommen? Ist der private Anleger am Ende der Dumme? Oder gibt es rechtliche Mittel, mit denen man die Verursacher des Desasters zur Rechenschaft ziehen kann?

Bevor man zum Gericht läuft und eine Klage erhebt, muss man zwei Fragen durchdenken und klare Antworten finden:

1. Welche Gegner kann ich heranziehen, damit sie meinen Schaden ausgleichen? Vor allem: Sind diese Gegner noch zahlungsfähig?
2. Habe ich durchsetzbare juristische Anspruchsgrundlagen gegen diese Gegner?

Diese beiden Fragen lassen sich am besten anhand der wichtigsten denkbaren Gegner durchspielen: Ratingagenturen, beratende Banken, Emittenten und sonstige mögliche Gegner wie Treuhänder und Wirtschaftsprüfer oder emissionsbegleitende Banken.

Ganz oben auf der Liste finden sich die Ratingagenturen. Diese Schwerpunktsetzung mag auf den ersten Blick überraschend sein. Aber die Ratingagenturen haben sich im Vertrieb von Anleihen in den letzten Jahren dermaßen unrühmlich hervorgetan, dass eine konsequente juristische Aufarbeitung zwingend geboten ist. Und manchmal sind sie der „last man standing“ – also der letzte Gegner, der noch Bonität hat, so dass sich die Auseinandersetzung mit ihm lohnt.

Auf Platz zwei folgen die beratenden Banken. Zwar haben die Banken im Vertrieb von Anleihen eine geringere Rolle gespielt als bei anderen Anlageprodukten. Aber da, wo sie tätig gewesen sind, stellen sie exzellente Gegner dar. Insbesondere ist ihre Bonität gegeben und die vergangenen Jahre haben uns gelehrt, dass in Zweifelsfällen ohnehin der Staat einspringt, wenn ein Institut ins Wanken gerät.

Den Platz des drittmöglichen Anspruchsgegners belegt der Emittent. Zwar ist er oft bereits insolvent, wenn sich die Probleme abzeichnen. Wenn das so ist, dann hat es keinen Sinn mehr, ihn noch zu verklagen. Dann gilt es, die anderen Instrumente anzuwenden, die in Kapitel VI erläutert werden, um die Anlegerrechte im Insolvenzverfahren bestmöglich zu wahren. Aber es gibt Konstellationen – insbesondere, wenn die Krise bereits am Horizont auftaucht, aber noch nicht wirklich losgebrochen ist –, wo der Emittent der Gegner der Wahl ist. Dann kann es auch wichtig sein, dass man schnell handelt.

Zur Gruppe der weiteren möglichen Gegner zählen Treuhänder und Wirtschaftsprüfer sowie weitere Fachleute, die bei der Einwerbung der Anleger mitgeholfen haben. Auch

emissionsbegleitende Banken und die Hausbank des Emittenten kommen in Betracht. Wer den Kopf herausstreckt, um Anleger anzulocken, muss dann auch für die Konsequenzen einstehen, wenn falsche Versprechungen gemacht worden sind.

Gemeinsam ins Risiko: Das Kapitalanlegermusterverfahren

Kapitalmarktprodukte wie Aktien, geschlossene Fonds oder eben Anleihen werden auf einem anonymen Markt vertrieben. Statt einer individuellen Beratung gibt es häufig nur einen Prospekt, und der ist für alle gleich. Das Gleiche gilt für die Informationen, die während der Laufzeit eines Wertpapiers veröffentlicht werden oder veröffentlicht werden müssen. Wenn Jahresabschlüsse falsch sind, Ad-hoc-Mitteilungen erforderlich sind oder über Insiderinformationen falsch aufgeklärt wird, dann betrifft das auch alle Anleger in der gleichen Weise. Das hat den Gesetzgeber bereits 2005 dazu gebracht, ein Instrument einzuführen, das dem deutschen Zivilprozess eigentlich fremd ist. Im Rahmen des sogenannten Kapitalanlegermusterverfahrens können bestimmte Sachverhalte bindend für verschiedene Prozesse festgestellt werden und auch Personen, die noch gar nicht geklagt haben, können sich an das Verfahren anhängen.

Zunächst braucht es zehn Kläger, die einen Schadenersatzanspruch geltend machen, der auf einer fehlerhaften Kapitalmarktinformation beruht. Das könnte z.B. eine falsche Darstellung im Emissionsprospekt sein. Diese zehn müssen Klage erheben und sodann den Antrag stellen, ein Kapitalanlegermusterverfahren durchzuführen. Dann folgt ein etwas sperriges Verfahren, das schließlich dazu führt, dass das zuständige Oberlandesgericht das Verfahren eröffnet und dies im elektronischen Bundesanzeiger bekannt macht. Alle weiteren anhängigen Klageverfahren werden ausgesetzt. Das Musterverfahren hat gerade in Masseverfahren einige entscheidende Vorteile: Es wird schon zu Beginn der Verfahrensserie die Ebene des Landgerichts übersprungen und das Oberlandesgericht entscheidet über das angeprangerte Fehlverhalten. Hierdurch kann eine Instanz „gespart“ werden und das Verfahren wird unter Umständen sogar beschleunigt. Zudem kann es nicht mehr zu divergierenden Entscheidungen einzelner Landgerichtsrichter kommen, sondern für alle anhängigen Klageverfahren ist der Musterentscheid des Oberlandesgerichts verbindlich.

Zudem liegt der große Nutzen des Kapitalanlegermusterverfahrensgesetzes für den kollektiven Rechtsschutz darin, dass sich all diejenigen Geschädigten, die an derselben Kapitalanlage beteiligt sind, ohne selbst individuell Klage erheben zu müssen, an ein bereits eröffnetes Musterverfahren anschließen können. In dessen Zuge werden ihre Ansprüche angemeldet und eine mögliche Verjährung wird unterbrochen – und das alles bei einem vergleichsweise sehr geringen Kostenrisiko. So ist beispielsweise der Effekt bei einem Streitwert von 20.000 Euro bereits dramatisch. Wer hier selbst Klage

erhebt, geht in der ersten Instanz ein Kostenrisiko von 5.500 Euro ein. Die Anmeldung der Ansprüche zum KapMuG-Verfahren ohne eigene Klage würde den Geschädigten hingegen lediglich 903 Euro kosten.

1. Ratingagenturen: Die Blumen des Bösen

Wo endet verantwortungslose, aber gerade noch straffreie Lobhudelei? Und wo beginnt der Bereich ernstlicher zivilrechtlicher Haftung oder gar der Strafbarkeit? Die Ratingagenturen scheinen es sich zum Ziel gesetzt zu haben, diesen Bereich näher auszuloten und die Grenze zu testen. Die Dreistigkeit, die sie dabei an den Tag legen, ist bemerkenswert.

Über wen reden wir, wenn wir von Ratingagenturen sprechen? Mehrere große Spieler tummeln sich in diesem Markt: Creditreform Rating, Euler Hermes, Scope, FERI, Hoppenstedt/Bisnode. (Manche vergeben zwar „Ratings“, sind in Wirklichkeit aber gar keine Ratingagentur, wie jetzt z.B. Hoppenstedt/Bisnode in einem Haftungsprozess zugeben musste. Wer aber Ratings veröffentlicht, ohne Ratingagentur zu sein, haftet schon dafür.) Aber auch die großen US-Agenturen Standard & Poor's und Fitch wollen einsteigen. Einige dieser Ratingagenturen sind in der Vergangenheit mit geradezu irrwitzigen, völlig unvertretbaren Anpreisungen von Anleihen aufgefallen. Anleihen winziger Emittenten werden als – angeblich – „Investment Grade“ bewertet: Darunter versteht man eine gute bis sehr gute Bonität. In der Notengebung der Ratingagenturen sind das die Ratings von „AAA“ bis runter zu „BBB-“. Die so bewerteten Emittenten, bzw. ihre Anleihen, sollen also allesamt bonitätsstark mit sehr geringer Ausfallwahrscheinlichkeit sein. Oft ist insbesondere das „Gerade-noch-Investment-Grade“ vergeben worden, also konkret das Rating „BBB-“. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt, wenn so punktgenau der „Gerade-eben-noch“-Bereich angesteuert wird? Nun, das sei dahingestellt. Die böse Absicht allein ist ja nicht strafbar. Spannend ist jedenfalls, was passiert, sobald unter Ausnutzung des guten Ratings die Platzierung der Anleihe geglückt ist. Erstaunlich frühzeitig, in Einzelfällen bereits zum ersten Zinszahlungstermin, bricht der Emittent zusammen. Nanu: gestern noch „Investment Grade“ und heute pleite? Was mag ein solches Rating getaugt haben?

Die Ratingagenturen versuchen durchaus, sich gegen den Vorwurf von übermäßig positiven Gefälligkeits-Ratings abzuschirmen. Ihre Geheimwaffe nennt man in Fachkreisen beschönigend „Migration der Ratings“. Das bedeutet: Am Anfang wird der Emittent bzw. die Anleihe – mit Ach und Krach – noch als „Investment Grade“ bewertet, damit Anleger dafür gefunden werden können. Die Ratingagentur drückt fest beide Augen zu, um eine positive Bewertung vertreten zu können. Aber sobald dann die Platzierung der Anleihe geglückt ist, beginnt die „Migration“: Das Rating beginnt nach unten zu wandern. Mit

jeder Neuerstellung bzw. Fortschreibung fällt das Rating schlechter aus. Auf diese Weise kann die Ratingagentur sich später, wenn der Emittent pleite geht, hinstellen und sagen: „Seht Ihr, wir haben Euch doch gewarnt.“ Dass aber der Erstvertrieb der Anleihen nur mit Schützenhilfe der Ratingagenturen möglich gewesen ist, davon wollen die Agenturen nun, wenn der Zusammenbruch eintritt, nichts mehr wissen.

Auf welcher Tatsachengrundlage arbeiten Ratingagenturen eigentlich? Wie erstellen sie ihre Bewertungen? Schaut man näher hin, dann erbleicht man angesichts der Leichtfertigkeit, mit der dort gearbeitet wird – wenn man nicht sogar schon von vorsätzlich falschen Ratings sprechen will, mit denen Anleger bewusst auf den Leim geführt werden.

Juristische Anspruchsgrundlagen gegen Ratingagenturen

Zwischen Anleger und Ratingagentur fehlt der persönliche Kontakt, weshalb man juristisch ein bisschen Hochreck turnen muss, um eine Haftung zu begründen.

Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Zunächst denkt man an eine Haftung, die sich aus dem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ergibt. Gerade dann, wenn der Emittent ein Rating in Auftrag gibt, das gegenüber Dritten (den Anlageinteressenten) Verwendung finden soll, ist es offensichtlich, dass diese Dritten gegen leichtfertige oder gar vorsätzliche Falschangaben geschützt werden müssen. Ein Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter kann daher durchaus einschlägig sein. Hier müssen die Umstände des Einzelfalls geprüft werden.

Die EU-Verordnung 462/2013

Auch die Europäische Union hat reagiert: Am 20.06.2013 trat die EU-Verordnung 462/2013 in Kraft. Diese Verordnung ist in allen Mitgliedstaaten (und so auch in der Bundesrepublik Deutschland) unmittelbar geltendes Recht. In ihrem Artikel 35a enthält diese Verordnung eine eigenständige Anspruchsgrundlage für den geschädigten Anleger gegen diejenige Ratingagentur, die bei Erstellung des Ratings pflichtwidrig vorgegangen ist und deshalb ein falsches – zu günstiges – Rating erstellt hat.

Voraussetzung für diese Haftung der Ratingagentur ist zunächst, dass es sich um eine Agentur handelt, die unter diese Verordnung fällt. Zur Stärkung der Unabhängigkeit und Qualität der Ratings gibt die Ratingverordnung Mindeststandards für die Erstellung von Ratings vor und unterwirft die Ratingagenturen einer Registrierungspflicht bei der ESMA (European Securities and Markets Authority).

Dann muss ein Verstoß gegen eine der in einer Art Punktekatalog normierten Pflichten nachgewiesen werden. Dessen Kleinteiligkeit (dieser Katalog listet 95 mögliche Einzel-

verstöße, die nahezu alle in Weiterverweisungen beschrieben werden) verunklart diese Pflichten mehr, als sie zu beschreiben. Einige Punkte liegen freilich auf der Hand: nicht offengelegte Interessenkonflikte, Unterschreiten anerkannter Standards bei der Informationsbeschaffung und -analyse, Nicht-Offenlegung, dass eine Änderung des Ratings auf einer Änderung der Bewertungsmethode und nicht auf den bewerteten Tatsachen selbst beruht und dergleichen mehr. Außerdem muss sich der Verstoß

- auf das Rating ausgewirkt haben
- vorsätzlich oder grob fahrlässig begangen worden sein
- und der Anleger muss sich „vertretbar und mit gebührender Sorgfalt“ auf das (falsche) Rating verlassen haben, als er sich für die Anlage entschied.

All dies muss der Geschädigte darlegen und beweisen.

Entscheidungen deutscher Gerichte zu diesem Anspruch liegen noch nicht vor. Es bleibt daher spannend.

Ansprüche aus Delikt

In extremen Fällen wie dem der bereits diskutierten MS Deutschland ist ohne Weiteres an deliktische Anspruchsgrundlagen zu denken. Der Gesetzgeber hat den Betrug im § 263 des Strafgesetzbuches unter Strafe gestellt. Gleichfalls unter Strafe steht gemäß § 264a Strafgesetzbuch der Kapitalanlagebetrug – das ist ein sogenanntes „Vorfelddelikt“, mit dem bereits die Verbreitung falscher Kapitalmarktinformationen selbstständig unter Strafe gestellt wird – unabhängig davon, ob jemand darauf hereinfällt oder nicht. Die Verwirklichung beider Delikte verpflichtet auch zivilrechtlich zum Schadenersatz. Darüber hinaus gilt im Zivilrecht noch die Anspruchsgrundlage der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung. Kurz gesagt: Wer „wilde Sau“ spielt, muss für den Schaden aufkommen.

Kurz zusammengefasst: Die Ratingagenturen haben in der Vergangenheit so getan, als würden sie im rechtsfreien Raum operieren. Sie haben Versprechungen gemacht und Anleger belogen, als gäbe es kein Morgen. Die Ratingagenturen haben lange gedacht, sie würden, wie schon in der US-Immobilienkrise, ungestraft damit durchkommen. Aber sie werden feststellen, dass sie sich getäuscht haben. Die Stunde der Rechenschaft naht. Aus Sicht der Anleger gilt der alte Satz: „Wer sich nicht wehrt, lebt verkehrt“. Oder auch wie bei den alten Römern: „Iura vigilantibus scripta sunt“ – „das Recht ist für die Wachsamten geschrieben“. Wer sich für eine Anleihe entschieden hat, weil sie unter anderem ein sehr positives Rating erhalten hatte, der sollte sein Recht genau dort suchen, wo die Rechtsverletzung geschehen ist: bei den Ratingagenturen.

2. Beratende Banken

Wurde die Anleihe aufgrund der Beratung durch eine Bank erworben, dann kann es sinnvoll sein, diese Bank zu verklagen. Dann hat man auf der Gegenseite zumindest einen Gegner, der wirtschaftlich potent genug ist, um Schadenersatz leisten zu können. Allerdings kann man feststellen, dass die Banken in den vergangenen Jahren – zumindest beim Vertrieb bestimmter Produktklassen – vorsichtiger geworden sind. Während früher, zur Hochzeit geschlossener Fonds, über 50% des Anlagevolumens durch Banken vertrieben wurden, sind die Prozentsätze im Anleihebereich weitaus geringer. Im Anleihebereich gibt es auch zahlreiche Zeichner, die sich über das Internet oder andere Medien selbst informiert und ihre Anlageentscheidung selbst getroffen haben. In diesen Fällen kann man natürlich keine Bank haftbar machen. Aber wenn ein Anleger über eine Bank erworben wurde, dann führt – juristisch betrachtet – richtigerweise der erste Weg vor deren Tür.

Juristische Anspruchsgrundlagen gegen beratende Banken

Mit der Haftung von Banken, die ihre Kunden bei Kapitalanlagen schlecht beraten haben, hat sich die Rechtsprechung in den vergangenen Jahren schon tausendfach befassen müssen. Daher gibt es klare, gut definierte Anspruchsgrundlagen. Ein Anleger, der über eine Bank für eine Anlage in Mittelstandsanleihen erworben worden wäre, hätte eine sehr gute Ausgangsposition, um Schadenersatzansprüche durchzusetzen. Das alles steht im Konjunktiv, weil es, wie oben schon gesagt, kaum passiert ist. Die meisten Anleihen werden im Do-it-yourself-Verfahren online gekauft. Bankenhaftung ist eher ein Randthema.

3. Private Vermittler: Warum sich ein Vorgehen nicht lohnt

Schwieriger ist es, wenn die Anleihe über private Vermittler erworben wurde. Bei privaten Vermittlern sind zum einen die Anspruchsgrundlagen weniger eindeutig. Insbesondere schulden sie keine Produktprüfung „mit banküblicher Sorgfalt“, wie es die Banken würden, sondern die Rechtsprechung lässt eine bloße Plausibilitätsprüfung ausreichen. Da kann auch einem seriös arbeitenden Vermittler mancher Fehler durchgehen, der einer Bank bei ihrer vertieften Prüfung auffallen muss. Zum anderen kann es bei privaten Vermittlern eher an der Bonität fehlen, um die geschädigten Anleger auch tatsächlich abfinden zu können. Auch dieses Thema ist eher randständig.

4. Der Emittent: Ein passender Klagegegner?

Der Hauptgegner, der für den Schaden der Anleger verantwortlich ist, ist natürlich der Emittent der Anleihe. Dies ist das Unternehmen, das die Anleihe ursprünglich herausgegeben hat. Hätte der Emittent die Anleihe nicht herausgegeben und dafür Anlegergelder eingesammelt, so wäre es zu dem ganzen Desaster nicht gekommen. Bevor man den Emittenten verklagt, muss man die Situation aber sehr genau analysieren:

- Wenn der Emittent bereits insolvent ist, sind Klagen gegen ihn nicht mehr sinnvoll. In der Insolvenz gibt es andere Handlungsvarianten. Stattdessen müssen die Anleihegläubiger ihre Forderungen gegen den Emittenten beim Insolvenzverwalter anmelden. Außerdem gilt es, die Anlegerrechte in der Insolvenz optimal auszuüben und den Verwalter zu kontrollieren. Hier wird insbesondere die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters wichtig.
- Besser sieht es scheinbar aus, wenn sich die Krise zwar bereits abzeichnet, aber die Insolvenz noch nicht eingetreten ist. Dann kann es sinnvoll sein, die Anleihe zu kündigen (siehe Kapitel IV). Wenn die Kündigung wirksam ist, dann muss der Emittent die Anleihe sofort und in voller Höhe zurückzahlen. Diesen Anspruch kann der Anleger auch einklagen. Allerdings hat der Bundesgerichtshof in einer jüngeren Entscheidung die Gläubiger auch einer gekündigten Anleihe später gefassten Sanierungsbeschlüssen unterworfen. Nur wer vor dem Beschluss sein Geld bekommen hatte ist sicher. Ähnlich sieht es aus, wenn die Krise bereits durch eine Sanierung überwunden werden konnte, den Anleihegläubigern dabei aber weiter Zugeständnisse abverlangt werden sollen. Also: Der Emittent „lebt“ noch, hat aber die Ansprüche der Anleihegläubiger gekürzt oder gar auf null gesetzt. Auch hier können Situationen entstehen, in denen die Kündigung und die anschließende Zahlungsklage sinnvolle Wege sind (siehe auch dazu Kapitel IV).

Dennoch kann man festhalten, dass in der Mehrzahl der Situationen eine Klage gegen den Emittenten selbst nicht in Betracht kommt.

Juristische Anspruchsgrundlagen gegen den Emittenten

Man könnte hier viel über Schadenersatzansprüche schreiben, denn die Umstände, unter denen viele „Mittelstandsanleihen“ emittiert wurden, schreien zum Himmel. Schon der Begriff der „Mittelstandsanleihe“ ist in vielen Fällen eine Lüge; jede Würstchenbude wird mit diesem Etikett beklebt, um von der positiven Konnotation in der öffentlichen Wahrnehmung profitieren zu können, die dem Mittelstand als Herz der deutschen Wirtschaft entgegengebracht wird. Dennoch bringt es meistens nichts zu schimpfen und vom Emittenten Schadenersatz zu verlangen. Denn die Schadenersatzsituation tritt normalerweise

erst ein, wenn der Emittent insolvent ist. Und dann ist er oft zahlungsunfähig. Vielmehr gilt es dann, die eigenen Rechte im Insolvenzverfahren wirksam wahrzunehmen. Hierzu wurde in Kapitel VI alles Nötige beschrieben.

5. Treuhänder, Wirtschaftsprüfer, emissionsbegleitende Banken und weitere mögliche Anspruchsgegner

In Anleiheemissionen sind stets auch „Emissionshelfer“ eingebunden. Dies ist zum einen die emissionsbegleitende Bank. Im Hintergrund steht zudem als „graue Eminenz“ die Hausbank des Emittenten. Daneben können Testate von Wirtschaftsprüfern eine Rolle spielen. Auch Treuhänder werden häufig eingebunden, beispielsweise um den Bestand von Sicherheiten zu gewährleisten. Das Bild ist so vielschichtig, dass hier nur einige wenige generalisierende Bemerkungen möglich sind – es kommt auf den Einzelfall und dessen genaue Analyse an.

An die **emissionsbegleitende Bank** wird der geschädigte Anleger nur in seltenen Fällen herankommen. Ein unmittelbares Vertragsverhältnis zwischen dem Anleger und dieser Bank besteht nicht. Deliktisches Verhalten – also, dass die emissionsbegleitende Bank bewusst eine schlechte Anleihe in den Markt geschickt hat – wird sich im Regelfall nicht nachweisen lassen. Diskutiert wurde ein solcher Sachverhalt im Falle des Börsengangs des baden-württembergischen Leuchtenherstellers Hess AG. Allerdings kam es auch hier nie zu Urteilen gegen die emissionsbegleitende Bank. So spannend die Geschichten im Umfeld einer Anleiheemission häufig sein können: Um einen Fall „gerichtsfest“ zu machen, braucht es sehr umfangreiche Informationen und Nachweise, die normalerweise nur von Insidern kommen können – und diese haben in der Regel guten Grund zu schweigen. Gerüchte, Marktmeinungen, Mundpropaganda reichen nicht, sondern es braucht Verträge, E-Mails, Sitzungsprotokolle, mindestens aber gute und belastbare Zeugenaussagen über konkrete Absprachen. Da ist schwer heranzukommen. Daher gelangen derartige Fälle üblicherweise nicht vor Gericht. Dennoch: „Sag niemals nie.“ Das Verhalten der Emissionsbanken ist häufig so leichtfertig, dass es durchaus vorstellbar ist, dass die Aufarbeitung derartiger Fälle zukünftig noch bevorsteht.

Auch das Verhalten der **Hausbanken des Emittenten** ist manchmal anrühlich, aber selten justiziabel. So gibt es häufig handfeste Hinweise darauf, dass die Hausbanken den Emittenten zur Begebung der Anleihe gedrängt haben, weil sie ihr eigenes Engagement als gefährdet ansahen und durch „frisches Geld“ abgelöst werden wollten. In solchen Fällen

hat natürlich die Hausbank des Emittenten einen sehr erheblichen Wissensvorsprung. Möglicherweise weiß sie sogar schon, dass der Emittent in Wahrheit überschuldet ist und von Rechts wegen Insolvenzantrag stellen müsste (ein solcher Sachverhalt liegt beispielsweise bei der Penell GmbH nahe). Die Hausbank unterstützt dann den Emittenten dabei – oder drängt ihn förmlich selbst dazu –, sich über die Anleiheemission Geld von Dritten zu besorgen, hier von nichtsahnenden Anlegern. Sobald dies gelungen ist, wird ein Großteil des Emissionserlöses – oder auch fast alles davon – dazu genutzt, die Altschulden bei der Hausbank abzulösen. Diese geht dann erleichtert und ohne Schaden aus dem Engagement heraus. Der Emittent hat genauso wenig Luft zum Atmen wie vorher, an frische Investments oder einen finanziellen „Befreiungsschlag“ ist nicht zu denken. Und an die (hochgefährdete) Stelle der vormaligen Hausbank treten dann die Anleihegläubiger. Bereits zum ersten Zinszahlungstermin tritt schließlich die Insolvenz ein und die Anleihegläubiger haben das Nachsehen. Salopp gesagt: Ein Sachverhalt, der zum Himmel stinkt. Wie oben gilt auch hier: Um daraus einen gerichtsfesten Fall zu machen, braucht es äußerst detaillierte Informationen und Nachweise, über die nur absolute Insider der vormaligen Hausbank und des Emittenten verfügen. Und diese haben oftmals guten Grund, sich auszuschweigen. Dennoch gilt auch hier „never say never“.

Steuerberater und Wirtschaftsprüfer können aufgrund der verschiedenen Rollen, die sie im Zusammenhang mit Anleihen spielen, aus ebenso verschiedenen Gründen haftbar sein.

Wirtschaftsprüfer als Abschlussprüfer

Für den Wirtschaftsprüfer als Abschlussprüfer gibt es eine Vorschrift im Handelsgesetzbuch, den § 323 HGB. Das wäre der einfache Fall: Der Wirtschaftsprüfer haftet gegenüber seinem Auftraggeber. Diese Konstellation ist jedoch völlig uninteressant, weil niemals der Anleihegläubiger auch Auftraggeber des Wirtschaftsprüfers ist, sondern immer eine dritte Partei hinzutritt. Zwischen Anleihegläubigern und Wirtschaftsprüfer besteht in den hier relevanten Fällen nie ein direktes Vertragsverhältnis und so stellt sich die Frage, wo die Haftung hergeleitet werden soll.

Wenn der Auftrag des Wirtschaftsprüfers auch für ihn selbst erkennbar Dritte in seinen Schutzbereich mit einbeziehen sollte, dann haftet der Wirtschaftsprüfer eben nicht nur seinem Auftraggeber gegenüber. Man bezeichnet das als Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter.

In den Schutzbereich des Vertrags zwischen Abschlussprüfer und Unternehmen können zwar Dritte einbezogen sein. Das gilt aber nur ausnahmsweise, denn das Gesetz enthält in § 323 HGB eine starke Einschränkung der Prüferhaftung. Die Befürchtung des Gesetzgebers ist, dass eine unbeschränkte Wirtschaftsprüferhaftung diesen Berufsstand praktisch beseitigen würde, weil die potenzielle Haftung gigantisch wäre. Man stelle sich nur die

Haftungsrisiken des Prüfers eines Weltkonzerns vor. Den Wirtschaftsprüfer als Abschlussprüfer kann man als ernsthaften Kandidaten für die Haftung dem Anleihegläubiger gegenüber getrost vernachlässigen.

Wirtschaftsprüfer als Prospektersteller

Zum anderen haften Wirtschaftsprüfer, wenn sie an der Erstellung des Emissionsprospektes mitgewirkt haben und in dieser Funktion im Prospekt zitiert werden. Sie nehmen dann eine besondere Vertrauensstellung ein und die Anleiheinteressenten verlassen sich im Zweifel auf die Mitwirkung dieser Profis. (Allerdings beschränkt sich die Haftung der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer dann auf diejenigen Prospektangaben, für die sie die Garantie übernommen haben.)

Wirtschaftsprüfer als Prospektprüfer

Davon zu unterscheiden ist die Rolle des Wirtschaftsprüfers als Prospektprüfer. Als solcher kann er ebenfalls haften. Hier sieht die Rechtsprechung auch einen Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter, wenn die Prospektprüfung werblich erwähnt wird. Allerdings ist die Haftung faktisch stark limitiert. Der Wirtschaftsprüfer haftet nur dem gegenüber, der den Prüfungsbericht auch tatsächlich anfordert. Nur dann kann dieser Bericht auch kausal für die Anlageentscheidung geworden sein. Und das macht kaum jemand.

Wirtschaftsprüfer als Sicherheitentreuhänder

Ganz anders ist es, wenn der Wirtschaftsprüfer als Sicherheitentreuhänder auftritt. In dem Fall wird ebenfalls ein Vertrag zwischen dem Emittenten und dem Wirtschaftsprüfer geschlossen. Und auch hier ist der Anleihegläubiger nicht Vertragspartner. Aber wenn der Vertrag im Emissionsprospekt abgedruckt ist und dann auch noch werblich auf die Sicherheitentreuhand hingewiesen wird, wird auch der Anleihegläubiger von der Schutzwirkung des Vertrags ergriffen.

Der Wirtschaftsprüfer hat dem Anleger gegenüber Pflichten, die sich aus dem Treuhandverhältnis ergeben, und er haftet ihm gegenüber direkt bei deren Verletzung. Hier hilft u.U. nicht einmal eine einschränkende Vereinbarung im Treuhandvertrag. Üblich sind Verjährungsverkürzungen, Haftungshöchstsummen, Klauseln, die die Haftung nachrangig machen sollen u.v.m., denn der BGH behandelt diese Klauseln wie allgemeine Geschäftsbedingungen. Und die sind schnell unwirksam, wenn sie unanständig sind.

Zum Beispiel: Penell GmbH

Die Anleiheemission der Penell GmbH, einem Elektrogroßhändler aus Ober-Ramstadt, wurde im Mai 2014 mit einem Gesamtvolumen von 5 Mio. Euro zu 7,75% durchgeführt. Im Februar 2015 war die Penell GmbH insolvent. Was war geschehen?

Die Anleihe war vermeintlich sehr attraktiv, weil sie nicht nachrangige Verbindlichkeiten des Emittenten darstellte, sondern im gleichen Rang mit allen anderen Verbindlichkeiten des Emittenten stand. Zur Besicherung der Schuldverschreibung sollten die Rohstoffbestände des Emittenten sicherungsübereignet werden. Es handelte sich vor allem um ein Warenlager mit Kupferkabeln. Der jeweilige Sicherheitenbestand sollte im Verhältnis zu den Anlegern durch eine Berliner Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gewährleistet werden, mit der zu diesem Zweck ein Treuhandvertrag geschlossen wurde. Sie sollte als Sicherheitentreuhänderin dafür sorgen, dass stets Sicherungsgut im Werte von 125% des Anleihevolumens vorhanden sei.

Diese Wirtschaftsprüfungsfirma „übersah“ jedoch, dass sich zum einen viel weniger Kupfer auf dem Werkshof befand als in den Büchern ausgewiesen und dass dieser geringe Rohstoffbestand zudem schon vorab doppelt sicherheitsübereignet war, nämlich an die Hausbank und ihr Dachinstitut. Eine hochgradig kriminelle Verstrickung, die man allein nach Aktenlage „am grünen Tisch“ nicht aufklären kann – da muss man schon mal vor Ort nachsehen und mit allen Beteiligten sprechen. Dass dies nicht geschehen ist, dürfte Haftungsansprüche der Anleger begründen – im Einzelnen ist dies noch gerichtlich zu klären. Doch nun zum weiteren Ablauf des Dramas:

Zum Bilanzstichtag am 31. März 2014 gab es eine Bilanz, die der Steuerberater erstellte. Diese wies ein Vorratsvermögen von 9 Mio. Euro aus. Also ausreichend, um den Sicherungs- und Treuhandvertrag zu erfüllen. Dieser Jahresabschluss wurde durch einen (anderen) Wirtschaftsprüfer geprüft. Dieser erteilte einen Bestätigungsvermerk ohne Beanstandung.

Die Treuhänderin entwickelte im Laufe der Zeit Bedenken und prüfte Bestände. Dabei stellte sie fest, dass das Warenlager am 31. Dezember 2014 einen Wert von etwa 2,3 Mio. Euro hatte. Es war aus dem Verlauf der Kupferpreise und dem Geschäftsverlauf heraus nicht erklärlich, wie der Wert des Warenlagers von 9 Mio. Euro auf 2,3 Mio. Euro geschrumpft sein sollte. Es ist davon auszugehen, dass diese Zahlen schon immer falsch waren.

Wer haftet? Betrachtet man den Ablauf, so wird zunächst der Warenbestand manipuliert. Das macht die Geschäftsleitung. Dann kommt der Steuerberater und übernimmt entweder die falschen Zahlen oder stellt bei der Inventur fest, dass die Zahlen falsch sind und fälscht dann selber die Bilanz. Jedenfalls erstellt der Steuerberater einen falschen Jahresabschluss. Der Wirtschaftsprüfer prüft dann diesen Abschluss und wenn er nicht selbst die Wertansätze überprüft, hakt er die Ansätze des Steuerberaters einfach ab und erteilt einen falschen Bestätigungsvermerk.

Der Sicherheitstreuhänder bekommt von der Geschäftsleitung der Penell GmbH die angeblich vorhandenen Vorräte gemeldet und stellt fest, dass diese 125% des Anleihevolumens nicht unterschreiten. Damit meint er, seine Pflicht erfüllt zu haben.

Der Geschäftsführer der Sicherheitstreuhänderin teilt in einem Interview mit, dass die Familie Penell über Jahre hinweg die Wertansätze in der Bilanz manipuliert habe und er keinen „Prüfauftrag im engeren Sinne“ gehabt habe, sondern entsprechend Treuhandauftrag nur einmal wöchentlich die von der Penell GmbH gemeldeten Bestände mit dem Börsenwert des Kupfers multiplizieren sollte. Diesen Wert musste er dann in Euro umrechnen. Die eigentliche Prüfhandlung habe darin bestanden, den ermittelten Kupferwert mit dem Wert der Anleihe zu vergleichen. Die Sicherheitstreuhänderin sei nicht beauftragt gewesen, das Vorhandensein der Kupfermenge zu prüfen. Dafür braucht es eigentlich keinen Wirtschaftsprüfer ...

Laut dem Treuhandvertrag, der im Prospekt der Anleihe abgedruckt ist, wird der Treuhänder mit der „Übernahme und Verwaltung des Sicherungsgutes“ als Sicherheit für die Forderung aus der Anleihe beauftragt. Der Treuhandvertrag enthält tatsächlich die Regelung, dass die Gesellschaft dem Treuhänder jeden Montag eine Bestandsliste übermitteln wird. Doch es wird an keiner Stelle geregelt, dass sich die Tätigkeit des Treuhänders darauf beschränkt, diese Bestandslisten entgegenzunehmen. Der Treuhandvertrag enthält vielmehr sogar die Regelung, dass der Treuhänder das Sicherungsgut am Lagerort selbst überprüfen oder überprüfen lassen kann. Die Gesellschaft ist verpflichtet, für diesen Zweck jede erforderliche Auskunft zu erteilen. Den Vertrag selbst muss man wohl hinsichtlich seines Umfangs als uneindeutig bezeichnen. Was aber folgt daraus für die Haftung des Treuhänders?

Zu dieser Frage hat das Oberlandesgericht Düsseldorf im April 2015 eine zentrale Entscheidung gefällt. Das OLG ist der Auffassung, dass es sich bei Treuhandverträgen zwischen einem Emittenten und der Treuhänderin um Verträge zugunsten Dritter handeln kann. Das muss sich aus Sinn und Zweck der Vereinbarung ergeben. Zweck ist zunächst der Schutz der Anleger. Dieses maßgebliche Ziel des Treuhandvertrages, die Sicherheit zugunsten der Anleger zu gewährleisten, kann nur erreicht werden, wenn der Anleger eigene Rechte aus dem Treuhandverhältnis wahrnehmen kann. Deshalb muss es ein Vertrag zugunsten Dritter sein. Wäre er das nicht, müsste der Anleger ja unter Mitwirkung des Emittenten seine Rechte geltend machen. Und gegenüber dem Emittenten soll ihn ja der Treuhandvertrag gerade absichern.

Maßstab für die Pflichten der Treuhänderin ist nicht allein der Wortlaut des Treuhandvertrages, so das OLG weiter, sondern insbesondere Sinn und Zweck des Vertrages. Im

Fall Penell soll der Treuhandvertrag sicherstellen, dass „sämtliche Anleihegläubiger gleichrangigen Zugriff auf die Sicherheiten“ haben und dass weitere Gläubiger der Gesellschaft nur Zugriff auf diese Sicherheiten haben, wenn sämtliche Anleihegläubiger vollständig befriedigt sind. Dafür bleibt dem Treuhänder das Sicherungsgut übereignet mit der Aufgabe, dieses „im Interesse der Anleihegläubiger“ zu verwalten, freizugeben oder zu verwerten. Diese Pflicht kann gar nicht erfüllt werden, wenn man sich nur wöchentlich die Bestandsmeldungen nach Berlin kabeln lässt. Darin kann sich die Aufgabe der Treuhänderin nicht erschöpfen. Es spricht also einiges dafür, dass die Treuhänderin den Anlegern gegenüber haftet. Das wird gerichtsnotorisch werden und dann weiß man mehr.

Anders dürfte es dagegen mit der Haftung von Steuerberater und Wirtschaftsprüfer aussehen. Zwar spricht einiges dafür, dass auch diese etwas falsch gemacht haben, die Frage ist jedoch, ob sie Pflichten auch gegenüber den Anlegern hatten. Das wird man wahrscheinlich verneinen müssen.

Und schließlich: Delikt

Bislang ging die Darstellung davon aus, dass der Wirtschaftsprüfer geschludert hat oder – wie der Jurist sagen würde – fahrlässig handelte. Er kann die Anleihegläubiger natürlich auch vorsätzlich geschädigt haben. Er kann sich sogar kriminell verhalten und im Zusammenhang mit seiner Tätigkeit einen Betrug oder Kapitalanlagebetrug begangen haben. In diesen Fällen ist es juristisch sehr einfach, die Haftung des Wirtschaftsprüfers zu begründen. Tatsächlich aber ist es durchaus schwierig, weil ihm vorsätzliches Handeln nachgewiesen werden muss. Das ist nicht immer einfach und – wie man zur Ehre des Berufsstandes auch sagen muss – tatsächlich selten.

VIII. Fazit

Noch einmal sei der alte Spruch zitiert: „Wer sich nicht wehrt, der lebt verkehrt.“ Im Anleihebereich geschehen Dinge, die den durchschnittlichen Alltagskriminellen vor Neid erblassen lassen würden. Man muss sich nicht wehrlos um sein Geld bringen lassen. Wenn das Kind in den Brunnen gefallen ist: Schauen Sie, wer von den Verantwortlichen noch für den Schaden aufkommen kann. Und wenn dieser sich nicht freiwillig ehrlich macht, dann wurden Ihnen hier ein paar Werkzeuge aufgezeigt, die Ihnen zu Ihrem Recht verhelfen können. Denken Sie an die philosophischen Grundgedanken, die schon Rudolf von Jhering in seinem epochemachenden Standardwerk „Der Kampf ums Recht“ (Wien, 1872) formuliert hat:

„Recht ist unausgesetzte Arbeit, und zwar nicht bloß der Staatsgewalt, sondern des ganzen Volkes. Jeder Einzelne, der in die Lage kommt, sein Recht behaupten zu müssen, übernimmt an der gemeinsamen Arbeit seinen Anteil, trägt seine Scherflein bei zur Verwirklichung der Rechtsidee auf Erden.“

Wer Betrügern das Handwerk legt, der kämpft nicht nur für sich, sondern ist Bestandteil eines größeren Kampfes, den jedes Gemeinwesen bestehen muss, wenn es nicht an Unrecht und Korruption zugrunde gehen will.

IX. Anhang

2014 hat die Deutsche Börse den „Best Practice Guide“ für Anleiheemissionen im Entry Standard herausgegeben. Dieser hat empfehlenden Charakter. Ziel ist es, durch die Einhaltung von Mindeststandards bei klar definierten Kennzahlen, die Transparenz für Investoren zu erhöhen. Die folgenden Kennzahlen zeigen, wie Mittelstandsanleihen im Vergleich zu Anleihen von DAX-Konzernen einzuschätzen sind.

EBITDA Interest Coverage

EBITDA ist die Abkürzung für „Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation“, also das „Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen“ auf das materielle und immaterielle Anlagevermögen.

Zur Berechnung: EBITDA Interest Coverage ist das ermittelte Verhältnis von Jahresüberschuss vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das materielle und immaterielle Anlagevermögen zu Zinsen und ähnlichen Aufwendungen.

Diese Kennzahl bewertet die Fähigkeit des Emittenten, die Zinszahlungen aus dem operativen Ergebnis vor Abschreibungen erbringen zu können.

Empfehlung des Best Practice Guide	Mittelstandsanleihen	DAX-Konzerne
mind. 2,5	4,4	18,3

EBIT Interest Coverage

EBIT steht für „Earnings before interest and taxes“ und bezeichnet das „Ergebnis vor Zinsen und Steuern“.

EBIT Interest Coverage beschreibt das Verhältnis von Jahresüberschuss vor Zinsen und Steuern zu Zinsen und ähnlichen Aufwendungen.

Die Kennzahl weist die Fähigkeit des Emittenten aus, die Zinszahlungen aus dem operativen Ergebnis leisten zu können.

Empfehlung des Best Practice Guide	Mittelstandsanleihen	DAX-Konzerne
mind. 1,5	1,8	12,7

Total Debt/EBITDA

Die gesamten Finanzverbindlichkeiten („Total Debt“) werden hier in Relation zum EBITDA gesetzt.

Die Kennzahl bemisst die Anzahl der Jahre, innerhalb derer das gleiche EBITDA erzielt werden müsste, um die gesamten finanziellen Verbindlichkeiten komplett zurückzuführen.

Empfehlung des Best Practice Guide	Mittelstandsanleihen	DAX-Konzerne
max 7,5	5,6	2,7

Total Net Debt/EBITDA

Dieser Kennwert wird ermittelt, indem hier die Netto-Finanzverbindlichkeiten in Relation zum EBITDA gesetzt werden.

Er weist somit die Anzahl der Jahre aus, während derer das gleiche EBITDA erzielt werden müsste, um die Netto-Finanzverbindlichkeiten komplett zurückzuführen.

Empfehlung des Best Practice Guide	Mittelstandsanleihen	DAX-Konzerne
max 5,0	4,0	1,7

Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote ist das Verhältnis von bilanziellem Eigenkapital zur Bilanzsumme und gibt Aufschluss darüber, welchen Anteil das Eigenkapital an der Bilanzsumme des Unternehmens ausmacht.

Empfehlung des Best Practice Guide	Mittelstandsanleihen	DAX-Konzerne
mind. 15% (Hard Equity)	18,7%	34,3%

Die Kennzahlen der Mittelstandsanleihen, also der Mittelwert auf Basis der Jahresabschlüsse des Jahres 2013 von 65 Emittenten, sind dem BOND YEARBOOK 2015, S. 29–31 (Independent Research) entnommen. Der Best Practice Guide: Entry Standard für Unternehmensanleihen ist auf der Webseite der Deutschen Börse AG, www.deutsche-boerse.com, einzusehen.

X. Glossar

Bookrunner oder Lead Manager

Bezeichnung für die Bank, die im Rahmen einer Emission für die Zuteilung und Platzierung der Wertpapiere verantwortlich ist.

Emissionsprospekt bzw. Wertpapierprospekt

Das öffentliche Angebot von Wertpapieren in einem Land des Europäischen Wirtschaftsraumes erfordert die vorherige Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts. Dieser muss den Anforderungen des EU-Prospektrechts genügen und von der zuständigen Aufsichtsbehörde innerhalb des EWR gebilligt werden, z.B. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland oder der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg. Dieser Prospekt muss vollständig und zutreffend über alles berichten, was für den Erwerber der Anleihe relevant sein kann. Erfüllt er diese Anforderung nicht, so haftet der Prospektverantwortliche.

Change-of-Control

Wird auch als Kontrollwechsel bezeichnet und meint, dass im Falle eines Eigentümerwechsels der Schuldner der Anleihe dem Anleihegläubiger das Recht einräumt, die Anleihe zu einem festgelegten Kurs fällig zu stellen.

Covenants

Bei Covenants handelt es sich um Nebenabreden in Anleihebedingungen.

Cross-Default

Anleihegläubiger haben auch dann ein Kündigungsrecht, wenn zwar die Verpflichtungen aus der Anleihe erfüllt werden, der

Emittent jedoch gegenüber anderen Gläubigern vertragsbrüchig wird.

Debt-Equity-Swap

Beim sogenannten Debt-Equity-Swap wird die Forderung der Anleihegläubiger gegenüber dem Anleiheemittenten in eine Beteiligung gewandelt. I.d.R. werden Anleihegläubiger durch einen Debt-Equity-Swap zu Aktionären bzw. Anteilseignern.

Default

Als Default wird jede Form der Leistungsstörung aus der Anleihe bezeichnet. Ein Default tritt beispielsweise ein, wenn die Anleihe nicht (fristgerecht) zurückgezahlt wird oder Zinsen nicht (fristgerecht) gezahlt werden.

Due Diligence

Due Diligence heißt auf Deutsch so viel wie „mit gebotener Sorgfalt“. Bei einer Due Diligence handelt es sich um eine sorgfältige Risikoprüfung. I.d.R. beauftragen Emissionsbanken Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit der Durchführung einer Due Diligence.

Eigenkapital

Kapital, das von Gesellschaftern unbefristet und nicht rückzahlbar zur Verfügung gestellt wird.

einfache Mehrheit

Eine einfache Mehrheit der Stimmen erreicht derjenige Vorschlag oder Kandidat, der mehr als die Hälfte aller an einer Abstimmung teilnehmenden Stimmen zusammen auf sich vereinen kann. Bei Abstimmungen auf Gläubigerversammlungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz

ist regelmäßig die einfache Mehrheit erforderlich (§ 5 Abs. 4 SchVG).

Ergänzungsantrag

Im Gegensatz zu einem Gegenantrag bezieht sich der Ergänzungsantrag nicht auf bereits vorhandene Tagesordnungspunkte, sondern die Tagesordnung wird um diesen Sachverhalt ergänzt. Zur Einreichung eines Ergänzungsantrages sind mindestens 5% des Anleihevolumens erforderlich (§ 13 Abs. 3 SchVG).

Feststellungsklage

Die Feststellungsklage richtet sich darauf, das Bestehen oder Nicht-Bestehen eines Rechtsverhältnisses durch ein Gericht feststellen zu lassen. Das kann z.B. die Feststellung sein, dass der Kläger Insolvenzgläubiger ist.

Fremdkapital

Bei Fremdkapital handelt es sich um Kapital, das von Gläubigern i.d.R. befristet, rückzahlbar und verzinst zur Verfügung gestellt wird.

Gegenantrag

Jeder Anleihegläubiger kann Gegenanträge zu bereits bestehenden Tagesordnungspunkten der Gläubigerversammlung bis zum Tag der Versammlung einreichen (§ 13 Abs. 3 SchVG).

Globalurkunde

Bezeichnung für ein Wertpapier, in dem die Rechte von Aktionären oder Anleihegläubigern einheitlich verbrieft sind.

Investment Grade

Der Begriff Investment Grade beschreibt alle Ratingstufen vom bestmöglichen Rating bis hinunter zu BBB- (bzw. Baa3).

Kollektivbindung

Dies ist der Grundsatz, dass alle Anleihegläubiger gleichbehandelt werden müssen. Er wird durch § 4 Schuldverschreibungsgesetz geregelt.

Kupon

Der Kupon bezeichnet den Nominalzins einer Anleihe. Ein Kupon von 6% besagt, dass zum jeweiligen Zinstermin 6% des Nominalwerts als Zins gezahlt werden. Gibt es mehrere Zinstermine pro Jahr (beispielsweise Quartalszinsen), so werden die Zinsen anteilig gezahlt.

Negative Pledge

Negative Pledge oder Negativverpflichtung ist die Verpflichtung des Emittenten, bis zur vollständigen Rückzahlung der Anleihe keine Sicherheiten für andere Kapitalmarktverbindlichkeiten bereitzustellen.

Non Investment Grade bzw. Speculative Grade

Der Begriff bezeichnet Ratingnoten unterhalb von Investment Grade, also Wertpapiere, die grundsätzlich als riskanter oder spekulativer eingeschätzt werden. Mit Non Investment Grade werden alle Ratingnoten unterhalb von BBB- (bzw. Baa3) bezeichnet, also von BB+ (bzw. Ba1) bis CCC- (bzw. Caa3).

Opt-In-Beschluss

Gläubigerversammlungen von Anleihen, die dem alten Schuldverschreibungsgesetz von 1899 unterliegen, können gemäß § 24 SchVG beschließen, dass sie sich dem neuen Schuldverschreibungsgesetz unterwerfen. Zweck dieses Beschlusses ist es, regelmäßig die Anleihebedingungen ändern zu können.

Für den Opt-In-Beschluss ist eine qualifizierte Mehrheit erforderlich (§ 24 SchVG).

qualifizierte Mehrheit

Soll auf einer Gläubigerversammlung der wesentliche Inhalt der Anleihebedingungen geändert werden, ist die qualifizierte Mehrheit von 75% der abgegebenen Stimmen erforderlich (§ 5 Abs. 4 SchVG).

Quasi-Ad-hoc-Pflicht

§ 15 WpHG verpflichtet die Emittenten zur unverzüglichen (d.h. ohne schuldhaftes Zögern) Veröffentlichung von Tatsachen, die den Börsenkurs der zugelassenen Wertpapiere eines Unternehmens erheblich beeinflussen oder im Fall von Schuldverschreibungen (Anleihen) die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen können. Die gesetzliche Ad-hoc-Pflicht betrifft jedoch nur Wertpapiere in EU-regulierten Börsensegmenten. Die Quasi-Ad-hoc-Pflicht der börslichen Mittelstandssegmente orientiert sich stark an der gesetzlichen Pflicht. Die Ad-hoc-Pflicht ist bei Aktien jedoch deutlich strenger als bei Anleihen.

Quorum

Der Begriff bezeichnet die erforderliche Mindestbeteiligung an einer Abstimmung oder Versammlung. An der ersten Gläubigerversammlung oder einer Abstimmung ohne Versammlung müssen mindestens 50% der Anleihegläubiger teilnehmen, sonst ist sie nicht beschlussfähig.

Schuldverschreibungen oder Inhaberteilschuldverschreibungen

Beide Begriffe sind Synonyme für Anleihen.

Verbriefung, verbrieft

Als Verbriefung bezeichnet man die Ausstellung von handelbaren Wertpapieren.

XI. Schirp Neusel & Partner Rechtsanwälte mbB

Die Kanzlei Schirp Neusel & Partner Rechtsanwälte berät und vertritt seit 1994 geschädigte Anleger – und zwar nur Anleger. Spezialisiert auf Bank- und Kapitalmarktrecht kämpfen elf Rechtsanwälte, darunter Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht und Steuerrecht, im Sinne der Anleger für einen sauberen Kapitalmarkt.

Zu den Mandanten gehören sowohl private Anleger als auch institutionelle Investoren, die in Anleihen und Schuldverschreibungen, geschlossenen Fonds, Zertifikaten oder Aktien investiert sind.

Die Kanzlei Schirp Neusel & Partner vertritt kontinuierlich Anleger erfolgreich in Musterverfahrensprozessen. Unter den ersten zehn Musterverfahren, die nach dem 2005 in Kraft getretenen Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz überhaupt anhängig gemacht wurden, waren sechs von Schirp Neusel & Partner geführte Verfahren. Außerdem wurde der erste für die Anleger positiv ausfallende Musterentscheid – bestätigt durch den BGH – von Schirp Neusel & Partner erstritten.

In der Vergangenheit gelang es der Kanzlei immer wieder, weitreichende Prozesswellen anzustoßen, und die Liste ihrer Gegner ist lang: Sie reicht von äußerst unrühmlichen Akteuren (wie dem privaten Berliner Fondsiniciator Dr. Jürgen Hanne – inzwischen seit vielen Jahren im Ausland untergetaucht –) bis hin zur staatlichen Landesbank Berlin (LBB) und ihren Tochtergesellschaften. Insbesondere in diesen Verfahren konnten tausende Klagen durch für die Anlegerseite sehr günstige Vergleiche beendet werden.

Die herausragenden Spezialkenntnisse der Kanzlei Schirp Neusel & Partner wurden u.a. durch das Juve-Handbuch und Focus Money anerkannt und gewürdigt. Den Mandanten wird eine umfassende juristische Beratung geboten, nicht nur in Deutsch und Englisch, sondern auch in Polnisch, Französisch sowie Spanisch und Portugiesisch.

Schirp Neusel & Partner reagiert nicht nur auf Nachfrage der Mandanten, sondern überwacht und beobachtet den grauen Kapitalmarkt. Die Kanzlei pflegt eine intensive Zusammenarbeit mit Anlegerschutzvereinen, insbesondere dem Aktionsbund Aktiver Anlegerschutz e.V. (AAA) in Berlin.

XII. Die Autoren

Dr. Wolfgang Schirp

Als Rechtsanwalt und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht widmet sich Dr. Schirp seit 1994 der Vertretung geschädigter Anleger. Er ist Autor zahlreicher Veröffentlichungen zu Fragen des Kapitalmarktrechts. Insbesondere der gemeinsam mit Oleg Mosgo verfasste Aufsatz „Aufklärungspflichten bei internen Provisionsvereinbarungen“ (veröffentlicht in der Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht – BKR 2002, 354) wurde 2004 zur wichtigen Grundlage der sogenannten Kick-Back-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes und dort mehrfach zitiert.



Seit 2012 wird Dr. Schirp regelmäßig als Experte zu den Anhörungen des Bundeskriminalamts im Rahmen des Forschungsprojekts „Anlegerschutz durch Strafrecht“ eingeladen. Dr. Schirp ist außerdem Gründungsmitglied des Aktionsbundes Aktiver Anlegerschutz e.V., dem größten Anlegerschutzverein für Anleger des grauen Kapitalmarkts.

Tibet Neusel

Der Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht war vor seiner Tätigkeit als Rechtsanwalt als Sach- und später Hauptsachgebietsleiter bei verschiedenen Berliner Finanzämtern tätig.

Neben seinen zahlreichen Veröffentlichungen, darunter insbesondere Fachaufsätze und Ratgeber zu Fragen des Steuerrechts, ist Tibet Neusel Chefredakteur des Anlegerschutzbriefes und Gründungsmitglied des Aktionsbundes Aktiver Anlegerschutz e.V.



Dr. Susanne Schmidt-Morsbach

Ergänzend zu ihrer Qualifikation als Fachanwältin für Bank- und Kapitalmarktrecht hält Dr. Schmidt-Morsbach zusätzlich den Titel Fachanwältin für Handels- und Gesellschaftsrecht und arbeitet in dessen Fachausschuss der Rechtsanwaltskammer mit. Vor ihrer Zulassung als Rechtsanwältin im Jahre 2000 war sie wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Handels- und Gesellschaftsrecht und Versicherungsrecht der Technischen Universität Berlin. Erste berufliche Erfahrungen sammelte sie als Unternehmensberaterin in einem der größten deutschen Beratungsunternehmen.



In ihrer beruflichen Tätigkeit als Rechtsanwältin hat sie viele geschlossene Fonds erfolgreich saniert und konnte damit erheblichen Schaden von den Anlegern abwenden oder begrenzen. Sie übt eine Vielzahl von Beiratsmandaten aus und hat Erfahrung als Prozessanwältin in hunderten Gerichtsverfahren gesammelt.

Sie wurde vielfach als gemeinsame Vertreterin der Anleihegläubiger gewählt. Im Jahr 2015 gründete Dr. Schmidt-Morsbach gemeinsam mit Berufskollegen den VGVD, den Verband Gemeinsamer Vertreter Deutschland e.V. (www.vgvd.de), dem sie seit Gründung auch vorsteht. Dieser erste Berufsverband der gemeinsamen Vertreter dient der Interessenvertretung, Weiterbildung und Qualitätssicherung.

Julia Breier-Struß

Rechtsanwältin Julia Breier-Struß ist seit 2007 ausschließlich im Kapitalmarktrecht tätig und stets auf Seiten der Anleger. 2014 qualifizierte sie sich zur Fachanwältin für Bank- und Kapitalmarktrecht.

Sie hat zahlreiche Anleger vieler geschlossener Fonds erfolgreich beraten und vertreten. Derzeit vertritt sie über 200 Anleger eines Schiffsfonds in einem Musterverfahren nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz vor dem Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.



Schwerpunkt ihrer Tätigkeit ist aber der Themenkomplex „Anleihen“: Sie berät in diesem Zusammenhang Anleihegläubiger zu allen rechtlichen Fragen, vertritt sie auf Gläubiger-

versammlungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz und in der Insolvenz des Emittenten. Natürlich setzt sie deren Rechte auch gerichtlich durch. Julia Breier-Struß veröffentlicht regelmäßig Analysen und Stellungnahmen zu rechtlichen Fragen, die sich in diesem Themenkreis allgemein und im Hinblick auf bestimmte Anleihen stellen (u.a. auf der Internetseite www.achtunganleihe.de).

Antje Radtke-Rieger, LL.M.

(Victoria University of Wellington, Neuseeland)

Seit 2008 engagiert sich Rechtsanwältin Radtke-Rieger für die Interessen der Anleger. Aufgrund ihrer umfangreichen Erfahrungen bei der Vertretung hunderter Geschädigter ist sie die Expertin für Sammelklageverfahren und für Kapitalanleger-Musterverfahren. Als solche war Rechtsanwältin Radtke-Rieger 2013 zur Expertenanhörung des Bundesministeriums für Justiz zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes eingeladen und konnte hier wesentlich zur Verbesserung des Anlegerschutzes beitragen.



Im September 2016 erscheint im C.H. Beck Verlag die Neuauflage des von Vorwerk/Wolf herausgegebenen Kommentars „Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, KapMuG“ unter ihrer Mitarbeit.

Christian Schiffmacher

Der Dipl. Betriebswirt (FH) hat 2006 die Institutional Investment Publishing GmbH gegründet. Er ist Chefredakteur des BOND MAGAZINE, einem der führenden deutschen Anleihenmagazine. Bereits 2014 hat er die Veröffentlichung des BONDBOOK Restrukturierung von Anleihen verantwortet. Vor der Gründung der Institutional Investment Publishing GmbH war er in verschiedenen Positionen als Redakteur und Portfolio Manager tätig, u.a. als Chefredakteur des GoInPublic Magazins.



Anleihen sind langweilig, aber ziemlich sicher. Deshalb sind sie so wichtig im Depot. Deshalb sind sie uninteressant für einen Anlegerschutzverein. So jedenfalls war es einmal. Doch das Bild hat sich gewandelt:

Ein wenig regulierter Markt, neue Vertriebsmöglichkeiten, die Einführung der Mittelstandssegmente, restriktive Finanzierungspolitik der Banken und dann noch der Mangel an Anlagealternativen – das ist die Mischung, die den Anleihenmarkt umgekrempelt hat. Nie zuvor wurden so viele Anleihen unter das Volk gebracht wie heute, darunter viele gute. Es gab aber auch eine Welle von Ausfällen, namentlich im Segment der Mittelstandsanleihen. Vielfach hat das ganz normale wirtschaftliche Gründe, mit denen man rechnen muss. Bisweilen hätte man es vorher wissen können: Wenn ein Unternehmen schon die Geschäftsjahre vor der Emission keinen ausreichenden Cash-Flow hatte, um Zinsen zu bezahlen, drängt sich die Frage auf, wieso das jetzt anders sein sollte. Es ist eben nicht jedes Unternehmen reif für den Kapitalmarkt. Aber man stößt auch immer häufiger auf kriminelle Ursachen: Kapitalanlagebetrug, Untreue, Insolvenzverschleppung, Schneeballsysteme.

Information hilft in jedem Fall bei der Problemlösung, und diese Broschüre bietet sie. Wir wünschen ihr eine weite Verbreitung. Jeder Anleger sollte sie gelesen haben, bevor er eine Anleihe erwirbt. Information vor einer Anlageentscheidung ist immer noch der beste Anlegerschutz.

Kerstin Kondert, Thomas Lippert,
Vorstände, Aktionsbund Aktiver Anlegerschutz e.V.

Achtung Anleihe! Anleihen in der Krise



SCHIRP NEUSEL & PARTNER
Rechtsanwälte mbB