

Wandelanleihen in der Insolvenz des Schuldners

von Dr. Kay-Michael Schanz

► CFL0465100

» Executive Summary

» In Anbetracht der gewachsenen Zahl und Bedeutung von Schuldverschreibungen deutscher Emittenten stellt sich verstärkt die Frage nach den diesbezüglichen Konsequenzen einer Insolvenz des Schuldners sowie den Handlungsmöglichkeiten der diversen Beteiligten, auch und besonders im Lichte des neuen Schuldverschreibungsgesetzes 2009. Zusätzliche Fragen tauchen auf, wenn es sich bei den ausstehenden Emissionen des insolventen Schuldners um Wandelschuldverschreibungen handelt.

» In light of the grown number of bonds issued by German debtors, the parties involved increasingly ask for the consequences of insolvency proceedings against the issuer, particularly under the new Bond Law 2009 (Schuldverschreibungsgesetz 2009). Additional questions arise in case the insolvent debtor has issued not only straight bonds but convertible bonds.

I. Einleitung

In den vergangenen Jahren hat eine wachsende Zahl deutscher Unternehmen – einem internationalen Trend folgend – Wandelanleihen emittiert¹, die zum Handel an einer Börse zugelassen wurden. Soweit diese Anleihen nach dem jeweiligen Emissionskonzept in erster Linie bei deutschen (Privat-) Anlegern platziert wurden, unterliegen diese regelmäßig deutschem Recht. Einige dieser Emittenten gingen mittlerweile aufgrund der gesamtwirtschaftlichen oder branchenspezifischen Entwicklung² oder schlichtweg infolge von Fehlern in der Unternehmensführung in die Insolvenz. Weitere Insolvenzen solcher Schuldner sind absehbar, z.B. in der Solarbranche.

Hier hat das neue Schuldverschreibungsgesetz 2009³ die Rahmenbedingungen geändert, was die Frage der Rechtsstellung der Anleihehaber im Insolvenzverfahren als solche und die nach den diesbezüglichen Handlungsmöglichkeiten des Schuldners bzw. des Insolvenzverwalters aufwirft. Zusätzliche Fragen tauchen auf, wenn es sich bei den ausstehenden Emissionen des insolventen Schuldners um Wandelschuldverschreibungen handelt, insbesondere die nach den Auswirkungen eines Insolvenzverfahrens auf die Wandlungs- und sonstigen Rechte der Anleihehaber.

II. Wandelschuldverschreibungen und ihre Besonderheiten

Wandelschuldverschreibungen (auch „Wandelanleihen“) sind i.d.R. festverzinsliche Schuldverschreibungen i.S.d. §§ 793 ff. BGB, d.h. „echtes“ Fremdkapital, die durch das beigefügte Wandlungsrecht Eigenkapitalkomponenten beinhalten⁴. Bei der Wandelschuldverschreibung hat der Inhaber ein Wahl- und Gestaltungsrecht, unter Aufgabe seiner Gläu-

bigerstellung Aktionär des Emittenten zu werden. Dieses Wandlungsrecht ist im Falle der Wandelschuldverschreibung untrennbar mit der Anleihe verbunden⁵.

Während die Fremdkapitalkomponente mit einem festen Zinscoupon und der Rückzahlung des Nominalbetrags bei Fälligkeit für den Investor alle Charakteristika eines Straight Bonds hat, verschafft ihm die Wandlungskomponente mit dem Recht auf Umtausch der Anleihe in eine von vornherein festgelegte Anzahl von Aktien⁶ die Möglichkeit einer Teilhabe an Kursgewinnen der Aktie, wobei der Wandlungspreis im Vorfeld der Emission als Prämie auf den zu diesem Zeitpunkt aktuellen Aktienkurs festgelegt wird. Die zu liefernden Aktien kommen i.d.R. aus einem bedingtem Kapital oder, wenngleich seltener, aus einem genehmigten Kapital⁷. Grundsätzlich möglich ist auch die Lieferung eigener Aktien⁸.

Bis zur Wandlung sind Wandelschuldverschreibungen echte Schuldverschreibungen. Das verbrieftete Recht auf künftigen Erwerb der Mitgliedschaft durch Aussprache der Wandlung ist rein schuldrechtlicher Natur. Mit Ausübung des Wandlungsrechts erlischt das Rechtsverhältnis der Anleihe, und es entsteht ein auf Verschaffung der Mitgliedschaft gerichtetes Rechtsverhältnis.

Das vorstehend beschriebene Wandlungsrecht in der vom Gesetz vorgesehenen Form ist lediglich ein einseitiges Gestaltungsrecht, d.h., es steht ausschließlich dem Gläubiger zu. Neben diesen klassischen Wandelanleihen haben sich inzwischen auch sogenannte Pflichtwandelanleihen am deutschen Kapitalmarkt etabliert, bei denen die Anleihebedingungen neben dem Umtauschrecht des Anleihegläubigers eine Umtauschpflicht am Ende der Laufzeit der Anleihe und/oder bei Eintritt bestimmter Ereignisse begründen⁹. (Aktien-)

5 v. Dryander/Niggemann, in: Hölters, Aktiengesetz, § 192 Rdn. 23; Habersack, in: MünchKomm-BGB, § 793 Rdn. 15. Demgegenüber wird bei der – ansonsten weitgehend vergleichbaren – Optionsanleihe dem Gläubigerrecht ein zusätzliches Bezugsrecht auf Aktien des Emittenten beigefügt, das abgetrennt und separat gehandelt werden kann, d.h. die Anleihe selbst bleibt unabhängig von der Ausübung des Optionsrechts bestehen und ist vom Emittenten am Ende ihrer Laufzeit zu tilgen. Die Laufzeit der Option kann sich – zumindest grundsätzlich – von der der Anleihe unterscheiden. Wird die Option ausgeübt, hat der Ausübende den entsprechenden Gegenwert an das Unternehmen zu bezahlen, das bei Fälligkeit der Anleihe unabhängig von der Ausübung der Option wiederum den entsprechenden Nominalwert an die Inhaber der Anleihe zu bezahlen hat.

6 Sogenanntes Wandlungsverhältnis, das durch Division des Nennwerts der Wandelschuldverschreibung durch den Wandlungspreis festgesetzt wird.

7 Näher hierzu Holland/Goslar, NZG 2006 S. 892 ff.

8 Zu den Vorteilen von Options- und Wandelschuldverschreibungen für den Emittenten gehört insbesondere die Möglichkeit, durch deren Emission die Zinslast für Kapital zu senken, da Investoren vor dem Hintergrund des ihnen eingeräumten Options- bzw. Wandlungsrechts einen niedrigeren Coupon bzw. einen höheren Ausgabepreis akzeptieren, als sie dies bei normalen Anleihen gleicher Laufzeit desselben Emittenten tun würden. Der Zinsaufwand ist darüber hinaus – im Gegensatz zu Dividendenzahlungen – als Betriebsausgabe absetzbar.

9 Solche Pflichtwandelanleihen schaffen Planungssicherheit für die Emittenten und haben u.a. den Vorteil, dass das aufgenommene Kapital bei Beachtung bestimmter Anforderungen an die Ausgestaltung der Anleihebedingungen schon vor der Wandlung als Eigenkapital bilanziert werden kann.

1 Näher hierzu vgl. Seibt, CFL 2010 S. 165 ff.; Schanz, BKR 2011 S. 410 ff.

2 Z.B. die spezifischen Schwierigkeiten der Solarindustrie.

3 Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG) vom 04.08.2009 (BGBl I 2009 S. 2512).

4 Eingehend hierzu Lutter, in: KölnerKomm-AktG, § 221 Rdn. 6 ff.

» AUTOR Dr. Kay-Michael Schanz

Dr. Kay-Michael Schanz ist Rechtsanwalt in Frankfurt a.M.

Das Thema ist bedeutend angesichts der gewachsenen Zahl von Schuldverschreibungen.

rechtlich unbedenklich ist auch die Emissionen von Anleihen, bei der der Schuldner/Emittent ein Wandlungsrecht hat („Tilgungswahlrecht“)¹⁰.

In der Praxis haben sich in den letzten Jahren auch im deutschen Kapitalmarkt insbesondere Hedge Fonds als Erwerber von Wandelanleihen hervorgetan, die diese häufig zum Zweck von Arbitragetransaktionen mit den zugrunde liegenden Aktien nutzen¹¹.

III. Rechtsstellung der Anleiheinhaber im Insolvenzverfahren

1. Schuldverschreibungen

a) Qualifikation und Auswirkungen

Die Inhaber von Schuldverschreibungen i.S.v. §§ 793 ff. BGB einschließlich der Gläubiger von Wandelanleihen nach § 221 AktG gehören zu den Insolvenzgläubigern einer Gesellschaft: letztere verlieren ihre Gläubigerstellung erst mit Ausübung des Wandlungsrechts, die auch möglich bleibt, wenn über das Vermögen der AG ein Insolvenzplan beschlossen wurde¹². Die Ansprüche auf Rückzahlung der Schuldverschreibungen und Zinsen hierauf sind einfache Insolvenzforderungen gem. § 38 InsO.

b) Kündigungsrechte der Gläubiger

Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Gesellschaft als solche berührt nicht die von dieser emittierten Schuldverschreibungen. Unabhängig hiervon statuieren die jeweiligen Anleihebedingungen Kündigungsrechte für die Inhaber der ausstehenden Anleihen z.B. wenn der Emittent mit Zahlungen auf die Anleihe oder auch auf andere Verbindlichkeiten aus Kreditaufnahmen für einen bestimmten Zeitraum in Verzug ist oder solche Verbindlichkeiten fällig gestellt werden oder ein Insolvenzverfahren gegen den Emittenten eröffnet wird. Gleiches gilt, wenn der Emittent oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen seine Zahlungsunfähigkeit bekannt gibt oder seine Zahlungen einstellt. In der Praxis liegt daher im Falle einer Insolvenz eines Emittenten regelmäßig ein Kündigungsgrund nach den jeweiligen Anleihebedingungen vor, mit der Folge, dass die Anleihen gekündigt werden. Nicht kündbare Anleihen gelten nach § 41 InsO mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens als sofort fällig¹³.

10 Vgl. hierzu Seibt, CFL 2010 S. 165 (170); Habersack, in: MünchKommBGB, § 793, Rdn. 19.

11 Zu den hierfür maßgeblichen wertbestimmenden Faktoren von Wandelanleihen vgl. Schanz, BKR 2011 S. 410 f.

12 OLG Stuttgart 01.03.1995 = AG 1995 S. 329 (330 f.) (Südmilch). Gläubiger von Optionsanleihen i.S.v. § 221 AktG bleiben demgegenüber mit der „Anleihekomponente“ ihres Rechts selbst dann Gesellschaftsgläubiger, wenn sie ihr Optionsrecht ausgeübt haben. Hirte, in: Uhlenbruck, InsO, § 11 Rdn. 197. Vgl. näher hierzu Ziffer III 2 „Wandlungsrecht in Insolvenz“.

13 Haas/Mock, in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 93, Rdn. 45.

c) Kündigungsrechte von Schuldner und Insolvenzverwalter

Auch wenn es sich bei einer verzinslichen Anleihe um einen gegenseitigen Vertrag handelt, hat der Insolvenzverwalter kein Wahlrecht nach § 103 InsO, da der Inhaber bzw. sein Rechtsvorgänger bereits vollständig erfüllt hat¹⁴.

2. Wandlungsrecht in Insolvenz

a) Wirtschaftliche Aspekte

Im Rahmen der Frage nach den Auswirkungen der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens auf das Wandlungsrecht ist zunächst einmal festzustellen, dass der Wandlungspreis der Wandelanleihe infolge der wirtschaftlichen Entwicklung des Schuldners und – hieraus resultierend – des dramatischen Verfalls des Kurses regelmäßig deutlich über dem aktuellen und im Zweifelsfall auch dem während der Restlaufzeit des Wandlungsrechts erzielbaren Börsenpreis liegen dürfte. Das Wandlungsrecht als solches hat im Insolvenzfall damit – ohne Sanierungsmaßnahmen – keinen inneren Wert mehr, sondern allenfalls einen Zeitwert in vernachlässigbarer Größenordnung.

Vor diesem Hintergrund dürfte das Wandlungsrecht als solches bei einer rein wirtschaftlichen Betrachtungsweise auf den ersten Blick keine besondere Bedeutung mehr bekommen. Dies muss aber nicht zwingend so bleiben: Bei einer entsprechenden Entlastung auf der Fremdkapitalseite ist es zumindest grundsätzlich möglich, dass das Eigenkapital eine solche Wertsteigerung erfährt, dass das Wandlungsrecht wieder „ins Geld wächst“. Ungeachtet dessen kann das Wandlungsrecht unter rein rechtlicher Sichtweise natürlich – auch im Insolvenzfall – nicht vernachlässigt werden.

b) Juristische Aspekte

Nach Entscheidungen des OLG Stuttgart¹⁵ wie auch des erstinstanzlich zuständigen LG Stuttgart¹⁶, die im Zusammenhang mit einem Vergleichsverfahren ergangen sind, erlischt das Wandlungsrecht auch nicht nach einem gerichtlich bestätigten Vergleich, durch den das Grundkapital in Befolgung eines Gesamt-Sanierungskonzepts herabgesetzt und anschließend gegen Bar-Einlagen der Aktionäre wieder heraufgesetzt wurde.

Dabei ist klar – dies war auch nicht Gegenstand des dortigen Streits -, dass eine Herabsetzung der Zahlungsansprüche gegen die Emittentin nach Maßgabe der Vergleichsquote für und gegen alle Vergleichsgläubiger und damit auch gegen die Gläubiger der Wandelanleihe gelten muss. Hinsichtlich des über die Zahlungsansprüche hinausgehenden Wandlungsrechts führt das OLG Stuttgart aber aus:

14 Vgl. Uhlenbruck/Wegener, in: Uhlenbruck, InsO, § 103, Rdn. 29; a.A. Haas/Mock, in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 93, Rdn. 45; offenlassend Cranshaw, BKR 2008 S. 504 (510).

15 DB 1995 S. 818 ff.

16 DB 1994 S. 1970 ff.

„Dass das in der Schuldverschreibung in erster Linie verbrieftes Recht am Vergleichsverfahren teilnahm und deshalb der Höhe nach reduziert wurde, zwingt nicht zu dem Schluß, dass das mit der Forderung verbundene Wandlungsrecht gem. § 34 VerglO erloschen sei.“

Eine Anmeldung der Wandelungsbefugnis, die im streitgegenständlichen Vergleichsverfahren nicht ausgeübt wurde, hält das OLG Stuttgart augenscheinlich für nicht erforderlich. Schon aus diesem Grunde wurden insoweit diesbezügliche Rechte weder angemeldet noch mit einem Schätzwert bei der Bestimmung der Vergleichsquote berücksichtigt. Dies hat das Gericht damit begründet,

„dass es sich insoweit nicht um eine zusätzlich zum Zahlungsanspruch bestehende, nicht auf Geld gerichtete Forderung handelt, die mit einem Schätzwert gem. § 34 VerglO am Verfahren hätte beteiligt werden können“

und

„das Wandlungsrecht als schuldrechtliches Gestaltungsrecht behandelt und es bereits aus diesem Grunde als dem Vergleichsverfahren entzogen“

angesehen, da Gestaltungsrechte vom Vergleichsverfahren grundsätzlich nicht berührt werden¹⁷. Schon aus diesem Grund wird nicht die vom Bestand des Zahlungsanspruchs abhängige Wandlungsbefugnis, sondern ausschließlich der Zahlungsanspruch selbst vom Vergleichsverfahren erfasst.

„Da letzterer nicht zum Erlöschen gebracht, sondern nur der Höhe nach reduziert wird, ist nicht erkennbar, weshalb das Wandlungsrecht ein anderes rechtliches Schicksal erleiden sollte als der Zahlungsanspruch, von dem es abhängig ist.“

So schlussfolgert das OLG

„Das Umtauschrecht der Kläger besteht deshalb weiter in dem reduzierten Umfang, in welchem ihnen Zahlungsansprüche aus der Schuldverschreibung aufgrund des bestätigten Vergleichs erhalten blieben.“¹⁸

Im Ergebnis kann also auch nach einer Beschneidung von Forderungen in einem Insolvenzverfahren die verbliebene Forderung gewandelt werden. Hierfür ist zunächst der derzeitige Wandlungspreis als Resultat von Anpassungen des ursprünglichen Wandlungspreises maßgeblich, d.h., der Gläubiger erhält im Falle der Ausübung des Wandlungsrechts infolge seiner reduzierten wandelbaren Forderung eine niedrigere Zahl von Aktien. Kommt es aber zu Kapitalherabsetzungen bzw. Kapitalerhöhungen, so erfolgt eine Anpassung des Wandelungspreises nach der in den Anleihebedingungen hierfür regelmäßig vorgesehenen Formel.

IV. Stellung der Gläubiger und Gemeinsamer Vertreter

1. Anwendbares Recht

Für die Stellung von Inhabern von Schuldverschreibungen bei Sanierungsmaßnahmen ist – grundsätzlich – das Schuldverschreibungsgesetz 2009 maßgeblich, das mit Wirkung vom 5. August 2009 das frühere Gesetz betreffend die ge-

meinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen aus 1899 (SchVG) ersetzt, sofern die jeweilige Anleihe deutschem Recht unterliegt¹⁹. Nach § 24 SchVG gilt das alte Recht allerdings noch für Schuldverschreibungen fort, die vor dem 5. August 2009 ausgegeben wurden, sofern nicht die Gläubiger mit Mehrheitsbeschluss und mit Zustimmung des Schuldners die Anwendbarkeit des neuen Schuldverschreibungsrechts beschließen. Besonderer Vorteil des neuen Schuldverschreibungsrechts ist die Möglichkeit der Durchsetzung einer größeren Zahl sanierungsfördernder Maßnahmen, die unmittelbare Auswirkungen auf die ausstehenden Schuldverschreibungen haben, durch Mehrheitsbeschluss.

2. Schuldverschreibungsgesetz 1899

a) Besondere Gläubigerversammlung

Das SchVG 1899 sieht im Falle seines Eingreifens²⁰ eine Reihe von verfahrensrechtlichen Sonderregelungen für Anleihegläubiger in der Insolvenz des Anleiheemittenten vor²¹.

So beruft nach § 18 Abs. 1 SchVG 1899 das Insolvenzgericht – zusätzlich zu einer für sämtliche Gläubiger einzuberufenden Gläubigerversammlung (vgl. §§ 29, 74 ff. InsO) – eine besondere Versammlung für die Anleihegläubiger²² ein und leitet diese. Die Einberufung hat unverzüglich nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu erfolgen, um über die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters im Insolvenzverfahren zu beschließen, vgl. § 18 Abs. 2 SchVG.

b) Hinterlegung und Einberufung

Das Insolvenzgericht hat die Stelle zu bestimmen, bei welcher die teilnehmenden Gläubiger die Schuldverschreibungen zu hinterlegen haben, vgl. § 18 Abs. 5 SchVG. Anstelle der Hinterlegung soll auch eine Sperrung beim jeweils depotführenden Kreditinstitut ausreichen. Die Versammlung ist im Bundesanzeiger und in dem für Veröffentlichungen der Gesellschaft zuständigen Blatt unter Angabe des Versammlungszwecks zweimal zu veröffentlichen (§§ 6 Abs. 1, 7 SchVG). Zwischen der letzten Bekanntmachung und dem Tag der Versammlung müssen mindestens zwei Wochen für die Hinterlegung bzw. Sperrung der Schuldverschreibungen liegen (§ 6 Abs. 2 SchVG).

19 Damit hat das SchVG 2009 einen deutlich größeren örtlichen Anwendungsbereich als das Gesetz von 1899, das ausschließlich für in Deutschland von dort ansässigen Emittenten begebene Anleihen gilt und somit insbesondere nicht die gestiegene Zahl von Anleihen erfasste, die über ausländische Finanzierungsgesellschaften emittiert worden sind, Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (478 f.).

20 Die insolvenzrechtlichen Regelungen (§§ 18-19a SchVG) setzen zunächst die allgemeine Anwendbarkeit des Gesetzes nach § 1 Abs.1 SchVG voraus. Danach ist erforderlich, dass die Schuldverschreibungen von einem inländischen Emittenten im Inland ausgegeben worden sind. Das SchVG ist dann zwingend anzuwenden (§§ 1 Abs. 1, 20 SchVG). Für die Anwendbarkeit der §§ 18-19a SchVG ist zusätzlich erforderlich, dass das Insolvenzverfahren über das Vermögen des Anleiheemittenten eröffnet worden ist. Besonderheiten ergeben sich, wenn die Schuldverschreibungen nachrangige Insolvenzforderungen i.S.d. § 39 InsO darstellen, was hier laut Anleihebedingungen aber nicht der Fall ist. Näher hierzu Penzlin/Klerx, Das Schuldverschreibungsgesetz – Insolvenzzrechtliche Sonderregeln für Anleihegläubiger, ZInsO 2004 S. 311 f.

21 Näher hierzu Penzlin/Klerx, Das Schuldverschreibungsgesetz – Insolvenzzrechtliche Sonderregeln für Anleihegläubiger, ZInsO 2004 S. 311.

22 Für mehrere nicht nachrangige Schuldverschreibungen sollte im Insolvenzfall – jedenfalls im Regelfall – aus Praktikabilitätsgründen nur eine gemeinsame Versammlung stattfinden. Hat der Schuldner mehrere Emissionen (was hier nicht der Fall ist) durchgeführt und ist nur bei einigen ein Nachrang vereinbart worden, sollte für diese nachrangigen Anleihen keine Gläubigerversammlung einberufen werden.

17 Bley/Mohrbuter, VerglO, § 25, Rdn. 30; Böhle-Stamschräder/Kilger, VerglO, § 25 Anm. 3.

18 Das OLG Stuttgart begründet dies auch damit, dass in dem dort streitgegenständlichen Vergleichsverfahren das bedingte Kapital unangetastet blieb. Wäre dies richtig – meines Erachtens zweifelhaft – wäre zu überlegen, ob im Falle SOLON SE eine Einschränkung des Wandlungsrechts im Zuge einer Strukturierung wünschenswert wäre und eine solche über eine Restrukturierung/Kürzung des bedingten Kapitals erzielbar sein könnte.

Für den Fall, dass die Gläubigerversammlung nicht unverzüglich nach Insolvenzeröffnung einberufen wird, haben nach § 18 Abs. 4 SchVG u.a. der Insolvenzverwalter, der Gläubigerausschuss sowie Gläubiger, deren Schuldverschreibungen zusammen 5% des Nennwerts umfassen, das Recht, die Einberufung der Versammlung beim Insolvenzgericht zu beantragen.

c) Wahl des Gemeinsamen Vertreters und Aufgaben

Die von Amts wegen einberufene Gläubigerversammlung²³ dient der Wahl des sogenannten gemeinsamen Vertreters, vgl. § 18 Abs. 3 SchVG. Für die Wahl dieses Vertreters ist gem. § 10 Abs. 1 SchVG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen erforderlich. Sollen darüber hinaus Rechte der Anleihegläubiger, insbesondere das Recht zur eigenen Forderungsanmeldung, ausgeschlossen und nur der gemeinsame Vertreter zur Forderungsanmeldung en bloc ermächtigt werden, so dürfte hierfür die für jegliche Beschränkungen oder Rechtsverzichte erforderliche Mehrheit erforderlich sein.

Hauptaufgabe des gemeinsamen Vertreters ist nach § 19 SchVG die Forderungsanmeldung²⁴. Im Berichtstermin für sämtliche Gläubiger (vgl. § 156 InsO) kann der gemeinsame Vertreter das Stimmrecht aller Anleihegläubiger – etwa bei Wahlen zum Gläubigerausschuss – jedenfalls dann ausüben, wenn die Anleihegläubiger zuvor die individuelle Geltendmachung ihrer Rechte mit der qualifizierten Mehrheit des § 11 Abs. 2 SchVG in der Anleihegläubigerversammlung ausgeschlossen haben. In diesem Fall ist der gemeinsame Vertreter im Berichtstermin allerdings zu einer einheitlichen Stimmabgabe für alle von ihm vertretenen Gläubiger verpflichtet. Bei Entscheidungen, die neben der Summenmehrheit auch eine Kopfmehrheit erfordern, wie bei der Wahl eines anderen Insolvenzverwalters (vgl. § 57 InsO), sollte die Stimmabgabe eines hierzu ermächtigten Vertreters als Stimmabgabe für sämtliche von ihm vertretenen Köpfe (und nicht als die Abgabe einer einzigen Stimme) gewertet werden²⁵.

Die Insolvenzmasse trägt Vergütung und Aufwendungen des gemeinsamen Vertreters (vgl. § 14a Abs. 3 SchVG), deren Höhe und Berechnung das SchVG nicht genau bestimmt. § 14 Abs. 3 SchVG fordert lediglich eine „angemessene“ Vergütung. Hier kommt ein Pauschalhonorar, eine Vergütung auf Stundenbasis oder die Zahlung eines Bruchteils des Nominalwerts der Anleihe in Betracht²⁶.

d) Verfahrenstechnische Maßnahmen

Da im Rahmen der Forderungsprüfung eine Feststellung der Insolvenzforderung gem. § 178 Abs. 3 InsO dem Betrag und

Rang nach wie ein rechtskräftiges Urteil wirkt, muss sichergestellt werden, dass die Verfügungsgewalt über die einzelnen Inhaberschuldverschreibungen vor der Feststellung auf den Insolvenzverwalter übergeht²⁷, da ansonsten die Gefahr bestünde, dass Gläubiger aus der festgestellten Forderung die Insolvenzquote beanspruchen und ihre Inhaberschuldverschreibungen aufgrund der vereinfachten Handelbarkeit – insbesondere bei börsengehandelten Anleihepapieren – an Dritte verkaufen. Die sich aus der Inhaberschuldverschreibung ergebende Insolvenzforderung selbst ist dagegen (vor und nach der Feststellung) nach den allgemeinen Grundsätzen der §§ 398 ff. BGB an einen Dritten abtretbar²⁸.

Die Modalitäten der Auszahlung der Insolvenzquote sind im SchVG nicht ausdrücklich geregelt. Die Insolvenzquote auf die begründeten Einzelforderungen kann der Insolvenzverwalter an den gemeinsamen Vertreter auszahlen, der seinerseits die Weiterleitung an die jeweiligen Anleihegläubiger übernimmt. Alternativ hierzu kann der Insolvenzverwalter den gesamten Betrag direkt an die Gläubiger auskehren.

e) Bedeutung des Gemeinsamen Vertreters

Der Gemeinsame Vertreter kann eine große Vielzahl von Gläubigern bündeln, die andernfalls ihre Insolvenzforderungen einzeln anmelden würden. Die Bündelung stellt einen besonderen Vorteil dar, wenn sich die Anleihen im Streubesitz befinden. Für den Insolvenzverwalter wird der Vertreter – einem Banken- oder Lieferantenpool vergleichbar – zum alleinigen Ansprechpartner, der seinerseits die gesamte Kommunikation mit den einzelnen Anleihegläubigern übernimmt.

Da Unternehmen, die Anleihen emittieren, vielfach eine komplexe Finanzierungs- und Unternehmensstruktur aufweisen, der Insolvenzverwalter mithin regelmäßig ein außerordentlich großes Aufgabenspektrum zu bewältigen hat, wird so für einen Teilbereich eine Entlastung erreicht, auch wenn der Insolvenzverwalter weiterhin jede Einzelforderung prüfen muss²⁹. Die dadurch mögliche Beschleunigung der Abwicklung kommt letztlich allen Gläubigern zugute.

Eine materielle rechtliche Privilegierung wird den Anleihegläubigern durch das SchVG nicht vermittelt. Einen weiteren Vorteil kann die gebündelte Vertretung bei Sanierungen bieten. So mag ein gemeinsamer Vertreter von der Versammlung der Anleihegläubiger ermächtigt werden, im Rahmen eines Insolvenzplans Verhandlungen mit dem Insolvenzverwalter, etwa über einen Tausch der Anleihe in Eigenkapital zu führen. Denkbar erscheint auch, dass der Vertreter zu Verhandlungen mit Investoren ermächtigt wird, die die Anleiheforderungen zu einem mindestens i.H.d. zu erwartenden Insolvenzquote liegenden Preis erwerben und mit ihrer dann gebündelten Gläubigerstellung Einfluss auf das Insol-

²³ Näher zur Durchführung der Gläubigerversammlung vgl. Penzlin/Klerx, ZInsO 2004 S. 311 f.

²⁴ Meldet er die Ansprüche der Anleihegläubiger an, so ist die Beifügung der Schuldverschreibungen nach § 19 Abs. 1 Satz 1 SchVG nicht erforderlich. Die Forderungsanmeldung lautet auf einen Gesamtbetrag, der sich aus der Addition der einzelnen Forderungen der Anleihegläubiger ergibt.

²⁵ Ohne einen qualifizierten Mehrheitsbeschluss i.S.d. § 11 Abs. 2 SchVG soll dem Vertreter im Berichtstermin oder in weiteren Gläubigerversammlungen jedoch die Vertretung sämtlicher Anleihegläubiger bei Abstimmungen nicht zu. Sollten im Einzelfall bereits die Anleihebedingungen Bestimmungen zur Wahl und zu den Befugnissen eines gemeinsamen Vertreters enthalten, dürfen diese gem. § 20 SchVG die gesetzlichen Befugnisse der Gläubigerversammlung und des Vertreters nicht ausschließen oder beschränken.

²⁶ Handelt es sich bei dem gemeinsamen Vertreter um einen Rechtsanwalt, kann zudem auf Grundlage des RVG abgerechnet werden, das i.Ü. auch bei nichtanwaltlichen gemeinsamen Vertretern als Orientierungshilfe dienen mag. Hauptkriterium für die im Einzelnen anzusetzenden Gebühren dürfte die Höhe der vom Vertreter angemeldeten Insolvenzforderungen sein. Zusätzlich kommen von der Gläubigerversammlung beschlossene weitere Zuständigkeiten des gemeinsamen Vertreters wie die Teilnahme an Insolvenzplanverhandlungen in Betracht.

²⁷ Die Übertragung der Verfügungsgewalt auf den Insolvenzverwalter erfordert einen Auftrag des Inhabers an seine Depotbank, die Inhaberschuldverschreibung auf ein Depot des Insolvenzverwalters zu übertragen.

²⁸ Penzlin/Klerx, ZInsO 2004 S. 311 (313).

²⁹ Penzlin/Klerx, ZInsO 2004 S. 311 (314).

venzverfahren, ggf. mit dem Ziel einer Übernahme des Schuldners, nehmen wollen.

f) Materiellrechtliche Maßnahmen

Eine Beschränkung oder gar Aufgabe von Rechten der Gläubiger, insbesondere die Bewilligung einer Stundung oder eine Ermäßigung von Zinsen kann unter dem SchVG 1899 nach dessen § 11 Abs. 1 Satz 1 von der Gläubigerversammlung höchstens für die Dauer von drei Jahren und zur Abwendung einer Zahlungseinstellung oder des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners beschlossen werden. Ein Verzicht auf Anteile am Kapital der Anleihe ist nach § 12 Abs. 3 SchVG 1899 weder teilweise noch im Ganzen möglich.

Beschlüsse, durch die Rechte von Gläubigern beschränkt oder aufgegeben werden, bedürfen einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln der abgegebenen Stimmen. Nach § 12 Abs. 1 Satz 1 SchVG 1899 ist eine Festsetzung ungleicher Bedingungen für die Gläubiger nur mit ausdrücklicher Einwilligung der zurückgesetzten Gläubiger zulässig. Wird innerhalb von drei Jahren nach einem solchen Beschluss das Insolvenzverfahren über das Vermögen des Schuldners eröffnet, so wird die Beschränkung oder Aufgabe der Rechte allen Gläubigern gegenüber hinfällig³⁰.

3. Neues Recht

a) Herbeiführung der Geltung

Wie dargestellt, können auch Gläubiger von Schuldverschreibungen, die vor dem 5. August 2009 emittiert wurden, mit Zustimmung des Schuldners eine Änderung der Anleihebedingungen oder den Austausch der Schuldverschreibungen gegen neue Schuldverschreibungen mit geänderten Anleihebedingungen beschließen, um von den im neuen Gesetz gewährten Wahlmöglichkeiten Gebrauch machen zu können. Die Opt-in Möglichkeit gilt auch für ausländische Gesellschaften, die Schuldverschreibungen vor dem Stichtag emittiert haben, jedoch nach alter Rechtslage mangels Sitz in Deutschland nicht vom Anwendungsbereich des SchVG 1899 erfasst wurden³¹. Für die Beschlussfassung gelten die Vorschriften des SchVG 2009 entsprechend; der Beschluss bedarf nach § 24 Abs. 2 SchVG der qualifizierten Mehrheit von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte, vgl. § 5 Abs. 4 Satz 2 SchVG 2009³².

b) Rechtsfolgen

Nach dem neuen Recht können die Anleihebedingungen von inhaltsgleichen Schuldverschreibungen aus einer Gesamtemission (vgl. § 1 Abs. 1 SchVG 2009) vorsehen, dass die Gläubiger derselben Anleihe durch Mehrheitsbeschluss Änderungen der Anleihebedingungen zustimmen und zur Wahrnehmung ihrer Rechte einen gemeinsamen Vertreter für alle Gläubiger bestellen können (vgl. § 5 Abs 1 Satz 1 SchVG). Dabei sind die Vorgaben des SchVG halbzwingend, d.h. es darf nach § 5 Abs. 1 Satz 2 SchVG 2009 nicht zuungunsten von Anleihegläubigern von den Vorgaben des SchVG 2009 abgewichen werden.

30 § 11 Abs. 1 Satz 2 SchVG 1899. Sogenannte Rückschlagssperre. Koppmann, Gedeckte Schuldverschreibungen in Deutschland und Großbritannien, S. 147.

31 Veranneman, in: Veranneman, SchVG, § 24 Rdn. 6.

32 Veranneman, in: Veranneman, SchVG, § 24 Rdn. 10.

c) Maßnahmenkatalog

Nach dem nicht abschließenden Katalog³³ des § 5 Abs. 3 Satz 1 SchVG 2009 können die Gläubiger dabei – unter Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (vgl. § 5 Abs. 2 Satz 2 SchVG) – insbesondere folgenden Maßnahmen zustimmen:

- der Änderung der Fälligkeit, der Verringerung oder dem Ausschluss der Zinsen;
- der Änderung der Fälligkeit der Hauptforderung;
- der Verringerung der Hauptforderung;
- dem Nachrang der Forderungen aus den Schuldverschreibungen im Insolvenzverfahren des Schuldners;
- der Umwandlung oder dem Umtausch der Schuldverschreibungen in Gesellschaftsanteile, andere Wertpapiere oder andere Leistungsversprechen;
- dem Austausch und der Freigabe von Sicherheiten;
- der Änderung der Währung der Schuldverschreibungen;
- dem Verzicht auf das Kündigungsrecht der Gläubiger oder dessen Beschränkung;
- der Schuldnerersetzung;
- der Änderung oder Aufhebung von Nebenbestimmungen der Schuldverschreibungen.

Die Anleihebedingungen können die Möglichkeit von Gläubigerbeschlüssen auf einzeln benannte Maßnahmen beschränken oder einzeln benannte Maßnahmen von dieser Möglichkeit ausnehmen, d.h. der Katalog muss nicht vollständig übernommen werden³⁴.

d) Reichweite

Wie bereits das SchVG 1899 gilt das neue Gesetz nur für einzelne Schuldverschreibungen und erlaubt keine einheitliche emissionsübergreifende Restrukturierung aller Anleihen eines Schuldners. Trotz anders lautender Forderungen im Gesetzgebungsverfahren beschränkt sich das Verfahren daher – anders als beispielsweise das entsprechende Regelwerk in der Schweiz – weiterhin auf die Gläubiger jeweils einer Anleihe. Gläubiger von Wandelanleihen können somit nicht mit den Gläubigern anderer Emissionen zusammengefasst werden, wenn sich deren Anleihebedingungen unterscheiden³⁵. Hat ein Emittent mehrere Anleihen ausstehen, sind im Zweifelsfall mehrere Restrukturierungsverfahren parallel und eng verzahnt durchzuführen, was den Komplexitätsgrad deutlich erhöhen kann.

Während das SchVG 1899 keine Regelungen hinsichtlich der Erstreckung von Änderungsbeschlüssen auf Garantien für indirekt, d.h. eine z.B. niederländische Auslandstochter begebene (Wandel-) Anleihen³⁶, enthielt³⁷, können nach § 22 SchVG 2009 Anleihebedingungen vorsehen, dass Änderungen dieser Bedingungen entsprechend auch für den Garanten gelten³⁸.

33 Vgl. auch Schlitt/Kammerlohr, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 11 Rdn. 71.

34 Näher zum sachlichen Anwendungsbereich und den diesbezüglichen Einschränkungenmöglichkeiten. Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (479).

35 Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (479).

36 Näher hierzu vgl. Schanz, BKR 2011 S. 410 (413); Mihm, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 13 Rdn. 37 ff.

37 Hierfür bestand bislang auch kaum ein praktisches Bedürfnis, da Anleihen, die über ausländische Finanzierungstöchter deutscher Mutterunternehmen (wenngleich zur Finanzierung im Inland) begeben wurden, infolge des ausländischen Emissionsortes nicht in den sachlichen Anwendungsbereich des SchVG 1899 fielen.

38 Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (480).

e) Quoren

Die Gläubiger entscheiden im Allgemeinen nach § 5 Abs. 4 Satz 1 SchVG 2009 mit der einfachen Mehrheit der an der Abstimmung teilnehmenden Stimmrechte; Beschlüsse, durch welche der wesentliche Inhalt der Anleihebedingungen geändert wird, insbesondere in den vorgenannten Fällen Nrn. 1 bis 9, bedürfen jedoch nach Satz 2 zu ihrer Wirksamkeit einer Mehrheit von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte (qualifizierte Mehrheit). Da die Vorschriften nur halbzwingend sind, können die Anleihebedingungen höhere Quoren festsetzen, wovon in der Praxis teilweise auch Gebrauch gemacht wird³⁹.

Für den Fall, dass die Anleihebedingungen ein Mindestquorum für die Kündigung von ausstehenden Schuldverschreibungen vorsehen, darf der für die Kündigung erforderliche Mindestanteil nicht mehr als 25% betragen.

f) Gemeinsamer Vertreter

Auf Kosten des Schuldners kann ein gemeinsamer Vertreter der Gläubiger bestellt werden, der im Zweifel zur Geltendmachung von Gläubigerrechten unter Ausschluss der Gläubiger selbst ermächtigt ist (vgl. § 7 Abs. 2 Satz 3 SchVG 2009). Die Bestellung kann schon in den Anleihebedingungen erfolgen (vgl. § 8 Abs. 1 SchVG 2009), ansonsten durch Mehrheitsbeschluss der Gläubiger (vgl. § 7 SchVG 2009). Der Vorteil einer Bestellung in den ursprünglichen Anleihebedingungen gegenüber einer späteren Bestellung ist, dass dann der gemeinsame Vertreter dem Anleiheschuldner von der Emission an als Ansprechpartner zur Verfügung steht und eine Gläubigerversammlung einberufen kann, sobald dies aus Sicht der Gläubiger sinnvoll ist⁴⁰.

Der gemeinsame Vertreter ist gegenüber der Gläubigerversammlung weisungsgebunden. Seine Aufgaben und Befugnisse ergeben sich aus dem Gesetz bzw. werden ihm durch Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung zugewiesen. Soweit er zur Geltendmachung von Rechten der Gläubiger ermächtigt ist, können diese Rechte nicht mehr von einzelnen Gläubigern selbstständig geltend gemacht werden, sofern der Mehrheitsbeschluss dies nicht ausdrücklich vorseht. Über seine Tätigkeit hat der gemeinsame Vertreter den Gläubigern zu berichten⁴¹.

V. Sonstige Handlungsalternativen des Insolvenzverwalters

Neben den vorstehenden Möglichkeiten der Restrukturierung der ausstehenden Anleihen, die durch das neue SchVG deutlich erweitert wurden, bestehen weitere Möglichkeiten, diese im Rahmen einer Sanierung in ein Gesamtpaket einzubeziehen.

Hierzu gehört – insbesondere im Falle eines niedrigen Börsenkurses der Anleihe – zum einen deren Rückkauf, sei es über die Börse, sei es über den Abschluss einzelner Transaktionen oder im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots, entsprechende Kassenbestände oder Kreditlinien vorausgesetzt, ggfs. auch über (erwerbswillige) Dritte. Für keine dieser Alternativen gibt es spezifische Beschränkungen. Unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandelsverbots sind solche Transaktionen zumindest dann nicht problematisch, sofern lediglich ein eigener Kaufentschluss umgesetzt wird⁴². Entsprechendes gilt im Falle eines einzelvertraglichen Rückkaufs. Sofern sachliche Gründe für die Auswahl bestimmter Gläubiger bestehen, stellt der Rückkauf von Anleihen nur einzelner Gläubiger keine Verletzung des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebots⁴³ oder von § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG dar, sofern sachliche Gründe für die Auswahl bestimmter Gläubiger bestehen⁴⁴. Ähnlich unproblematisch ist die Durchführung eines öffentlichen Rückkaufangebots wie das der Infineon Technologies AG im Jahre 2009⁴⁵.

Alternativ zum Rückkauf von Anleihen kann versucht werden, diese zur Ausübung ihres Wandlungsrechts bzw. zum Umtausch ihrer Forderung in Aktien zu bewegen, obwohl der Aktienkurs infolge der wirtschaftlichen Situation unter dem eigentlichen Wandlungspreis liegt. Die hierfür erforderliche (nachträgliche) Senkung des Wandlungspreises der ausstehenden Anleihe⁴⁶ bedarf eines Hauptversammlungsbeschlusses, sofern nicht auch nach der Senkung des Wandlungspreises der in der ursprünglichen Ermächtigung festgelegte Wandlungspreis bzw. der dort festgelegte Mechanismus eingehalten werden kann, was wiederum sehr unwahrscheinlich sein dürfte. Daher ist der Spielraum zur Senkung des Verhandlungspreises in der Praxis regelmäßig sehr gering⁴⁷. Wenngleich auch hier das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot und § 30a Abs. 1 Satz 1 WpHG zu beachten sind, sind einzelvertragliche Vereinbarungen mit einzelnen Anleiheinhabern nicht ausgeschlossen, sofern hierfür sachliche Gründe bestehen⁴⁸.

42 Vgl. Schneider, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rdn. 31, 162 f. Demgegenüber können aus Sicht des Insiderhandelsverbots solche Rückkaufstrukturen problematisch sein, die integraler Bestandteil eines mehrstufigen Restrukturierungskonzepts mit Beteiligung von Investoren sind. Hier soll es für die Frage nach dem Verbot des Insiderhandels darauf ankommen, „ob der Gesamtplan oder die weiteren Einzelschritte des Restrukturierungskonzepts bereits hinreichend konkretisiert sind und eine hinreichende Umsetzungswahrscheinlichkeit erreicht haben.“ Seibt, CFL 2010 S. 165 (175).

43 Vgl. hierzu Bachmann, ZHR 2006 S. 144 ff.; Seibt, ZGR 2006 S. 501 (510 f.). Zu dem hiernach verbleibenden Handlungsspielraum vgl. auch Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (481).

44 Zu solchen Gründen gehört beispielsweise der Umfang der vom Gläubiger gehaltenen Anleihen, die Wahrscheinlichkeit von Verhandlungen mit diesem oder die plausible Erwartung, dass mit diesem Gläubiger für den Emittenten günstige Konditionen vereinbart werden können. Seibt, CFL 2010 S. 165 (175).

45 Ein solches Rückkaufangebot für eigene Wandelanleihen unterfällt selbst dann nicht den Regelungen des WpÜG, wenn diese (oder die Aktien des Emittenten) zum regulierten Markt zugelassen sein sollten. In der Praxis erfolgt die Information der Anleiheinhaber über das Kaufangebot über Clearstream. Näher hierzu Seibt, CFL 2010 S. 165 (175).

46 Sogenanntes „Restriking“.

47 Barzahlungen des Emittenten an die Anleiheinhaber zur Incentivierung hinsichtlich der Ausübung des Wandlungsrechts dürften regelmäßig am Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG bzw. am Verbot der finanziellen Förderung des Aktienerwerbs nach § 71a AktG scheitern. Näher hierzu Schlitt/Schäfer, CFL 2010 S. 252 (258).

48 Näher hierzu einschließlich der ggfs. eingeschränkten Durchsetzbarkeit solcher Vereinbarung und zu weiteren Alternativen wie Debt/Equity- und Debt/Debt-Swaps vgl. Seibt, CFL 2010 S. 165 (176).

39 Vgl. die Nachweise bei Lürken/Pickerill, CFL 2011 S. 352 (356).

40 Bestimmte Personen wie Vorstände und Aufsichtsräte des Emittenten oder seiner Darlehensgeber können infolge potenzieller Interessenkonflikte die Funktion des gemeinsamen Vertreters nicht wahrnehmen. Erfolgt die Bestellung bereits in den Anleihebedingungen, hat dieser die Gläubiger nach § 8 Abs. 1 Satz 3 SchVG 2009 unverzüglich in geeigneter Form darüber zu unterrichten, wenn in seiner Person die Ausschlussgründe zu einem späteren Zeitpunkt eintreten. In diesem Fall ist die Bestellung nach § 8 Abs. 1 Satz 4 SchVG 2009 nichtig. Der gemeinsame Vertreter kann von den Gläubigern nach § 8 Abs. 4 SchVG 2009 jederzeit ohne Angabe von Gründen abberufen werden. Näher zum Ganzen vgl. Schlitt/Schäfer, AG 2009 S. 477 (483 f.).

41 Für die ordnungsgemäße Erfüllung seiner Aufgaben, bei der er die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden hat, haftet der gemeinsame Vertreter den Gläubigern nach § 8 Abs. 3 SchVG 2009 als Gesamtgläubiger, wobei die Haftung durch Beschluss der Gläubiger beschränkt werden kann.

VI. Besondere Pflichten des Insolvenzverwalters?

Im Falle der Emission von Wandelschuldverschreibungen ist regelmäßig bereits die Aktie des Emittenten börsennotiert⁴⁹. In Abhängigkeit von der Frage, ob die Notierung der Aktie im Regulierten Markt oder im Freiverkehr erfolgt, ergibt sich bereits hieraus in jedem Fall eine Vielzahl von kapitalmarktrechtlichen Rechtsfolgen und Verpflichtungen. Insofern resultieren für den Schuldner und/oder den Insolvenzverwalter aus der Emission von Anleihen keine weiteren spezifischen kapitalmarktrechtlichen Verpflichtungen.

Ungeachtet dessen hat – wie vorstehend erwähnt – gerade das Kapitalmarktrecht Auswirkungen auf Transaktionen in den ausstehenden (Wandel-) Schuldverschreibungen des insolventen Emittenten, insbesondere das Insiderrecht.

VII. Börsenhandel

Die Auswirkungen der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens sind in den Geschäftsbedingungen der deutschen Börsen geregelt. So sieht etwa § 57 Abs. 1 der BörsO der Frankfurter Börse im Falle der Zulassung zum Regulierten Markt die Möglichkeit einer Aussetzung des Handels durch die Geschäftsführung der Börse vor, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel zeitweilig gefährdet oder wenn dies zum Schutz des Publikums geboten erscheint. Dies betrifft nicht nur die Aktie des insolventen Emittenten, sondern auch die von ihm ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen. Nach (positiver oder negativer) Entscheidung über den Insolvenzantrag kann der Handel aber wieder aufgenommen werden, soweit ein ordnungsgemäßer Handel in dem notierten Wert gewährleistet werden kann. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Wiederaufnahme des Handels nicht nur den Verkauf der Wertpapiere zu Marktpreisen ermöglicht, sondern eben auch den Handel in hoch spekulativen Papieren.

Die Gebühren für die Notierung von Wertpapieren an einer Börse stellen Masseverbindlichkeiten dar, wenn die Erfül-

lung des Tatbestandes nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens liegt⁵⁰.

VIII. Zusammenfassung

Hat ein in die Insolvenz gehendes Unternehmen Wandelschuldverschreibungen emittiert, sind die Ansprüche hieraus bis zur Rückzahlung bzw. Ausübung des Wandlungsrechts einfache Insolvenzforderungen gem. § 38 InsO. Unabhängig hiervon sind die Inhaber der Anleihe regelmäßig nach den Anleihebedingungen zur Kündigung berechtigt. Nicht kündbare Anleihen gelten nach § 41 InsO mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens als sofort fällig. Das Wandlungsrecht als solches dürfte im Falle einer Insolvenz keinen inneren Wert mehr haben, bleibt durch den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens bzw. dessen Eröffnung aber unberührt. Im Falle eines Schnitts der Forderung hat der Gläubiger allerdings weniger Kapital, das für eine Wandlung zur Verfügung steht. Im Falle eines Kapitalschnitts oder einer Kapitalerhöhung verändert sich zudem der Wandlungspreis nach der in den Anleihebedingungen enthaltenen Formel.

Im Falle der Anwendbarkeit deutschen Rechts unterliegt die Wandelschuldverschreibung dem SchVG 2009, sofern diese nach dem 4. August 2009 emittiert wurde. Erfolgte die Emission vor diesem Datum, können und sollten die Gläubiger mit Zustimmung des Schuldners die Anwendbarkeit des neuen Schuldverschreibungsrechts beschließen. Im Gegensatz zu dem ansonsten anwendbaren SchVG 1899 bietet das neue Recht u.a. den Vorteil der Durchsetzbarkeit von mehr und intensiveren sanierungsfördernden Maßnahmen mit Mehrheitsbeschluss, z.B. hinsichtlich einer Stundung oder gar Kürzung von Zinsen oder der Hauptforderung.

49 Die Emission von sogenannten Going Public-Wandel- bzw. -Optionsanleihen ist zwar grundsätzlich zulässig, konnte sich bislang aber noch nicht durchsetzen.

50 Gleiches gilt für die Umlagen der BaFin sowie der Prüfstelle für Rechnungslegung nach §§ 16 Abs. 1, 17 d FinDAG; Hirte, in: Uhlenbruck, InsO, § 11 Rdn. 205.