

## Neues Schuldverschreibungsrecht und Pfleiderer – Lehren für den privaten Investor

Etwa eineinhalb Jahre nachdem die Pfleiderer AG mit einem vermeintlichen Sanierungskonzept an die Öffentlichkeit trat und damit scheiterte, wird ein unbekannter Investor die Pfleiderer AG übernehmen. Das angebliche Sanierungskonzept entpuppt sich nun als das, was ihm schon von vornherein auf die Stirn geschrieben war: ein Enteignungskonzept zu Lasten von Kleinaktionären und -gläubigern. Es lohnt sich, den Weg der Pfleiderer nachzuzeichnen und hieraus die richtigen Lehren für die Zukunft zu ziehen.

### I. Restrukturierungskonzept

Dieses besonders bittere Kapital der Anlegerschädigung hat seine Wurzel im Jahr 2010. Der Holzverarbeiter Pfleiderer hatte sich in den Vorjahren durch eine ambitionierte Expansion übernommen. Schwache Zahlen schürten das Misstrauen der finanzierenden Banken und weckten das Interesse von „Distressed Debt“-Investoren (Hedgefonds). Diese kauften einigen Banken die gefährdeten Forderungen laut Medienberichten zu 70 % der Nominalbeträge ab.

Die damit übernommenen Kreditverträge konnten nur einstimmig geändert werden. Die Hedgefonds kamen so in eine optimale Position, um ihre eigenen Vorstellungen durchzusetzen. Nicht erst im Rückblick wird das tatsächliche Interesse der Investoren erkennbar: Es ging um nicht weniger als die Übernahme des Unternehmens zu Schnäppchenpreisen. Dieses Ziel sollte in zwei Schritten erreicht werden: zum einen mussten die Ansprüche der Hedgefonds in Eigenkapital umgewandelt werden, zum anderen waren weitere Gläubiger und die Aktionäre der Unternehmensgruppe auszubooten.

Die Enteignung der Gläubiger der Pfleiderer-Hybridanleihe sollte auf der Grundlage des im August 2009 renovierten Schuldverschreibungsgesetzes erfolgen. Dessen Anwendungsbereich und die hiermit eröffneten Handlungsmöglichkeiten waren den Bedürfnissen von Unternehmensrestrukturierungen angepasst worden und schienen eine maßgeschneiderte rechtliche Plattform für die beabsichtigte Übernahme zu bieten.

Ein Nadelöhr dieses Verfahrens stellte allerdings die abzuhaltende Gläubigerversammlung dar, die diesen Plan absegnen sollte. Zwar erschien bei einer schwachen Präsenz in der Gläubigerversammlung eine Mehrheit erreichbar, nachdem sich die Hedgefonds einen Stimmanteil von angeblich ca. 30 % des Gesamtvolumens gesichert hatten. Doch wären auch weitere Stimmen der externen Gläubiger willkommen, wobei kein vernünftiger Gläubiger der eigenen Enteignung zustimmen würde. Die Mitwirkung der Gläubiger konnte daher nur durch einen massiven Rechtsbruch erreicht werden: das nach § 16 Abs. 1 SchVG vorgesehene Recht der Gläubiger auf die Unterrichtung der Gläubiger über alle relevanten Gesichtspunkte und die Beantwortung aller entscheidungserheblicher Fragen musste ignoriert werden.

Das Ergebnis dieser Situation war eine peinliche Show, in der Vorstände und Berater mit Insolvenzdrohungen bettelten und drohten, und diese Darbietung mit geschwärmten Berichten und nur vordergründig stichhaltigen Behauptungen untermauern konnten. Ein überzeugendes Konzept, das den externen Gläubigern eine eigenständige Entscheidung

auch über Möglichkeiten einer eigenen Mitwirkung eröffnete, stand erst gar nicht zur Debatte, denn eine relevante Rolle sollten den Gläubigern nach dem Willen der Hedgefonds von vornherein nicht zukommen. So kam es, wie es kommen musste und sollte: mit der Mehrheit der Hedgefonds stimmte die Gläubigerversammlung den vorgegebenen Beschlüssen zu, aber kein externer Anleger konnte von der Notwendigkeit und Angemessenheit der beabsichtigten Schritte überzeugt werden.

## **II. Rechtsstreite**

Selbstverständlich setzten sich einige Gläubiger gegen diese Beschlüsse zur Wehr, und versuchten wie die ebenso betroffenen Aktionäre die Enteignung durch Klagen noch abzuwenden. Dies war für die Anleihegläubiger erfolgreich: das Landgericht Frankfurt am Main wies nicht nur den Freigabe-(Eil-)Antrag der Pfleiderer zurück, sondern gab den Anlegern auch im Hauptsacheverfahren Recht. Anlässlich der Überprüfung des Freigabebeschlusses bestätigte das Oberlandesgericht Frankfurt diese Entscheidung. Aufgrund des zwischenzeitlichen Insolvenzverfahrens wurde über das Hauptsacheverfahren in der zweiten Instanz noch nicht entschieden.

Es lohnt sich, diese Urteile genauer anzusehen. Denn es waren unterschiedliche Gründe, die die beiden Gerichte zu ihrer Entscheidung veranlassten. Das Landgericht Frankfurt am Main stellte zentral auf die Anwendbarkeit von teils niederländischem, teils deutschem Recht auf die Pfleiderer-Anleihe ab, aufgrund derer das SchVG 2009 nicht anzuwenden sei. Ergänzend zeigt sich das Landgericht skeptisch, ob die gefassten Beschlüsse angesichts der erheblichen Informationsmängel wirksam zustande gekommen seien. Das Oberlandesgericht ging noch weiter und lehnte eine Anwendung des neuen Rechts auf solche Anleihen insgesamt ab, die noch unter dem alten Schuldverschreibungsrecht emittiert wurden. Denn mit einer nachträglichen Änderung der Vertragsgrundlage bräuchten Anleger von Altanleihen nicht zu rechnen.

Die Urteile veranschaulichen, dass die von Pfleiderer betriebene Kamikaze-Enteignung gleich an einem ganzen Bündel von Mängeln litt. Hier sollten die Regeln des Kapitalmarkts ignoriert und Anlegerinteressen brutal verletzt werden. Dieses Vorhaben ist an den Gerichten gescheitert.

## **III. Insolvenzverfahren**

In dieser Situation trat gerade rechtzeitig zum 1. März 2012 das ESUG (Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen) in Kraft. Mit diesem Gesetz sollten die Sanierungsfähigkeit von Unternehmen und die Mitwirkungsmöglichkeit von Gläubigern gestärkt werden. Hierzu besteht neuerdings die Möglichkeit, das Fremdkapital der Gläubiger in Eigenkapital umzuwandeln. In Verbindung mit einer Kapitalherabsetzung auf Null zu Lasten der Altaktionäre ermöglicht das ESUG damit eine Übertragung des Unternehmens, ohne dass die Eigentümer einen Einfluss ausüben können.

Pfleiderer nahm die neuen Möglichkeiten des Gesetzes sofort auf, um nun auf diesem Wege die Enteignung von Aktionären und Anleihegläubigern voran zu bringen. Die Unternehmensführung konnte in Eigenverwaltung eine völlig unbekannte Käuferin präsentieren, die die Forderungen der Hedgefonds übernahm, wobei deren hieraus resultierender Anspruch gegen die Pfleiderer AG in Eigenkapital umgewandelt werden sollten. Die Pfleiderer AG bekommt so eine völlig unbekannte neue Eigentümerin. Dass hinter dieser neuen Eigentümerin die Hedgefonds stehen, scheint offensichtlich. Die Aktionäre sollen ihre Eigentumsrechte verlieren, die Anleihegläubiger komplett ausfallen.

#### IV. Lehren

Für private Anleger hält der Fall Pfeleiderer einige zentrale Lehren bereit, die sie angesichts des neuen Schuldverschreibungsrechts und des ESUG bei Investitionen in Anleihen beachten sollten.

1. Wenn Kleinanleger ihre Stimmrechte in einer Gläubigerversammlung nicht ausüben, dürfen Sie sich nicht wundern, wenn ihre Interessen von Großinvestoren überstimmt werden.
2. Nachrangige Anleihen realisieren nicht erst in der Insolvenz den Nachrang. Auch bei nicht vorhersehbaren Restrukturierungen sind die Gläubigerrechte faktisch geschwächt.
3. Für ab August 2009 emittierte Anleihen gibt es keinen Bestandsschutz mehr. Jeder Gläubiger muss damit rechnen, dass sich ihm unbekannte Mehrheiten bilden, die seine Rechte beschneiden oder gar aufheben. Auch nicht nachrangige Anleihen stellen damit kein geeignetes Anlageprodukt für sicherheitsorientierte Anleger dar.
4. Auch wenn wirtschaftliche Ungleichgewichte oft zunächst zu Lasten der Kleinanleger gehen – vor Gericht sind alle Beteiligten gleich. Es lohnt sich, Anlegerrechte auch gerichtlich geltend zu machen.
5. Das ESUG sollte die Mitwirkungsmöglichkeiten der Gläubiger stärken. Faktisch werden hiervon aber nur Großgläubiger oder allenfalls solche Kleinanleger profitieren, die sich miteinander zu einem gemeinsamen Auftreten organisieren.
6. Das ESUG eröffnet die faktische Möglichkeit zur Enteignung. Dabei haben die Aktionäre keine Möglichkeit, eine eigene Beteiligung an einem Restrukturierungsplan zu erzwingen. Wünschenswert wäre es gewesen, der Gesetzgeber hätte das Eigentumsrecht der Aktionäre durch ein „Vorkaufsrecht“ dergestalt geschützt, dass diese nicht von einem eigenen Sanierungsbeitrag – beispielsweise einer Kapitalerhöhung – ausgeschlossen werden können.

Rechtsanwalt Daniel Vos