



EISENBERGER ✦ HERZOG

RECHTSANWALTS GMBH

# Restrukturierung von Schuldscheindarlehen

Für: ReTurn 2021

---

Datum: 23. September 2021

Dr. Marcus Benes | Dr. Peter Winkler

# INHALT



I

Schuldscheinmarkt und Struktur

II

Regulatorische Rahmenbedingungen

III

Abgrenzung von anderen  
Finanzierungsinstrumenten

IV

Restrukturierung

# I. Schuldscheinmarkt und Struktur (1/4)

---



- Laut LBBW wurden in Dtl. 2020 rund 100 neuen SSD im Gesamtwert von EUR 19,5 Mrd. begeben (im Jahr 2019 ein Volumen von EUR 27 Mrd.)
- SSD ist ein **flexibles Instrument** und unterliegt meist dem dt. Recht mit dt. Gerichtsstand, aber auch vereinzelt dem ö. Recht mit ö. Gerichtsstand
- Typische Investoren sind Banken, Versicherungen, Pensionsfonds
- Typische DN sind Unternehmen mit (sehr guter) Bonität, Banken und Gebietskörperschaften
- Zahlstelle (ZS), die zumeist als Arrangeur agiert
  - keine Vertragsbeziehung zwischen ZS und DG
  - Erfüllungsgehilfe des DN für Zahlungs- und Informationspflichten
  - Zahlungen DN an ZS haben keine schuldbefreiende Wirkung
  - Zahlstellenvertrag begründet ein Auftragsverhältnis (ohne Vollmacht)

# I. Schuldscheinmarkt und Struktur (2/4)



- Attraktivität von SSD aus dt. Sicht:
  - SSD werden zum Nennwert bilanziert und müssen **nicht mark-to-market** bewertet werden (§ 341b(1)2 dt.HGB/IAS 39/IFRS 9)
  - **Risk weighting** Basel II und CRR 100% für SSD (wie bei normalen Krediten); bei Kreditnehmern mit Rating schlechter als BB- 150%
  - Grundsätzlich EZB einlagetaugliche Sicherheit
- Aus der Marktlogik heraus (viele dt. Investoren haben SSD ausgereicht) wurden dt. rechtliche Anforderungen auf den ö. Markt übertragen:
  - Variable verzinsliche Krediten sind gemäß dt. Recht vom DN jederzeit am Ende der Zinsperiode unter Einhaltung einer einmonatigen Kündigungsfrist (ohne Aufschläge oder Penalties) rückzahlbar => kaum variabel verzinsten SSD
  - Festverzinsliche Darlehen können gemäß dt. Recht nach 10 Jahren zurückbezahlt werden => zumeist eine maximale Laufzeit von 10 Jahren
  - Keine Zinseszinsen gemäß dt. Recht => keine Kapitalisierung (PIK) von Zinsen
  - Verzicht auf Aufrechnung ist Erfordernis für dt. Versicherungen nach § 125 dt.VAG für die Deckungsstock-Tauglichkeit => Aufrechnungsverzicht

# I. Schuldscheinmarkt und Struktur (3/4)

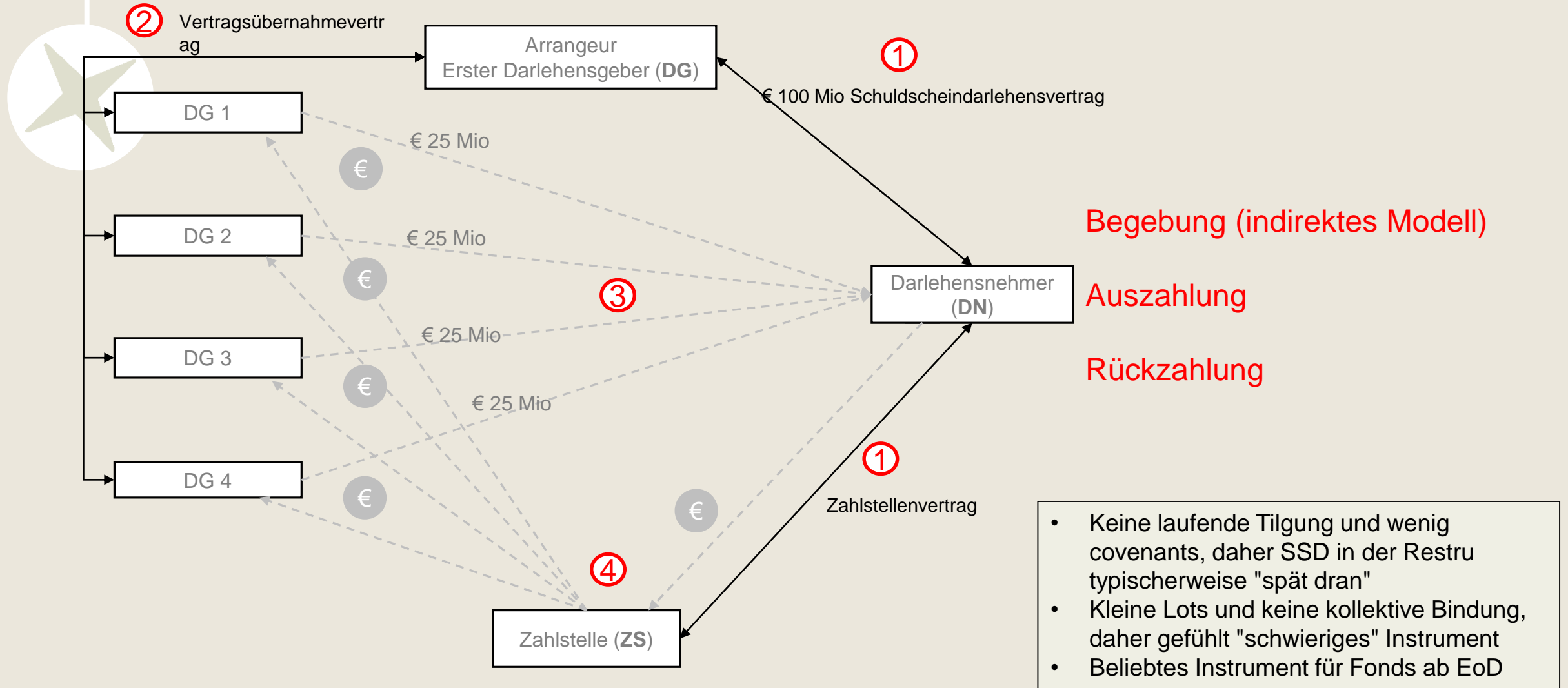
---



- Aktuelle Entwicklungen

- Mittlerweile oftmals auch SSD mit *covenants light* in komplexeren Unternehmensfinanzierungen und sogar auch im Kontext von Akquisitionsfinanzierungen genutzt => zunehmend komplexere Anwendungsspielarten
- Sorge im Markt, dass die Bonität/Qualität der DN zuletzt gelitten hat => Mittelstandsbonds-Phänomen befürchtet
- Step-Up Zinskupons mit zweistufigem Ansatz bei Verschlechterung der financial covenants, z.B.
  - beim Durchstoßen des ersten Threshold Step-Up von 0,5%-0,75 % p.a.
  - beim Durchstoßen des zweiten Threshold tritt ein Kündigungsgrund ein
- Einschränkung der bislang üblichen freien Übertragbarkeit (vor allem bei Wettbewerbern)
- keine kollektive Bindung der DG
  - eine Mehrheitsklausel für die Ausübung des Kündigungsrechtes oder für Anpassungen wird von den Marktteilnehmern abgelehnt (wird aber in Restrukturierungssituationen zum Boomerang)
  - Snooze-you-lose würde das Problem nur unwesentlich mildern

# I. Schuldscheinmarkt und Struktur (4/4)



## II. Regulatorische Rahmenbedingungen

---



- SSD ist eine spezielle Form des **Darlehens** (gem. § 488 ff. BGB), über das ein Schuldschein (§§ 371, 952 BGB) ausgestellt wird
- SSD ist **ein Kredit iSd § 1(1)Z3 BWG**
  - Konzessionsthema / Dienstleistungs-/Niederlassungsfreiheit (§ 9 BWG)
  - Bankgeheimnis (§ 38 BWG) anwendbar
- Der Schuldschein ist **kein Wertpapier**
  - Kapitalmarktrecht / Prospektpflicht / Insider Trading nicht anwendbar
  - Kuratorenrecht / dt. Schuldverschreibungsgesetz nicht anwendbar
  - Achtung: Könnte allerdings unter den Begriff 'securities' gemäß Securities Act 1933 fallen
- Typische Investoren im ö. Markt
  - Ö. Banken oder EU-Banken mit Passport nach Österreich
  - Vertragsversicherungen in § 3(1)Z1 BWG
  - Alternative Investmentfonds in § 3(1)Z7 BWG

### III. Abgrenzung von anderen Finanzierungsinstrumenten (1/2)



	<b>Unternehmensanleihe</b>	<b>SSD</b>	<b>syndizierter Kredit</b>
<b>Rechtsnatur</b>	Schuldverschreibung	Kredit (§ 988 ABGB)	Kredit (§ 988 ABGB)
<b>sinnvolles Mindestvolumen</b>	MEUR 200	MEUR 20	MEUR 50
<b>Investoren</b>	Kapitalmarkt  keine Übertragungsbeschränkungen	Institutionelle Anleger  I.d.R. Übertragungsbeschränkungen auf bestimmte Investorentypen	Banken und Debt-Fonds  Übertragung nur mit Zustimmung des Kreditnehmers (außer im Default)
<b>Laufzeiten</b>	i.d.R. 7 Jahre (endfällig)	bis zu 10 Jahre (endfällig)	i.d.R. 5-7 Jahre (in Raten)
<b>Börsenlisting</b>	ja	nein (block chain)	nein
<b>Zusicherungen</b>	nein, aber im Begebungsvertrag	nein	ja
<b>Financial Covenants</b>	i.d.R. nur Incurrence Covenants (EK-Quote, Zinsdeckungsgrad, Verschuldungsgrad)	i.d.R. nein, ggfs Rating Trigger	i.d.R. Maintenance Covenants



### III. Abgrenzung von anderen Finanzierungsinstrumenten (2/2)



	<b>Anleihe</b>	<b>SSD</b>	<b>Syndizierter Kredit</b>
<b>Kündigungsgründe</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Drittverzug (<i>cross acceleration / default</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wichtiger Grund (§ 987 ABGB)</li> <li>Drittverzug (i.d.R. nur <i>cross acceleration</i>)</li> <li>Kontrollwechsel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Drittverzug (<i>cross acceleration / default</i>)</li> <li>etc.</li> </ul>
<b>Mehrheitsklauseln</b>	ja (i.d.R. 90%)	nein (jeder DG kann kündigen und Änderungen bedürfen der Zustimmung)	ja (66⅔ % für Kündigungen; 100% für wesentliche Änderungen)
<b>Sicherheiten</b>	Bei High Yield	selten	I.d.R. ja
<b>Anwendbares Recht</b>	New York	Dtld/Ö	Dtld/England und Wales
<b>Übertragung</b>	Übereignung durch Besitzeanweisung	Abtretung, Einlösung oder Vertragsübernahme	Abtretung, Einlösung oder Vertragsübernahme
<b>Vorzeitige Tilgung</b>	nein	nein	ja

## IV. Restrukturierung (1/5)

---



### Internationale Anknüpfung

- SSD unterliegen zumeist dem dt. Recht mit dt. Gerichtsstand
- Wer ist "Schuldner" nach dem ReO? Nur wenn ö. Gesellschaftsstatut?
- Im Falle der Durchführung eines Verfahrens nach der ReO stellt sich die Frage der Anerkennung der materiellen Rechtswirkungen eines in Ö. gerichtlich bestätigten Restrukturierungsplanes auf SSD nach dt. Recht mit Gerichtsstand in D.
  - Das Restrukturierungsverfahren (auch nicht das Europäische Restrukturierungsverfahren) ist in Anhang A der InsoVO aufgelistet
  - EuGVVO ist nicht anwendbar
  - Keine bilateralen oder multilateralen Staatsverträge, die sonst zur Anerkennung führen könnten

## IV. Restrukturierung (2/5)

---



### Öst. Fall

- Wenn ein dt. Gericht sohin die Rechtswirkungen eines gerichtlich bestätigten Restrukturierungsplanes nach ReO nicht anerkennt, dann könnte ein DG – trotz Schuldenschnitt im ReO – seine Forderung vollumfänglich erfolgreich gerichtlich geltend machen und einen dt. Exekutionstitel erwerben. Dieser Exekutionstitel wäre dann nach EuGVVO in Österreich durchsetzbar. ReO kann wohl nicht in die EuGVVO hineingetragen werden (?)
- Lösungsvorschlag zur Nutzbarmachung der ReO:
  - Österreich sorgt für die Auflistung des Europäischen Restrukturierungsverfahrens in Anhang A des InsoVO
  - Es wird im SSD ein exklusiver Gerichtsstand innerhalb der EU vereinbart
  - Anwendbarkeit von dt. oder ö. Recht (vgl. Judikatur zum engl. Recht als hinreichende Anknüpfung für die Zuständigkeit engl. Gerichte)
  - Flankierend: Übertragungsbeschränkungen im SSD

## IV. Restrukturierung (3/5)

---



### Dt. Fall

- SSD unterliegen meist dem dt. Recht mit dt. Gerichtsstand
- DN ist eine dt. Gesellschaft und Investoren sitzen in Österreich?
- Im Falle der Durchführung eines Verfahrens nach dem StaRUG in Deutschland stellt sich die Frage der Anerkennung der materiellen Rechtswirkungen eines solchen Verfahrens in Österreich:
  - Kein StaRUG Verfahren ist (derzeit) in Anhang A der InsoVO aufgelistet
  - EuGVVO ist nicht anwendbar
  - Es gibt keinen bilateralen oder multilateralen Staatsvertrag, der sonst zur Anerkennung führen könnte

## IV. Restrukturierung (4/5)

---



### Alternative Handlungsoptionen

- DN mit COMI in Ö. kann ein Sanierungsverfahren nach IO anstrengen, wenn dieser "drohend" zahlungsunfähig und/oder überschuldet ist
  - Quote von zumindest 20%
  - Kopf- und Kapitalmehrheit von 50%
- DG kann seine Forderung (mit Abschlag) verkaufen
- Restrukturierungsverfahren scheint derzeit eher nur bei reinen Inlandssachverhalten attraktiv
  - Voraussetzung ist exklusiver Gerichtsstand in Österreich
  - Keine eigene Gläubigerklasse (SSD fallen unter die Gläubigerklasse 2 der unbesicherten Forderungen)
  - Kopfmehrheit von 50% und Kapitalmehrheit von 75%

## IV. Restrukturierung (5/5)

---



### Das SSD ist ein "Schönwetterinstrument"

- Eine interessengerechte Vertretung der Schuldscheingläubiger wird nur möglich, wenn der DN einen vom DN- und den DG unabhängigen, "echten" Interessenvertreter etabliert, was die Zustimmung sämtlicher DG erfordert  
=> hohes Potential für Akkordstörer
- Auch kleinste "notwendige Anpassungen" der Bestimmungen im SSD sind nur bilateral möglich und eine gemeinsame Interessensvertretung der DG ist gesetzlich nicht vorgesehen
- Oftmals kommt es zur Ansprache der DG erst, nachdem sich die Banken in der Restrukturierung organisiert haben (Steering Committee)
- Finanzierungsinstrumente sind interdependent, wegen cross default/acceleration und Verflechtungen durch Garantien



Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!

# Abkürzungsverzeichnis

---



- "**ABGB**" – Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
- "**BWG**" – Bankwesengesetz
- "**COMI**" – Centre of Main Interest
- "**DG**" – Darlehensgeber
- "**DN**" – Darlehensnehmer
- "**dt.HGB**" – deutsche Handelsgesetzbuch
- "**dt.VAG**" – deutsche Versicherungsaufsichtsgesetz
- "**EuGVVO**" – Europäische Gerichtsstands- und Vollstreckungsverordnung
- "**IAS**" – International Accounting Standards
- "**IFRS**" – International Financial Reporting Standards
- "**InsoVO**" – Verordnung (EU) 2015/848 vom 20. Mai 2015 über Insolvenzverfahren
- "**IO**" – Insolvenzordnung
- "**Reo**" – Restrukturierungsordnung
- "**StaRUG**" – deutsches Stabilisierungs- und Restrukturierungsgesetz
- "**SSD**" – Schuldscheindarlehen
- "**ZS**" – Zahlstelle





**Dr. Marcus Benes**  
[m.benes@eh.at](mailto:m.benes@eh.at)

**Dr. Peter Winkler**  
[p.winkler@eh.at](mailto:p.winkler@eh.at)

**Vienna Office**  
Vienna Twin Tower  
Wienerbergstraße 11, 1100 Wien  
Tel: +43 1 606 36 47  
Fax: +43 1 606 36 47 58

**Graz Office**  
Frauengasse 5, 8010 Graz  
Tel: +43 316 36 47  
Fax: +43 316 36 47 58

**Klagenfurt Office**  
Palais Sterneck, Sterneckstraße 19,  
9020 Klagenfurt am Wörthersee  
Tel: +43 463 203 36 4  
Fax: +43 463 203 36 4 599

Die Informationen, Meinungen und Rechtsansichten in diesem Dokument sind nicht als umfassende Darstellung gedacht und können eine individuelle, auf die Besonderheiten des Sachverhaltes bezogene Prüfung jedenfalls nicht ersetzen.

**E+H EISENBERGER + HERZOG** | [office@eh.at](mailto:office@eh.at) | [www.eh.at](http://www.eh.at)