

# BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen



In Kooperation mit

GoingPublic  
— Magazin

## Anleihen 2018

Chancen & Risiken investierbar machen

8. Jg.

powered by



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI



KEM  
Deutsche Mittelstand AG



EQS GROUP

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Luther.

one  
square

## PLATZIERUNG & HANDEL

von Frank Günther, Geschäftsführender Gesellschafter,  
Asmus Ohle, Managing Director,  
Donatus Wang, Intern,  
One Square Advisors GmbH

# Opt-in als Perspektive?

## Schuldscheindarlehen in der Restrukturierung

Das Schuldscheindarlehen hat sich in den vergangenen Jahren geradezu boomhaft entwickelt und stellt mit einem Gesamtvolumen von ca. 150 Mrd. bis 200 Mrd. EUR am Markt zunehmend die erste Alternative zur Anleihefinanzierung dar. Bei diesem Volumen werden Restrukturierungsfälle nicht ausbleiben. Noch ist der Schuldscheinmarkt vom Krisenstadium der Mittelstandsanleihe weit entfernt, die ersten Anzeichen einer Krise sind jedoch bereits zu erkennen. So fiel der britische Baukonzern Carillion im Januar dieses Jahres nur zwölf Monate nach der Begebung von Schuldscheinen im Volumen von 112 Mio. GBP in die Insolvenz, und auch der Möbelkonzern Steinhoff, der Schuldscheine im Umfang von mehr als 770 Mio. EUR emittiert hat, befindet sich seit Dezember 2017 in einer akuten finanziellen Krise.<sup>1</sup> Der folgende Beitrag beleuchtet die Optionen, die sich Anlegern und Emittenten in einem Krisenfall bieten.

<sup>1</sup> Eine Übersicht über Credit Events deutscher Schuldscheinemittenten zwischen 2014 und 2017 zudem bei Scope Ratings, Schuldschein market (08.01.2018), S. 3.



**Frank Günther** (l.o.)

ist Geschäftsführender Gesellschafter und Managing Director bei der **One Square Advisors GmbH** in München.

**Asmus Ohle** (r.o.)

ist Managing Director bei One Square Advisors in London.

**Donatus Wang**

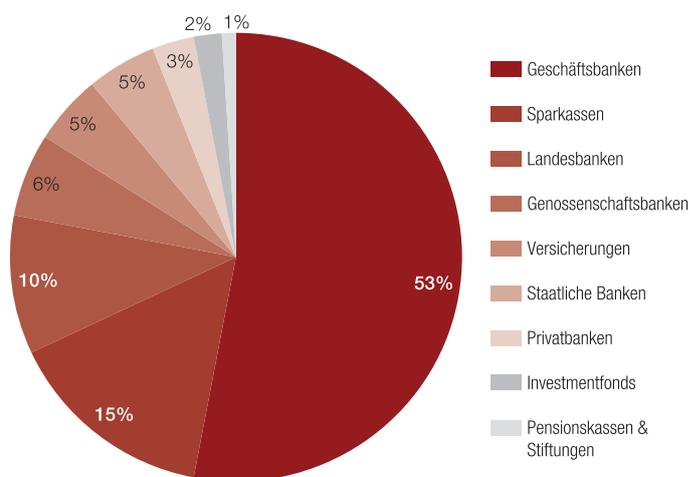
absolvierte sein Studium an der EBS Law School und der EBS Business School, derzeit arbeitet er an seiner Promotion im Restrukturierungsrecht und ist Intern bei One Square Advisors.



### Der deutsche Schuldscheinmarkt

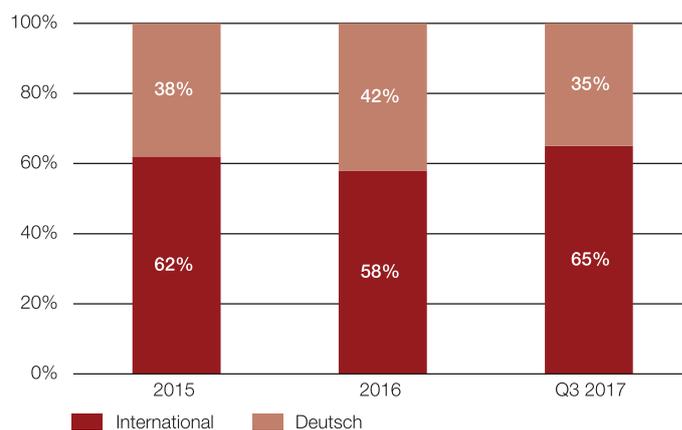
In Schuldscheine investieren neben Geschäftsbanken und Sparkassen auch institutionelle Anleger wie Fonds, Versicherungen und Pensionskassen aus dem In- und Ausland. Retailinvestoren zählen üblicherweise nicht zum Anlegerkreis.

### Verteilung nach Investoren 2015–Q3 2017



Quelle: HSBC Research, Scope Ratings, One-Square-Analyse

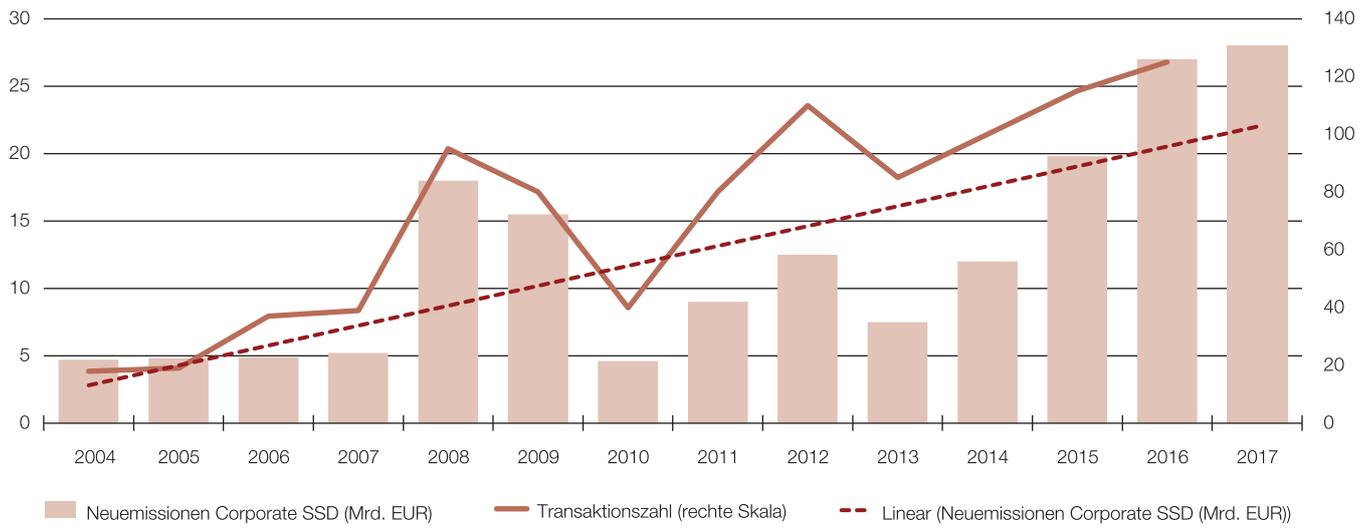
### Anteil von internationalen Investoren 2015–Q3 2017



Quelle: HSBC Research, Scope Ratings, One-Square-Analyse



## Der Schuldscheinmarkt seit 2004



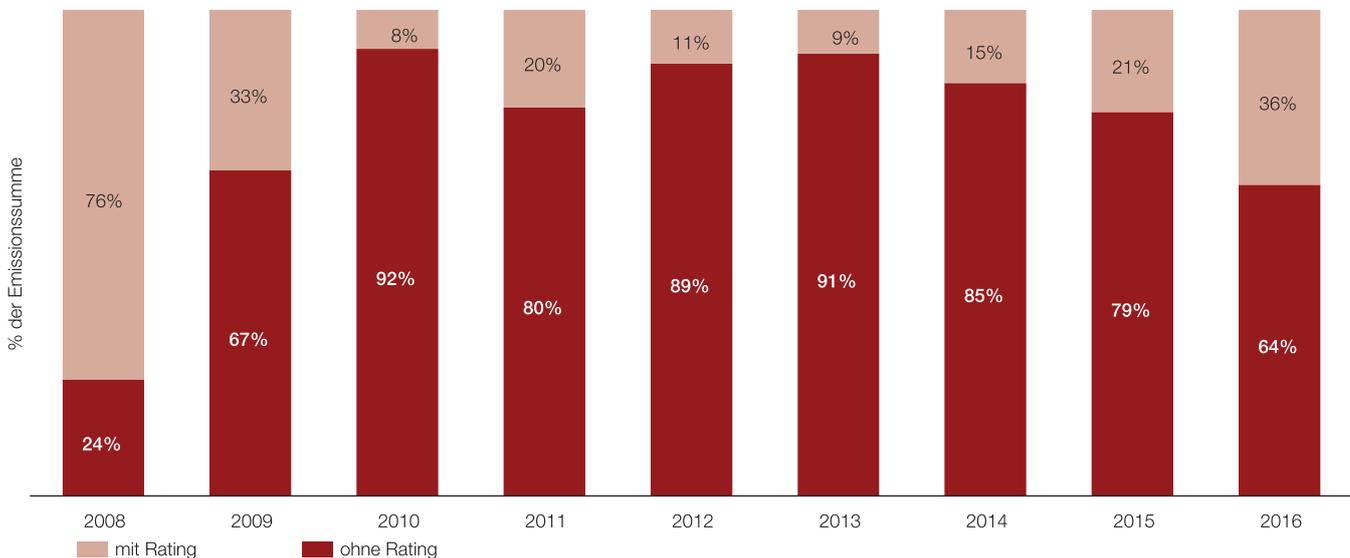
Quelle: Bloomberg, Scope Ratings, One-Square-Analyse

Da eine Börsennotierung nicht erfolgt, besteht weder eine Prospektspflicht noch kapitalmarktrechtliche Transparenz- und Offenlegungspflichten.<sup>2</sup> Der Schuldscheinmarkt steht Emittenten damit bereits ab einem geringen Emissionsvolumen von rund 10 Mio. EUR offen.

Mit dieser für Emittenten freundlichen Struktur verzeichnete der deutsche Schuldscheinmarkt über die vergangenen Jahre ein stetiges Wachstum und erreichte allein im Jahr 2017 ein Neuvolumen von 27 Mrd. EUR. Nach Berechnungen der Ratingagentur Scope hat der Schuldscheinmarkt dabei mit

<sup>2</sup> Dazu Wehrhahn, BKR 2012, 363.

## Anteil des Emissionsvolumens mit externem Rating



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research, One-Square-Analyse

lediglich fünf von mehr als 500 Emittenten bislang historisch niedrige Ausfallraten zu verzeichnen.<sup>3</sup>

Während Mitte der 2000er-Jahre vor allem große Unternehmen und größere Mittelständler mit Umsätzen jenseits 1 Mrd. EUR und erstklassiger Bonität den Schuldschein als Finanzierungsinstrument nutzten, treten zunehmend kleinere und stärker verschuldete Unternehmen als Emittenten auf. Externe Ratings weisen inzwischen nur etwa 25% bis 30% der Emittenten auf.<sup>4</sup> Angesichts der Kombination eines höchst emittentenfreundlichen Finanzierungsinstruments, fehlender Markt- und Transparenzstandards sowie eines mittelfristig steigenden Zinsniveaus drängt sich der Vergleich zum zusammengebrochenen Markt für Mittelstandsanleihen auf.

### Schuldscheindarlehen in der Restrukturierungspraxis

Das deutsche Recht bietet derzeit keine gangbare Perspektive für eine außerinsolvenzliche Restrukturierung von Schuldscheindarlehen.<sup>5</sup> Trotz ihrer anleiheähnlichen Konzeption handelt es sich bei Schuldscheindarlehen nicht um Schuldverschreibungen, sondern um Darlehen im Sinne des § 488 BGB. Eine Restrukturierung von Schuldscheinen nach dem Schuldverschreibungsgesetz, insbesondere mittels Collective Action Clauses nach § 5 Abs. 3 SchVG, kommt damit nicht in Betracht.

Ebenso sehen Schuldscheindarlehen in aller Regel keine Möglichkeit zur Durchführung von Restrukturierungsmaßnahmen nach Mehrheitsbeschlüssen vor, wie es in Konsortialdarlehensverträgen üblich ist.

Es fehlt mithin an rechtlichen Grundlagen, Restrukturierungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluss mit Bindungswirkung gegenüber sämtlichen Schuldscheingläubigern umzusetzen. Damit sehen sich der Emittent und die Mehrheit der Gläubiger mit dem Erpressungspotenzial einer individuellen Kündigung und dem sich daraus ergebenden Insolvenzrisiko konfrontiert.

Institutionelle Investoren veräußern ihre Forderungen in der Krise deshalb häufig an spezialisierte Distressed-Debt-Investoren, die die Forderungen bündeln. Eine zunehmende Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für europäische

Kreditinstitute lässt eine Intensivierung dieses Trends erwarten.

Die übliche Praxis wie z.B. bei Scholz und aktuell auch bei Steinhoff ist eine Sitzverlagerung nach UK, um das dortige Regime des Scheme of Arrangement mit der Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen zu nutzen.

### Perspektiven für die Restrukturierungspraxis

Die Restrukturierungspraxis sieht sich damit vor der dringenden Herausforderung, tragfähige Restrukturierungskonzepte zu entwickeln. Allein eine frühe Refinanzierung des Schuldscheindarlehens bietet Emittenten aufgrund fehlender Sondertilgungsrechte und vereinbarter Vorfälligkeitsentschädigungen häufig keine Perspektive.

Es sind bereits Bestrebungen zu vernehmen, die Vertragsdokumentation von Schuldscheindarlehen zu vereinheitlichen und Regelungen für Restrukturierungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluss in die Verträge aufzunehmen.

Darüber hinaus hat sich inzwischen eine Reihe von Emissions- und Handelsplattformen (z.B. VC Trade, u.a. Helaba, BayernLB, SEB) formiert, welche zukünftig auch die Vertretung der Anleihegläubiger in Restrukturierungssituationen als Teil ihres Service-Angebotes aufnehmen könnten.

In Anlehnung an das Schuldverschreibungsgesetz sehen wir die Bündelung der Schuldscheine bei einem gemeinsamen Vertreter für die Verhandlungen als die beste Alternative zur verlustreichen Veräußerung des Darlehens an Distressed-Debt-Investoren an. Im weiteren Verlauf könnte ein gemeinsamer Vertreter sodann die Interessen der Gläubiger in den Verhandlungen wahrnehmen, ein umfassendes Restrukturierungskonzept ausarbeiten und damit zu einer wertmäßigen Maximierung ihrer Forderungspositionen verhelfen, wobei weiterhin alle Gläubiger diesem Konzept zustimmen müssten.

Ein umfassender Lösungsansatz wäre daher ein vertraglicher Opt-in der Schuldscheindarlehensgläubiger in das Regelungsregime des Schuldverschreibungsgesetzes bereits im Rahmen der Emission. Wie aktuell bereits in der Restrukturierung von Anleihen würde der gemeinsame Vertreter dabei helfen, die Interessen der Anleihegläubiger effektiv zu bündeln und als „eine Stimme“ in den Verhandlungen mit den übrigen Beteiligten durchzusetzen. Außerdem wäre die Bevorteilung einzelner Gläubiger durch den Mehrheitsbeschluss ausgeschlossen.

<sup>3</sup> S. Scope Ratings, Schuldschein market (08.01.2018), S. 3.

<sup>4</sup> Für das Jahr 2016 Helaba, Credit Special – Corporate Schuldscheindarlehen, 22. Mai 2017, S. 2.

<sup>5</sup> Eine Übersicht geben *Warneke/Becker*, ZIP 2018, 1332 ff.