

BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen



In Kooperation mit

GoingPublic
Magazin



Anleihen 2019

Chancen & Risiken investierbar machen

9. Jg.

powered by



IHRE WIRTSCHAFTSKANZLEI



RESTRUKTURIERUNG

von Frank Günther, geschäftsführender Gesellschafter, André von Holtzapfel, Senior Advisor, und Carl-Gustav Beckmann, Senior Associate, One Square Advisors GmbH

Schuldscheindarlehen im Fokus: die Rolle des „gemeinsamen Vertreters“

Der deutsche Schuldscheinmarkt wächst stetig. Das Finanzierungsinstrument wird ungeachtet ansteigender Insolvenzen und Restrukturierungen zunehmend beliebter; das Neuemissionsvolumen erreichte 2018 knapp 25 Mrd. EUR und war damit nach den Rekordjahren 2016 und 2017 das dritthöchste seit 2004. Nachdem das Emissionsvolumen im Jahr 2018 etwas rückläufig gewesen ist, wird für 2019 wieder ein Anstieg erwartet.¹

Schuldschein entthront Konsortialkredit

Das Schuldscheindarlehen ist aufgrund der relativ geringen Zinsen sowie der leichten Platzierung sehr attraktiv für Unternehmen und hat daher bei der Fremdkapitalaufnahme in der deutschen Wirtschaft zunehmend an Bedeutung gewonnen. Mit einem Gesamtvolumen von mehr als 200 Mrd. EUR ist der Schuldscheinmarkt – im Gegensatz zu den durch Krisen schwer gebeutelten Mittelstandsanleihen – systemrelevant und hat inzwischen den Konsortialkredit als Finanzierungsinstrument der ersten Wahl abgelöst.



Frank Günther (li.)

ist Mitgründer und Geschäftsführer der **One Square Advisors GmbH**, München, und verweist auf über 25 Jahre Erfahrung in den Bereichen Restrukturierungen, Insolvenzfälle sowie Treuhandstrukturen.

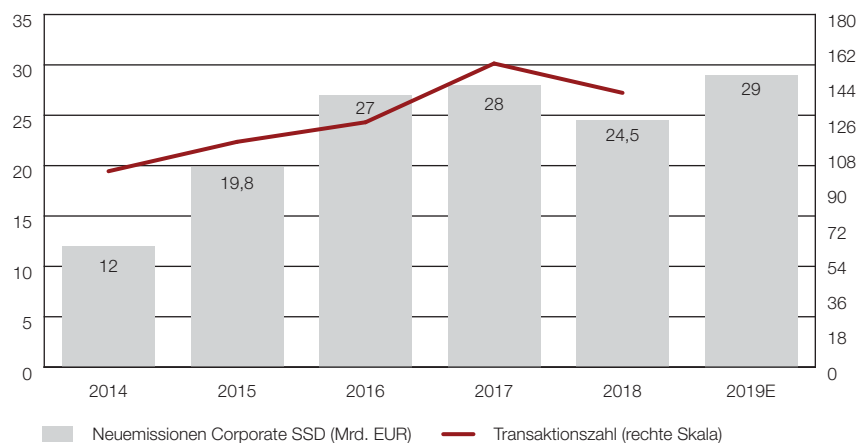
André von Holtzapfel (Mi.)

ist Senior Advisor bei **One Square** in Frankfurt. Er verfügt über 25 Jahre Erfahrung bei internationalen Unternehmensfinanzierungen mit Schwerpunkt auf Kreditrisikomanagement und strukturierte Finanzierungen inkl. LBO-/ABS-Finanzierungen.

Carl-Gustav Beckmann

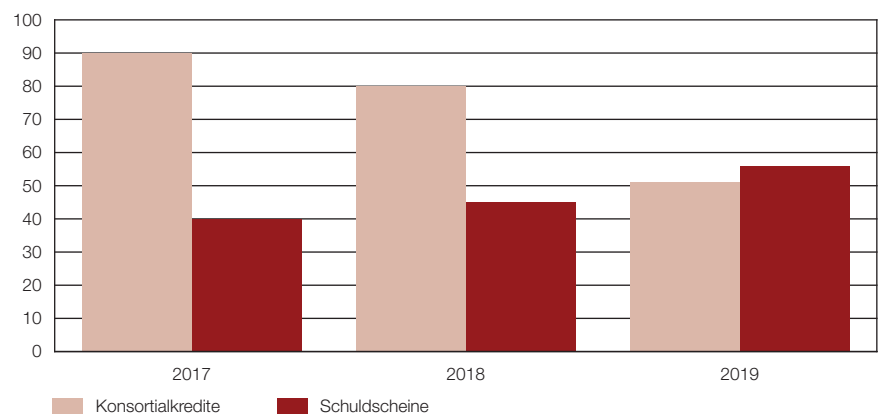
ist Senior Associate bei **One Square** in London. Er hat über fünf Jahre Erfahrung in den Bereichen Corporate Finance, Unternehmensbewertungen und Restrukturierung.

Abb. 1: Entwicklung des Schuldscheinmarktes der letzten fünf Jahre und Prognose 2019



Quelle: One Square Advisors GmbH

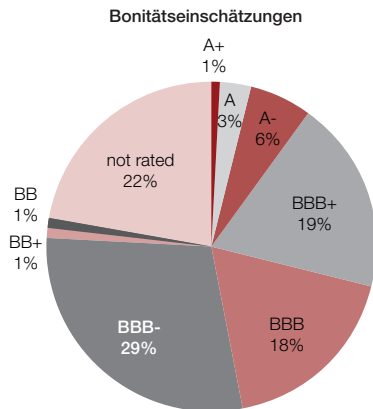
Abb. 2: Anzahl an Schuldscheintransaktionen übersteigt erstmals die Anzahl an Konsortialkrediten in Deutschland (alle Transaktionen zwischen 1. Januar und 7. Juni)²



Quelle: One Square Advisors GmbH

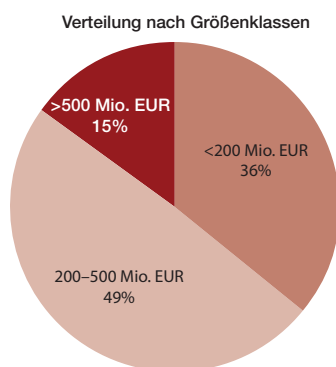
¹ Scope Ratings (Januar 2019)
² Bloomberg (Juni 2019)

Abb. 3: Ratings der
Schuldscheinemittenten



Quelle: One Square Advisors GmbH

Abb. 4: Volumen der Schuld-
scheintransaktionen



Quelle: One Square Advisors GmbH

Zudem schätzen Unternehmen das Instrument im Hinblick auf die vergleichsweise schlanke und weitgehend standardisierte Dokumentation. Ferner entfällt die Prospektspflicht, da es sich um bilaterale Darlehensgewährungen im Sinne des § 488 BGB handelt.

Traditionell zeichneten sich die Schuldscheinemittenten durch eine Bonität im Investment Grade und geringer zyklischer Schwankungen im Geschäftsmodell aus. Die Ticketsize der Emissionen lag in der Regel deutlich über 200 Mio. EUR. Aktuell zeigt sich, dass die Anzahl der Unternehmen mit einem Rating von BBB- oder schlechter und Darlehensgrößen unter 200 Mio. EUR zunehmen.¹

Restrukturierung schwer gemacht

Die Nachteile des Instruments zeigen sich, sobald Unternehmen in Schwierigkeiten geraten, die eine finanzielle Restrukturierung unter Mitwirkung aller Finanzierungspartner, also Banken, Anleihegläubiger, Leasinggesellschaften, Kreditversicherer u.a., erfordern. Hier fehlt es an einem Werkzeugkasten zur Herbeiführung einer konsensualen Einigung wie z.B. bei Anleihen mit dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) vorhanden.

Schuldscheindarlehen sehen in der Regel keine Mehrheitsbeschlüsse zur Durchführung einer finanziellen Restrukturierung mit bindender Wirkung gegenüber sämtlichen Schuldscheingläubigern vor. Eine Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes, insbesondere die Regelungen über die Collective Action Clauses nach § 5 Abs. 3 SchVG, scheidet aus, da es sich wie bereits ausgeführt um Darlehen nach § 488 BGB handelt.

Zur Umsetzung einer Restrukturierung ist somit die Zustimmung **aller** Schuldscheindarlehensgeber erforderlich.

Nach-mir-die-Sintflut-Mentalität

In dieser Situation veräußern Investoren ohne eine echte „Hausbankbeziehung“ zur Emittentin häufig ihre Schuldscheine mit einem Abschlag an Distressed-Debt-Investoren und Hedgefonds, die in der Regel ihre eigene, nicht zwingend im Interesse der Emittentin und der Eigentümer liegende Agenda verfolgen.

Das Unternehmen und die Mehrzahl der Gläubiger sehen sich zudem häufig mit „Erpressungsversuchen“ in Form einer individuellen Kündigung und dem sich daraus ergebenden Insolvenzrisiko konfrontiert.

Abhilfe durch gemeinsamen Vertreter

In dieser Situation ist die Kommunikation mit den Schuldscheingläubigern besonders wichtig und kann ganz wesent-

lich dazu beitragen, sie bei der Stange zu halten.

Welchen Beitrag kann ein „gemeinsamer Vertreter“ der Schuldscheingläubiger in diesem Zusammenhang leisten? Die Aufgaben sind so vielfältig wie nützlich:

- Finanzberatung der Schuldscheingläubiger zu den geplanten Transaktionen des Unternehmens, wie z.B. Umstrukturierungen und finanzielle Reorganisation in- und außerhalb der Insolvenz;
- Unterstützung und Vertretung in der Verhandlung mit dem Unternehmen und den übrigen Gläubigervertretern;
- Beurteilung der wirtschaftlichen Auswirkungen der verschiedenen Optionen, einschließlich etwaiger M&A-Prozesse;
- Bereitstellung einer gemeinsamen Informationsplattform zur Sicherstellung einer gleichmäßigen und angemessenen Informationsbasis, sodass die Darlehensgeber die Situation bestmöglich bewerten und ihre eigenen Entscheidungen treffen können.

Der Wert dieser Rolle wird umso größer, je früher der gemeinsame Vertreter seine Rolle wahr- und die Betreuung der Schuldscheingläubiger übernimmt.

Analog der Rolle als gemeinsamer Vertreter der Anleihegläubiger nach dem SchVG kommen seine Leistungen ausschließlich den Schuldscheindarlehensgebern zugute. Die Kosten übernimmt das Unternehmen im Rahmen einer Mandatsvereinbarung.

Fazit

Die Rettung im Hinblick auf das Einstimmigkeitserfordernis bei Restrukturierungen von Schuldscheindarlehen naht in Form des vorinsolvenzlichen Restrukturierungsrahmens. Die Umsetzung der EU-Richtlinie in deutsches Recht wird die Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen vorsehen und damit eine Restrukturierung erheblich erleichtern. Auch im neuen Regime bleibt die Notwendigkeit, einen gemeinsamen Vertreter zu benennen.

¹ Scope Ratings (Januar 2019)