

Die Restrukturierung von Mittelstandsanleihen: Bisherige Erfahrungen und Ausblick

Das neue Schuldverschreibungsgesetz eröffnet vielfältige Optionen

Text: Frank Günther, Markus Held und Benjamin Bischoff, One Square Advisors

Mit dem Inkrafttreten des neuen Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) 2009 wurde die Möglichkeit der Restrukturierung von Unternehmensanleihen erheblich vereinfacht. Sofern bestimmte Quoren (50%-Präsenz in einer ersten, 25% in einer zweiten Gläubigerversammlung) sowie eine 75%ige Mehrheit erreicht werden, können alle wesentlichen Anleihebedingungen (Laufzeit, Zins, Sicherheiten, Covenants etc.) verändert werden. Sogar ein „Haircut“, d.h. eine Reduzierung des Anleihebetrages ist möglich. In den letzten Jahren wurde von diesen Möglichkeiten zunehmend Gebrauch gemacht.

Massive Krise des gesamten Mittelstandssegments

Der zunehmende Ausfall von Unternehmensanleihen hat den gesamten Markt erheblich belastet. Die Börse Stuttgart, immerhin die Erfinderin der Mittelstandsanleihe, hat inzwischen mit einem massiven Schritt auf diese Entwicklung reagiert und die Emissionen von Unternehmensanleihen im Bondm-Segment eingestellt. Besonders hart werden gerade die Emittenten getroffen, die in den nächsten Jahren ihre Anleihe refinanzieren müssen. Aufgrund des erschütterten Vertrauens vieler Anleger steht selbst für Emittenten mit guter Bonität der Markt nur noch stark eingeschränkt zur Verfügung.

Erste prominente Restrukturierungen in 2013

Im Jahr 2013 wurden die ersten prominenten Finanzrestrukturierungen durchgeführt. Das richtungweisende Beispiel war und ist die SolarWorld AG. Hier wurde eine außergerichtliche Finanzrestrukturierung mit signifikanter Wandlung von Fremd- in Eigenkapital (Debt-to-Equity Swap) erfolgreich umgesetzt. Mit dieser Maßnahme konnte die bilanzielle Überschuldung abgewendet und eine dro-



Frank Günther,
Geschäftsführer, One
Square Advisory Services
GmbH



Markus Held, Vice
President, One Square
Advisory Services GmbH

hende Zahlungsunfähigkeit vermieden werden. Auf dieser erfolgreichen finanziellen Restrukturierung aufbauend, konnten operative Restrukturierungsmaßnahmen umgesetzt und zusätzliche Potentiale, wie z.B. die Neuverhandlung wirtschaftlich bedeutender Lieferantenverträge, gehoben werden. Heute agiert die SolarWorld AG wieder als starker Player im Markt und wird als kompetenter sowie verlässlicher Vertragspartner im Marktumfeld wahrgenommen. Die wesentlichen Erfolgsfaktoren für die erfolgreiche Umsetzung der Transaktion waren dabei die frühzeitige Einleitung des gesamten Restrukturierungsprozesses, die jederzeit stabile Liquiditätssituation sowie die Bereitstellung von frischem Kapital durch den Großaktionär und ihm nahe stehende Parteien. Dies ermöglichte eine Restrukturierung aus einer Position der relativen Stärke.

Bei der SiC Processing GmbH, einer weiteren prominenten Anleiherestrukturierung aus dem Jahr 2013, versuchte das Management in Abstimmung mit dem Eigentümer zunächst eine Sanierung in einer Insolvenz in Eigenverwaltung. Die Krisenursachen bei der SiC Proces-

sing GmbH lagen dabei im Wesentlichen in den Umsatzeinbrüchen einer neu gegründeten Tochtergesellschaft, was dazu führte, dass die ausgegebene Unternehmensanleihe nicht weiter bedient werden konnte. Im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens versuchte der Gesellschafter eine Anpassung der Kapitalstruktur zu erzwingen. Dabei sollten die Anleihegläubiger den größten Restrukturierungsbeitrag erbringen, ohne einen entsprechenden Ausgleich zu bekommen. In der Folge organisierten sich die Anleihegläubiger, beendeten die Eigenverwaltung und überführten das Verfahren in ein sogenanntes Regelverfahren. Unter Führung des späteren gemeinsamen Vertreters und in enger Zusammenarbeit mit einem institutionellen Anleihegläubiger, der einen Massekredit zur Verfügung stellte, konnte die wirtschaftliche Situation der SiC Processing GmbH zunächst stabilisiert und ein geordneter Verkauf der Gesellschaft eingeleitet werden.

2014: Insolvenzen nehmen zu

2014 stiegen die Ausfälle von Unternehmensanleihen erheblich an. Dabei überstieg die Anzahl der Insolvenzen die außergerichtlichen Finanzrestrukturierungen deutlich. Prominente Beispiele dabei sind u.a. die MT-Energie, Rena, MS Deutschland, Rena Lange, Strenesse, MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke und der kürzlich bekannt gewordene Fall von Penell.

Die einzelnen Fälle lassen sich in drei verschiedene Bereiche kategorisieren. Zum einen gibt es die erfolgreichen außergerichtlichen Restrukturierungen wie z.B. die 3W Power SA oder die Novatec Solar GmbH. Zum anderen gibt es die Fälle, die außergerichtlich beginnen und dann doch zu einem späteren Zeitpunkt Insolvenz anmelden müssen (z.B. Strenesse, MT-Energie, MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke oder MS Deutschland) sowie die direkten Insolvenzfälle

wie z.B. Rena Lange, Rena, SAG Solar, hkw personalkonzepte, Windreich, Penell oder Zamek. Betrachtet man die Ursachen der direkten Insolvenzfälle, wird schnell ersichtlich, dass die wesentlichen Gründe für eine gescheiterte außergerichtliche Restrukturierung v.a. in mangelnder Liquidität, mangelnder Zeit/Restlaufzeit der Anleihen oder schlicht in betrügerischen Sachverhalten zu finden sind.

Bei den Fällen, die anfänglich außergerichtlich starten und dann letztlich doch Insolvenz anmelden müssen, kommt zu den oben genannten Insolvenzgründen noch der Vertrauensverlust unter den beteiligten Parteien hinzu. Dies kann zum einen durch eine mangelhafte Kommunikation in der Vergangenheit oder durch unabgestimmte Handlungen im Restrukturierungsprozess ausgelöst werden. Ein gutes Beispiel dafür ist der Fall der MT-Energie. Bei der MT-Energie GmbH wurde bereits weit im Vorfeld der Insolvenz durch den Bruch des Eigenkapitalcovenants ein gemeinsamer Vertreter für die Anleihegläubiger bestellt, der auch über einen Waiver verhandeln konnte. Im Endergebnis wurde in diesem Fall erstmalig eine Waiver Fee für Anleihegläubiger erreicht sowie die Aufnahme von allgemeinen Restrukturierungsgesprächen vereinbart. In der Folge wurde dann ein außergerichtliches Restrukturierungskonzept erarbeitet, welches bei Vorstellung vor dem gesamten Bankenkreis dann auch auf breite Zustimmung stieß. Aufgrund von mangelndem Vertrauen einer einzelnen Bank in die operativ handelnden Personen und der damit verbundenen Ablehnung der außergerichtlichen Maßnahmen, musste MT-Energie schlussendlich Insolvenz anmelden.

Sowohl bei der MT-Energie AG als auch bei der Rena GmbH, der SAG Solarstrom AG und der MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG konnte

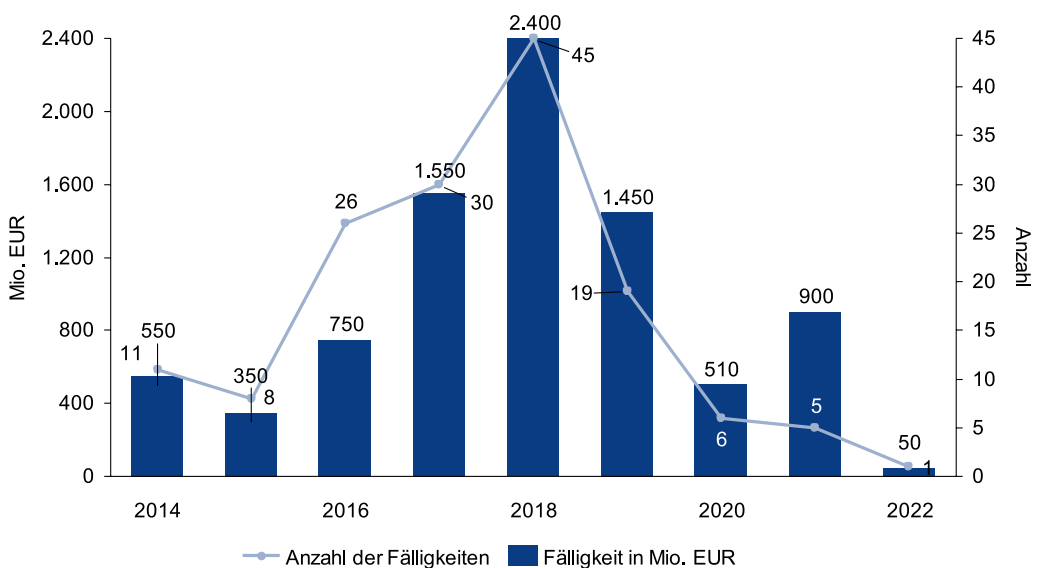
der operative Geschäftsbetrieb letztendlich aufrecht erhalten und im Wege einer übertragenen Sanierung an neue Investoren veräußert werden.

Lediglich die 3W Power SA und die Novatec Solar GmbH konnten außergerichtlich restrukturiert werden. Bei der 3W Power SA wurde, analog zur SolarWorld AG, ein Debt-to-Equity Swap mit anschließender Barkapitalerhöhung zur Restrukturierung umgesetzt. Die Novatec Solar GmbH hätte am 2. Februar 2015 ihre Anleihe zurückzahlen müssen, was unweigerlich zur Insolvenz der Gesellschaft geführt hätte. Zur Vermeidung der Insolvenz haben die Gesellschafter daraufhin den Anleihegläubigern ein entsprechendes Abfindungsangebot unterbreitet, das mit großer Mehrheit angenommen wurde.

Neben wirtschaftlichem Versagen wurde der Markt 2014 durch sich häufende Betrugsfälle belastet. Speziell in den Fällen Zamek, hkw personalkonzepte und Penell ist die Insolvenz auf betrügerisches oder zumindest stark fragwürdiges Verhalten der beteiligten Manager mit den Anleihegebern zurückzuführen. Eine genaue Aufarbeitung all dieser Fälle dauert aktuell noch an.

Die Erfolgsfaktoren einer erfolgreichen Restrukturierung

Unsere Erfahrungen zeigen, dass die zur Verfügung stehende Zeit, die vorhandene Liquidität und die frühzeitige Einbindung aller Gläubigergruppen die wesentlichen Faktoren einer erfolgreichen Finanzrestrukturierung sind. Je früher sämtliche Gläubigerparteien in den Restruk-



turierungsprozess eingebunden werden und mit der Entwicklung eines tragfähigen und v.a. marktgängigen Restrukturierungskonzepts beginnen, desto höher ist die Chance einer erfolgreichen Restrukturierung. Eine von Beginn an offene Kommunikation zwischen allen Beteiligten (Gläubigern, Gesellschaft, Gesellschaftern) ist dabei wesentlich, um eventuellen Missverständnissen und möglichen Vertrauensverlusten wirksam vorzubeugen.

Neben dem Faktor Zeit ist ausreichend vorhandene Liquidität der wichtigste Erfolgsfaktor in der Finanzrestrukturierung. Nur mit genügender Liquidität kann die Insolvenz vermieden und eine außergerichtliche Restrukturierung umgesetzt werden.

Zukünftiges Restrukturierungsumfeld

Wir erwarten, dass sich der signifikante Anstieg an Ausfällen im Mittelstandssegment fortsetzt. Der Grund dafür liegt in dem Fälligkeitsprofil der emittierten Anleihen. Wie aus dem Schaubild ersichtlich, werden in den kommenden Jahren ca. 5 Mrd. Euro Anleihen fällig.

Eine Refinanzierung dieser Unternehmen mittels Neuemissionen am Markt wird für einen Großteil schwierig werden. Daher müssen sich Unternehmen heute mehr denn je frühzeitig mit validen Refinanzierungsoptionen beschäftigen. Einige wenige Unternehmen werden sich refinanzieren können. Die meisten Unternehmen werden dazu jedoch nicht in der Lage sein. Um eine Insolvenz zu vermeiden, müssen diese Unternehmen zwingend auch Optionen einer außergerichtlichen Restrukturierung durchdenken.

Wir sehen dafür grundsätzlich zwei Optionen. Sofern eine Reduzierung des Anleihebetrages notwendig ist, bietet sich ein Debt-to-Equity

Swap an. Diese Option ist aufwändig und benötigt eine intensive Vorbereitung mit umfangreichen Gutachten. Sofern „nur“ Laufzeit und Zins mit eventueller Stellung weiterer Sicherheiten angepasst werden müssen, ist eine Restrukturierung mit deutlich geringerer Komplexität möglich. Diese sogenannte „Anpassung und Aufwertung“ bestehender Anleihen unter Nutzung der Möglichkeiten des Schuldverschreibungsgesetzes wird dabei aus unserer Sicht das führende Modell zur Refinanzierung der ausstehenden Mittelstandsanleihen in den nächsten Jahren sein.