



Dipl.-Kfm. Frank Günther

Schluss mit passiven Anleihegläubigern

München. Nicht nur relativ viele Unternehmen der erneuerbaren Energien haben jüngst Insolvenz anmelden müssen, sondern auch nicht wenige von ihnen haben zudem die Zinsen für ihre Anleihen nicht mehr bedienen können. Das wiederum führte häufiger zur Wahl eines gemeinsamen Vertreters, der die Interessen der Anleihegläubiger bündelt. Einer von ihnen, der u. a. bei Windreich, Zamek und hkw personalkonzepte in dieser Funktion tätig ist, ist Dipl.-Kfm. Frank Günther, Managing Director von One Square Advisors. Peter Reuter fragte ihn, was der gemeinsame Vertreter dem Insolvenzverfahren bringt, was er kostet und wie er sich für die Wahl Aufmerksamkeit verschafft.

INDat-Report: Als gemeinsamer Vertreter der Anleihegläubiger bereits in vorinsolvenzlichen Sanierungsbemühungen gewählt und tätig zu werden – Sie sind bei der SolarWorld AG gemeinsamer Vertreter der Anleihe 2010/2017 – ist das eher die Ausnahme?

Günther: Die Einbindung der Anleihegläubiger schon in einer frühen Phase der finanziellen Restrukturierung war bei SolarWorld sicherlich ein wesentlicher Faktor für den Erfolg. In vielen Fällen sind die Anleihegläubiger die oder eine der wesentlichen Gläubigergruppen. Wir sehen im Investorenkreis inzwischen zunehmend institutionelle Investoren, die häufig erst in der Krisensituation in die Anleihen investiert haben und unterschiedliche Strategien verfolgen. Diese Investoren haben ein großes Interesse daran, frühzeitig Einfluss zu nehmen und ihre Interessen in den Prozess einzubringen. Diese Investoren sind häufig auch bereit, die für die Restrukturierung notwendige Finanzierung zur Verfügung zu stellen. Durch die aktive Rolle der Anlegerschutzvereinigungen wie beispielsweise der SdK – Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger ist die

Zeit der passiven, gesichtslosen Anleihegläubiger auch im Segment der Privatanleger vorbei. Die betroffenen Unternehmen verstehen zunehmend, dass eine Restrukturierung ohne die Anleihegläubiger zum Scheitern verurteilt ist und nutzen zunehmend das Institut des gemeinsamen Vertreters, um die Anleihegläubiger einzubeziehen. Das erfolgreiche Beispiel SolarWorld wird sich auch bei anderen Restrukturierungen durchsetzen. Wir sehen diesen Trend u. a. bei den anstehenden Restrukturierungen von Strenesse, 3WPower oder MT-Energie bestätigt, die sich entschieden haben, frühzeitig einen gemeinsamen Vertreter in die Restrukturierung einzubeziehen und damit eine Insolvenz zu vermeiden. Wir erwarten, dass sich dieser Trend weiter bestätigt.

INDat-Report: Wie bringen Sie sich bei den Anleihegläubigern möglichst früh ins Gespräch?

Günther: Die Szene der gemeinsamen Vertreter ist sehr überschaubar und war bislang von Anwälten geprägt, die häufig auch einzelne Anleger in Klagen gegen die Gesellschaft oder das Management vertreten. Wir halten das für einen Konflikt, dem

wir uns nicht aussetzen. Wir verfolgen einen grundsätzlich anderen Ansatz. Wir sehen die Aufgabe des gemeinsamen Vertreters primär als eine wirtschaftliche Aufgabe und nicht als eine juristische Aufgabe. Die Strukturierung, Verhandlung und Umsetzung von finanziellen Restrukturierungskonzepten ist seit vielen Jahren unser Geschäft, und insbesondere die institutionellen Investoren kennen uns aus vielen erfolgreichen Restrukturierungen. Wir pflegen mit diesen Investoren einen intensiven Dialog und tauschen uns daher zu vielen anstehenden Situationen schon frühzeitig aus. Dabei kommt uns sicherlich auch unsere Präsenz mit einem Büro in London zugute. Zudem kommen aufgrund unserer inzwischen marktführenden Position und der guten Erfahrungen auch viele private Investoren aktiv auf uns zu, um sich von uns vertreten zu lassen.

INDat-Report: Mittelstandsanleihen sind jüngst in Verruf geraten, da sie häufig von der Insolvenz betroffen sind. Schwächt diese Anlage eher im Segment erneuerbare Energien oder branchenübergreifend?

Günther: Aus verschiedenen Situationen – SIC Processing, Windreich, SAG Solar,



Strenesse, hkw personalkonzepte, Zamek, MT-Energie, 3WPower – verfügen wir über einen guten Überblick über das Segment der Mittelstandsanleihen. Wir halten die Mittelstandsanleihe grundsätzlich für ein sehr sinnvolles Instrument der Unternehmensfinanzierung. Allerdings wird dieses Segment durch eine Reihe von Problemfeldern belastet. Insgesamt haben die Mittelstandsanleihen ein strukturelles Defizit, da sie in der Regel als sogenanntes Senior Debt, aber zumeist unbesichert und ohne Covenants begeben wurden und daher strukturell als Mezzanine einzuschätzen sind. Im Verlauf der letzten Jahre hat sich zudem gezeigt, dass die Einschätzungen der Ratingagenturen insgesamt zu positiv ausgefallen sind und sich leider nicht bestätigt haben. Diese Faktoren haben zu einer Allokation von Kapital geführt, das zumindest im internationalen Maßstab nicht risikoadäquat gepreist ist. Dazu kommt eine massive Branchenkrise der in den erneuerbaren Energien tätigen Unternehmen, die im Segment der Mittelstandsanleihen überproportional vertreten sind. Weiterhin stellt sich die Frage der Mittelverwendung. Häufig wurden die Emissionserlöse verwandt, um Bankkredite oder Gesellschafterdarlehen zurückzuführen. Da kann man sich schon einmal die Frage stellen, ob es in diesen Situationen einen Informationsvorsprung seitens der abgelösten Gläubiger gab. Zu schlechter Letzt sehen wir zunehmend Fälle von offensichtlichem Betrug, den wir gemeinsam mit dem zuständigen Insolvenzverwalter zur Anzeige gebracht haben und nachhaltig verfolgen.

INDat-Report: Der gemeinsame Vertreter im Insolvenzverfahren ist ein neues Phänomen für Verwalter. Warum könnten Verwalter über einen gemeinsamen Vertreter »not amused« sein – manchmal gilt es, ihn zu verhindern – und wie profitieren sie von ihm?

Günther: Ich glaube, das wird in der öffentlichen Wahrnehmung weit überschätzt. Der Insolvenzverwalter profitiert erheblich von einem gemeinsamen Vertreter. Er hat damit einen kompetenten Ansprechpartner und eine professionelle Vertretung einer wichtigen Gläubigergruppe. Diese Einschätzung teilen aus unserer Sicht alle Insolvenzverwalter, mit denen wir im Dialog stehen.

INDat-Report: Tendieren Sie in dieser Funktion als Mitglied des (vorläufigen) Gläubigerausschusses eher zur Regelinsolvenz als zur Eigenverwaltung, da mit dem Eigenverwalter die unglücklich endende Emission verbunden ist, und wie betrachten Sie den Debt-Equity-Swap als Lösungsweg?

Günther: Wir haben in einem Fall mit der Eigenverwaltung schlechte Erfahrungen gemacht und das Verfahren dann auch in eine Regelinsolvenz überführt. In anderen Verfahren sind die Erfahrungen durchweg positiv, sodass eine Einschätzung immer nur im Einzelfall möglich ist. Der Debt-Equity-Swap ist ein inzwischen erprobtes und bewährtes Instrument, um den Anleihegläubigern über die Beteiligung am Eigenkapital am Wertaufholungspotenzial der Gesellschaft zu beteiligen. Wir haben dieses Instrument bei

Solarworld außerinsolvenzlich eingesetzt und werden das Instrument auch in Insolvenzen sehen.

INDat-Report: Die Kosten des gemeinsamen Vertreters trägt der Emittent bzw. die Insolvenzmasse. Aber wie berechnet sich diese?

Günther: Das Schuldverschreibungsgesetz sieht für den gemeinsamen Vertreter eine »angemessene Vergütung« vor. Bestimmende Faktoren für die Angemessenheit sind sicherlich die Größe, die Komplexität und die Dauer des Verfahrens. Bislang haben wir uns immer mit dem Emittenten oder dem Insolvenzverwalter einvernehmlich geeinigt. «

Anzeige

**Wirtschaftsprüfer /
Steuerberater**

überregional tätig, langjährige Berufserfahrung, hat fallweise Kapazitäten für Sonderprüfungen, Gutachtenaufträge bzw. die Mitwirkung in anderen betriebswirtschaftl. Aufgabenstellungen wie beispielsweise Due Diligence.

Kontakt: wp_stb@t-online.de

Foto: Mimerve Studio/Fotolia