

Frank Günther, Managing Director, München, Asmus Ohle, Managing Director, London, Marvin Armbruster, Associate, München, Daniel Walter, Associate, London, alle One Square Advisors GmbH

Schönwetterinstrument Schuldschein: Lösungsansätze für die Restrukturierung

Das Schuldscheindarlehen hat sich in den vergangenen Jahren enorm entwickelt und stellt mit einem Gesamtvolumen von ca. 150 Mrd. bis 200 Mrd. EUR 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 2019 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. Der prominenteste Fall der jüngeren Vergangenheit in Deutschland ist Gerry Weber, daneben sind insbesondere Emittenten aus der Automobilindustrie in den Fokus geraten. Der folgende Beitrag beleuchtet die Optionen, die sich Emittenten und Anlegern in einem Krisenfall bieten.

Der deutsche Schuldscheinmarkt

Der Schuldschein ist im Gegensatz zur häufig gehörten Annahme kein Wertpapier, sondern ein Kreditinstrument. Bei der Emission entsteht zwischen dem Emittenten und jedem sogenannten Investor ein bilaterales Kreditverhältnis, das in einem, für alle Beteiligten bindendes Vertragsverhältnis dokumentiert wird. In dieser Struktur liegt bereits das Hauptproblem einer eventuellen Restrukturierung, da eine Änderung der Darlehensbedingungen nur mit Zustimmung aller Kreditgeber möglich ist. Eine Option der Restrukturierung mittels Mehrheitsentscheidungen ist nicht vorgesehen. Die Installation einer gemeinsamen Vertretung – wie im Schuldverschreibungsgesetz – durch Wahl der Schuldscheingläubiger ist ebenso nicht vorgesehen und erfolgt i.d.R. auf Initiative des Emittenten. Eine interessensgerechte Vertretung der Schuldscheingläubiger wird daher nur möglich, wenn der Emittent statt einer emittenten- oder bankengesteuerten „Marionette“ einen echten Interessensvertreter etabliert.

Die Komplexität einer Restrukturierung wird weiter erhöht durch die Möglichkeit, Schuldscheine zu übertragen. Der Kreditvertrag als Schuldschein ist zwar kein fungibles Wertpapier wie eine Inhaberschuldverschreibung, die Übertragung eines Schuldscheindarlehens an neue Gläubiger ist aber in Form einer Vertragsübernahme oder einer Abtretung nach den §§ 398 ff BGB möglich. Der Schuldner muss einer Abtretung auch nicht zustimmen da bei der Übertragung das Abtretungsrecht gilt, es sei denn, der Kreditvertrag enthält entsprechende Abreden. Die Handelbarkeit wird allerdings leicht eingeschränkt, da das Schuldscheindarlehen, anders als die Schuldverschreibung, nicht standardisiert, ist.

Die Emittenten versuchen zunehmend die Übertragbarkeit, insbesondere im Vorfeld einer Restrukturierung, einzuschränken, allerdings können diese Hürden durch synthetische Strukturen, z. B. Swaps, verhältnismäßig einfach ausgehebelt werden.

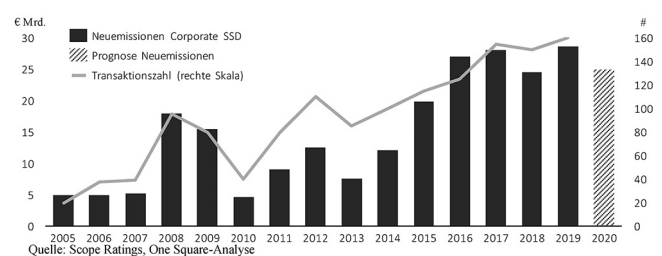
Vor diesem Hintergrund hat sich der Schuldscheinmarkt zum Tummelplatz der bekannten Distressed Investoren und Hedge Fonds entwickelt, die sich massiv in Schuldscheine von Emit-

tenten zweifelhafter Bonität einkaufen. Dabei ist die Strategie üblicherweise nicht auf Rückzahlung zu par, sondern auf Übernahme und Einfluss, z. B. durch Debt-to-Equity-Swaps, ausgerichtet.

Zu den klassischen Schuldscheinprimärinvestoren zählen neben Geschäftsbanken und Sparkassen auch institutionelle Anleger wie Fonds, Versicherungen und Pensionskassen aus dem In- und Ausland. Mit einem Anteil von 60% sind die internationalen Investoren inzwischen in der Mehrheit. Retailinvestoren sind aufgrund der hohen Mindestsummen von EUR 500.000 nicht im Anlegerkreis zu finden.

Die Entwicklung des Schuldscheinmarktes seit 2004

Der Schuldscheinmarkt ist über die vergangenen Jahre stetig gewachsen und erreichte allein im Jahr 2019 ein geschätztes Neuvolumen von 27 Mrd. EUR (+16% ggü. dem Vorjahr) und ein geschätztes Gesamtvolumen von inzwischen ca. EUR 200 Mrd.



Quelle: Scope Ratings, One Square-Analyse

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. Daraus resultiert, dass sich die Volumina der Neuemissionen in den letzten Jahren massiv verändert haben. Während der Markt bis 2015 überwiegend durch hohe Volumina im dreistelligen Millionenbereich sowie lange Laufzeiten (> 5 Jahre) geprägt war, sind heute vielfach kleinere Volumina, auch unter EUR 100 Millionen, und kürzere Laufzeiten zu beobachten.

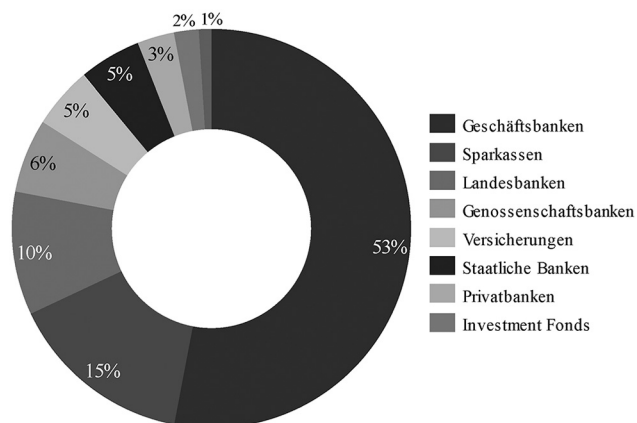
Da eine Börsennotierung nicht erfolgt, besteht weder eine Prospektspflicht noch kapitalmarktrechtliche Transparenz und Offenlegungspflichten und auch externe Ratings weisen inzwischen nur noch etwa 25% bis 30% der Emittenten auf.

Im Outlook für 2020 erwartet Scope, dass die Verlangsamung der globalen Wirtschaft Auswirkungen auf den Schuldscheinmarkt haben wird (Reduzierung des Emissionsvolumens auf 20 bis 25 Mrd. EUR). Der vorübergehende Boom wäre damit vorläufig angehalten. Besonders Emittenten aus zyklischen und wirtschaftlich sensiblen Wirtschaftszweigen dürften von dieser Entwicklung betroffen sein, so dass Investoren reservierter auftreten und höhere Margen verlangen werden.

Die Verbreitung des Corona Virus mit der Gefahr einer Pandemie, den heute schon massiven Auswirkungen auf die globalen Lieferketten, insbesondere auf die Automobilindustrie,

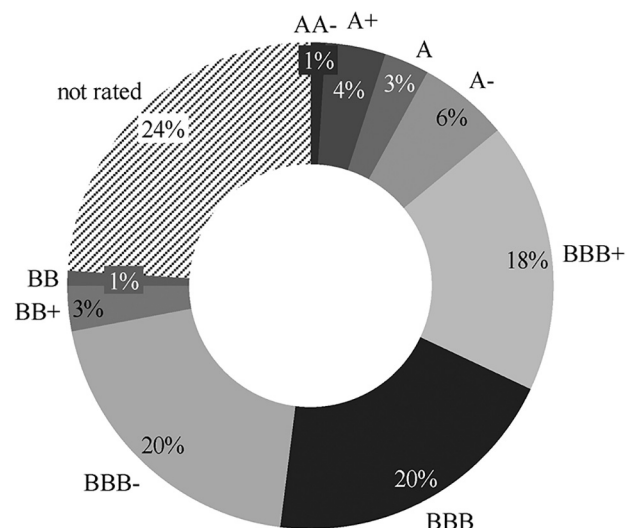
den wirtschaftlichen Folgen für China und die internationalen Absatz- und Liefermärkte sowie die Verwerfungen an den Finanzmärkten werden dazu beitragen, dass die Restrukturierungsfälle insgesamt und die Schuldscheinemittenten im Besonderen steigen werden.

Die Schwierigkeiten bei dem Automobilzulieferer Leoni, der 2020 Schuldscheine über 200 Mio. EUR zurückzahlen muss sowie die Insolvenz von Gerry Weber Anfang 2019 sorgte für Verstimmung am Schuldscheinmarkt.



Banken und Sparkassen prägen die Investorenlandschaft, aber auch ausländische Investoren engagiert

Die Nachfrage wird allerdings zunehmend internationaler. Der Anteil ausländischer Investoren ist in den letzten Jahren auf über 60% des in Deutschland emittierten Schuldscheinvolumens angestiegen. Das Emittentenuniversum ist breit über verschiedene Branchen diversifiziert und hauptsächlich durch mittelständische Unternehmen geprägt



In Deutschland nutzen viele kleine lokale Banken ohne sonstige Beziehung zum Emittenten den Schuldschein als Treasury-Tool für ihre Geldanlage und als Ersatz für eigenes Aktivgeschäft.

Dabei wird häufig keine eigene detaillierte Kreditanalyse durchgeführt und auf die Sorgfaltspflicht und Kreditanalyse der emittierenden Landesbank vertraut. Traditionell weist die überwiegende Anzahl an Schuldschein-Transaktionen ein Rating im Investment Grade aus, ca. 70% der Transaktionen sind BBB- oder besser gerated. Allerdings verwässert die Anzahl

von nicht bewerteten (not rated) Kleinemittenten und Sub-Investment Grade Emissionen das Investment Grade-Profil des Schuldscheins erheblich.

Zudem wird das Risiko häufig zu positiv bewertet und damit falsch bepreist, was den Schuldschein zu einer attraktiven Finanzierungsquelle für Unternehmen macht.

Angesichts der Kombination eines höchst Emittenten freundlichen Finanzierungsinstruments, fehlender Markt- und Transparenzstandards sowie eines mittelfristig steigenden Zinsniveaus drängt sich der Vergleich zum zusammengebrochenen Markt für Mittelstandsanleihen auf.

Insgesamt kann der Schuldscheinmarkt als ein eigenes Universum bezeichnet werden, das relativ unabhängig von der Preisgestaltung und dem relativen Wert in anderen Kreditmärkten ist. Oder wie der Risikovorstand einer großen deutschen Geschäftsbank sagte: „Ein Schönwetterinstrument“

Schuldscheindarlehen in der Restrukturierungspraxis

Der Wind im Schuldscheinmarkt hat sich spürbar gedreht und das Klima ist rauer geworden. Die Anzahl an Restrukturierungen von Schuldscheindarlehen hat in den Jahren 2018 und 2019 ein Rekordniveau erreicht (u. a. IFA Rotorion, Gerry Weber International, Euromicron, Leoni). Ein konjunktureller Abschwung und verschärfte Refinanzierungsbedingungen dürften zu einem Anstieg der Zahl der Insolvenzen und Restrukturierungen führen, insbesondere bei kleineren, weniger diversifizierten Marktteilnehmern.

















Das deutsche Recht bietet derzeit keine gangbare Perspektive für eine ausserinsolvenzliche Restrukturierung von Schuldscheindarlehen. Wie oben beschrieben, handelt es sich trotz ihrer anleiheähnlichen Konzeption 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. Aufgrund der individuellen Kündigungsrechte besteht daher ein gesteigertes Insolvenzrisiko.

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.

Besonders gefährlich wird dieser Eigentümerwechsel für Unternehmen, deren Aktien börsennotiert sind. Die Käufer verbinden ihr Engagement in Schuldscheinen häufig mit einer Shortposition in der Aktie und sind somit nicht nur gegen Verluste gesichert, sondern profitieren maßgeblich von einem Kursabsturz in der Insolvenz, die sie durch die Verhinderung einer konsensualen Restrukturierung selbst auslösen können. Diese Strategien waren im deutschen Markt bereits mehrfach zu beobachten und haben i.d.R. zur Insolvenz des Emittenten geführt.

Emittent	Land	Volumen	Emission	Industrie	Anmerkung
IFA Rotorion	 DE	€ 140 Mio.	2016	Automotive	Restrukturierung (Feb. 2019 – Mar. 2022)
Gerry Weber	 DE	€ 55 Mio./€ 140 Mio.	2013/2015	Retail	Default (Jan. 2020)
Nanogate	 DE	€ 50 Mio.	2018	Technology	Covenant waive (Dez. 2019)
Folli Follie	 GR	€ 51 Mio.	2016	Retail	Restrukturierung (Jan.-Dez. 2019)
Sanochemia	 AT	€ 7 Mio.	2016	Healthcare	Default (Dez. 2019)
Euromicron	 DE	€ 20 Mio.	2014	Electronics	Default (Dez. 2019)
Leoni	 DE	€ 874 Mio.*	2012–2018*	Automotive	IDW S6 und Rekapitalisierungsbedarf (Dez. 2019)
Schletter	 DE	€ 28 Mio.	2011	Manufacturing	In-Court Restrukturierung (Mär. – Jun. 2018)
Steinhoff	 AT	€ 730 Mio.	2015	Retail	Restrukturierung (2018–19)
Schaltbau	 DE	€ 70 Mio.	2015	Manufacturing	Rekapitalisierung (2018)
Carillion	 GB	£131 Mio.	2017	Business Services	Default und Liquidation (2018)
Aryzta	 CH	€ 386 Mio.	2016	Food	Rekapitalisierung (2018)
Kier	 GB	£ 81 Mio.	2016	Business Services	Rekapitalisierung (2018)
Scholz Holding	 DE	€ 480 Mio.	2006–2008	Recycling	Selektiver Default (2016)
Premier Oil	 GB	\$ 130 Mio.	2013	Energy	Selektiver Default (2016)
Tom Tailor	 DE	€ 80 Mio.	2013	Retail	Covenant Reset (2016)

Quelle: Bloomberg, Scope Ratings, One Square Analyse, *Betrifft die Schuldscheine von 2012 (€ 250 Mio.), 2013 (€ 25 Mio.), 2014 (€ 45 Mio.), 2015 (€ 223 Mio.) und 2018 (€ 331 Mio.)

Die bisher übliche Praxis, wie z. B. bei Steinhoff, eine Sitzverlagerung der Emittentin nach UK, um das dortige Regime des Scheme of Arrangement mit der Möglichkeit von Mehrheitsentscheidungen zu nutzen, wird in der Zukunft massiv an Bedeutung verlieren. Neben hohen Kosten und der Schwierigkeit, einen operativen Betrieb tatsächlich zu verlagern, hat der Brexit sein Übriges getan, dieses Restrukturierungsmodell langfristig in das Regal der Bedeutungslosigkeit zu stellen.

In diesem Zusammenhang positionieren sich andere Länder, wie z. B. die Niederlande, durchaus offensiv als Alternative.

Offen ist nach wie vor, ob das vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren Hilfe bringt. Die Umsetzung der EU-Richtlinie in deutsches Recht ist nach wie vor nicht abgeschlossen und wesentliche Fragen sind noch ungeklärt.

Perspektiven für die Restrukturierungspraxis

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

Es gab und gibt Bestrebungen, die Vertragsdokumentation von Schuldscheindarlehen zu vereinheitlichen und an die LMA Standards angelehnte Regelungen zu definieren. In verschiedenen Arbeitsgruppen hat man sich mit dem Argument, „den Charakter des Instruments erhalten zu wollen“, dagegen entschieden, Restrukturierungsmaßnahmen durch Mehrheitsbeschluss in die künftige Standarddokumentation aufzunehmen.

Im Rahmen der Digitalisierungsbemühungen der großen Emissionshäuser, insbesondere der Landesbanken, sind inzwischen eine Reihe von Emissions- und Handelsplattformen an den Markt gegangen, die das Problem erkannt haben und zukünftig auch die Vertretung der Schuldscheininvestoren in Restrukturierungssituationen als Teil ihres Service-Angebotes erwägen. Bei den ausstehenden Emissionen werden diese Bemühungen allerdings nicht helfen.

Fallstudie Gerry Weber

Kurz- und mittelfristig sind Lösungen nur durch frühzeitige Einbindung der Investoren, das Zusammenhalten der Gläubigerstruktur und die Einbindung von Investoren, die bereit sind, „Abweichler“ herauszukaufen, zu erreichen. Dies zeigen auch die Erfahrungen aus der Restrukturierung von Gerry Weber.

Die schlechte operative Performance im Geschäftsjahr 2018 ließ dem Unternehmen nicht ausreichend Liquidität zur Verfügung, um Anfang November 2018 die Fälligkeiten der Schuldscheindarlehen in Höhe von 31 Mio. EUR von insgesamt 195 Mio. EUR ausstehenden Schuldscheinen zu tilgen. Die insgesamt ca. 120 SSD-Darlehensgeber, davon 48 mit November 2018 Fälligkeit, setzten sich überwiegend aus Sparkassen und Genossenschaftsbanken zusammen, oft mit kleinen 500.000 EUR Beständen.

Die intensive Kommunikation mit und Organisation der Darlehensgeber sowie der Gründung eines Ad-hoc Komitee der langfristigen Finanzierer zur direkten Verhandlung mit der Gesellschaft ermöglichte zunächst eine 100%-ige Zustimmung zu einer Stundung der fälligen Verbindlichkeiten. Allerdings gab es eine kleine Gruppe von Schuldscheininvestoren, die eine sogenannte Hold-out-Strategie verfolgten, sich jeder konstruktiven Kommunikation versagten und eine Rückzahlung zu par verlangten.

Mit entsprechender politischer Unterstützung konnten diese „Abweichler“ überzeugt werden, ihre Positionen zu angemessenen Preisen zu verkaufen. Dies wurde möglich durch die Unterstützung von Investoren, die die Positionen der exitwilligen Schuldscheinhalter übernahmen.

Problematisch, aber lösbar waren die Einigung über ein zukünftiges Besicherungskonzept und die Verteilung der Sicherheiten zwischen den beteiligten Finanzierungspartnern. Am Ende scheiterte die konsensuale Restrukturierung an einer Einigung mit den Kontokorrentbanken, die nicht bereit waren, die notwendigen KK-Linien bereit zu stellen.

Gerry Weber wurde nun im Rahmen eines Insolvenzplans restrukturiert, der von den Investoren, die auch während des

Prozesses unterstützt hatten, finanziert wird. Dabei wurde den Schuldscheingläubigern eine Möglichkeit zur Wertaufholung angeboten, in dem sie ihre Forderungen in eine Anleihe oder eine Wandelanleihe tauschen. One Square hatte während des Insolvenzplanverfahrens für die Schuldscheininhaber als gemeinsamer Vertreter agiert, und wird diese Rolle nun auch für die Anleiheinvestoren wahrnehmen.

Die wichtigsten Lehren aus der Gerry Weber Restrukturierungen sind

1. Frühzeitige und klare Kommunikation mit den Schuldscheininvestoren, um die Anzahl der „Abweichler“, die eine hold-out Strategie verfolgen, zu minimieren und die Gruppe zusammenzuhalten;
2. Entwicklung eines alternativen „Cram-down“ Mechanismus (z. B. COMI Shift), um 100% Zustimmungserfordernis zu vermeiden;
3. Herauskaufen von Schuldscheininvestoren zu realistischen Marktpreisen und Etablierung eines angemessenen Preisniveaus;
4. Politischer Druck auf höchstem Level (Landesbank Vorstand, Politik, Gewerkschaften, ...), um kleinere lokale Banken für eine konsensuale Restrukturierung zu gewinnen
5. Vorbereitung eines Insolvenzplans, sofern konsensuale Restrukturierung scheitert

Fazit

Kurz- und mittelfristig wird es notwendig sein, sehr frühzeitig seitens der Emittentin eine konstruktive Gesprächsschiene zu allen Schuldscheininvestoren aufzubauen und einen unabhängigen Ansprechpartner für die Schuldscheininvestoren zu etablieren, der das Vertrauen der Schuldscheininvestoren genießt und ihre Interessen gegenüber der Emittentin und den anderen Gläubigern vertritt. Ebenso wichtig ist es, finanzielle Unterstützung von dritter Seite zu erhalten, die es ermöglicht, nicht zustimmungswillige Schuldscheininvestoren zu angemessenen Preisen abzulösen.

Langfristig sehen wir in Anlehnung an das Schuldverschreibungsgesetz 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 kann 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 Schuldscheindarlehen Gläubiger 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.