

Refinanzierung von Mittelstandsanleihen

Oder wie mit Hilfe des Gesetzes Platzierungsrisiken und -provisionen vermieden werden können



Ingo Wegerich
Partner bei Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH



André Röhrle
Rechtsanwalt bei Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

In den Jahren 2017 bis 2019 werden geschätzt 100 Mittelstandsanleihen in einem Emissionsvolumen von ca. 5 Mrd. Euro fällig. Experten sprechen hier von der sogenannten Maturity Wall oder auch der Wall of Debt.

Für die betroffenen Unternehmen gibt es unterschiedliche Möglichkeiten, die Anleihe zu refinanzieren, wie beispielsweise eine Finanzierung über Bankkredite oder auch über Schuldscheindarlehen. In der bisherigen Praxis war jedoch in einer Vielzahl von Fällen das Refinanzierungsinstrument erneut eine Anleihe. Der folgende Beitrag setzt sich ausschließlich hiermit auseinander.

Grundsätzlich kommen zwei Arten der Refinanzierung in Betracht – die Refinanzierung nach dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) und außerhalb des SchVG. Außerhalb des SchVG kommen für die Refinanzierung der Anleihe beispielsweise ein Rückkauf, eine Folgeemission oder eine Folgeemission mit Umtauschangebot in Betracht. Ein Rückkauf von Anleihen macht insbesondere dann Sinn, wenn die Anleihe deutlich unter dem Nennbetrag steht und der Emittent diese dann erheblich günstiger zurückerwerben kann. Rückkaufprogramme wurden beispielsweise von BDT und Travel24 aufgelegt. Bei dem Rückkauf von Anleihen ist jedoch zu

*Rückkauf
von Anleihen
macht Sinn,
wenn die
Anleihe
deutlich
unter dem
Nennbetrag
steht*

beachten, dass die Stimmrechte für die Schuldverschreibungen, die dem Emittenten zustehen, ruhen. Dies würde dann relevant, wenn nach einem Rückkauf eine Abstimmung nach dem SchVG durchgeführt würde.

Im derzeit schwierigen Marktumfeld – das insbesondere auch durch viele Ausfälle geprägt ist, so haben mehr als 30 Emittenten bisher Insolvenzantrag stellen müssen; das ausgefallene Volumen liegt bei über 1,6 Mrd. Euro und dürfte bei insgesamt 20% aller Emissionen liegen – sind Folgeemissionen nur bei solchen Emittenten wirklich erfolgreich, die ein sehr gutes Standing im Markt haben. So konnte beispielsweise Karlsberg dieses Jahr eine Folgeanleihe mit deutlich niedrigerem Kupon als die Erstanleihe voll platzieren. Das Angebot war stark überzeichnet. Beispiele wie etwa Joh. Friedrich Behrens und Deutsche Rohstoff zeigen jedoch, dass es deutlich schwerer wird, Folgeemissionen erfolgreich voll zu platzieren. Beide Emittenten konnten eine Folgeanleihe verbunden mit einem Umtauschangebot nicht voll platzieren, obwohl die Folgeanleihen jeweils deutlich mehr Covenants als die Erstanleihen hatten.

Als Alternative zu einer Folgeemission besteht für Emittenten die Möglichkeit, die Anleihe nach dem SchVG

zu refinanzieren. Das SchVG bietet die Möglichkeit – sofern die Anleihebedingungen dies vorsehen –, die Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger weitreichend anzupassen. Hier kommen in der Praxis insbesondere eine Verlängerung der Laufzeit, eine Anpassung oder Stundung der Zinsen, ein Haircut (Verringerung der Hauptforderung) oder auch ein Debt-Equity-Swap in Betracht.

Die Anpassungen sind für alle Gläubiger bindend, selbst wenn sie nicht an der Abstimmung teilgenommen haben. Voraussetzung für die Anpassung der Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger ist, dass bestimmte Quoren erreicht werden. So ist für die Beschlussfähigkeit der Gläubigerversammlung notwendig, dass 50% der ausstehenden Schuldverschreibungen bei der Gläubigerversammlung anwesend sind. Wird dieses Quorum nicht erreicht, kann zu einer zweiten Versammlung eingeladen werden. Hier ist für die vorgenannten Anpassungen eine Beschlussfähigkeit gegeben, wenn 25% der ausstehenden Schuldverschreibungen anwesend sind. Für die Beschlussfassung über die vorgenannten Anpassungen ist zudem eine Mehrheit von 75% der teilnehmenden Stimmen erforderlich (qualifizierte Mehrheit). Im Ergebnis

reicht damit in der zweiten Versammlung bereits die Zustimmung von 18,75 % des Gesamtnennbetrags aus – dies können beispielsweise wenige größere institutionelle Anleiheinvestoren sein, die vorab im Rahmen einer Marktsondierung – unter Berücksichtigung der Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung – angesprochen worden sind.

Zahlreiche Emittenten haben dieses Jahr erfolgreich ihre Anleihe nach dem SchVG refinanziert. So haben Eno Energy und die Ekosem-Agrar ihre Anleihen mittels des SchVG um zwei bzw. vier Jahre verlängert. Karlie hat seine Anleihe um drei Jahre verlängert und zudem den Kupon senken können. Im Ergebnis ist eine Refinanzierung nach dem SchVG beispielsweise durch Laufzeitverlängerung insbesondere für die Unternehmen eine Option, die sich wenig Chancen ausrechnen, eine Folgeanleihe erfolgreich platzieren zu können.

Für diese Unternehmen hat jedoch eine Refinanzierung nach dem SchVG ganz erhebliche Vorteile: Zum einen spart sich das Unternehmen die Platzierungsprovision der Bank, die mit 3 bis 4 % des Gesamtnennbetrags den mit Abstand größten Kostenfaktor darstellt. Zum anderen besteht kein sogenanntes Platzierungsrisiko – zu einer Verlängerung der Laufzeit der Anleihe und damit Vollplatzierung reichen hier lediglich 18,75 % des Gesamtnennbetrags – statt der bei einer Folgeemission erforderlichen 100 % für eine Vollplatzierung. Darüber hinaus ist hier ein nahtloser Übergang der Finanzierung gewährleistet. Dem gegenüber stehen Abstimmungsrisiken; zudem muss sich das Unternehmen mit den Gläubigern auseinandersetzen. Hier ist es notwendig, die Anleihegläubiger zu überzeugen, beispielsweise durch Stellung von Sicherheiten und Covenants oder durch Zahlung einer Verlängerungsprämie. Entsprechende Mehrheiten lassen sich jedoch nur gewinnen, wenn das Unternehmen insgesamt ein schlüssiges und plausibles Refinanzierungskonzept für die Zukunft vorweisen kann und mit den Anleihegläubigern offen und transparent kommuniziert.

Refinanzierung nach SchVG bringt erhebliche Vorteile: Sie spart Platzierungsprovision und es gibt kein Platzierungsrisiko

