

Euler Hermes Rating - Special Comment

Gläubigerschutzrechte bei Mittelstandsanleihen

05. April 2013



EULER HERMES

Seit Mai 2011 wurden mehr als 60 Anleihen durch mittelständische Unternehmen emittiert. In den meisten Fällen wurde ein Emittentenrating erstellt, die Anleihen selbst wurden i.d.R. nicht geratet. Welche Bedeutung Gläubigerschutzrechte in Anleihebedingungen haben, soll im folgenden Special Comment aufgezeigt werden.

Höhere Rendite ist gleichbedeutend mit höherem Risiko und umgekehrt. Dieses ungeschriebene Gesetz spiegelt sich entweder in der Höhe der Rendite oder im Handelskurs wider. Aber genau dieser Zusammenhang wird am Markt für Mittelstandsanleihen häufig nicht deutlich. Viele Unternehmen emittieren Anleihen, ohne ein spezielles Emissionsrating zu beauftragen. In der Regel wird nur ein Emittentenrating veröffentlicht. Kann auf dieser Basis das Risiko von den Anlegern ausreichend bewertet werden?

In unserer Studie haben wir untersucht, in wie weit das Risiko der Emission von der Risikoaussage des Emittentenratings abweicht. Dazu wurden die bis zum Stichtag 3. Dezember 2012 an den Börsensegmenten BondM (Börse Stuttgart), Entry Standard (Börse Frankfurt), der mittelstandsmarkt (Börse Düsseldorf) und m:access (Börse München) emittierten Mittelstandsanleihen (insgesamt 61) anhand der Wertpapierprospekte zu den jeweiligen Emissionen sowie der letzten (Konzern-)Jahresabschlüsse der Emittenten - untersucht.

Wir haben die jeweiligen Anleihebedingungen analysiert und hinsichtlich des Gläubigerschutzes bewertet. Im Ergebnis sind bis auf sechs Anleihen alle übrigen Emissionen effektiv oder strukturell im Nachrang zu den übrigen Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens. Ferner haben wir die dadurch zu erwartenden Erlöse aus einer möglichen Verwertung im Insolvenzfall (Recovery) untersucht. In mehr als 60% aller Fälle würde der Anleihegläubiger nichts, in 17% weniger als 10% seines Anleihekaptals zurückbekommen.

Die Anleihebedingungen, insbesondere die Gläubigerschutzklauseln, sollen die Gläubiger vor Vermögensverlusten schützen. Die wichtigsten Gläubigerschutzrechte werden im Folgenden erläutert und in Bezug auf die Mittelstandsanleihen ausgewertet.

Anleger haben häufig wenig Kenntnisse in Bezug auf die Interpretation und Wirkung der gängigen Klauseln. Umso wichtiger erscheint es, dass hier eine Transparenz geschaffen wird und eine unabhängige Bewertung der Anleihebedingungen, z.B. durch ein Rating der Emission selbst, erfolgt. Dabei können die wichtigsten Gläubigerschutzklauseln in vier Kategorien unterteilt werden: Finanzkennzahlen (Financial Covenants), Kündigungsrechte (Events of Default), Verpflichtungserklärungen (z.B. Negativerklärung) und Sicherheiten.

Ausgewählte Anleihebedingungen aus den jeweiligen Kategorien

Finanzkennzahlen

- Eigenkapitalquote
- Verschuldungskennzahlen
- Kapitaldienstdeckungsgrad

Kündigungsrechte

- ordentliche Kündigung durch den Emittenten
- ordentliche Kündigung durch den Gläubiger
- außerordentliche Kündigung durch den Gläubiger aus wichtigem Grund (Verzug, Insolvenz, Liquidation und ähnliche Tatbestände)
- Drittverzugs Klausel (Cross Default)
- Kontrollwechsel (Change of Control)

Verpflichtungserklärungen in Bezug auf die Beschränkung der

- Stellung von Sicherheiten zu Gunsten Dritter
- Aufnahme weiterer Finanzverbindlichkeiten
- Veräußerung von Anlagevermögen
- Ausschüttungen an die Gesellschafter

Übliche Sicherungsrechte

- Grundschuld
- Sicherungsübereignung
- Zession
- Kontoverpfändung
- Garantie

Financial Covenants

Financial Covenants und daraus ableitbare außerordentliche Kündigungsrechte (Events of Default) werden von den mittelständischen Emittenten bis auf wenige Ausnahmen nicht verwendet. Die Kontrolle von vereinbarten Finanzkennzahlen macht einen detaillierten Einblick in die wirtschaftlichen Verhältnisse erforderlich und setzt entsprechende Kenntnisse des Anlegers voraus. Financial Covenants sind wirksame Mittel, um dem Gläubigerschutz Rechnung zu tragen. Durch das Festlegen einer Mindesteigenkapitalquote oder einer maximalen Verschuldung bzw. Mindestkapitaldienstdeckungsgraden kann sichergestellt werden, dass der Emittent sich nur in dem Maße verschuldet, als wie es durch die Kennzahlen zugelassen wird. Da Kennzahlen relativ sind, passen sich die absoluten Werte für z. B. die maximale Verschuldung der Entwicklung von Kapitalstruktur und Ertragskraft an und der betriebswirtschaftliche Spielraum entsprechend erhöht. Im Gegenzug erhalten die Gläubiger eine Möglichkeit zur frühzeitigen Reaktion, wenn die vereinbarten Grenzen der Financial Covenants nicht mehr eingehalten werden und sich die wirtschaftliche Lage des Unternehmens verschlechtert hat. In vielen Kreditverträgen von Kreditinstituten haben die Financial Covenants als ein Steuerungsinstrument Einzug gehalten. Für die Anleihegläubiger bedeutet dies, dass sie schlechter gestellt werden, wenn keine bzw. schwächere Covenants und keine Drittverzugsklausel (siehe weiter unten) vereinbart sind. Im Falle eines Covenant-Bruchs haben die Banken unter Umständen bereits einen Kündigungsgrund und können aus der Veräußerung von Vermögen befriedigt werden. Der Anleihegläubiger hingegen hat in diesem Fall noch keine Reaktionsmöglichkeit.

Von den analysierten Emissionen wurden lediglich in vier Fällen Finanzkennzahlen vereinbart, wobei nicht immer das Recht zur außerordentlichen Kündigung berücksichtigt war. In einem Fall hatte ein möglicher Covenant-Bruch lediglich Auswirkung auf die erlaubte Ausschüttung von Jahresergebnissen an die Gesellschafter. Bei den vier Anleihen wurde eine Mindesteigenkapitalquote von im Schnitt 20 % - 25 % als Covenant festgelegt. Bei einer Anleihe wurde zusätzlich eine Verschuldungsobergrenze definiert.

Kündigungsrechte

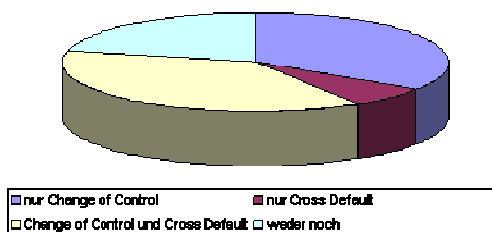
Für den Gläubigerschutz sind weiterhin Kündigungsrechte wichtige Klauseln. Es ist fast selbstverständlich, dass den Gläubigern im Falle des Verzuges, der Zahlungsunfähigkeit bzw. Insolvenz oder der Geschäftsaufgabe bzw. Liquidation ein außerordentliches Kündigungsrecht zusteht. Allerdings wäre in diesen Fällen nur bei einer geringen Anzahl der Mittelstandsanleihen damit zu rechnen, dass der Gläubiger noch Befriedigung seiner Ansprüche aus der Masse findet. Bemerkenswert in diesem Zusammenhang ist, dass in drei Einzelfällen kein außerordentliches Kündigungsrecht für den Fall des Verzuges in den Anleihebedingungen verankert ist.

Neben der als selbstverständlich anzusehenden Klauseln zur außerordentlichen Kündigung werden typischerweise auch die Drittverzugsklausel (Cross Default) und die sogenannte Change of Control-Klausel (Kontrollwechsel) in Anleihebedingungen verwendet. Beide Klauseln räumen dem Anleihegläubiger außerordentliche Kündigungsrechte ein, die greifen, bevor der Emittent bezüglich seiner Verpflichtungen aus dieser Emission in Verzug gerät oder sich die Gesellschafterverhältnisse wesentlich verändern. Die Drittverzugsklausel gibt dem Gläubiger die Möglichkeit zur Kündigung, sobald der Emittent einer Forderung aus einer Finanzverbindlichkeit eines dritten Gläubigers nicht fristgerecht nachkommt. Die Ausgestaltung der Klausel sieht dabei regelmäßig Einschränkungen vor, in denen die Klausel nur für Finanzverbindlichkeiten ab einer bestimmten Größenordnung wirksam ist. Allerdings wirkt der Cross Default in der Regel auch erst, wenn sich das emittierende Unternehmen bereits in einer wirtschaftlichen Schieflage befindet, was wiederum die vollständige Befriedigung der Forderungen in Frage stellt. Bei der Change of Control-Klausel wird dem Gläubiger ein Kündigungsrecht für den Fall eingeräumt, dass sich die Mehrheitsverhältnisse oder Entscheidungsbefugnisse im Unternehmen verändern. Diese Klausel ist insbesondere bei familiengeführten Gesellschaften oder Tochtergesellschaften von Konzernen bedeutsam. Gerade im Mittelstand kommt der Erfahrung bzw. der Unterstützung durch die Gesellschafter eine große Bedeutung für den wirtschaftlichen Erfolg zu.

Bei weiteren Fragen wenden Sie sich bitte an die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, erreichbar unter Tel.: 040 8834 640 oder senden sie eine Email an info@eulerhermes-rating.com

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Von den Mittelstandsanleihen sind 23 mit Change of Control- und Drittverzugsklausel, 21 nur mit Change of Control-Klausel und vier nur mit Drittverzugsklausel ausgestattet. Bei 13 Anleihen wurden beide Rechte den Gläubigern nicht eingeräumt.



Neben den außerordentlichen Kündigungsmöglichkeiten gibt es in den Anleihebedingungen auch regelmäßig ordentliche Kündigungsrechte, die – bis auf eine Ausnahme – nur dem Emittenten zustehen. Bei der ordentlichen Kündigung erhält der Gläubiger sein eingesetztes Kapital oft auch mit einem kleinen Aufschlag von bis zu drei Prozent vorzeitig zurück. Weiterhin räumen sich viele Emittenten bedingte Kündigungsrechte ein, die dann, wenn eine Änderung der Steuergesetze zu einer Steuerbelastung aufgrund der Anleihe führen würde, zum Tragen kommen. Hier wird in der Regel kein Aufschlag auf den Rückzahlungsbetrag für die Gläubiger gewährt. Bei 17 Emissionen wurden keine Kündigungsrechte für den Emittenten gewährt – wohl aber die Möglichkeit, Anleihen am Markt zurückzukaufen und diese dann ggf. zu entwerten. Der Gläubigerschutz ist von den ordentlichen Kündigungsrechten nicht unbedingt geschwächt, da der Emittent eine Anleihe nur dann freiwillig kündigen wird, wenn er auch den entsprechenden Kapitaldienst erbringen kann. Allerdings besteht das Risiko das der Gläubigers sein Kapital am Kapitalmarkt nur zu ungünstigeren Konditionen wieder anlegen kann, wodurch seine ursprünglich erwartete Rendite für den Anlagezeitraum geringer ausfallen könnte.

Verpflichtungserklärungen

Im Hinblick auf den Gläubigerschutz sind außerdem die Verpflichtungserklärungen von besonderer Bedeutung. Verpflichtungserklärungen schützen das Vermögen des Gläubigers dahingehend, dass eine solche Erklärung die

Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten, das Verfügungen über Vermögensgegenstände oder Ausschüttungen an die Gesellschafter eingeschränkt. Verpflichtungserklärungen sollen das eingesetzte Kapital der Gläubiger bereits schützen, bevor ein außerordentliches Ereignis eingetreten ist.

Durch die Einschränkung der Aufnahme weiterer Verbindlichkeiten (Negativklärung) wird sichergestellt, dass die Verschuldung nicht über das bekannte Maß steigt und im Ausfallszenario die Insolvenzmasse auf weitere Gläubiger verteilt werden muss. Die zu erwartende Befriedigungsquote würde entsprechend sinken. In den Anleihebedingungen der Mittelstandsanleihen ist nur in einem Fall die Aufnahme weiterer Kapitalmarktverbindlichkeiten eingeschränkt. Die Aufnahme weiterer Finanzverbindlichkeiten, wie beispielsweise Bankdarlehen, sind ausnahmslos möglich.

Weiterhin ist in diesem Zusammenhang wichtig, dass zukünftige Gläubiger nicht durch Sicherungsrechte besser gestellt werden. Einerseits stehen diese Forderungen dann effektiv im Rang vor der Anleihe und andererseits stehen die begebenen Sicherheiten nicht der Masse zur Befriedigung der unbesicherten Gläubiger zur Verfügung. Die meisten (49 von 61) Anleihen weisen hierzu Einschränkungen für Kapitalmarktverbindlichkeiten auf, besicherte Bankdarlehen können, bis auf zwei Ausnahmefälle, uneingeschränkt aufgenommen werden. Über die Negativklärungen kann auch die Veräußerung von Anlagevermögen eingeschränkt werden. In vier Anleihebedingungen sind entsprechende Klauseln enthalten. Das Veräußerungsverbot verhindert, dass Anlagevermögen verkauft und damit dem Zugriff der Gläubiger entzogen wird.

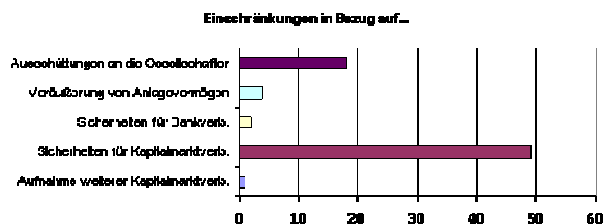
Insgesamt werden Anleihegläubiger von Mittelstandsanleihen nur unzureichend davor geschützt, dass sich die Deckungsmasse zur Befriedigung der Anleihegläubiger durch zusätzliche Verschuldung oder Verfügung über Vermögensgegenstände reduziert.

Ferner müssten die Ausschüttung von Jahresüberschüssen, die Rückführung von Gesellschafterdarlehen und ähnliche Vorgänge im Interesse der Anleger eingeschränkt sein.

Bei weiteren Fragen wenden Sie sich bitte an die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, erreichbar unter Tel.: 040 8834 640 oder senden sie eine Email an info@eulerhermes-rating.com

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Die Thesaurierung von Jahresüberschüssen stärkt die Eigenkapitalbasis und die liquiden Mittel des Emittenten. Außerdem spiegelt dieses ein gewisses Vertrauen in das Unternehmen seitens des Gesellschafters wider. Entsprechende Klauseln, die die Ausschüttung zumindest zum Teil einschränken, sind allerdings nur in 18 der analysierten Anleihebedingungen enthalten.



Sicherheiten

Das effektivste Mittel zum Gläubigerschutz wäre die Gewährung von Sicherheiten, aus deren Verwertungserlösen beim Ausfall des Emittenten die Rückführung der Anleihe erfolgen kann. In der Regel sind die emittierten Unternehmensanleihen unbesichert und stehen entsprechend mit allen anderen unbesicherten Forderungen im gleichen Rang. Die Mittelstandsanleihen sind in vier Fällen durch Garantien der Mutter- bzw. von Konzern(tochter)gesellschaften besichert. Wie werthaltig diese Garantien sind, hängt von der Bonität der Garantin ab, was zu untersuchen wäre. Einer der Emittenten hat den Gläubigern ein sogenanntes Debt Service Reserve Account eingerichtet. Hier werden Reserven für den Kapitaldienst über die Laufzeit angespart, so dass sich bei Fälligkeit der Anleihe oder auch bei einem Ausfall des Emittenten die Deckungsmasse erhöht. Eine andere Anleihe ist durch die Verpfändung von Aktien der Tochtergesellschaften gesichert. Sicherlich wäre auch hier die Werthaltigkeit der Gesellschaftsanteile einer separaten Prüfung zu unterziehen.

Dass die Mehrzahl der Anleihen unbesichert emittiert wird, kann sicherlich auch darauf zurückgeführt werden, dass die Emittenten zusätzlich über Kreditinstitute finanziert sind. Diese werden ihre Forderungen bereits mit den üblichen Sicherheiten (Grundschulden,

Sicherungsübereignung, Zessionen, Kontoverpfändungen) unterlegt haben, so dass das Vermögen nicht zur Sicherung weiterer Verbindlichkeiten frei ist. Weitere Gründe könnten auch Beschränkungen der Sicherheitengewährung sein, etwa durch entsprechende Negativverklärungen gegenüber dritten Gläubigern.

Beurteilung

In den meisten Anleihebedingungen der untersuchten Emissionen wird dem Gläubigerschutz nur unzureichend Rechnung getragen. Die Gläubiger werden nicht ausreichend vor der Aushöhlung des Vermögens des Emittenten geschützt. Zwar haben die Gläubiger außerordentliche Kündigungsrechte, diese greifen allerdings erst, wenn es zum Schutz des Vermögens bereits zu spät sein kann. Es gibt wenige Ausnahmen, in denen die Gläubiger einer Anleihe durch entsprechende Bedingungen und Sicherheiten vor Vermögensverlusten gut geschützt sind.

Die Bedeutung der Gläubigerschutzklauseln kommt insbesondere zum Tragen, wenn der Schuldner seinen Verpflichtungen aus den Anleihebedingungen nicht nachkommt oder zahlungsunfähig wird. Solange der Kapitaldienst für alle Verbindlichkeiten erbracht wird, können aus den Gläubigerschutzklauseln nur wenige zusätzliche Rechte für den Gläubiger abgeleitet werden.

Fazit

Um das Risiko der Kapitalanlage in Mittelstandsanleihen transparent zu machen, sollte die Anleihe selbst einem Rating unterzogen werden. Nur so können die Auswirkungen des Gläubigerschutzes, wie sie in den Anleihebedingungen abgebildet sind, erfasst werden und in der Beurteilung des Risikos der Anlage einfließen.

Ein wesentlicher Aspekt ist jedoch neben der Beurteilung der Anleihebedingungen für den Gläubigerschutz auch die zu erwartende Recovery im Falle eines Ausfalls und in diesem Zusammenhang einer Verwertung der Assets. Dieses Thema werden wir in einem weiteren Special Comment behandeln.

Bei weiteren Fragen wenden Sie sich bitte an die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, erreichbar unter Tel.: 040 8834 640 oder senden sie eine Email an info@eulerhermes-rating.com

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013