



PLATZIERUNG & HANDEL

VON DIETER PAPE,
RATING ANALYST/WIRTSCHAFTS-
PRÜFER, URA RATING AGENTUR

Schuldscheindarlehen

Reif für die Versicherungswirtschaft?

Ist der deutsche Mittelstand stark genug, um künftig mehr Schuldscheindarlehen aus dem „gebundenen Vermögen“ der Versicherungswirtschaft zu erhalten? Früher hieß es, bonitätsstarke Unternehmen des Mittelstandes hätten keine Probleme, ausreichend Kredit zu erhalten...

Jedoch gelten seit Umsetzung von Basel II und insbesondere nach der Finanzmarktkrise neue Regeln der Kreditvergabe von Banken. Dies hat zur Folge, dass nach einer jüngsten OECD-Studie nur das obere Drittel der Banken mit einer hohen Kapitaldecke noch neue Kredite vergibt. Das mittlere und untere Drittel der Banken versuchen dagegen, die Kapitalausstattung zu verbessern, indem sie sich aus dem Kreditgeschäft zurückziehen. (Quelle: Wirtschaftswoche Nr. 5, 27.1.2014). D.h. das Geschäftsmodell der Banken ist unter Druck:

- Die Bürokratie im Kreditprozess steigt,
- höhere Eigenkapital-Unterlegung muss kalkuliert sein,
- geringe Margen bedeuten geringere Risikotoleranz,
- die Personaldecke schrumpft.

Für die kreditsuchenden Unternehmen des Mittelstandes bedeutet dies:

- Die Anforderungen an Eigenkapital und Besicherung steigen,
- der Beleihungsauslauf sinkt,
- die Flexibilität bei der Kreditvergabe sinkt,
- vorhandene Branchenkompetenz weicht der Risikoversorgung der Banken.



Foto: PantherMedia / Günter Slabihoud

Die Versicherungswirtschaft hingegen leidet unter den geringen Zinsen von Staatsanleihen und den fallenden Renditen von Anleihen großer börsennotierter Unternehmen. Ist es richtig, dass für den Deckungsstock nur Unternehmensdarlehen im Investmentgrade nach Ratings der drei großen amerikanischen Ratingagenturen gekauft werden dürfen?

Unkenntnis bzgl. nicht gerateter Titel

Vielen Unternehmern und Marktteilnehmern ist unbekannt, dass Versicherungsgesellschaften auch Schuldscheindarlehen von nicht gerateten Unternehmen erwerben dürfen. Dem Deckungsstock, dem „gebundenen Vermögen“, dürfen Versicherer diese Forderungen einverleiben, sofern die Bonität des Darlehensnehmers gewährleistet ist und der Unternehmenskredit ausreichend besichert wird. Das Unternehmen muss zudem seinen Sitz im EWR oder in einem Vollmitgliedsstaat der OECD haben. Wie die angemessene Bonität und die ausreichende Besicherung festgestellt werden, ergibt sich aus der fünften überarbeiteten Auflage (Stand: Juni 2013) des Papiers des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV). Die „Grundsätze für die Vergabe von Unternehm-

menskkrediten der Versicherungsgesellschaften – Schuldscheindarlehen“ bestimmen die Eignung eines Unternehmensdarlehens als Anlage für das „gebundene Vermögen“ nach ständiger Aufsichtspraxis der BaFin. Wichtigste Voraussetzung ist die Einhaltung der Kennzahlen, wie sie in diesen Grundsätzen als Schwellenwerte definiert sind. Die im Rahmen der 4. Auflage 2006 gemeinsam von führenden Banken der Versicherungswirtschaft entwickelten und von Wirtschaftswissenschaftlern validierten, modifizierten Kennzahlen haben sich nach Aussage des GDV bewährt. Bei der aktuellen Überarbeitung der Grundsätze 2013 wurde insbesondere berücksichtigt, dass im Rahmen einer Sonderquote Schuldscheindarlehen auch dann für das Sicherungsvermögen geeignet sind, wenn die Bonitätsvoraussetzungen und Finanzkennzahlen zwar grundsätzlich erfüllt, die Kennzahlen aber nicht ausdrücklich vertraglich für die Darlehenslaufzeit in Covenants vereinbart werden.

Diese Grundsätze finden bei nicht gerateten Unternehmen Anwendung, bei denen die Einschätzung der Bonität durch das Versicherungsunternehmen selbst vorgenommen werden muss. Die geforderten Finanzrelationen orientieren sich an den zum Erhalt eines „Investmentgrade“ erforderlichen Ratios der Ratingagenturen. Schuldscheindarlehen von Versicherern sind somit an anspruchsvolle Voraussetzungen geknüpft und kommen unverändert nur für bonitätsstarke Unternehmen in Betracht.

Für Versicherer als Finanzinvestoren sind Schuldscheindarlehen spätestens seit der Überarbeitung der Grundsätze im Jahr 2006 eine interessante Möglichkeit zur Diversifizierung ihrer Anlageportfolios. So ermöglichen Schuldscheindarlehen den wichtigen Zugang zum Marktsegment des gehobenen deutschen Mittelstandes im kapitalnahen Bereich, das über Anleihen und Aktien nicht erreichbar ist.

Interesse und die Nachfrage wären da

Wissen die Unternehmer davon? Spricht man das Thema an, wird man auf Volumensgrößen von 50 Mio. EUR und mehr verwiesen, die Mittelständler nur selten benötigen. Schuldscheindarlehen also nur ein Instrument für die oberen Tausend? Aktuell formieren sich Schuldscheindarlehen-Funds, in die auch die

s. **33**

SIND SIE EIN HAMSTER ODER SIND SIE EIN ADLER?



**m:access bonds –
Ihr Weg zur Mittelstandsanleihe!**

Für Unternehmer mit Weitblick...

m:access befreit erfolgreiche Unternehmer aus dem Hamsterrad des täglichen Business. Werden Sie mit m:access, dem Mittelstandssegment der Börse München, zum Adler. Wir geben Ihnen neue Perspektiven für mehr unternehmerischen Gestaltungsraum.

Jetzt sofort Infos einholen unter:
www.maccess.de

183059
269891
20097
börse
münchen

Perspektiven für den Mittelstand.
m:access



Foto: PantherMedia / Stanislav Volchenkov

Versicherungswirtschaft investieren kann; diese können auch mittlere Volumina an Forderungstiteln erwerben. Die betriebswirtschaftlich notwendige Streuung dieser Fonds wird jedoch nur erreicht, wenn eine hinreichend große Zahl von Einzeltiteln gehalten wird. Nur so kann der notwendige Risiko- und Branchenmix erreicht werden.

Wenn die Unbelehrbaren immer wieder Klumpenrisiken sammeln, wie mit US-Hypotheken oder Anleihen der Erneuerbaren Energien, und dann Schiffbruch erleiden, ist das kein Grund, es nicht mit einem konservativen und wissenschaftlich fundierten Investmentansatz zu versuchen. Sicher, die Kreditforderungen der Sparkassen und der Genossenschaftsbanken gegenüber Kleinunternehmern sind für diese Art von Fonds nicht geeignet. Persönlich empfinde ich es jedoch als Vertrauensbruch gegenüber ihren Kreditnehmern, wenn solche Institute ihre Kreditforderungen an Hedgefonds verkaufen.

Erfüllbare Bonitätsanforderungen?

Schaffen es die für Schuldscheindarlehen der Versicherungswirtschaft grundsätzlich geeigneten mittleren und großen Unternehmen, die Bonitätsanforderungen zu erfüllen? Die Unternehmenskennzahlen, die von der DVFA als sog. „Bondspezifische Kennzahlen“ entwickelt wurden, müssen Mindestanforderungen genügen; Mindesteigenkapitalquoten sind einzuhalten. Es sind die drei letzten Jahresabschlüsse mit Wirtschaftsprüferstatat vorzulegen; bei Konzernen bzw. Firmengruppen auch die Konzernabschlüsse. Aus den Jahresabschlüssen sind die Kennzahlen der letzten drei Jahre zu bilden, um wirtschaftliche Entwicklungen erkennen zu können. Für die Qualifikation des Darlehens für das Sicherungsvermögen sind ausschließlich die Zahlen des letzten Jahresabschlusses ausschlaggebend. Den mehrdimensionalen Beurteilungskriterien der auf Bilanzen beruhenden Bonitätsanalyse folgend wurden drei Kernkennzahlenblöcke und deren Grenzwerte formuliert:

Block I: Cashflow-Kennzahlen zum Zinsdeckungsgrad

EBIT Interest Coverage (EBIT Int.)	> 3,0
EBITDA Interest Coverage (EBITDA Int.)	> 4,5

Block II: Kennzahlen zur Verschuldung

Total Debt/EBITDA („Level of Debt I“, LoD I)	< 3,0
Net Debt/EBITDA („Level of Debt II“, LoD II)	< 2,5

Block III: Kennzahlen zur Kapitalstruktur

Risk Bearing Capital (RBC)	>27%
Total Debt/Capital (TDC)	<50%

Diese Kernkennzahlen sind in Deutschland allgemein anerkannt. Die Deutsche Börse fordert deren Veröffentlichung von Emittenten im Prime Standard und im Entry Standard. Die jüngste Validierung der Grenzwerte erfolgte anhand eines Gutachtens von Prof. Dr. Jens Leker (Universität Münster). Das Schuldscheindarlehen ist für das Sicherungsvermögen geeignet, sofern mindestens eine Kennzahl pro Block eingehalten wird. Diese Kennzahlen sind Orientierungsdaten bzw. Mindestqualifikationskriterien für die Sicherungsvermögensfähigkeit. Zudem wird eine umfassende und branchenbezogene Kreditanalyse gefordert.

Die Grenzen sind klar gezogen

Die vorgenannten Kennzahlen und deren Grenzwerte sind für alle Schuldscheindarlehen einschlägig, bei denen eine – i.d.R. „harte“ – Negativklärung (keine besseren Sicherheiten für alle anderen Gläubiger) und keine weiteren Sicherheiten vereinbart sind. Es können auch Grundpfandrechte oder andere Sicherheiten zur Sicherung des Darlehens gestellt werden. Für Kredite mit diesen Sicherheiten ist eine Risk Bearing Capital-Quote von mindestens 20% und bei der Kennzahl Total Debt/Capital ein Wert von höchstens 60% ausreichend.

Unserer Studie zufolge erfüllen 22 Emittenten mit 23 Anleihen von 73 börsennotierten Mittelstandsanleihen bei mindestens einer der 6 Kennzahlen die Mindestanforderungen der Versicherungsrichtlinien. Fünf der Anleihen (7%) hielten mit ihren zuletzt veröffentlichten Zwischenabschlüssen bei mindestens einer Kennzahl je Kernkennzahlenblock den Grenzwert ein und sind damit grundsätzlich für das Sicherungsvermögen geeignet (Mindestqualifikationskriterien): Alfmeier (noch ohne die neue Anleihe), Dürr, Hörmann Finance, Mox Telecom und S&T.

Von diesen fünf Unternehmen haben bei externen Ratingagenturen (Creditreform) nur S&T (BBB-) sowie Mox Telecom (BBB) aktuell ein Unternehmens-Vollrating im „Investment Grade“. Weitere Ratings: Alfmeier BB, Hörmann BB+. Dürr hat kein externes Rating. Diesem Ergebnis liegen die sechs Ranglisten für die Kernkennzahlen zugrunde, in denen zu jeder Kennzahl sämtliche von URA beobachteten 73 Titel gereiht wurden.

MSTAnI-Markt nicht repräsentativ für Mittelstand!

Die Auswahl der an deutschen Börsen gelisteten Mittelstandsanleihen ist nach meiner Einschätzung jedoch nicht repräsentativ für die Gesamtzahl der in § 267 HGB definierten mittelgroßen Kapitalgesellschaften (>4,84 und <19,25 Mio. EUR Bilanzsumme, >9,68 und <38,5 Mio. EUR Umsatzerlöse, Jahresdurchschnitt zwischen 50 und 250 Arbeitnehmer). Unternehmen dieser Größenklasse sind in der Regel familiengeführt und weisen oft eine höhere Eigenkapitalquote aus bzw. sind durch nachrangige Gesellschafterdarlehen finanziert. Sie schaffen hiermit häufig ein Risk Bearing Capital von mehr als 27%. Dies hat seinen Grund auch darin, dass diese Gesellschaften anders als die Emittenten

von Mittelstandsanleihen bisher die Fremdkapitalinstrumente des Kapitalmarkts nicht nutzen konnten. Der Kreis derer, die die Grenzwerte der Versicherungsrichtlinie erfüllen, dürfte deshalb größer sein als allgemein vermutet.

Es ist zu erwarten, dass Schuldscheindarlehen-Funds, die geringere Kreditvolumina, attraktive Zinsen und einen schlanken Prüfprozess bieten, von Unternehmen des gehobenen Mittelstands als Finanzierungspartner akzeptiert werden. Die direkten Transaktionskosten für den Schuldner sollten in der Größenordnung zwischen 0,5% und 1% liegen. Die Refinanzierungsmittel der Versicherungswirtschaft aus dem „gebundenen Vermögen“ sollten Laufzeiten von 5 bis 10 Jahren und einen risikoadjustierten Zins von +/-5% ermöglichen.

Es sind auch Debt Funds im High-Yield-Bereich im Aufbau, um die sich ergebende Finanzierungslücke zu schließen. Diese sind m.E. gut beraten, für Unternehmen ohne ein anerkanntes Rating Kennzahlengrenzen zu definieren, die sich an einer Mindestbonität von BB- orientieren.

Anzeige



■ Mehr Perspektiven.

www.heussen-law.de

HEUSSEN Rechtsanwälts-Gesellschaft mbH

Berlin, Frankfurt, München, Stuttgart, Amsterdam*, Rom*, Brüssel**, New York**
(*Kooperationsbüros / **Representative Offices)