

PLATZIERUNG & HANDEL

von

Dr. Anne de Boer, Partnerin und Rechtsanwältin,
Dr. Mirko Sickinger, LL.M. (Columbia), Partner,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

Anleihen mit Sicherheitenstrukturen

Ein zunehmend beliebteres Finanzierungsinstrument

Anleihen, bei denen Anleihegläubigern Sicherheiten gestellt werden, sind inzwischen Normalität, und dies nicht nur bei klassischen Immobilienanleihen. Die Anleihen greifen dabei auf typische Sicherheitenstrukturen der Bankfinanzierung zurück. Bei der Ausgestaltung sind Anleihen jedoch im Vergleich zur Bankenfinanzierung flexibler und weitgehend mit weniger Auflagen/Covenants verbunden. Allerdings sollten die Bedingungen und insbesondere Sicherheitenstrukturen sorgfältig geregelt sein, da nach der Emission die Zustimmung zu Anpassungen nur noch mit erheblichem Aufwand eingeholt werden kann und das Risiko besteht, dass eine Zustimmung ausbleibt.

Arten von Sicherheiten und Treuhänder

Als Sicherheiten sind alle auch aus der klassischen Bankfinanzierung bekannten Sicherheiten zu finden, seien es Grundschulden, Verpfändungen von Anteilen als auch Konten zum Ansparen von Zinsen und Rückzahlungsmitteln, Sicherungsabtretungen und Garantien oder Bürgschaften von Gesellschaftern.

Soweit die Anleihe bei einer Vielzahl von Anlegern platziert wird, können die Anleiheinhaber nicht unmittelbar an der



Foto: © protectnature – stock.adobe.com

Bestellung der Sicherheiten beteiligt werden. Für die meisten Sicherheiten wird daher ein Treuhänder bestellt. Dieser verwaltet die Sicherheiten für sämtliche Anleger. Bürgschaften und Garantien werden häufig auch unmittelbar im Rahmen von Verträgen zu Gunsten Dritter gewährt.

In den Treuhandverträgen ist insbesondere zu regeln, wann der Treuhänder die Sicherheiten vollstrecken darf: Bedarf es dazu eines vollstreckbaren Urteils oder kann ein Verwertungsfall bereits eintreten, wenn der Emittent nach Kenntnis des Treuhänders seinen Pflichten nicht nachkommt?

Ebenso ist sorgsam zu strukturieren, wann Sicherheiten freizugeben sind und inwieweit der Emittent über Sicherheitenobjekte disponieren kann, also z.B. wann der Emittent Verträge, aus denen Forderungen abgetreten sind, anpassen oder gar auflösen darf.

Werden Sicherheiten gewährt, sollten nicht nur die Anleihebedingungen aufgrund eines Gläubigerbeschlusses geändert werden können, sondern auch die Sicherheitenverträge gemäß § 22 SchVG.

Aufsichtsrechtliche Fragen bei Sicherheiten

Inhaberschuldverschreibungen unterfallen grundsätzlich per Bereichsausnahme nicht dem Tatbestand des Einlagengeschäfts im Sinne des KWG. Offen ist, ob Anleihen der genannten Bereichsausnahme auch unterfallen, wenn sie besichert sind, und zwar unabhängig davon, ob die Schuldverschreibungen direkt vom Emittenten erworben werden oder vermittelt durch eine Emissionsbank. Aus dem Umstand, dass die Garantie einen selbständigen Anspruch



Dr. Anne de Boer

ist Partnerin bei **Heuking Kühn Lüer Wojtek** und berät schwerpunktmäßig u.a. in den Bereichen Kapitalmarktrecht, Finanzierung und Börsengängen;

Dr. Mirko Sickinger

ist ebenfalls Partner und berät bei Aktien- und Kapitalmarktrecht, Compliance und M&A.

neben den Inhaberschuldverschreibungen begründet, wird mitunter ein Einlagengeschäft abgeleitet.

Im Interesse der Anleger dürfte es sein, dass auch besicherte Anleihen weiterhin genehmigungsfrei zulässig bleiben, und zwar sowohl mit akzessorischen Sicherheiten, insbesondere Verpfändungen, als auch nicht-akzessorischen Sicherungsabtretungen und Grundschulden und den marktgängigen Treuhandstrukturen. Die Anleger werden hierdurch besser und nicht schlechter gestellt. Auch ist zu berücksichtigen, dass dies seit etlichen Jahren praktiziert wird und entsprechende Prospekte von der BaFin gebilligt werden. Eine entsprechende Klarstellung der BaFin wäre daher wünschenswert.

Sicherheiten für nachrangige Anleihen

Immer wieder wird auch das Thema Sicherheiten für nachrangige Anleihen diskutiert. Sofern es dabei um eine Abrede zur Rangfolge von Rückzahlungen, der Verteilung von Erlösen aus der Verwertung von Sicherheiten geht oder dem Recht eine solche Verwertung auszulösen, wird auf Interkreditorenabreden zwischen den Finanzierern einschließlich des Treuhänders als Vertreter der Anleihegläubiger zurückgegriffen.

Fraglich ist allerdings, ob auch für Anleihen, die mit einem (qualifizierten) Nachrang versehen sind, Sicherheiten wirtschaftlich sinnvoll sind.

Gruppenfinanzierung und Limitation Language

In der Immobilien- und Projektfinanzierung sind häufig auch Strukturen zu finden, bei denen die Finanzierung durch eine Holding aufgenommen wird und die Sicherheiten durch die entsprechenden Tochtergesellschaften gestellt werden. Hier sind jeweils notwendige Beschränkungen in Form der sogenannten Limitation Language zur Beschränkung der Verwertung von Sicherheiten im Interesse der Tochtergesellschaften und ihrer Geschäftsführer aufzunehmen. Dabei sollte auf die jeweilige aktuelle Rechtsprechung in dem jeweils anwendbaren Recht geachtet werden.

ICOs

Zunehmend finanzieren sich Projekte auch über Initial Coin Offerings. Inhaltlich können diese als Security Token vergleichbar einer Anleihe oder Genussrecht ausgestaltet werden. Es kann auch überlegt werden, hier Sicherheitenstrukturen aufzunehmen. Insofern dürfte zunächst aber ein Bruch zwischen der digitalen und der traditionellen Welt bestehen, solange die Sicherheiten z.B. bei Grundschulden nicht digital abgebildet werden können.

Fazit

Die Besicherung von Anleihen ist inzwischen üblich geworden. Allerdings ist diese sorgfältig sowohl hinsichtlich des Aufsichtsrechts als auch einer Vermeidung von Eingriffen in den laufenden Geschäftsbetrieb der Emittentin aufzusetzen.

Anzeige

VERTRAUEN
aufbauen.

Das Hausbankprinzip für den Kapitalmarkt.

Bank **M**