
Der Schuldschein und seine Konstruktion, Ausprägung, Eignung

2

2.1 Historie des Schuldscheindarlehens

Das (rechtliche) Konstrukt des Schuldscheindarlehens existiert in Europa bereits seit Jahrhunderten, kam aber nur sporadisch in der Finanzierung von überwiegend öffentlichen Institutionen und staatlichen Unternehmen zum Einsatz. Mit nennenswertem Volumen wurde der Schuldschein erstmals in Deutschland in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts genutzt. Damals wurde auch die Grundlage für die Struktur und rechtliche Gestaltung des heutigen „deutschen Schuldscheins“ gelegt. In anderen Ländern war keine entsprechende Entwicklung zu beobachten. Wichtigste Akteure waren zunächst Versicherungsunternehmen als Kreditgeber, die den Kommunen Mittel nicht nur über Wertpapiere, sondern auch über Schuldscheindarlehen zur Verfügung stellten.

Einen regelrechten Schub erfuhr das Schuldscheindarlehen in den 1930er Jahren, als Banken und Versicherungen zunehmend zur Finanzierung der öffentlichen Haushalte und Nebenhaushalte in Deutschland angehalten wurden. Bei Reich, Ländern und Kommunen geschah dies meist in Form von Anleihen, während das Schuldscheindarlehen vor allem in der Kreditversorgung von reichseigenen Gesellschaften oder gleichgeschalteten Genossenschaftsorganisationen eingesetzt wurde – zum Beispiel der Reichsbahn-Gesellschaft, den Reichsautobahnen als Tochterunternehmen der Reichsbahn, den Siedlungsgenossenschaften oder der Zentralen Textil-Gesellschaft.

Nach dem zweiten Weltkrieg und der Währungsreform im Jahr 1948 waren es wiederum die Versicherungsunternehmen, die als Geber von Schuldscheindarlehen auftraten. Denn bereits kurz nach der Währungsreform flossen ihnen durch Beiträge kontinuierlich große Summen zu, während der enorme Kapitalbedarf der (Industrie-)Unternehmen zu dieser Zeit nur schwer über andere Instrumente zu

befriedigen war. Die Aktien- und Anleihemärkte waren bis in die 1950er Jahre noch im Aufbau. Und die Banken mussten erst nach und nach ihr Einlagengeschäft mit Volumen füllen.

In den 1950er Jahren nutzen zunächst Industrieunternehmen den Schuldschein auch mit größeren Volumina von bis zu über 100 Mio. D-Mark zur Finanzierung. In der darauffolgenden Dekade setzten dann die anderen Wirtschaftssektoren das Schuldscheindarlehen zur Finanzierung ein – zuvorderst Versorger, Handels- und Logistikunternehmen. In der 1970er Jahren vergaben auch Banken und Versicherer untereinander Schuldscheindarlehen. In der Folgezeit und gerade in den 1980er Jahren trat die Bedeutung des Schuldscheindarlehens mit der Entwicklung der Finanz- und Kapitalmärkte sowie der sich auch bei der Unternehmensfinanzierung international vernetzenden Finanzbranche zunächst aber in den Hintergrund; die Marktvolumina blieben weitgehend konstant.

Erst zur Jahrtausendwende reüssierte das Schuldscheingeschäft wieder mit neuer Dynamik. Damals nahmen die Kurschwankungen (Volatilität) in einigen Teilbereichen des Rentenmarktes (Asienkrise, Russlandkrise, Brasilienkrise) und auch an den Aktienmärkten (Neuer Markt-Krise, Konjunkturertrübung) zu. Große Investoren wie Banken und Versicherer suchten damals in der Konsequenz nach wertstabilen Anlagen, um die Bilanzanpassungen bei ihren Aktiva zu begrenzen. Diese Anlagemöglichkeit fanden sie im Schuldschein.

Einen besonderen Schub erhielt das Schuldscheindarlehen durch die Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009. Damals kamen Handel und Emissionstätigkeit an den Wertpapiermärkten – speziell bei Anleihen – weitgehend zum Erliegen, während Schuldscheine einen Anstieg des jährlichen Begebungsvolumens von fast 60 % verzeichneten. Den zuletzt größten Anstieg der in einem Jahr aufgenommenen Schuldscheindarlehen gab es in der Periode 2016, als Investoren in diesem Instrument 28,5 Mrd. EUR an Darlehen den Unternehmen zur Verfügung stellten – mehr als jemals zuvor innerhalb nur eines Jahres.

2.2 Kontinuierlich wachsende Volumina

In den vergangenen rund 20 Jahren haben beim Schuldscheindarlehen die jährlich aufgenommenen Volumina und das Gesamtvolumen des Marktsegments im Trend kontinuierlich zugenommen. Mit dem bisherigen Rekordjahr 2016 stieg die in einem Jahr vereinbarte Darlehenssumme auf fast 30 Mrd. EUR (siehe Abb. 2.2) und das zur Jahresmitte 2017 insgesamt ausstehende Volumen auf rund 100 Mrd. EUR (siehe Abb. 2.1). Diese Entwicklung bestätigt die Tendenz, den in

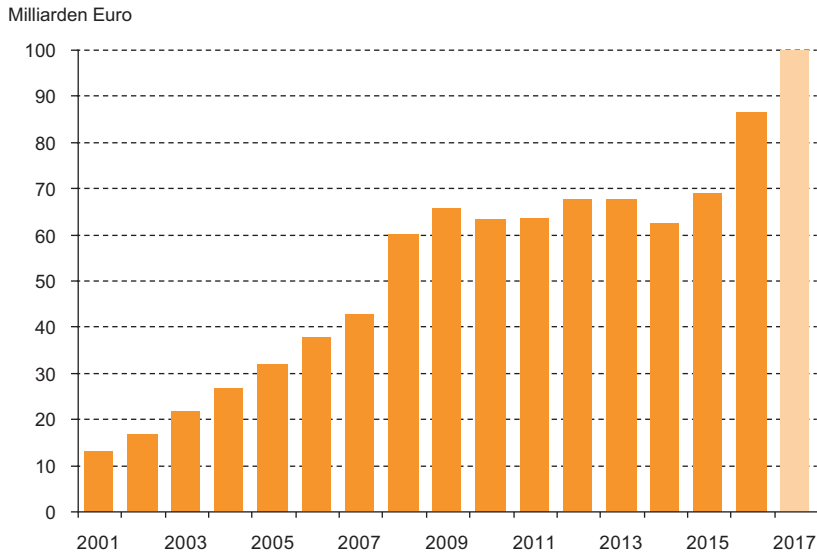


Abb. 2.1 Volumen des deutschen Schulscheinmarkts. (Quelle: CAPMARCON)

der Unternehmensfinanzierung dominierenden klassischen Bankkredit (zur Jahresmitte 2017 rund 1500 Mrd. EUR) in nennenswertem Maße und auf Dauer zu ergänzen.

2.3 Breites Spektrum an Fremdkapitalinstrumenten

Die typischen Instrumente in der Fremdfinanzierung sind der „traditionelle“, von einer einzelnen Bank gewährte Kredit (bilateraler Kredit), der von einem Konsortium unterschiedlicher Banken gewährte Kredit (syndizierter Kredit), der Schulschein und schließlich die Anleihe. Diese Formen unterscheiden sich durch ihre rechtlichen Ausprägungen, durch die mit ihnen jeweils verbundenen Informationspflichten, durch die Risikograde für den kreditgebenden Investor, durch die Fungibilität (Handelbarkeit) aufseiten der Kreditgeber und durch die typischerweise zu stellenden Sicherheiten.

Eher „Exoten“ in der Unternehmensfinanzierung sind das Nachrangdarlehen, das heute oftmals bei kleineren Unternehmen in Form des Gesellschafterkredits gewährt wird, oder die Kapitalüberlassung von Nicht-Banken, das sogenannte

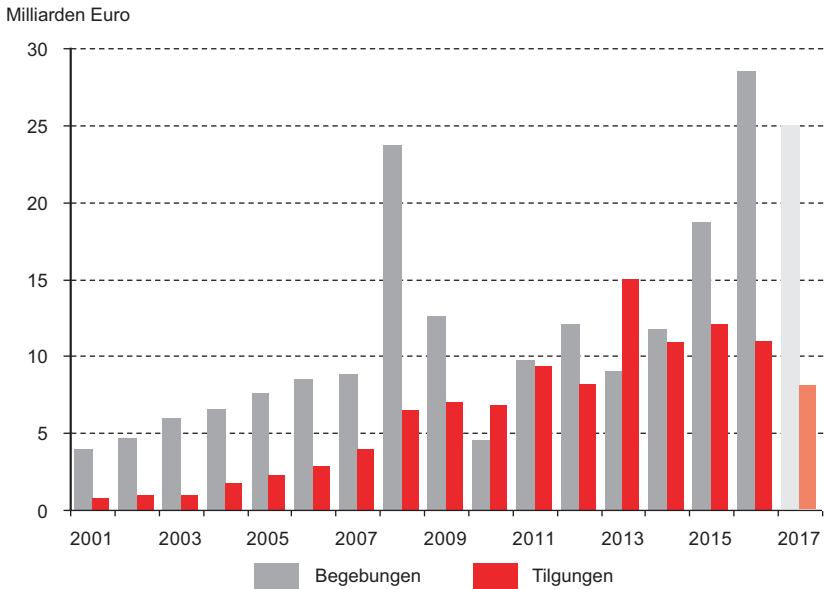


Abb. 2.2 Begebungen und Tilgungen am deutschen Schuldscheinmarkt. (Quelle: CAP-MARCON)

Direktdarlehen, das zum Beispiel von Versicherungen oder Kreditfonds gegeben wird. Das gesamte Spektrum wird ergänzt durch die sogenannten strukturierten Instrumente wie zum Beispiel Asset Backed Securities (ABS) oder durch Leasing- beziehungsweise Factoring-Finanzierungen.

Diese Fremdkapitalinstrumente besitzen unterschiedliche Flexibilität in der Ausgestaltung der einzelnen Komponenten wie zum Beispiel Zins, Laufzeit, Währung, Kündigungsmöglichkeiten oder Auflagen. Die Komponenten lassen sich – je nach Instrument – individuell auf die Bedürfnisse des Kreditnehmers zuschneiden und kombinieren. So kann beispielsweise der Zinssatz während der Laufzeit oder in Abhängigkeit von der Bonitätsentwicklung des Kapitalnehmers variieren, der Kredit ist möglicherweise von einer der Vertragsparteien „vorzeitig“ kündbar oder Zins und Tilgung werden in unterschiedlichen Währungen bezahlt. Gerade der Schuldschein zeigt hinsichtlich dieser Möglichkeiten eine sehr große Flexibilität.

2.4 Schuldschein mit Vorteilen aus beiden Welten: Darlehen und Marktfinanzierung

Das Schuldscheindarlehen ist das Bindeglied zwischen dem Bankkredit und der Kapitalmarktfinanzierung. Der Schuldschein ist zwar eine Bündelung vieler bilateralen Kreditvereinbarungen, weist aber wegen der stärkeren Formalisierung und der Vorgehensweise bei seiner Vermarktung bereits Merkmale einer Anleihefinanzierung auf. Gegenüber dem klassischen Bankdarlehen ordnet der Schuldschein das Kreditverhältnis von Kapitalgebern und Kapitalnehmern in einem stärker standardisierten Rahmen. Dies bringt Vorzüge wie zum Beispiel die bessere Bewertbarkeit, die flexiblere Kapitalanlage oder die leichtere Übertragbarkeit der den Schuldscheinen unterliegenden Forderungen – was letztlich die Attraktivität dieses Instrumentes für Investoren erhöht.

Der Schuldschein zeichnet sich ungeachtet seines Kreditcharakters durch eine ähnliche Struktur, ähnliche Anforderungen und ein ähnliches Vermarktungsverfahren wie eine Anleihe aus, er kann neben Finanzierungszwecken deshalb auch als Alternative für oder als Vorbereitung auf eine „echte“ Kapitalmarktemission dienen. Gerade mittelständischen Unternehmen, die sich für eine Anleiheemission ertüchtigen wollen, hilft der Schuldschein als Instrument, das gerade im Vergleich mit der Anleihe einen geringeren Strukturierungsaufwand erfordert. Aber: Der Schuldschein ist nicht börsennotiert, daher ist sein Tausch am Sekundärmarkt trotz grundsätzlicher Veräußerbarkeit deutlich eingeschränkt.

2.5 Rechtlicher Rahmen und Veräußerbarkeit des Schuldscheindarlehens

Rechtlich handelt es sich bei einem Schuldscheindarlehen um einen Kredit beziehungsweise um eine Vielzahl von einzelnen Krediten an nur einen Kreditnehmer. Der Schuldner verspricht eine bestimmte Leistung: Die Rückzahlung eines Darlehensbetrages zu einem definierten Zeitpunkt. Dazu erstellt der Schuldner entweder einen Schuldscheindarlehensvertrag oder ein separates Dokument „Schuldschein“ zu Beweissicherungszwecken. In der Praxis wird aber meistens auf die Ausstellung eines separaten Schuldscheins verzichtet.

Rechtlich sind Schuldscheine aber keine Wertpapiere. Denn Wertpapiere sind Urkunden, die ein Recht (zum Beispiel eine Zahlungsforderung) derart verbrieften, dass das Recht ohne die Urkunde nicht geltend gemacht werden kann (zum Beispiel eine Anleihe als Inhaberschuldverschreibung). Anders aber ist es bei

einem Schuldschein: Einen Rückzahlungsanspruch besitzt nur der Darlehensgläubiger (also meist der ursprüngliche Kapitalgeber), nicht aber zwingend derjenige, der das Dokument „Schuldschein“ gerade im Besitz hat.

Bei einem Besitzerwechsel des Schuldscheines wird deshalb oft auch nicht von „Handel“, sondern von „Umplatzierung“ gesprochen. Schuldscheine werden – trotz grundsätzlicher Veräußerbarkeit – von den Zeichnern überwiegend, das heißt bei weit über 90 % des begebenen Volumens, bis zur Endfälligkeit gehalten. Gleichwohl kommt es doch hin und wieder vor, dass sich Investoren von ihrem Engagement vor Rückzahlung durch das begebende Unternehmen trennen möchten. Dann erleichtert die Standardisierung dieses Instruments die einfache Übertragbarkeit des Schuldscheins.

Ein (Schuldschein-)Investor spricht in diesem Falle den Arrangeur auf seinen Verkaufswunsch an. Der Arrangeur kennt in der Regel interessierte Investoren, sodass sich eine Umplatzierung zügig realisieren lässt. Sollte für ein Engagement nicht sofort ein Folgeinvestor zur Verfügung stehen, nimmt der Arrangeur das Engagement des veräußerungswilligen Investors auch auf das eigene Buch, bis er die Kreditforderung zu einem späteren Zeitpunkt an einen Folgeinvestor weitergeben kann.

Formal erfolgt die Übertragung durch Abtretung der Forderung des (Schuldschein-)Verkäufers an den (Schuldschein-)Käufer. Eine Alternative zur Abtretung ist der Eintritt des (Schuldschein-)Käufers in den bestehenden Vertrag zwischen Emittent (Unternehmen) und dem Schuldscheinzeichner, der seine Kreditforderung veräußern möchte. In der Praxis informieren der derzeitige und der neue Darlehensgeber die Zahlstelle über die Vertragsübernahme mittels eines Übertragungszertifikates (Bestandteil des Schuldscheindarlehensvertrags). Die Zahlstelle informiert wiederum das Unternehmen als Schuldner, damit dieses jederzeit den Kreis seiner Investoren kennt.

2.6 Einsatzmöglichkeiten: Verwendung der Mittel aus Schuldscheinemissionen

Kredit, Schuldscheindarlehen und Anleihe (Sammelbegriff hier: Fremdfinanzierungsinstrumente) eignen sich im Allgemeinen zur Finanzierung einer ganzen Reihe von Investitionsvorhaben und Kapitalbedürfnissen (siehe Tab. 2.1). Schuldscheindarlehen im Speziellen dienen unter anderen der Erweiterung des Investorenkreises gegenüber den bisherigen Kreditgebern. Hierdurch können die freiwerdenden Kreditlinien der Hausbanken für andere operative Zwecke genutzt werden, zum Beispiel für kurzfristig bereitzustellende Akquisitionsfinanzierungen.

Tab. 2.1 Eignung des Schuldscheins in der Unternehmensfinanzierung. (Quelle: Grunow/Figgenger, Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung, Springer-Verlag, Heidelberg 2006)

| | |
|-----------------------|---|
| Bilanzfinanzierung | Der Schuldschein eignet sich grundsätzlich zur Aufnahme längerfristiger Finanzierungen. Damit lässt sich die Laufzeitenstruktur optimieren Ebenso ist der Schuldschein geeignet zur Umfinanzierung beziehungsweise zur Ablösung von anderen Fremdfinanzierungsinstrumenten wie die Anleihe, der Bankkredit oder der Lieferantenkredit. Schließlich lassen sich mit dem Schuldschein die Betriebsmittel („Working Capital“) aufstocken |
| Geschäftsfinanzierung | Der Schuldschein eignet sich gut zur Finanzierung von Investitionen oder Expansion in tradierten Geschäftsfeldern sowie vor allem auch zur Finanzierung von Unternehmenskäufen zwecks Erweiterung der Kapazitäten oder Arrondierung der Geschäftsbereiche |

Dabei dürfen weitere Kreditgeber hinsichtlich der Konditionen allerdings nicht besser gestellt werden als die Schuldscheindarlehensgeber.

Schuldscheindarlehen eignen sich hingegen nicht zur Aufnahme weiterer Kredite, wenn der Spielraum bei den (Haus-)Banken bereits ausgeschöpft ist. Denn die Zeichner von Schuldscheindarlehen akzeptieren keinen (strukturellen) Nachrang. Auch wird eine künftige Schlechterstellung der Schuldscheingläubiger durch eine nachfolgende (besicherte) Kreditaufnahmen durch das Unternehmen mithilfe sogenannter Negativerklärungen (Negative Pledge) ausgeschlossen.

Die Aufnahme von Fremdkapital mittels des Schuldscheins dient der Finanzierung bestehenden und bewährten Geschäftes, so zum Beispiel zur Modernisierung von Produktionsanlagen, zur Effizienzsteigerung von unternehmensinternen Prozessen mittels Investitionen in Informationstechnologie, zum Ausbau von Betriebsteilen zwecks Kapazitätserhöhung oder zur Expansion ins Ausland und zur Finanzierung von Akquisitionen.

Die Schuldscheinvolumina sollten „in vernünftiger Relation“ zur Unternehmensgröße (Umsatz, Bilanzsumme) und der klassischen Kreditfinanzierung stehen und die Aufnahme von Schuldscheindarlehen sollte die Finanzrelationen nicht allzu stark verändern. Vor allem sollte eine positive Wirkung auf den Kapitalfluss oder eine Reduzierung des Schulddienstes zu erwarten sein. Ansonsten gibt es im Vorfeld keine regelmäßigen Ausschlusskriterien. Damit haben Unternehmen grundsätzlich Zugang zur Finanzierungsquelle Schuldschein, die – bei einem Mindestvolumen dieses Instruments von 20 Mio. EUR – eine Umsatzgröße und eine Bilanzgröße von jeweils 150 bis 200 Mio. EUR und mehr besitzen.

Finanzinstrument „Schuldschein“

Attraktiver Baustein der Unternehmensfinanzierung

Grunow, H.-W.; Zender, C.

2018, VIII, 57 S. 3 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-20179-1