



Dr. German Bernhart, XAIA Investment
Dr. Jochen Felsenheimer, XAIA Investment

Grupo Isolux: Die Blaupause für europäische Restrukturierungsfälle

Angesichts der anhaltenden Wachstumsschwäche in Europa erwarten wir eine Zunahme von Unternehmensrestrukturierungen innerhalb der nächsten Jahre. In 2016 ist diese Entwicklung deutlich wahrzunehmen und mit Abengoa, Oi SA/Portugal Telekom, Norske Skog und jüngst der Grupo Isolux sind bereits einige prominente Namen aus dem HY-Universum betroffen. In den letzten Jahren sind in einigen europäischen Ländern die Insolvenzverordnungen angepasst worden, die nach wie vor auf nationalem Recht beruhen und deshalb gewisse Besonderheiten aufweisen. Alle Konzepte folgen allerdings grob dem Vorbild des amerikanischen Chapter 11 Verfahrens mit dem Ziel, die Sanierung von Unternehmen zu erleichtern¹. Im Folgenden zeigen wir die Mechanismen dieser Restrukturierungen am Beispiel der spanischen Grupo Isolux auf und diskutieren insbesondere die Effekte auf Anleihen und Credit Default Swaps aus Sicht von Basis-Investoren.

Die Dichotomie im europäischen Kreditmarkt

Die EZB verstärkt durch die Umsetzung ihres Anleihenkaufprogramms CSPP die Divergenz im europäischen Kreditmarkt. Einerseits profitiert das IG-Segment direkt durch die Anleihenkäufe, während Teile des HY-Marktes indirekt von Investoren profitieren, die auf der Suche nach Rendite sind. Auf der anderen Seite spiegelt die fundamentale Entwicklung die Bewertungen an den Finanzmärkten nicht wider, weshalb v. a. niedrigere Qualitäten im HY-Markt (B-rated und CCC-rated Unternehmen) teilweise stark unter Druck geraten. Die Dispersion im Kreditmarkt nimmt also weiter zu: Die Spreads guter Qualitäten engen sich ein, während sich die Spreads im unteren Rating-Spektrum stark ausweiten.

Die durch die EZB bedingten niedrigen Refinanzierungskosten in Kombination mit einer sehr restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken haben dazu geführt, dass in den letzten Jahren die Neuemissionstätigkeit im europäischen HY-Markt ein Rekordniveau erreicht hat, wobei sich die Neuemissionsqualität sukzessive verschlechtert hat. Vor diesem Hintergrund teilen wir die Prognose der Ratingagenturen, dass in den nächsten Jahren mit steigenden Ausfallraten und niedrigeren Verwertungsquoten gerechnet werden muss. In 2016 haben bereits drei Schwergewichte im europäischen HY-Universum Insolvenz angemeldet bzw. einen Restrukturierungsprozess in Gang gesetzt. Neben der spanischen Abengoa, der norwegischen Norske Skog und den europäischen Anleihen der brasilianischen Oi SA (ursprünglich von Portugal Telekom emittiert) befindet sich aktuell die spanische Baufirma Grupo Isolux im Restrukturierungsprozess.

Angesichts dieser Entwicklungen kommt der schrittweisen Einführung neuer Insolvenzverordnungen in Europa eine besondere Bedeutung zu. Frankreich legte vor, in Deutschland ist diese vollumfänglich in 2013 in Kraft getreten und in Spanien seit März 2014. Die Idee einer europaweit angeglichenen Insolvenzordnung ist die Erleichterung der Unternehmenssanierung nach dem Vorbild des amerikanischen Chapter 11 Verfahrens.

¹ Unter https://united-kingdom.taylorwessing.com/fileadmin/files/docs/Fitch_ComparingBankruptcyInsolvencyRegimes.pdf kann eine interessante Analyse zu dem Thema gefunden werden.



Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten legen einen Restrukturierungsplan vor, der eine Umschuldung der Verbindlichkeiten beinhaltet und eine nachhaltige Finanzierung des Unternehmens gewährleisten soll, während der normale Geschäftsbetrieb möglichst unbeeinflusst bleibt. Im Folgenden beschreiben wir dieses Verfahren am Beispiel der spanischen Grupo Isolux.

Grupo Isolux: Zum Ausfall innerhalb von 2 Jahren

Das Industrieunternehmen Grupo Isolux ist in vielen Segmenten (Infrastruktur, Energie, Baugewerbe) und vielen Ländern (neben Spanien u. a. in Südamerika, den USA und Asien) aktiv und hat in 2015 ein EBITDA in Höhe von 176 Mio. Euro erwirtschaftet. Die Firma finanziert sich ungefähr hälftig über Kredit-Fazilitäten und eine im März 2014 emittierte Anleihe. Diese hat bis September 2014 bei ungefähr 100 % gehandelt, dann sukzessive an Wert verloren und ist bis Juni 2016 auf unter 15 % gefallen. Diese in Euro denominated Anleihe hat eine Laufzeit bis 2021 und wurde nicht direkt von der spanischen Muttergesellschaft, sondern über eine niederländische Finanzierungsentität (Grupo Isolux Corsán Finance BV) emittiert und von der Muttergesellschaft garantiert. Die Anleihe wurde außerdem nach amerikanischem Recht begeben. In folgendem Schaubild (Abbildung 1) sind die Struktur der Gruppe und die darin vorhandenen Verbindlichkeiten vor der Restrukturierung dargestellt.

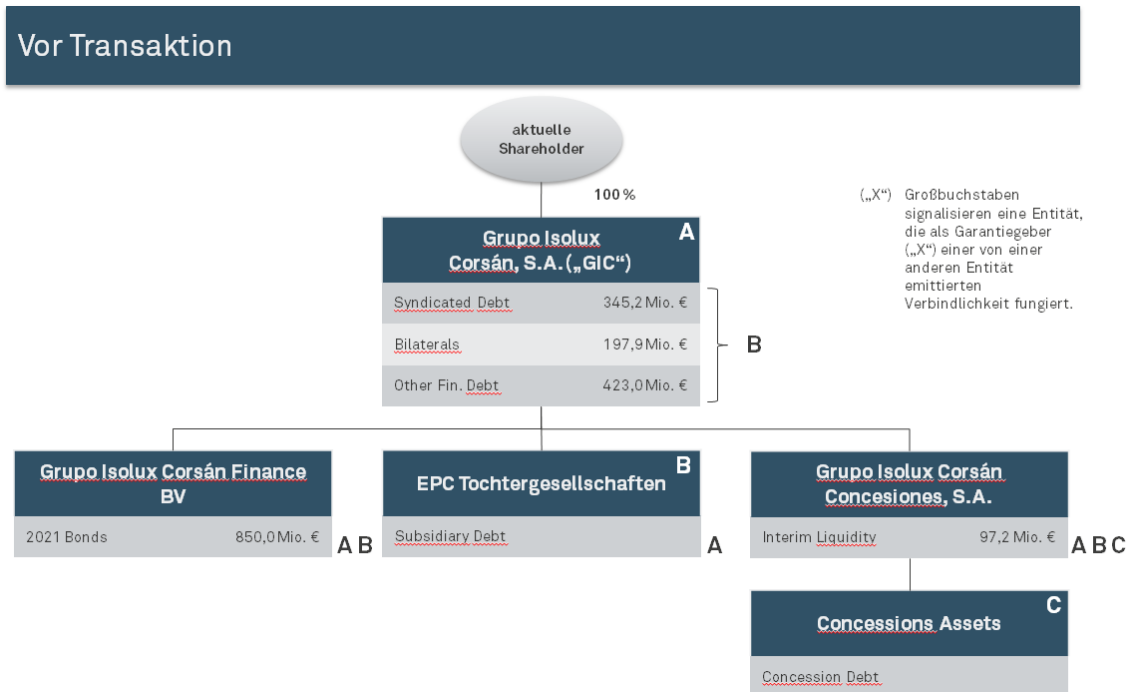


Abbildung 1: Struktur vor Transaktion, siehe <http://www.isoluxcorsan.com/recursos/doc/inversores/informacion-financiera/restructuring-proposal-further-explanatory-materials.pdf>



Geplante Restrukturierung

Etwas vereinfacht betrachtet ist das Ziel der Restrukturierung, zusätzlich zur Bereitstellung von neuem Funding („Facility A“), alle existierenden Verbindlichkeiten zum (kleineren) Teil in tragfähige Verbindlichkeiten („Facility B“) und in einen (größeren) Teil Equity-ähnlicher Notes („Facility C“, Profit Participation Loans) umzutauschen. Alle diese Verbindlichkeiten werden aus der Mutter begeben und existierende Garantien sollen größtenteils entfernt werden, um zusätzlich die Kapitalstruktur zu vereinfachen (siehe Abbildung 2). Isolux beabsichtigt, dies mit Hilfe einer spanischen *Homologacion judicial* (auch „Spanish scheme“ genannt) zu erreichen. Dabei wird eine außergerichtliche Refinanzierungsvereinbarung von Gericht sanktioniert und damit auch verbindlich für abweichende Gläubiger. Auf diesem Weg soll eine klassische Insolvenz vermieden werden. Für die geplante Form der Restrukturierung ist ein 75 %-Quorum von Nöten, welches auch erreicht wurde. Da das *Homologacion*-Konzept für die Restrukturierung einzelner Entitäten und nicht für die Restrukturierung ganzer Konzern-Gruppen gedacht ist, muss dieses Quorum für jede einzelne Entität erreicht werden. Des Weiteren ist es nur für Entitäten mit COMI (Center Of Main Interest) in Spanien anwendbar, weshalb der niederländische Emittent der Anleihen auf diesem Weg nicht direkt restrukturiert werden kann. Stattdessen wird die Garantie als Verbindlichkeit der Mutter betrachtet und im Tausch gegen die neuen Verbindlichkeiten entfernt. Gleichzeitig soll mit Hilfe eines niederländischen Restrukturierungsverfahrens dieser Vorgang abgesegnet werden und die Bonds als Verbindlichkeit der Finanzierungsentität ausgelöscht werden. Zusätzlich soll die komplette Restrukturierung auch noch von einem begleitenden Chapter 15 Verfahren unter amerikanischem Recht sanktioniert werden, da die Bonds wie erwähnt unter diesem begeben wurden.

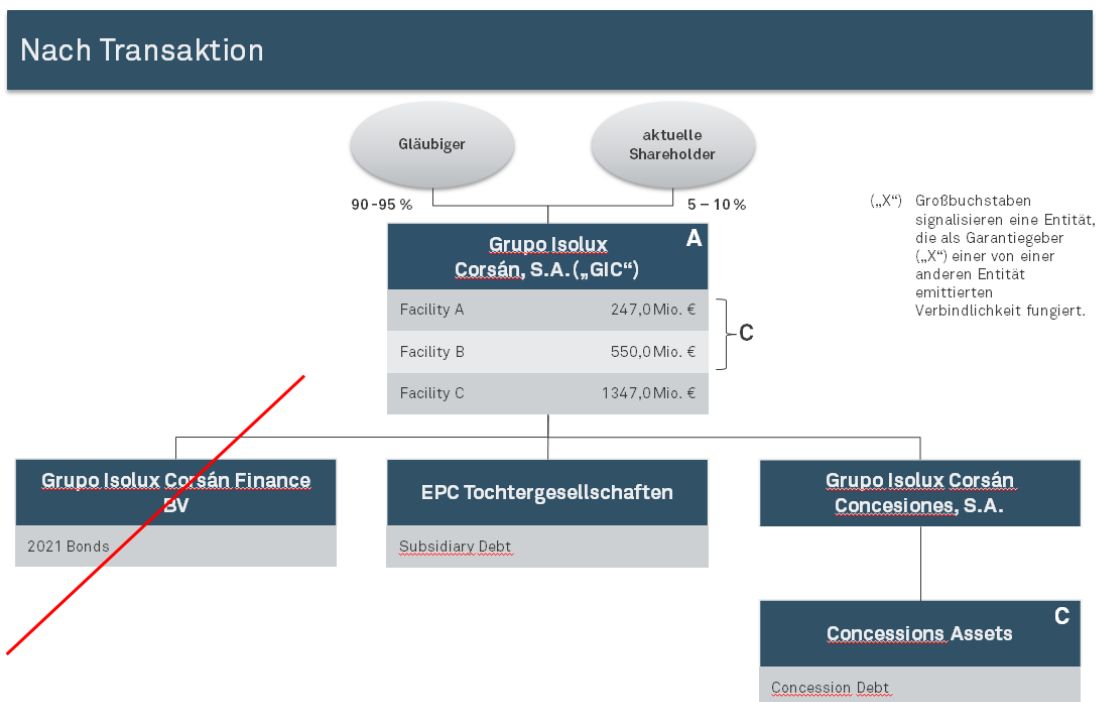


Abbildung 2: Geplante Struktur nach erfolgreicher Restrukturierung, siehe <http://www.isoluxcorsan.com/recursos/doc/inversores/informacion-financiera/restructuring-proposal-further-explanatory-materials.pdf>



Die Entwicklung des Isolux-Basis-Pakets

Der Spread der Isolux April 2021 Anleihe handelt seit 2015 teilweise signifikant über dem entsprechenden CDS, was einige Basis-Investoren angezogen hat. Betrachtet man die Preisentwicklung des Basis-Pakets (versus Juni 2021 CDS) über die Zeit (siehe Abbildung 3), wird deutlich, dass einige Investoren durchaus Zweifel an der Absicherungswirkung des CDS gehabt haben. Das Basis-Paket wurde im Juni zeitweise bei knapp über 80 % gehandelt, obwohl bei einem funktionierenden Auktionsprozess der Wert des Pakets bei 100 % liegt! Wir können natürlich nur spekulieren, welche Bedenken hier eine Rolle gespielt haben, aus Gesprächen mit anderen Marktteilnehmern haben wir jedoch einige Anhaltspunkte. Es wurde durchaus die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass der CDS erst „sehr spät“ in dem Restrukturierungsprozess getriggert werden würde – zu einem Zeitpunkt also, zu dem womöglich keine in die CDS-Auktion einlieferbaren Verbindlichkeiten („deliverable obligations“) mehr existieren (da die bestehenden Anleihen juristisch betrachtet bereits umgetauscht worden sind).



Abbildung 3: Preisentwicklung des Isolux Basis-Pakets (Isolux 21s Anleihe + Upfront Juni 2021 CDS)

Offensichtlich war dies eine Fehleinschätzung einiger Investoren, da es bei genauerer Betrachtung einige Argumente für eine problemlose Abwicklung des CDS gegeben hat. Im Vorfeld der Restrukturierung wurde im CDS-Markt die Frage nach potentiellen Kreditereignissen diskutiert.² Hierbei ging es hauptsächlich darum, ob neben der spanischen Entität auch das niederländische Finanzierungsvehikel Insolvenz anmelden wird. Dies war allerdings zu erwarten, da nach dem Entzug der Garantien der spanischen Mutter dieses keinerlei finanzielle Mittel besitzt, um die Anleihen zu bedienen. Die *Homologacion* ist außerdem wie oben beschrieben nur für Entitäten mit COMI in Spanien

² Mögliche Kreditereignisse und damit Trigger des CDS sind: Failure to Pay, Bankruptcy, Restructuring. Problematisch am Bankruptcy Trigger ist, dass nicht immer im Vorfeld klar ist, welcher Aspekt des Insolvenzrechts auch tatsächlich schon ein Bankruptcy Event triggert, insbesondere in den aktuellen 2014er Definitionen muss hier überprüft werden, ob der „relief sought“ ähnlich einem „judgment of insolvency or bankruptcy“ ist. Das ISDA Komitee macht dies im jeweiligen Einzelfall dann an einer Liste von Kriterien fest. Während z. B. das spanische *pre-concurso* (nach Artikel 5bis) keinen CDS triggert, tut es das niederländische *surseance van betaling* wie von dem Isolux Finance BV angemeldet schon, siehe auch die ausführliche Diskussion in <http://dc.isda.org/documents/2016/08/grupo-isolux-corsan-finance-b-v-statement-aug-5-2016.pdf>.



anwendbar, während das niederländische Emissionsvehikel und damit die Anleihen davon zunächst unberührt bleiben. Zusätzlich bietet der Anleihenprospekt nach amerikanischem Recht einen Schutz, da man, selbst wenn durch die Restrukturierung in Spanien/Niederlande kein Kreditereignis ausgelöst worden wäre, man basierend auf dem Prospekt eine beschleunigte Rückzahlung der Anleihe hätte auslösen können, was voraussichtlich zu einem „Failure to pay“-Kreditereignis geführt hätte. Auch die Frage der Lieferbarkeit wurde intensiv diskutiert.³ In dem nun eingetretenen Szenario ist die Lieferbarkeit gewährleistet. Außerdem ließe der Restrukturierungsprozess vor den verschiedenen Gerichten durchaus noch die Möglichkeit von Einsprüchen zu, was den Prozess der Umwandlung verzögert und somit eine funktionierende Auktion ermöglicht hätte. Anleihehalter, die dem RSA (also der Restrukturierung) zugestimmt haben, dürfen diese allerdings nur unter der Bedingung transferieren, dass der Empfänger dem RSA ebenfalls zustimmt. Dies muss auch im Rahmen der Auktion sichergestellt werden, was im Vorfeld zu einigen Diskussionen und zusätzlichen Bedingungen für die Auktion geführt hat. Allerdings war der Zuspruch von Seiten der Gläubiger ausreichend und andererseits können Anleihen, die vorab nicht zugestimmt haben, im Nachgang zur Auktion noch in den Restrukturierungsprozess geliefert werden, so dass hier auch keinerlei Verwerfungen entstehen.

Relevante Entwicklungen aus Sicht von Basis-Investoren

Angesichts einiger Probleme bei der Lieferbarkeit von Anleihen in die CDS-Auktion in den Jahren 2009-2013 hat die ISDA mit der Modifikation des Rahmenwerks – der Einführung der 2014er Credit Derivatives Definitions – reagiert. Obwohl dies im oben diskutierten Fall keine Auswirkungen gehabt hat (auch die CDS, die nach dem Rahmenwerk aus dem Jahre 2003 gehandelt werden, haben getriggert), wird die Effizienz der Sicherungsfunktion des CDS durch die Umsetzung neuer Insolvenzverordnungen nicht per se beeinträchtigt. Allerdings muss sichergestellt werden, dass von Seiten der ISDA ein Kreditereignis früh genug festgestellt wird, bevor potentiell in die CDS-Auktion lieferbare Anleihen z. B. aufgrund eines juristisch bindenden Anspruchs im Zuge des Restrukturierungsprozesses nicht mehr lieferbar sind. Dementsprechend ist es für die Gläubiger immens wichtig, frühzeitig in den Restrukturierungsprozess mit eingebunden zu sein und gegebenenfalls gemeinsam mit dem Unternehmen die Modalitäten der Restrukturierung so zu gestalten, dass einerseits das Unternehmen eine möglichst hohe Zustimmungquote von Seiten der Gläubiger erreichen kann und andererseits die Interessen der Gläubiger, im Speziellen der Basis-Investoren, gewahrt bleiben. Im Falle von Isolux hat genau diese enge Kooperation zu einer effizienten Restrukturierung des Unternehmens beigetragen. Eine Schwierigkeit im europäischen CDS-Segment stellt die Heterogenität der Jurisdiktionen dar. Da in den USA das Chapter 11 einheitlich für alle amerikanischen Unternehmen angewendet wird, kann der für US Unternehmen gültige SNAC-CDS-Kontrakt (Standard North American Corporate) sehr spezifisch auf das US Insolvenzrecht konzipiert werden. Trotz einer gewissen Konvergenz in den Insolvenzordnungen in Europa bleiben gewisse nationale Besonderheiten bestehen, weshalb der für europäische Unternehmen gültige STEC-CDS-Kontrakt (Standard European Corporate) etwas weiter gefasst werden muss. Diese Besonderheit erfordert eben auch die detaillierte Analyse des ISDA

³ Lieferbar in eine Auktion sind die sogenannten „deliverable obligations“ der Referenz-Entität des CDS, in diesem Fall der niederländischen Isolux Finance BV. In dem Fall, dass erst die finale Bestätigung der *Homologacion* durch ein spanisches Gericht den CDS getriggert hätte (vermutlich dann ein Restructuring Event), wären die Bonds möglicherweise nicht lieferbar gewesen, wenn sie zu diesem Zeitpunkt schon heruntergeschrieben und durch neue Bonds ersetzt worden wären, da Asset Package Delivery in europäischen Corporate CDS nicht implementiert ist.



Rahmenwerks, um jederzeit die Effizienz der Absicherungsfunktion sicherzustellen. Hierfür ist es auch notwendig, dass Sicherungskäufer im CDS selbst aktiv an den ISDA-Abläufen teilnehmen, z. B. indem sie die Frage „ob ein Kreditereignis stattgefunden hat“ an das Credit Derivatives Determination Committee der ISDA richten.⁴

Wir gehen davon aus, dass die Zahl der Restrukturierungsfälle in Europa in den nächsten Jahren tendenziell steigen wird. Angesichts der hohen Liquidität in den CDS-Märkten werden folglich auch die Kreditereignisse im CDS-Markt einerseits zunehmen und andererseits an Bedeutung gewinnen, da das dort abgewickelte Volumen an CDS-Kontrakten ebenfalls steigt. Investoren in negativer Basis müssen hier eine aktive Rolle im Abwicklungsprozess des CDS einnehmen, um ihre Interessen zu wahren. Hierbei geht es ganz allgemein darum, die Effizienz des CDS als Versicherungskontrakt sicherzustellen.

⁴ Im Falle von Isolux wurde diese Frage von der XAIA Investment gestellt, wobei alle relevanten Dokumente (z. B. auch die Bekanntmachung des Insolvenzantrags durch das niederländische Insolvenzgericht) zur Verfügung gestellt werden müssen.



Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Inhalte dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die XAIA Investment GmbH („XAIA“) ist bestrebt, die Inhalte aktuell, richtig und vollständig darzustellen, jedoch kann XAIA Aktualität, Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der Darstellung nicht garantieren. XAIA übernimmt daher keinerlei Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, einschließlich entgangenen Gewinns aus der Verwendung bereitgestellter Inhalte. Gleiches gilt im Falle teilweiser oder vollständiger Unmöglichkeit oder einer sonstigen Beeinträchtigung der Nutzung. Leser und Anleger tragen daher die alleinige Verantwortung für die Nutzung der Inhalte und deren Folgen. XAIA behält sich weiterhin ausdrücklich vor, jederzeit und ohne Vorankündigung Änderungen oder Ergänzungen der Inhalte dieser Darstellung vorzunehmen.

Die Inhalte dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen gegebenenfalls gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die Inhalte dieser Darstellung richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger aus den Vereinigten Staaten von Amerika (insbesondere US-Personen oder in den USA ansässige Personen) und sind auch nicht als solche konzipiert.

Die Inhalte dieser Darstellung stellen weder eine Aufforderung, noch ein Angebot oder eine Empfehlung dar, Wertpapiere, Fondsanteile oder andere Finanzinstrumente zu erwerben, zu verkaufen oder sonst darüber zu verfügen oder eine andere Transaktion zu tätigen. Eine Investmententscheidung in Bezug auf gegebenenfalls dargestellte Produkte darf nur auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Wert und Rendite gegebenenfalls dargestellter Wertpapiere, Fondsanteile und anderer Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung oder Performance-Projektion wird daher weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Tatsächliche Ergebnisse können davon erheblich abweichen. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die Inhalte dieser Darstellung stellen darüber hinaus keine Anlageberatung oder Finanzanalysen i.S. des § 34b WpHG dar. Sie genügen deshalb nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung von XAIA zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann die Informationen dem Leser oder Anleger zugehen. XAIA behält sich deshalb ausdrücklich das Recht vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. XAIA kann andere Publikationen bzw. Darstellungen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese anderen Publikationen bzw. Darstellungen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider.

Etwas steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind daher weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Inhalte und Aufbau dieses Dokuments sind urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von XAIA weder kopiert, übernommen, vervielfältigt oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden.

In Zweifelsfällen wenden Sie sich bitte an folgende Email Adresse:
info@xaia.com