

Anleihegläubiger benachteiligt

Moody's stuft Heidelberg Cement-Anleihen um zwei Stufen auf „B3“ herunter

Von Andreas Hippin, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 20.6.2009

Die Ratingagentur Moody's hat ihre Bewertung der ausstehenden Anleihen des Baustoffkonzerns Heidelberg Cement um zwei Stufen auf „B3“ gesenkt – sechs Stufen unterhalb der letzten Investment-Grade-Kategorie. Bei der Refinanzierung von 8,7 Mrd. Euro durch einen neuen syndizierten Kreditvertrag würden die Interessen der Anleihegläubiger denen der Kreditinstitute untergeordnet, hieß es zur Begründung. Die Kreditwürdigkeit des MDax-Konzerns bewertet Moody's weiter mit „B1“.

Angesichts des Risikos, dass sich das Verhältnis von Nettoverschuldung und Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation des Zement- und Betonherstellers bis zum Ende des Jahres auf einen Wert von über 6,0 verschlechtern könnte, sei der Ausblick auf die weitere Rating-Entwicklung negativ. Zwar ließen die Kreditaufgaben des neuen Kredits dem Unternehmen deutlich mehr Spielraum als zuvor, allerdings könne Heidelberg Cement dennoch unter Druck kommen, wenn die Konjunktur so schwach bleibe wie derzeit oder das wirtschaftliche Umfeld sich weiter verschlechtere. Es werde dem Konzern nicht leicht fallen, seine hohe Schuldenlast zum nächsten Fälligkeitstermin erneut zu refinanzieren.

Das Beispiel Heidelberg Cement zeigt, wie wichtig eine sogenannte Negativklärung (Negative Pledge)

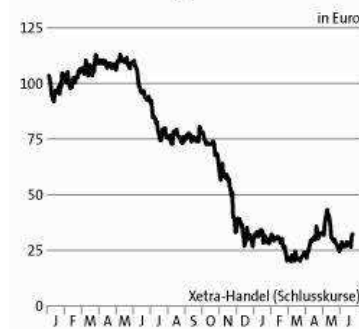
für Anleihegläubiger ist. Eine solche Klausel soll sicherstellen, dass den Bondbesitzern vergleichbare Garantien gegeben werden wie den erst-rangigen Gläubigern. Heidelberg Cement räumte seinen mehr als 50 Gläubigerbanken umfassende Sicherheiten ein. Dazu gehören soge-

derer Verschuldung mit Assets verbietet oder aber eine Gleichstellung mit den Banken erfordert. Besitzer von Heidelberg Cement-Anleihen müssen dagegen stärker zurückstehen. Deren Negativklärung beschränkt sich ausschließlich auf eine weitere Verschuldung am Kapitalmarkt. Die Anleihebesitzer sind den Gläubigern von Tochtergesellschaften strukturell nachgeordnet, weil diese nicht für die Schulden der Mutter aufkommen müssen.

Moody's sprach von einem „transatlantischen Graben“, nachdem die Kreditanalysten 350 Covenant-Pakete von 760 Bonds untersucht hat, die zwischen 1998 und 2007 platziert worden sind. Bei der Negativklärung sei die Zahl der nordamerikanischen Investment-Grade-Anleihen (IG) mit einer „starken“ Klausel im Verlauf des Jahrzehnts zurückgegangen. In Europa habe es gar keine gegeben. Die meisten Bonds böten nur „minimalen“ Schutz. In Nordamerika seien die Auflagen (Covenants) durchweg härter. Bestimmungen, die etwa die Verschuldung von Tochterunternehmen begrenzen, haben die Experten in den Prospekten europäischer IG-Bonds nicht gefunden. Auch Klauseln zu Sale-and-lease-back-Vereinbarungen fehlen, von Ausnahmen abgesehen.

Wenn man davon ausgeht, dass Heidelberg Cement nicht das einzige Unternehmen sein dürfte, dass sich in absehbarer Zukunft auf diese Weise refinanzieren muss, überrascht, wie schwach die Covenants europäischer Unternehmensanleihen formuliert sind.

Die HeidelbergCement-Aktie



Schlusskurs (Vortag) 31,69 (31,09) Euro
52-Wochen-Hoch/-Tief 95,14/19,50 Euro
KGV 2009 (18,6.) 8,9
ISIN DE0006047004

© Börsen-Zeitung Quelle: Thomson Reuters

nannte Upstream-Garantien, d. h. die Kreditinstitute können im Falle einer Insolvenz auf die Cash-flows und Vermögenswerte der Tochtergesellschaften zugreifen.

Negativklärung schützt

Hanson und Tochtergesellschaften sind davon zum Teil ausgenommen, weil die Bonds mit einer Negativklärung verkauft wurden, die eine Besicherung der Bank- oder an-