

Anleihenemission mittelständischer Unternehmen

von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen | Uwe Nespethal

I. Finanzierungsquellen des Mittelstands

Historisch bedingt orientiert sich der deutsche Mittelstand in seiner langfristigen Finanzierung stark am Hausbankenkredit. Ca. 80% des Finanzierungsvolumens stammen aus dieser Quelle und der Anteil ist seit Jahrzehnten nahezu konstant geblieben¹. Nur wenige Unternehmen nutzen zusätzlich den Kapitalmarkt, indem sie im Fremdkapitalbereich Anleihen (Corporate Bonds) emittieren. Wie später gezeigt wird, handelt es sich dabei um einen kleinen Kreis ausgewählter Adressen, die oftmals bereits Kapitalmarkterfahrung in der Eigenkapitalfinanzierung über die Börse besitzen. Ursache für diese Kapitalmarktmüdigkeit liegt zum einen in dem traditionell und vergleichsweise sehr günstigen und einfachen Zugang zu Bankkrediten. Die starke Stellung der Sparkassen und Landesbanken als öffentlich geförderte Anbieter von Fremdkapital trägt wesentlich dazu bei, dass Finanzierungsalternativen wie Eigenkapital oder Anleihenemissionen zu teuer erscheinen. Zum anderen konnte sich auf dieser Basis auch kein privates Investoreninteresse entwickeln, welches zu diesen Konditionen Kapital zu Verfügung stellt. Daher sind für den gehobenen Mittelstand als langfristige Fremdkapitalinstrumente für größere Finanzierungsvorhaben „Syndizierte Darlehen“ (einschließlich der sog. „Club Deals“) sowie die Ausgabe von *Schuldverschreibungen* von besonderer Relevanz². In allen Fällen tritt eine Bank als Finanzintermediär aber auch als Investor auf.

Beim *syndizierten Darlehen* übernimmt i.d.R. eine nahestehende Bank des Unternehmens (Hausbank) die Rolle des Arrangeurs und des alleinigen Kreditzeichners (*Underwriter*). Für diese Funktionen wird eine entsprechende Arrangement- und Underwriting-fee berechnet, die je nach Stellung des Unternehmens und den geltenden Marktbedingungen zwischen 0,5% und 3,0% des zugesagten Volumens betragen kann³. Der Arrangeur übernimmt somit im ersten Schritt das gesamte zugesagte Kreditvolumen auf seine Bilanz, das hinsichtlich der Fristigkeiten und Konditionen in unterschiedlichen Paketen (Term Loan, Kontokorrentlinie) strukturiert wird. Im zweiten Schritt syndiziert bzw. verbrieft der Underwriter diese Pakete und transferiert sie nach Abschluss der Kreditverträge an ausgewählte Partner, d.h. die Kredite werden an andere Banken übertragen. Diese Darlehen unter-

liegen neben den üblichen Kreditkonditionen wie dem kapitalmarktabhängigen Zinssatz (EURIBOR) oder einer bonitätsabhängigen „Margin-Spread“ auch weitergehenden Zusicherungen des Emittenten. Dazu zählen v.a. die zum Teil anspruchsvollen Reportingpflichten gegenüber dem Arrangeur und die interim oder jährlich zu überprüfenden Zusagen hinsichtlich bestimmter Finanzkennzahlen (*financial covenants*). Eine Verletzung dieser Zusicherungen hat entsprechende Zinsanpassungen oder zusätzliche Begebung von Sicherheiten zur Folge. Grundsätzlich sind syndizierte Darlehen erst-rangig und dinglich besichert. Die Laufzeiten sind aufgrund der Finanzkrise deutlich zurückgegangen, so dass es derzeit üblich ist, eine Frist von maximal drei Jahren zu vereinbaren. Die Finanzkrise führte dazu, dass die beschriebene Syndizierung bzw. Verbriefung der Kreditpakete schwierig, zum Teil sogar unmöglich wurde. In jüngster Zeit sind wieder sogenannte „Club Deals“ in Mode gekommen, wonach sich unter Führung einer Leadbank, die i.d.R. wiederum die Hausbank ist, mehrere Banken für die Übernahme des benötigten Kreditvolumens finden. Jede dieser übernehmenden Banken versucht wiederum ihre gezeichnete Tranche vollständig oder teilweise an andere Banken weiterzureichen. Je größer jedoch das vom Unternehmen benötigte Volumen wird, desto größer wird der Aufwand einen „Club Deal-Kreis“ zu finden.

Ein zweites Instrument der langfristigen Fremdkapitalfinanzierung ist die Ausgabe von *Schuldverschreibungen*. Im Gegensatz zum syndizierten Darlehen tritt das Unternehmen bzw. der Emittent nicht nur gegenüber einer Bank oder weniger Banken als Gläubiger auf, sondern adressiert mehrere institutionelle Investoren. Die Platzierung eines Schuldscheins erfolgt über einen Arrangeur, der die Funktion der Emissionsbank einnimmt. Die Dokumentation für die Emission ist vergleichsweise standardisiert und unterliegt keiner Wertpapierprospektpflicht, da nur ausgewählte (qualifizierte) Investoren angesprochen werden. Als Investoren kommen Kapitalsammelstellen (Versicherer, Banken, Vermögensverwaltungen) in Frage. Grundvoraussetzung für die Platzierung eines Schuldscheins ist ein Investmentgrade-Status des Emittenten, was jedoch für viele mittelständische Unternehmen eine unüberwindliche Hürde darstellt. Darüber hinaus unterliegen Schuldscheine, wie beim syndizierten Darlehen, der Zusicherungspflicht des Emittenten, bestimmte *covenants* einzuhalten. Allerdings sind sie nicht dinglich besichert. Als Laufzeiten sind drei bis sieben Jahre üblich und als Mindestvolumen werden 20 Mio. € seitens der Banken und Investoren vorausgesetzt⁴.

⁴ Siehe Berghaus/Bardelmeier „Genussscheine“ in „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt“ Habersack, Mühlbert; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 355 ff.

¹ Rudolf, S.: „Entwicklung im Kapitalmarkt in Deutschland“ in Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Habersack, Mühlbert; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 10ff.
² Die Sonderform Asset-Backed-Securities-Finanzierung als „off-balance sheet“ Instrument wird in diesem Beitrag nicht näher betrachtet. Detaillierte Ausführungen siehe Geiger, M.: Asset Backed-Securities“ in Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Habersack, Mühlbert; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 51ff.
³ Laut interner Umfrage ausgewählter Unternehmen im Zeitabschnitt 2009-2010.

Unternehmensanleihen finden sich in den Bilanzen mittelständischer Unternehmen bisher nur sehr selten.

» AUTOREN Prof. Dr. W. Blättchen | U. Nespethal

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter, Uwe Nespethal ist Partner bei der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH (Leonberg). Beide Autoren haben maßgeblich an der Konzeptionierung und Implementierung des Segments „bondm“ der Stuttgarter Börse als Berater mitgewirkt und sind Gründungs-bondm Coach.

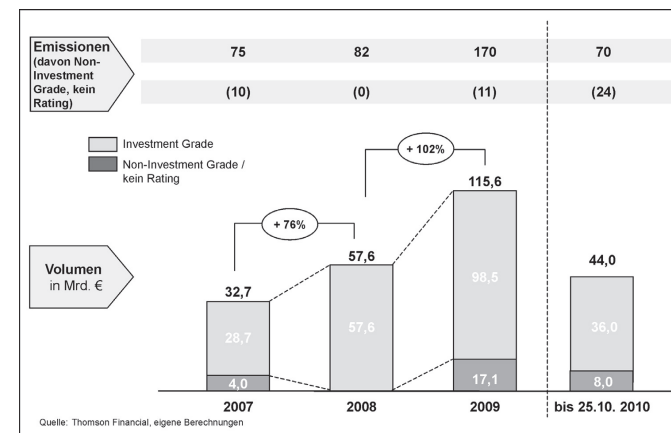


Abb. 1: Anleihenemissionsvolumen deutscher Emittenten (non-financials)

Eine wirkliche Kapitalmarktlösung über eine „Unternehmensanleihe“ findet sich in den Bilanzen mittelständischer Unternehmen nur sehr selten. Im folgenden Abschnitt wird dieses Instrumentarium der Finanzierungspraxis näher untersucht und es werden Gründe aufgezeigt, warum dieses Kapitalmarktinstrument im deutschen Mittelstand wenig Zuspruch gefunden hat. Schließlich zeigen wir, dass sich diese Ausgangslage derzeit mit dem Instrument der Eigenemission zugunsten mittelständischer Emittenten positiv verändert.

II. Unternehmensanleihe – Ein gängiges Instrument für „Bluechip-Emittenten“

Im Gegensatz zum Eigenkapital existierte bis zum Start von bondm an der Stuttgarter Börse für mittelständische Unternehmen noch kein funktionsfähiger, organisierter und öffentlicher Kapitalmarktzugang für die Fremdmittelaufnahme. Nur im Segment der „Blue-Chip“-Unternehmen hat sich ein effizienter Kapitalmarkt für die Emission von Anleihen entwickelt, der jedoch ausschließlich auf die Interessen der institutionellen Investoren und Banken ausgerichtet ist. Im Jahr 2009 wurden laut unseren Recherchen von deutschen Emittenten („Non Financials“) insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. € bei Investoren platziert, die ein mittleres Anleihevolumen von 713 Mio. € (314 Mio. € im Median) aufweisen. Auch bis Oktober des laufenden Jahres (Stichtag 25.10.2010) bewegte sich das Volumen mit insgesamt 44 Mrd. € weiterhin auf hohem Niveau, wonach sich die mittlere Tranche der 70 platzierten Anleihen auf

630 Mio. € (Median 376 Mio. €) gering reduzierte⁵. Diese Größenklasse ab 500 Mio. € Volumen aufwärts wird in der Praxis als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von den Banken als auch von den Investoren entsprechend favorisiert. Daher liegt auch nach deren Auffassung das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe bei mindestens 200 Mio. €. Unter dieser Schwelle ergibt eine Platzierung wirtschaftlich keinen Sinn bzw. wäre ein Engagement zu risikoreich. Wie unsere Analyse zeigt, wird der Großteil der platzierten Unternehmensanleihen anschließend an der Luxemburger Börse zugelassen⁶. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken bevorzugte „Listingbörse“ und zählt damit zum führenden europäischen Markt für die Erstzulassung von Anleihen⁷. Jedoch existiert hier aufgrund fehlender Maklerstrukturen kein liquider Sekundärmarkt. Sofern sich Makler finden, findet dieser „unkontrolliert“, d.h. ohne Einwilligung des Emittenten, an anderen Börsen statt. Unter diesen Rahmenbedingungen in einer von Banken und institutionellen Investoren dominierten „Fremdemissionswelt“ kann es auch nicht verwundern, dass sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch kein funktionsfähiger Kapitalmarktzugang für mittelständische Emittenten mit einem Anleihevolumen deutlich unter der 200-Mio.-€-Schwelle herausbilden konnte.

Im Gegensatz zum Primärmarkt wird der öffentliche Sekundärmarkt von mittelgroßen und kleineren Vermögensverwaltern, aber auch zunehmend von Privatlegem getragen. Hierbei haben v.a. die Börsenplätze Stuttgart und Frankfurt eine vorherrschende Rolle eingenommen⁸. Dabei beziehen die an den Börsen vertretenen Makler die originär an der Luxemburger Börse zugelassenen Anleihen in den Freiverkehr ein und ermöglichen damit einen öffentlichen Handel. Inwieweit ein liquider Sekundärmarkt für den Pri-

⁵ Eigene Berechnungen.
⁶ Unter den 170 Anleihenemissionen (deutscher Non-financials) des Jahres 2009 erfolgten 135 Zulassungen primär an der Luxemburger Börse. Im laufenden Jahr 2010 (Stichtag: 15.07.2010) erfolgten 32 Zulassungen an der Luxemburger Börse von insg. 43 Platzierungen.
⁷ Siehe Homepage der Luxemburger Börse: www.bourse.lu.
⁸ Quelle: Börsenzeitung 25.09.2010.

Emittentin	Branche	Umsatz im GI 2009 (in Mio. €)	EBIT im GI 2009 (in Mio. €)	Notierung in bondm	Volumen (in Mio. €)	Zeichnungsfristen	Laufzeit	Emittentenrating bei Emission	Anleihenstruktur	Kupon	Ausgabekurs
DÜRR AG	Anlagenbau/ Automotive	1.184,7	5,7	18.05.2010 Rückkauf im Okt. 2010	100,0	Juli 2004	15.07.2011	BB-(S&P), Ba3 (Moody's)	unbesichert, nachrangig	9,75%	Transferemittent
Windreich AG	Windanlagen/ Offshore	GI: 19,8	12,2	19.07.2010	25,0	März 2010	01.03.2015	BBB (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,50%	Transferemittent
KTG Agrar AG	Landwirtschaft	32,3	9,2	07.09.2010	bis zu 25,0	02.09.-14.09.2010 (vorzeitig am 6.9.2010 geschlossen)	14.09.2015	BBB (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,75%	100,00%
DÜRR AG	Anlagenbau/ Automotive	1.184,7	5,7	21.09.2010	150,0	13.09.2010 - 24.09.2010 (vorzeitig am 13.09.2010 geschlossen)	28.09.2015	kein Rating	unbesichert, Senior	7,25%	100,00%
Nabaltec AG	technische Keramik	73,1	-2,7	12.10.2010	30,0	5.10.2010 - 14.10.2010 (vorzeitig am 8.10.2010 geschlossen)	15.10.2015	BBB- (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,50%	100,00%
Solarwatt AG	Erichtung und Betreiben von Solarkraftwerken	255,9	4,9	28.10.2010	25,0	19.10.2010-29.10.2010 (vorzeitig am 26.10.2010 geschlossen)	31.10.2015	BB+ (Creditreform)	unbesichert, Senior	7,00%	100,00%
Air Berlin PLC	Fluggesellschaft	3.240,3	28,5	10.11.2010	200,0	02.-05.11.2010 (vorzeitig am 2.11.2010 geschlossen)	10.11.2015	Kein Rating	unbesichert, Senior	8,50%	100,00%

Quelle: Unternehmensangaben, Stuttgarter Börse

Abb. 2: Überblick der gelisteten Anleihen in bondm

märmarkt an Bedeutung gewinnt, zeigt die zunehmende Bereitschaft der Emittenten, ihre Anleihenstückelung auf privatanlegerfreundliche 1.000 € vorzunehmen, um einen geringeren Liquiditätsabschlag bei der Erstplatzierung zu erzielen⁹. Neben dieser skizzierten, großen institutionellen Welt hat sich v.a. in 2009 ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßiger kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio. € erfolgreich an Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter platzieren. Ein weiteres Beispiel ist die Halloren Schokoladenfabrik, die ebenfalls 10 Mio. € innerhalb weniger Tage an Privatanleger verkaufte¹⁰. Zwar handelt es sich in diesen Fällen um „Graumarktemissionen“, da keine Börsennotierung beantragt wurde, jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Primärmarkt für Unternehmensanleihen bisher sowohl von der Emissions- als auch der Anlegerseite stark institutionell geprägt ist. Dementsprechend liegt das Anleihenvolumen in Größenordnungen von mindestens 200 Mio. € im Fokus der involvierten Akteure. Dabei hat sich die Luxemburger Börse als „Listingbörse“ für europäische Unternehmensanleihen etabliert, an der jedoch kein liquider Sekundärmarkt mangels fehlender Maklerstrukturen stattfindet. Dieser findet zunehmend an den deutschen Regionalbörsen Frankfurt und Stuttgart statt, an denen v.a. Privatanleger zu den aktiven Investoren gehören. Neben diesem institutionell geprägten Anleihenmarkt hat sich in den letzten Jahren ein „Graumarkt“

9 91% der Anleihenemissionen deutscher Non-financials in 2009 bis 15.07.2010 hatten eine 1.000 € Stückelung (Quelle: eigene Berechnungen).
10 Siehe dazu Wertpapierprospekt des Klett Verlags vom 09.06.2009 sowie Wertpapierprospekt der Halloren Schokoladenfabrik Prospekt vom 04.11.2009.

für kleinere Anleihenemissionen (< 50 Mio. €) entwickelt. Ein wesentliches Merkmal hierbei ist, dass die Platzierung in alleiniger Verantwortung des Emittenten in Form einer Eigenemission stattfindet und sich an die Zielgruppe der Privatanleger oder kleinere Vermögensverwalter richtet. Üblicherweise ist auch keine Börsennotierung vorgesehen. In der Konsequenz bedeutet diese Analyse, dass im Segment zwischen 150 und 50 Mio. € Emissionsvolumen in Deutschland bisher kein entwickelter bzw. organisierter Anleihenmarkt existiert und dass dieses Segment v.a. Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand betrifft.

III. bondm der Stuttgarter Börse – Anleihenmarkt für mittelständische Emittenten

Am 17.05.2010 stellte die Stuttgarter Börse das neue Marktsegment „bondm“ für mittelständische Unternehmensanleihen der Öffentlichkeit vor. Es bietet Interessenten eine alternative Kapitalmarktlösung gegenüber der seit dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich schwieriger gewordenen Hausbankfinanzierung. bondm versteht sich als Primär- und Sekundärmarktplattform, auf der sich mittelständische Emittenten aus Industrie- und industrierieservicennahen Bereichen zu Hause fühlen sollen, für die bisher aufgrund ihrer Größe kein entwickelter, organisierter Kapitalmarkt existierte. Als Zielbandbreite wird ein Anleihenemissionsvolumen zwischen 50 und 150 Mio. € von der Stuttgarter Börse genannt, das, wie im vorherigen Abschnitt aufgezeigt, bisher von den etablierten Emissionsbanken sowie von den typischen institutionellen Investoren kaum von Interesse war¹¹. Daher zielt bondm auf den Angebot-/ Nachfrage-Ausgleich zwischen den Anleihen von Emittenten aus dem gehobenen Mittelstand der genannten Größenordnungen und der weit definierten Investorengruppe der Privatanleger, worunter

11 Siehe bondm Regelwerk der Stuttgarter Börse §§34ff.

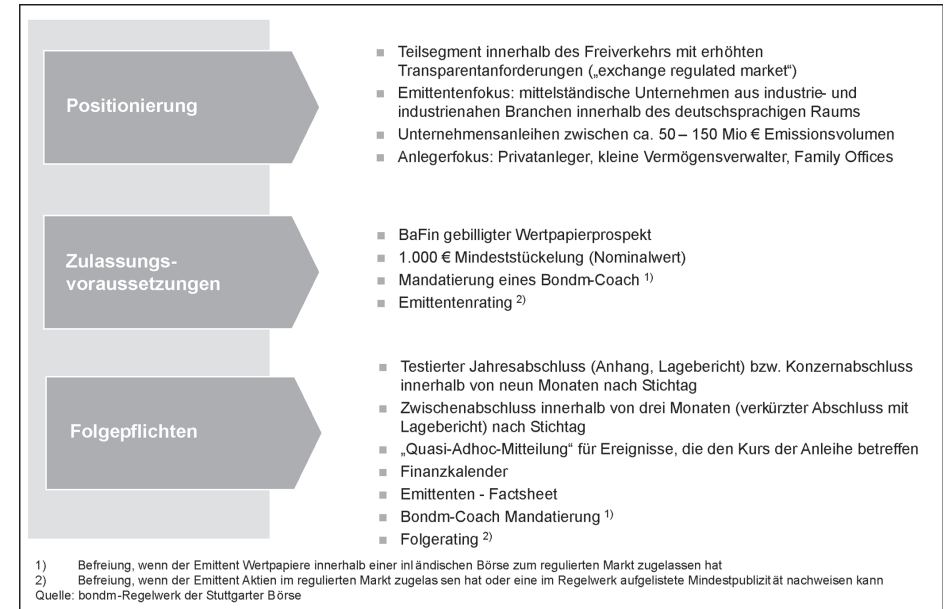


Abb. 3: Merkmale von bondm

auch kleinere Vermögensverwalter bzw. „Family Offices“ zählen. Da die Stuttgarter Börse bereits eine führende Rolle unter den deutschen Börsenplätzen sowohl im Anleihenhandel als auch beim Anteil der handelnden Privatanleger einnimmt¹², kann bondm auf dieser Basis aufbauen, um sich zu einer deutschlandweiten Primär- und Sekundärplattform für mittelständische „Qualitätsanleihen“ zu entwickeln. Zur ersten handelbaren bondm-Anleihe gehört die bereits im Jahr 2004 emittierte und seitdem im Freiverkehr der Stuttgarter Börse notierte Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers Dürr AG. Als weiterer Kandidat für ein zeitnahes Listing in bondm wurde außerdem die Windreich AG vorgestellt, die mit Abschluss ihrer Primäremission am 18.07.2010 dem Segment beitrug. Bis zum Stichtag 05.11.2010 notieren bisher fünf Anleihen mit einem Gesamtemissionsvolumen bei Notierungsaufnahme von rd. 350 Mio. €¹³. Zur erfolgreichsten Emission in bondm gehört die Neuauflage der DÜRR-Anleihe (DE000A1EWGX1) am 21.09.2010 mit einem Volumen von 150 Mio. €, die eine 100 Mio. €-Anleihe Ende Oktober ablöste.

IV. Zulassungs- und Folgepflichten

Bei der Konzeption dieses Segments wurde darauf Acht gegeben, dass die Belange mittelständischer Emittenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und des damit verbundenen Aufwands weitestgehend in Einklang mit den Min-

12 Siehe EUWAX Geschäftsbericht 2009 sowie „Mittelstand setzt auf Anleihen“ in Börsen Zeitung Nr. 185 vom 25.09.2010, S. B4.
13 In der Zeichnungsfrist befindet sich die Anleihe von Air Berlin (WKN AB100A), für die eine Notierungsaufnahme in bondm für den 10.11.2010 vorgesehen ist.

destanforderungen der Anleger gebracht werden. Um dies zu gewährleisten, wurde bondm aus regulatorischer Sicht als Teilsegment des Freiverkehrs mit speziellen Zulassungs- und Folgepflichten konzipiert und zählt damit zu den sog. „Exchange regulated markets“. Die Transparenzanforderungen von bondm entsprechen im Kern denen der bekannten deutschen börsenregulierten Marktsegmente für Eigenkapital (Entry Standard oder M:access), die ebenfalls die mittelständischen Emittenten im Fokus haben¹⁴. Die regelmäßige Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen nach HGB, das Publizieren von zeitnahen Zwischenabschlüssen oder von kursbeeinflussenden Tatsachen sind Anforderungen, die heute als Mindeststandard des öffentlichen Kapitalmarkts gelten und auch in bondm übernommen wurden¹⁵. Darüber hinaus ist für bondm ein anleihen spezifisches Bewertungsinstrumentarium, das Rating, vorgesehen, um Anlegern eine bessere Einschätzung über Chancen/Risiken insbesondere bei bisher der Öffentlichkeit unbekanntem Unternehmen zu ermöglichen.

Grundsätzlich hat der Anleihenemittent einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt zu veröffentlichen und es darf die nominelle Anleihenstückelung den privatanlegerfreundlichen Betrag von 1.000 € nicht übersteigen werden. Ein weiteres bondm-Charakteristikum ist die Mitwirkung eines sog. „bondm-Coaches“, der innerhalb des bondm-Konzeptes zweierlei Funktionen wahrnehmen soll. Zum einen dient er als Berater für den Emittenten in den Themen der

14 Siehe Regelwerk des „Entry Standard“ der Deutschen Börse AG sowie Regelwerk des „M:access“ der Münchner Börse.
15 Siehe bondm Regelwerk der Stuttgarter Börse §§34ff.

Emissionsvorbereitung und der Notierungsaufnahme und prüft dessen Kapitalmarkttauglichkeit für den Primärmarkt. Diese Kapitalmarkttauglichkeit beinhaltet unter anderem Kriterien wie die Fähigkeit des Emittenten, die Zulassungs- und Folgepflichten von bondm nachhaltig zu erfüllen sowie die technische Infrastruktur für die Emission und Notierung sicherzustellen. Zum anderen übernimmt der bondm-Coach eine Kontroll- und Überwachungsfunktion für die Börse, wonach er den Emittenten regelmäßig über geänderte Kapitalmarkterfordernisse informiert und ihn auf Verstöße gegen die Folgepflichten aufmerksam macht und dies im Interesse des Anlegerschutzes unverzüglich der Börse mitteilt. Diese „Polizeifunktion“ des Coaches ist neben den Transparenzanforderungen von bondm ein wesentlicher Baustein zur Qualitätssicherung. Ein weiteres Merkmal von bondm ist seine Privatanlegerorientierung. Gerade diese Gruppe ist es, die im Anleihenhandel wesentlich zur Liquidität beiträgt. Die Stuttgarter Börse möchte diese Anlegerschaft ebenfalls für den Primärmarkt nutzen und bietet den Emittenten im Rahmen einer Eigenemission ein ergänzendes Vertriebsstool („bondm-Zeichnungsbox“) für die Platzierung an. Die „bondm-Zeichnungsbox“ ist ein elektronisches Orderbuch, an dem über 100 zugelassene Handelsteilnehmer, wie Banken, Makler oder Onlinebroker, angeschlossen sind und über die interessierte Anleger ihre Zeichnungsorders abgeben können¹⁶. Ein weiteres Element von bondm ist die Gewährleistung eines organisierten Anleihenhandels innerhalb des elektronischen Handelssystems, in dem ein sogenannter „Quality-Liquidity-Provider“ (QLP) für eine faire Preisbildung sorgt¹⁷.

V. Die Emission einer Unternehmensanleihe – Eigen- vs. Fremdemission

Die Platzierung einer Anleihe kann grundsätzlich auf zwei Wegen erfolgen. Zum einen beauftragt der Emittent ein Bankkonsortium, das die Anleihe zu „best effort“, i.d.R. an institutionelle Investoren platziert. „Best effort“ bedeutet hierbei, dass die Bank bzw. das Konsortium keine Platzierungsgarantie gegenüber dem Emittenten abgibt. Dies ist der klassische und bisher übliche Vertriebsweg und wird auch Fremdemission genannt. Diese Fremdemission kann wiederum danach unterschieden werden, ob die beauftragte Bank als „Underwriter“ auftritt, d.h. dass die Anleihen für einen kurzen Moment seitens der Bank übernommen und anschließend an die zeichnungswilligen Investoren weiterverkauft werden. Im anderen Fall tritt die Bank als „Selling Agent“ auf, wonach die Anleihen für Kommission im Namen des Emittenten über die Bank veräußert werden. Im ersten Fall, dem Underwriting, tritt die emissionsbegleitende Bank gegenüber dem Investor als Verkäufer auf und übernimmt damit auch die entsprechenden Pflichten und Garantien. Diese Übernahmerisiken lässt sich die Bank zum einen durch die sogenannte „Underwriting-fee“ vergüten. Zum anderen versucht sie, diese Risiken so klein wie möglich zu halten. Dabei verlangt sie vom Emittenten eine Reihe von juristischen Dokumentationen, die inhaltlich und vom Umfang her weit über

den für ein öffentliches Angebot verpflichteten Wertpapierprospekt hinausgehen. Zu den üblichen Bestandteilen dieser Dokumentation zählen unter anderem eine „legal opinion“ und eine „disclosure opinion“, die von einer Anwaltskanzlei gegenüber der Bank abgegeben werden. Diese garantieren, dass sämtliche während der Prüfung (Due Diligence) gefundenen, wesentlichen Tatsachen (wirtschaftliche, juristische etc.) im Prospekt bzw. im Prüfungsbericht (Due Diligence Bericht) korrekt und vollständig abgebildet sind¹⁸. Darüber hinaus hat der Emittent i.d.R. noch von einem Wirtschaftsprüfer sämtliche im Prospekt ausgewiesenen Finanzzahlen und dazugehörige Berichte prüfen zu lassen und die Richtigkeit durch einen *Comfort Letter* des Prüfenden bestätigen zu lassen. Da die Aktualität und damit die Aussagekraft der geprüften Finanzzahlen auf Basis der letzten Jahresabschlüsse bzw. Zwischenabschlüsse mit der Zeit schwindet, ist auch dieser *Comfort Letter* nur für eine bestimmte Frist gültig, in der der Wirtschaftsprüfer das Garant übernimmt. Diese Frist ist auf 135 Tage des zuletzt erstellten Abschlusses gültig, d.h. die Platzierung kann daher nur innerhalb dieses zeitlichen Korridors erfolgen. Wird dieser überschritten, ist ein erneuter Abschluss seitens des Emittenten zu erstellen. Sowohl die *Legal Opinion*, *Disclosure Opinion* als auch der *Comfort Letter* sind mit Kosten für den Emittenten verbunden, die je nach Volumen der geplanten Anleihe sowie Risikoklasse des Unternehmens hohe sechsstellige Eurobeträge einnehmen können¹⁹. Darüber hinaus ist es üblich, dass der Emittent ein Rating von einem der etablierten Ratingagenturen (S&P, Moody's, Fitch) zu erstellen hat. Zahlreiche institutionelle Investoren sind aufgrund ihrer Regularien verpflichtet, Engagements nur unter der Prämisse eines Ratings und i.d.R. oftmals der genannten Agenturen eingehen zu dürfen. Dieses Rating umfasst sowohl ein Unternehmens- als auch Anleihenrating, das während der gesamten Laufzeit mindestens jährlich erneuert wird. Dennoch zeigt unsere Statistik, dass in jüngster Zeit immer mehr Emittenten eine Emission auch ohne Rating vornehmen mit dem Nachteil, bestimmte Investorengruppen auszuschließen sowie einen Preisabschlag zu riskieren. Im Jahre 2009 wurden 8% der platzierten Corporate Bonds ohne Rating vorgenommen. Im Jahr 2010 (Stichtag 15.07.2010) stieg dieser Anteil auf 29%²⁰. Demnach scheint dieser Nachteil vertretbar gegenüber dem Aufwand für die Erstellung eines Ratings. Dennoch sei an dieser Stelle hervorgehoben, dass ein Rating bei Unternehmen ohne Kapitalmarkthistorie durchaus Sinn macht und der Verzicht gut überlegt sei. Die Mehrzahl der Emittenten ohne Rating sind daher oftmals börsennotierte Gesellschaften, die den hohen Publizitätspflichten nachkommen und dadurch für Investoren ein sogenanntes Schattenrating ermöglichen. Die Platzierung und Vermarktung der Anleihe erfolgt i.d.R. innerhalb einer sehr kurzen Zeitfrist (wenige Tage bis zum Teil wenigen Stunden), die ausschließlich institutionellen Investoren vorbehalten ist. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der klassische Weg einer Unternehmensanleihe mittels Underwriting-Konsortium ein von den Investment-

banken und institutionellen Investoren beherrschtes Unterfangen ist und deren Spielregeln unterliegt.

Inwieweit diese Vorgehensweise Konsequenzen auf das v.a. an den Aktienmärkten beobachtete „Underpricing Phänomen“ hat, kann hier nicht weiter untersucht werden. Erste Forschungsarbeiten im institutionellen Anleihemarkt lassen darauf schließen und es ist offen, inwieweit ein höherer Privatanelegeranteil diesen Nachteil kompensieren kann²¹.

Eine „Selling Agent“-Emission ohne Übernahme der Anleihenplatzierung durch eine Bank findet i.d.R. als reines Private Placement an eine kleine Gruppe von institutionellen Investoren statt. Oftmals unterliegt diese Platzierung keiner aufwendigen Dokumentation und ist daher im Vergleich zur Underwriting-Platzierung deutlich unkomplizierter und natürlich günstiger. Jedoch ist diese Art der Eigenemission nur für kleinere Tranchen relevant und wird nur für Emissionen durchgeführt, bei denen der Emittent bereits bei den Investoren bekannt ist und über eine entsprechende positive Historie verfügt (z.B. Peri)²².

1. Die Technik der Eigenemission

Für Emittenten mit einem Anleihenvolumen mit deutlich weniger als die „kritische Masse“ von 200 Mio. € erschloss sich bisher nur die Möglichkeit der Platzierung im Rahmen einer Eigenemission an sogenannte Friends & Family (F&F). Darunter verstehen sich v.a. Anleger, die in geschäftlicher Beziehung mit Unternehmen verbunden sind wie Kunden oder Lieferanten. Ein gutes Beispiel dafür ist die Anleihenplatzierung des Stuttgarter Klett-Verlages, der im Jahre 2009 über die Direktsprache seiner Kundenklientel 50 Mio. € innerhalb weniger Wochen einsammeln konnte²³. Zum einen nutzte das Unternehmen dafür seinen Bekanntheitsgrad in der Schulbranche. Zum anderen konnte der Emittent auf die bekannten Investoren zurückgreifen, die bereits vier Jahren zuvor eine Anleihe gezeichnet hatten. Die technische Abwicklung dieser Form der eigenverantwortlichen Platzierung erfolgt zum einen durch eine Vermarktung der Anleihe über öffentliche Medien (Zeitungen, Internetportale, TV) mit gezielten Maßnahmen (Anzeigen, Interviews), mit denen das breite Publikum der Privatanleger angesprochen wird. Zum anderen bedient sich der Emittent der direkten Ansprache größerer Investoren (Family Offices, Vermögensverwalter) im Rahmen sog. Roadshows bzw. one-on-ones, in der häufig externe Vertriebspartner („Selling Agents“) wie kleinere, spezialisierte Wertpapierhandelshäuser eingeschaltet werden. Diese Brokerhäuser bieten den direkten Zugang zu qualifizierten Investoren an und lassen sich ihre Vertriebsbemühungen durch eine entsprechende Gebühr bezahlen.

Die eigentliche Zeichnung der Anleihe wird über das *Online-Portal* des Unternehmens abgewickelt, auf der ein interessierter Anleger die notwendigen Dokumentationen wie Zeichnungsantrag, -schein, Wertpapierprospekt, Geschäftsberichte oder Informationsflyer herunterladen kann. Zudem

hat der Emittent Sorge zu tragen, dass die mit der Zeichnung verbundene Wertpapierabwicklung (technische Infrastruktur) reibungslos funktioniert. Hierzu gehört die Übertragung und girosammelfähige Einbuchung in Kundendepots, die Übertragung der Globalurkunde an Clearstream, die ordnungsgemäße Abrechnung der Zinscoupons und Rückzahlungsbeträge, die Behandlung der Abgeltungssteuer sowie die systematische Erfassung von Zeichnungs- und Geldübertragungsstände. Für die Implementierung der technischen Infrastruktur und für die Abwicklung werden spezialisierte Dienstleister eingeschaltet. Im Gegensatz zur beschriebenen Fremdemission auf institutioneller Ebene beträgt die Zeichnungsdauer oft mehrere Wochen sogar Monate. Die maximale Angebotsfrist für eine Eigenemission sind zwölf Monate ab dem Zeitpunkt der BaFin-Billigung des erforderlichen Wertpapierprospektes²⁴. Auf der einen Seite ist eine schnelle Platzierung innerhalb weniger Tage oder Wochen sicherlich wünschenswert. Auf der anderen Seite erhält der Emittent die zeitliche Flexibilität mögliche Marktstörungen, die zu Beginn der Platzierung eintreten, auszusitzen. Zudem werden die Zeichnungseingänge täglich abgerechnet, so dass diese Form der Eigenemission im Gegensatz zur institutionellen Fremdplatzierung keine „eins oder null“ Entscheidung ist, sondern sich der Erfolg über die Laufzeit der maximal möglichen Zeichnungsfrist erstreckt.

2. bondm – Die synchronisierte Zeichnung über mehrere Vertriebswege

bondm der Stuttgarter Börse versteht sich sowohl als Primärmarkt (Emissionsplattform) als auch als Sekundärmarkt (Handelsplattform). Als Emissionsplattform bietet bondm den Emittenten nicht nur die zusätzliche Aufmerksamkeit gegenüber der Öffentlichkeit und v.a. gegenüber Investoren, sondern für die Platzierung einer Anleihe auch ein Vertriebsstool, das komplementär zu den vorgestellten Möglichkeiten einer Eigenemission (Online-Portal, Private Placement über Selling Agents) zu sehen ist. Dieser Vertriebskanal nennt sich „bondm Zeichnungsbox“ an der über 100 Handelsteilnehmer der Stuttgarter Börse angeschlossen sind²⁵. Interessierte Anleger, die Depots bei diesen Handelsteilnehmern haben, können während einer Zeichnungsfrist von bis zu zwei Wochen ihre Zeichnungsorder abgeben. Während dieser Zeit können die Zeichnungen in der „bondm-Zeichnungsbox“ täglich gesammelt und mit den Zeichnungseingängen aus dem Online-Direktvertrieb über den Emittenten und den Vertriebsbemühungen der eventuell eingeschalteten „Selling Agents“ zusammengeführt, ausgewertet und nach Abstimmung mit dem Emittenten die Anleihenstücke zugeteilt werden²⁶. Ebenfalls kann nach dieser Frist die Notierungsaufnahme der Anleihe im Freiverkehr bei gleichzeitiger Aufnahme in bondm erfolgen. Die „bondm-Zeichnungsbox“ ist ein elektronisches Orderbuch mit Schnittstellen zur EUWAX, die als zugelassener Handelsteilnehmer der Börse Stuttgart die Orderangebote seitens des Emittenten einstellt und mit den

16 Quelle: Homepage der Stuttgarter Börse (<https://www.boerse-stuttgart.de/>).

17 <https://www.boerse-stuttgart.de/de/handelssegmenteundhandelsinitiativen/bondm/derhandel.html>.

18 Grunewald/Schlitt: „Einführung in das Kapitalmarktrecht“ 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, S.76ff.

19 Grunewald/Schlitt: „Einführung in das Kapitalmarktrecht“ 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, S.222ff.

20 Eigene Berechnungen.

21 Siehe auch Rojahn/Schyra „Underpricing deutscher Corporate Bond Emissionen“, CFB 2010 S. 123 (128) und generell Blättchen/Jacquillat „Börseneinführung – Theorie und Praxis“, Fritz Knapp Verlag, 1999 (Kap. 6).

22 Emission im August 2010 von 100 Mio. € mit 50.000 € Stückelung und einer Laufzeit bis 06.08.2015 (A1EWHD).

23 Angaben des Unternehmens sowie Wertpapierprospekt vom Juni 2009.

24 §9 Abs. 2 des Wertpapierprospektgesetzes (WPPG).

25 <https://www.boerse-stuttgart.de/de/handelssegmenteundhandelsinitiativen/bondm/bondm-zeichnung.html>.

26 In der bisherigen Zeichnungspraxis (KTG Agrar, DÜRR) wurde täglich abgerechnet, wonach nach dem Prinzip „first come/ first serve“ verfahren wurde.

Emissionsvoraussetzungen	Vertriebskanal / -initiatoren	Tools	Zielinvestoren
<ul style="list-style-type: none"> ■ Kapitalmarktfähigkeit ■ Formelle Zulassungsvoraussetzungen ■ Technische Infrastrukturen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Wertpapierhandelshäuser / Broker ■ EUWAX (Stuttgarter Börse) über zugelassene Handelsteilnehmer ■ Emittent 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Private Placement (Fremdplatzierung) ■ bondm-Zeichnungsbox ■ Online-Zeichnungs-Portal 	<ul style="list-style-type: none"> ■ „Qualifizierte Investoren“ (Family Offices, Vermögensverwalter) ■ „Qualifizierte Investoren“ ■ Privatanleger ■ „Friends & Family“ (Kunden) ■ Aktionäre sowie „aktive“ Privatanleger

Abb. 4: Mögliche Vertriebswege bei einer Eigenemission in bondm

anderen Handelsteilnehmern (Privatbanken, Wertpapierhandelshäuser oder Direktbanken) verbunden ist. Wie gut dieses Tool in Kombination mit der direkten Zeichnung über das Unternehmen funktioniert, zeigen die erfolgreichen Platzierungen von KTG (25 Mio. €) und DÜRR (150 Mio. €), in denen binnen weniger Tage bzw. im Falle Dürr sogar weniger Stunden das komplette geplante Volumen platziert werden konnte. Der Emittent hat in Zusammenarbeit mit spezialisierten Dienstleistern (vornehmlich der Zahlstelle) sicherzustellen, dass dieses Zeichnungstool mit der für die Wertpapierabwicklung erforderliche Clearstreamfähigkeit funktionsfähig integriert wird.

Sollte während der fast vierzehntägigen Zeichnungsfrist das angestrebte Platzierungsvolumen nicht erreicht werden, so hat der Emittent bis zu insgesamt zwölf Monate die Möglichkeit über die beiden Direktvertriebswege (Online-Portal, Selling Agents) weitere Stücke bei interessierten Anlegern zu platzieren. Hierbei ist zu beachten, dass sich der Ausgabepreis der neuen Anleihenstücke an dem Kurs orientieren muss, der tagesaktuell an der Börse gehandelt wird. Für den Erfolg der Platzierung ist es folglich notwendig, sich vorab ein realistisches Bild über die Platzierungswahrscheinlichkeiten der einzelnen Vertriebskanäle zu machen und sich geeignete Maßnahmen für das Marketing und den Vertrieb zu überlegen.

3. Projekt „Eigenemission einer Anleihe in bondm“

Die Eigenemission einer Anleihe („IBO“ oder Initial Bond Offering) bietet im Vergleich zu den vorgestellten Alternativen Fremdemission oder der klassischen Hausbankenfinanzierung zahlreiche Chancen für den Emittenten. Da die Eigenemission durch das emittierende Unternehmen erfolgt, hat dieses dafür Sorge zu tragen, dass die notwendigen Vorbereitungen und Maßnahmen in einer Projektstruktur stattfinden. Das Projekt der „Eigenemission einer Anleihe“ kann in drei Phasen eingeteilt werden: Grundsatzüberlegung/Situationsanalyse, Emissionsvorbereitung, Platzierungsdurchführung.

Im ersten Projektabschnitt der „Grundsatzüberlegung/Situationsanalyse“ steht die Prüfung und Herstellung der

Kapitalmarktreife im Vordergrund. Dabei wird zum einen wirtschaftliche Sinnhaftigkeit der Anleihenplatzierung untersucht, inwieweit diese in das langfristige Finanzierungskonzept des Unternehmens passt und welches Anleihen volumen unter Berücksichtigung künftiger Investitionsvorhaben tragbar erscheint. Hierzu ist eine integrierte Mehrjahresplanung auf Basis der Unternehmensstrategie zu erstellen. Zum anderen werden die internen Strukturen in Bezug auf Leistungsfähigkeit des Rechnungs- und Berichtswesens unter die Lupe genommen sowie sind

die rechtlichen Gegebenheiten des Emittenten auf Kapitalmarktgängigkeit zu prüfen. Anders als bei Aktienemissionen ist die Anleihenplatzierung unabhängig von der Rechtsform. Sofern die begebene Gesellschaft eine Aktiengesellschaft ist, bedarf die Anleihenemission keiner Zustimmung der Hauptversammlung und ist damit sehr flexibel gestaltbar. Entscheidend ist für die Anleihenplatzierung vielmehr die Strukturierung hinsichtlich der Rangfolge gegenüber bestehenden Gläubigern. Sind in diesen Punkten noch Schwachstellen vorhanden, so ist zu überlegen, ob und wie diese beseitigt werden können. Ist das Ergebnis des ersten Projektabschnittes positiv und passt die Anleiheplatzierung in das langfristige Gesamtfinanzierungskonzept des Emittenten, so kann in die Vorbereitungsphase eingetreten werden.

Zu den wesentlichen Aufgaben der „Vorbereitungsphase“ gehört die Herstellung der technischen Infrastruktur für die Emission, worunter im Allgemeinen die Wertpapierabwicklung (Clearstreamfähigkeit, Zahlstellenabwicklung) sowie die korrekte Anbindung der Zeichnungswege „bondm-Zeichnungsbox“ der Stuttgarter Börse und dem online-portal des Emittenten beim Zahlstellabwickler zu verstehen ist. Ein weiterer Meilenstein ist die Erstellung des Wertpapierprospektes und dessen Billigung bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), wofür insgesamt mindestens zweieinhalb Monate kalkuliert werden sollten. Die Prospekterstellung ist aber im Vergleich zur Aktienemission weniger aufwendig, da unter anderem nur die letzten zwei Jahresabschlüsse im Prospekt aufzunehmen sind²⁷. Die Vorbereitung und Durchführung des Unternehmensratings umfasst je nach Größe und Komplexität des Unternehmens einen zeitlichen Aufwand von rund zwei Monaten. Hierfür ist die Beauftragung einer mittelstandsorientierten Ratingagentur empfehlenswert, die auch die Besonderheiten des Unternehmens im Rating berücksichtigt. Für den Erfolg der Platzierung ist außerdem entscheidend, wie die drei möglichen Vertriebskanäle (online-portal des Emittenten, bondm-Zeichnungsbox und

²⁷ Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des europäischen Parlaments; Anhang IV, 13.1.

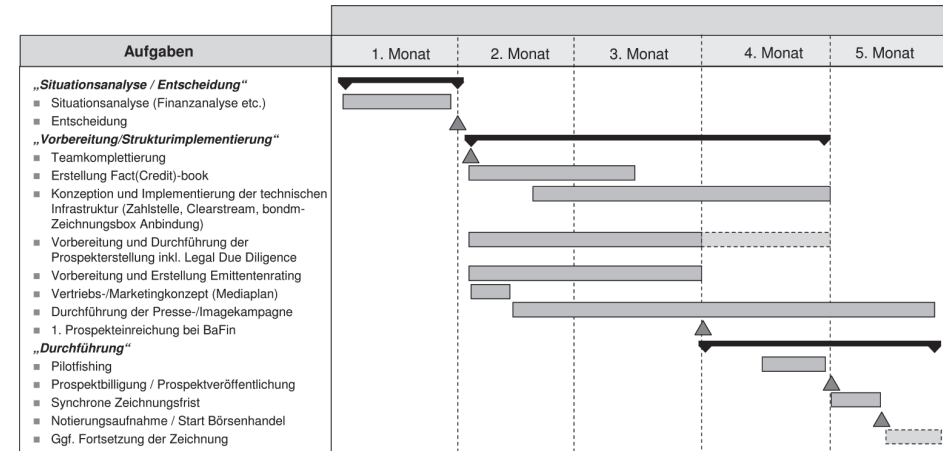


Abb. 5: Projektzeitplan einer Anleihenplatzierung in bondm

Private Placement bei ausgewählten institutionellen Investoren) hinsichtlich geeigneter Marketing- und Vertriebsmaßnahmen bearbeitet werden. Dazu ist im ersten Schritt zu analysieren, welche Anlegergruppen für den Emittenten grundsätzlich relevant sind und wie diese zielführend innerhalb eines Mediaplans angesprochen werden. Für viele Emittenten macht es Sinn, bereits vor der eigentlichen Angebotsfrist mit dem Imageaufbau in der Öffentlichkeit mit einer erfahrenen Agentur zu beginnen. Zeitgleich werden mit dem beauftragten bondm-Coach die Börsenzulassung an der Stuttgarter Börse vorbereitet und erste Gespräche mit Kerninvestoren über das Anleihenpricing („pilotfishing“) geführt.

Mit der Prospektbilligung durch die BaFin und der anschließenden Veröffentlichung des Prospektes beginnt der Projektabschnitt der Platzierungsdurchführung. Der erste Meilenstein bildet der Start der „synchrone Zeichnungsfrist“, in der auf der einen Seite die Orders interessierter Anleger über die bondm-Zeichnungsbox der Stuttgarter Börse und auf der anderen Seite die Zeichnungseingänge über das online-Portal des Emittenten bzw. über eventuell eingeschaltete Broker für die Privatplatzierung bei ausgesuchten institutionellen Anlegern innerhalb einer Frist von bis zu vier Wochen gesammelt werden. Nach Abschluss dieser Frist bzw. eines vorzeitigen Schließens der Orderbücher erfolgt die Notierungsaufnahme der Anleihen im Freiverkehr unter Einbeziehung in das Qualitätssegment bondm der Stuttgarter Börse. Sollte jedoch das Platzierungsziel innerhalb dieser ersten Frist nicht ganz erreicht werden, steht es dem Emittenten frei, die Zeichnungsfrist bis auf insgesamt zwölf Monate für den direkten Weg über den Emittenten zu verlängern. Mit der Börsennotierung der Anleihe in bondm beginnt auch das „Being Public“ des Emittenten, worunter v.a. die Einhaltung der Publizitätsfolgepflichten gehört.

Für die Abwicklung des gesamten Projektes sind vier bis fünf Monate zu kalkulieren. Während des Projektlaufes treten eine Reihe externer Dienstleister auf, die es auszuwählen und zu koordinieren gilt. Daher ist die Implementierung eines Projektmanagements wesentlich für den Erfolg der Platzierung.

VI. Fazit

Um mittelständischen Unternehmen eine Fremdkapitalfinanzierungsalternative über den Kapitalmarkt zu bieten, hat die Stuttgarter Börse im Mai 2010 das neue Marktsegment „bondm“ für Mittelstandsanleihen der Öffentlichkeit vorgestellt. Im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien über die Börse (IPO) ist der „IBO“ (Initial Bond Offering) ein bisher noch unbeachtetes und am deutschen Kapitalmarkt sehr jungfräuliches Unterfangen. Dies gilt insbesondere für Emissionsvolumina unter 150 Mio. € Anders als bei der Aktienemission, bei der sich der Einfluss der Eigentümer verringert, ermöglicht eine Anleihe dem Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Geschäftsstruktur. Die wesentliche Hürde, die der Emittent nehmen muss, ist sich der anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält er die Freiheit, sich unabhängiger in der Finanzierung aufzustellen, und das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. Die Anleihenemission ist weder an eine bestimmte Rechtsform noch an eine Mindestkapitalausstattung gebunden und verschafft somit auch den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. „Während der Markt für Börsengänge Schwächen zeigt, trifft die Börse Stuttgart mit bondm, ihrem Handelssegment für Unternehmensanleihen, offenbar den Nerv der Zeit“²⁸.

²⁸ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29.10.2010.