

Interessante Kapitalmarktalternative

Der Mittelstand entdeckt eine neue Finanzierungsform

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal,
Blättchen Financial Advisory GmbH

Historisch bedingt orientiert sich der deutsche Mittelstand in seiner langfristigen Fremdfinanzierung stark an der Hausbankenbeziehung. Ca. 80% der externen Finanzierung stammen aus dieser Quelle. Nur wenige Unternehmen nutzen den Kapitalmarkt, indem sie beispielsweise Anleihen emittieren. Ursache für diese „Kapitalmarktmüdigkeit“ lag bisweilen im vergleichsweise sehr günstigen Zugang zu Bankenkrediten. Die starke Stellung der Sparkassen und Genossenschaftsbanken trug wesentlich dazu bei, dass Finanzierungsalternativen wie Eigenkapital oder Anleihen zu teuer erschienen. Zum anderen entwickelte sich auf dieser Basis auch kein privates Investoreninteresse, das zu diesen Konditionen Kapital zur Verfügung stellt. Daher waren für den gehobenen Mittelstand „Syndizierte Darlehen“ und „Schuldscheine“ als langfristige Fremdkapitalinstrumente von besonderer Relevanz.

Beim syndizierten Darlehen übernimmt in der Regel eine nahestehende Bank des Unternehmens die Rolle des Arrangeurs und des alleinigen Underwriters. Für diese Funktionen wird eine Gebühr berechnet, die je nach Stellung des Unternehmens und den geltenden Marktkonditionen zwischen 0,5 und 3,0% des zugesagten Volumens betragen kann. Der Arrangeur übernimmt somit das gesamte zugesagte Kreditvolumen auf seine Bilanz und verbrieft es anschließend an ausgewählte Drittbanken. Diese Darlehen unterliegen neben den üblichen Kreditkonditionen (Zinssatz, bonitätsabhängige „Margin-Spreads“) auch weitergehenden Zusicherungen des Emittenten (Reportingpflichten sowie Financial Covenants). Grundsätzlich sind syndizierte Darlehen erstrangig und dinglich besichert. Die Laufzeiten bewegen sich zurzeit zwischen drei und vier Jahren.

Beim zweiten Instrument, Schuldscheinen, adressiert der Emittent über einen Arrangeur (Bank) mehrere institutionelle Investoren. Die Dokumentation für die Emission ist vergleichsweise standardisiert und unterliegt keiner Wertpapierprospektpflicht, da nur qualifizierte Investoren (Versicherer, Banken) angesprochen werden. Grundvoraussetzung für die Platzierung ist ein Investment-grade-Status des Emittenten, was jedoch für viele mittelständische Unternehmen eine unüberwindliche Hürde darstellt. Darüber hinaus unterliegt der Emittent darlehensähnlichen Zusicherungen (Covenants). Allerdings



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



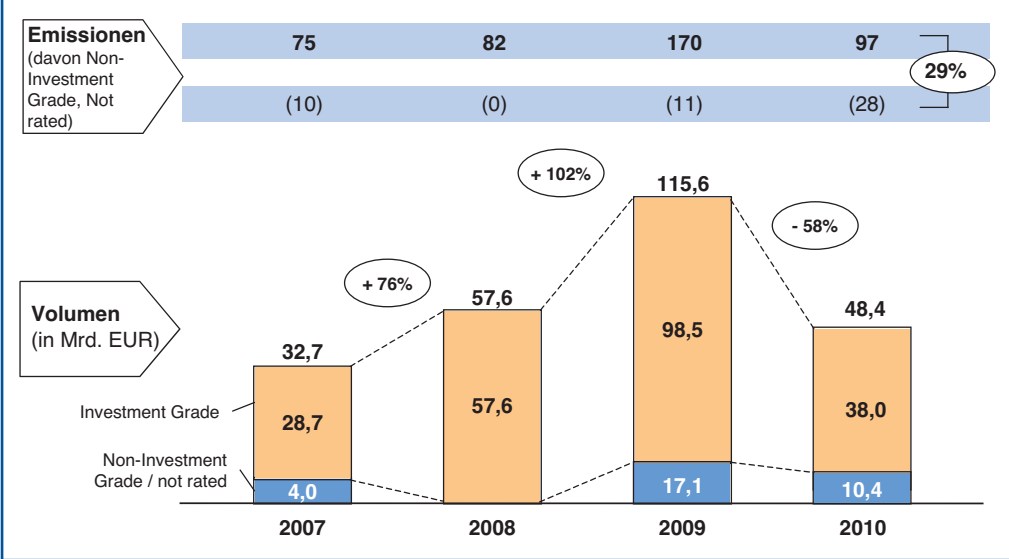
Uwe Nespethal

sind Schuldscheine nicht dinglich besichert. Als Laufzeiten sind drei bis sieben Jahre üblich und als Mindestvolumen werden 20 Mio. EUR seitens der Banken und Investoren vorausgesetzt.

Die „institutionelle Welt“ der Benchmark-Anleihen

Im Jahr 2009 wurden gemäß unserer Recherchen von deutschen „Non Financial“-Emittenten insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. EUR bei Investoren platziert: ein Rekordstand. Somit finanzierte der Kapitalmarkt die zu diesem Zeitpunkt vorherrschende restriktive Kreditvergabe der Banken. Dabei betrug das mittlere Anleihevolumen 713 Mio. EUR (Median: 314 Mio. EUR). Im Jahr 2010 normalisierten sich die Platzierungsaktivitäten wieder auf ein Volumen von 48,4 Mrd. EUR. Auch hier erreichte das mittlere Platzierungsvolumen eine Größenordnung von 498 Mio. EUR (Median: 250 Mio. EUR). Die Größenklasse ab 500 Mio. EUR Anleihenvolumen aufwärts wird als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von Banken als auch von institutionellen Investoren bevorzugt. Nach deren Meinung liegt das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe bei mindestens 200 Mio. EUR. Unterhalb dieser Schwelle sei eine Platzierung wirtschaftlich nicht sinnvoll bzw. ein Engagement zu risikoreich. Der Großteil dieser Benchmark-Anleihen wird an der Luxemburger Börse zugelassen. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken favorisierte „Listingbörse“.

ABB. 1: ANLEIHENEMISSIONSVOLUMEN DEUTSCHER EMITTENTEN (NON-FINANCIALS)



Quelle: Thomson Financial

EUR erfolgreich bei Privatanlegern sowie kleineren Vermögensverwaltern platzieren. Der Großteil dieses Emis-

„Graumarktplatzierungen“ von Mikroanleihen

Neben dieser institutionellen Welt hat sich vor allem im Jahr 2009 ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßig kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio.

sionstypus liegt jedoch zwischen 5 und 10 Mio. EUR. Da keine Börsennotierung vorgesehen ist, handelt es sich hierbei um „Graumarktemissionen“. Jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt.

Anzeige

TOP THEMA:
Anleihe- und Genussscheinfiananzierung

Schaffen Sie Freiraum für Ihre Visionen – mit einer Anleihe-Finanzierung.



Jucho & Coll. entwickeln für mittelständische Unternehmungen „schlüsselfertige“, auf den individuellen Bedarf abgestimmte Leistungspakete für Ihre Anleihe- bzw. Genussscheinfiananzierung und bieten Ihnen die dazugehörigen Marketing-Tools an.

Unser erfahrenes Team aus Unternehmens- und Steuerberatern, Rechtsanwaltskanzleien und Werbeagenturen läßt damit Ihre Visionen Wirklichkeit werden – immer getreu dem Motto: Nur wer sein Handwerk bis ins Kleinste versteht, kann Großes leisten.

Lernen Sie uns kennen: www.jucho-coll.de

Jucho & Coll
Deutsche Industrieanleihen

Bei der Eigenemission erfolgt die Platzierung ohne Einschaltung einer Emissionsbank in ihrer Rolle als Underwriter. Die wesentliche Herausforderung für den Emittenten liegt somit im Vertrieb der Anleihen. Durch gezielte Ansprache eines bekannten Pools sogenannter „Friends & Family“-Investoren, die Nutzung des Internets durch den Aufbau eines Online-Portals als effektiven Vertriebskanal sowie einer zeitlichen Streckung der Angebotsfrist von bis zu 12 Monaten, die gemäß Wertpapierprospektgesetz maximal möglich sind, haben die Initiatoren das Platzierungsrisiko minimiert.

Börseninitiativen für mittelständische Emittenten

Die Idee, mittelständischen Unternehmen eine Finanzierungsmöglichkeit unterhalb der kritischen Größe von 200 Mio. mit Unternehmensanleihen über die Börse anzubieten, wird seit dem Jahr 2010 von fast allen Regionalbörsen übernommen. Den Anfang machte im Mai die Stuttgarter Börse mit „Bondm“, das sich als Primär- und Sekundärmarktplattform versteht. Zur Unterstützung der Platzierung bietet Bondm dem Emittenten eine Zeichnungsbox an, über die vor allem Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter („Family Offices“) direkt an der Börse ordern können. Als Zielbandbreite ist ein Emissionsvolumen zwischen 30 und 150 Mio. EUR vorgegeben. Alle bisher gestarteten und angekündigten Börseninitiativen haben gemein, dass die Zulassungs- und Folgepflichten deutlich über dem Mindestmaß des Freiver-

kehrs liegen. Die Börsen Frankfurt und München erweiterten ihre etablierten Transparenzsegmente des Freiverkehrs für Aktien (Entry Standard, M:access) auf das Instrumentarium Anleihe. Die Hamburger/Hannover Börsen sowie der Düsseldorfer Handelsplatz gründeten ein eigenes Segment, das sowohl für Aktien als auch Anleihen offen steht. Zum jetzigen Zeitpunkt (Stand: Anfang Februar 2011) kann allein Bondm eine rege Emissionstätigkeit verzeichnen. Zum 10. Februar 2011 sind zehn Anleihen im Segment gelistet, die mittlerweile ein Volumen von fast 1 Mrd. EUR umfassen.

Ausblick

Im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien (IPO) steckt der „IBO“ (Initial Bond Offering) von Mittelstandsanleihen noch in seinen Kinderschuhen. Dies gilt insbesondere für Volumina unter 150 Mio. EUR. Die wesentliche Hürde, die der Emittent nehmen muss, ist sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält er die Freiheit, sich unabhängiger in seiner Finanzierung aufzustellen und das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. Die Anleihenemission ist an keine bestimmte Rechtsform gebunden und verschafft damit den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. Die Stuttgarter Börse hat mit „Bondm“ die Vorreiterstellung übernommen. Für den Mittelstand bedeutet diese Entwicklung eine interessante „Kapitalmarktalternative“ zur Bankenfinanzierung.

TAB. 1: BÖRSENINITIATIVEN IM ÜBERBLICK

					
Mindestemissionsvolumen	30–50 Mio.	25 Mio.	10 Mio.	entfällt	entfällt
Mindeststückelung	max. 1.000,--	max. 1.000,--	max. 1.000,--	max. 1.000,--	entfällt
Wesentliche Zulassungsvoraussetzungen	Unternehmensrating Bondm-Coach als Betreuer Wertpapierprospekt	3 Jahre Bestehen des Unternehmens Unternehmensrating Betreuung durch Emissionsexperten Wertpapierprospekt	Rating nicht älter als 12 Monate Rating mind. „BB“ bei Kapitalmarktneulingen Kapitalmarktpartner als Betreuer Wertpapierprospekt	Unternehmensrating Listing Partner Wertpapierprospekt	Wertpapierprospekt Coach (optional) Rating (optional) Factsheet
Wesentliche Folgepflichten	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating
Notierte Anleihen	10 Anleihen ¹⁾	-	1 Anleihe	Start am 14.02.2011	-

¹⁾ inkl. der Zeichnung von Centrosolar Group AG
Quelle: Angaben der Börsen, Stand: 10. Februar 2011