

# „Eine Anleihe ist mitunter sogar ein Muss für einen Buy-out“

Interview mit Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Gründer und Gesellschafter, Blättchen Financial Advisory, und Alexander von Preysing, Head of Issuer Services, Deutsche Börse AG

**GoingPublic:** Herr Blättchen, Herr von Preysing, wie schätzen Sie die Finanzierungsform Anleihe im Vergleich zu Initial Public Offerings (IPOs), Private Equity oder gar klassischer Bankenfinanzierung aktuell ein?

**Blättchen:** Wir sprechen hier für 2011 von durchaus vergleichbaren Transaktionsvolumina beim Primärmarkt für Aktien und dem für die sogenannten Mittelstandsanleihen. So lag das Emissionsvolumen in beiden Segmenten letztes Jahr bei rund 1,5 Mrd. EUR. Und auch die Emittenten sind sich vom Typus nicht unähnlich. Emittenten der Mittelstandsanleihen weisen einen mittleren Umsatz von 433 Mio. EUR auf, im Median 121 Mio. EUR. Im deutschen Primärmarkt für Equity liegen diese Zahlen bei 422 Mio. EUR bzw. 93 Mio. EUR.

**GoingPublic:** Demnach also ein halbwegs erfreuliches letztes Emissionsjahr?

**von Preysing:** Im ersten Halbjahr sahen wir eine sehr erfreuliche Entwicklung, und zwar in beiden Bereichen sowohl bei Aktien als auch Anleihen. Im zweiten Halbjahr dann schief die Emissionstätigkeit parallel ein, als die Börsen ungefähr ab Juli zu wackeln angingen. Nimmt man noch die Kapitalerhöhungen bereits notierter Unternehmen hinzu, was vom Volumen her wieder bei ungefähr 20 Mrd. EUR lag, war das Jahr 2011 gar nicht so schlecht. Zwar nicht gut, aber auch nicht dramatisch.

**Blättchen:** Eine Unternehmensanleihe kann durchaus komplementär sein in Bezug auf die Finanzierungsvor-



Alexander von Preysing (li.), Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

haben. Ein prominentes Beispiel ist der Evonik-Geschäftsbereich „Carbon Black“, der letztes Jahr an Rhöne Capital für 900 Mio. EUR verkauft wurde. Die Finanzierung dieses Kaufs wurde über eine 600 Mio. EUR-Hochzinsanleihe realisiert. Dies war ein notwendiger Schritt, da aktuell für diese Volumina keine Bankkredite zur Verfügung gestellt werden. Generell hat die Finanzierung durch Banken in den vergangenen zwei Jahrzehnten bei deutschen Unternehmen massiv an Bedeutung verloren. Lag der Bankenkreditanteil in der Unternehmensaußenfinanzierung im Jahr 1991 noch bei 32%, so fiel dieser Wert im Jahre 2010 auf nur noch 18%. Kapitalmarktinstrumente haben im Umkehrschluss erheblich an Stellenwert gewonnen.

**GoingPublic:** Wie steht es mit den Kosten bei einer Anleiheemission?

**von Preysing:** Eine kürzliche Studie von Prof. Kaserer hat herausgefunden, dass die Emissionskosten für die sogenannten Mittelstandsanleihen in Frankfurt bei 4,2% liegen und einige Zehntelstellen höher in Stuttgart und Düsseldorf.

**Blättchen:** Die Emissionskosten hängen natürlich sehr stark von der Größe des Tickets ab. Je größer das Volumen, desto prozentual günstiger die Emissionskosten. Eine Differenzierung zeigt sich jedoch tendenziell zwischen High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen,

wonach High-Yield-Emissionen per se teurer sind. Beispielsweise lagen die Platzierungskosten bei den Investmentgrade-Anleihen von Südzucker, Celesio, Stada, Freenet oder Symrise, die ein Volumen von 300 bis 500 Mio. EUR hatten, bei ca. 1%. Die ATU-Anleihe aus dem Jahre 2010 als klassische High-Yield-Emission kalkulierte mit Kosten in Höhe von 3,5%. Auch Dürr musste für seine High-Yield-Nachrangsanleihe aus dem Jahr 2004 in Höhe von 200 Mio. EUR fast 6% bezahlen.

**GoingPublic:** Die Liquidität im Sekundärmarkt wird oft moniert. Was tut sich da?

**von Preysing:** Die Beobachtung, dass Anleihen mit geringem Emissionsvolumen generell nicht liquide sind, können wir nicht bestätigen. Die Anleihe von SeniVita ist im Entry Standard für Anleihen die derzeit kleinste, war aber zuletzt eine der liquiden mit einer Turnover Velocity von etwa 70%. Eine Erklärung könnte sein, dass durch mehr Privatanleger auch andere Investmentstrategien hineinkommen. Sinn des neuen avisierten Anleihe-segments, des Prime Standards für Unternehmensanleihen, ist auch, aber nicht nur, die Liquidität zu adressieren, indem ein Streubesitz von mindestens 10% gefordert wird.

**Blättchen:** Das Thema Liquidität einer Anleihe hat unheimlich viele Aspekte. Das fängt an damit, dass bei einer Neuauflage ein liquiderer Markt einen belastbaren Referenzpreis liefert. Es geht weiter damit, dass ein Stamm aus Privatanlegern bei Preisverhandlungen mit institutionellen Investoren eine wichtige Säule sein kann. Nicht umsonst finden wir bei zahlreichen institutionellen Anleihen eine 1.000 EUR-Stückelung. Daher finden wir den Schritt der Deutschen Börse für das neue Anleihe-segment auch begrüßenswert, einen Mindest-Freefloat von 10% zu berücksichtigen, der beispielsweise aus dem Mitarbeiterkreis des Emittenten stammen kann.

**GoingPublic:** Wie kritisch wird beurteilt, was Anleihe-emittenten mit den aufgenommenen Mitteln beabsichtigen?

**Blättchen:** Ursprünglich waren High-Yield-Anleihen eine amerikanische Erfindung aus den 80ern, um größere Firmenübernahmen durchzuführen. In Deutschland hat sich diese Finanzierungsoption ebenfalls etabliert, wie es die Beispiele ATU, Grohe, Elster oder KabelBW zeigen. Private Equity hat es derzeit aufgrund der Bankenzurückhaltung etwas schwerer, große Deals finanziert zu bekommen. Die Akquisitionsfinanzierung bei Jack Wolfskin konnte bisher nicht syndiziert werden. Das heißt, die Anleihe ist mitunter sogar ein Muss für einen Buy-out. Natürlich ist

das eine risikoreichere Mittelverwendung, aber dafür ist es ja auch High Yield.

**GoingPublic:** Mit dem Prime Standard für Unternehmensanleihen gedenken Sie also konkret, einen Teil des Marktes aus dem Ausland nach Deutschland zu holen?

**von Preysing:** Aber ja. Fakt ist, dass dieser Markt für Hochzinsanleihen derzeit noch an der Deutschen Börse vorbeigeht.

Wir haben zwar einen Mittelstandsanleihenmarkt von rund 2 Mrd. EUR, aber einen institutionellen deutschen Anleihemarkt von fast 40 Mrd. EUR. Davon sind 20% High-Yield-Emissionen. Fast alles davon wird heute über Luxemburg abgewickelt und der Rest über Dublin. Sinn des neuen Segments ist, einen Teil davon nach Frankfurt zu ziehen. So stellen wir uns die Frage: Was bietet man diesen Institutionellen an, damit sie das attraktiv finden? So kamen wir zu den angesprochenen Punkten in Bezug auf Liquidität und Transparenz. **Blättchen:** Vergessen wir nicht, dass die High-Yield-Welt ganz anders tickt, und zwar institutionell. Nicht umsonst sind da Stückelungen von 100.000 EUR häufig zu finden, damit eine klassische Privatplatzierung stattfinden kann. Mein Punkt ist, dass es Sinn macht, wenn sich Private Equity-Interessierte des neuen Segments Prime Standard für Anleihen künftig bedienen.

**GoingPublic:** Die Anleihe von Solar Millennium – Zielvolumen immerhin 100 Mio. EUR – ging von der Zeichnung praktisch ins Insolvenzverfahren. Wie robust sind die neuen Segmente, solche sicherlich einzuplanenden Ausfälle auch wegzustecken?

**von Preysing:** Derartige Nachrichten gehören dazu, vor allem wenn wir über Hochzinsanleihen sprechen. Transparenz und professionelle Investor Relations sollen Investoren ja auf dem Laufenden halten. Gefährlich wäre allerdings, wenn generell Vertrauen verloren ginge, z.B. weil Emittenten einer Branche unter Generalverdacht stünden oder dergleichen. Da spreche ich auch wirklich plattformübergreifend, da wir mit den Regionalbörsen zusammen bei diesem Thema natürlich im selben Boot sitzen.

**Blättchen:** Hochzinsanleihen tragen ihren Namen nicht ohne Grund. Problematisch würde es, wenn Investoren zur Auffassung gelangen, dass man ihnen generell zu niedrige Renditen für viel zu hohes Risiko verkauft hat.

**GoingPublic:** Herr von Preysing, Herr Blättchen, herzlichen Dank an Sie beide für das interessante Gespräch!

Das Interview führte Falko Bozicevic.



Falko Bozicevic im Gespräch mit Alexander von Preysing und Prof. Dr. Wolfgang Blättchen