

KOLUMNENSAMMLUNG

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

INHALT

	Vorwort	5
01/12	Prime Standard für Anleihen: Ein konsequenter Schritt	8
02/12 03/12	Die Herausforderungen für das Jahr 2012	10
04/12	Sind die Mittelstandsanleihen richtig bepreist?	12
05/12	Das neue Schuldverschreibungsgesetz: Ein sinnvolles aber noch verbesserungswürdiges Instrumentarium	16
06/12	Die verdeckte Eigenemission	18
07/12	Das Pendel schlägt zurück	20
08/12 09/12	Das erste Halbjahr im IPO Markt enttäuscht	22
10/12	Börsenemissionen nicht gefragt?	24
11/12	Neue Hoffnung auf das Ende einer jahrelangen Flaute bei Börsengängen	26
12/12	Der neue Prime Standard für Unternehmensanleihen	28



Liebe Freunde unseres Hauses,

das Börsenjahr 2012 stand wie bereits das Vorjahr im Banne der Euro- und Schuldenkrise. Im April spitzte sich die Krise in den Euroländern Frankreich, Italien und Spanien erneut zu und die deutschen Aktienindizes DAX und MDAX erreichten Anfang Juni ihre Jahrestiefstwerte. Somit trübte sich das Umfeld für Neuemittenten erheblich ein. Abgesehen von vier IPOs mit bescheidenen 30 Mio. € kam am deutschen IPO-Markt keine Euphorie auf. Zu diesem Zeitpunkt legten IPO-Kandidaten wie OSRAM, TALANX und EVONIK ihre Börsenpläne auf Eis. Leider entsprach auch der langersehnte FACEBOOK Börsengang mit seinem missglückten Emissionsstart nicht den Erwartungen. Die bis dahin funktionierende „IPO-Lokomotive China“ verlor ebenfalls deutlich an Zugkraft. Die weltweite Emissionstätigkeit erlahmte und es wurden in den ersten sechs Monaten des Jahres 2012 nur 62 Mrd. US\$ platziert. Im Vorjahr lag dieser Wert noch bei 113 Mrd. US\$. Der Rentenmarkt litt ebenfalls erheblich unter der Schuldenkrise, so dass die „Spreads“ für Non-Investmentgrade-Emittenten wieder Spitzenwerte von über 700 BP wie im Sommer 2011 erreichten. Der Primärmarkt für Bondemittenten wurde zäh und vor allem Emittenten in den Mittelstandsmärkten mussten erhebliche Zugeständnisse bei der Verzinsung und beim Platzierungserfolg hinnehmen.

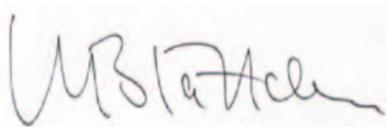
Die Ausweitung der Notenbankinterventionen und Rettungsschirme für notleidende Euroländer führte in den Sommermonaten schließlich zu einer Marktberuhigung, die bis Jahresende anhielt. Der DAX erzielte schließlich eine Gesamtjahresperformance von

ansehnlichen 25,3%, der MDAX sogar von 30,7%! Der iTRAXX Europe Cross Over Zinsspread (5 Jahre) lag zum Jahresende nur noch bei 4,4%. Von dieser Marktberuhigung profitierten natürlich die Primärmärkte. In den letzten sechs Monaten stieg das Emissionsvolumen am deutschen Eigenkapitalmarkt auf 2,1 Mrd. Euro, die jedoch maßgeblich von zwei großen Emissionen hervorgebracht wurden. Der erste maßgebliche Emittent, der trotz vorheriger Absage aus der Deckung kam, war überraschenderweise TALANX, mit einem Volumen von 528 Mio. €. Das IPO-Schwergewicht für das Jahr 2012 wurde Telefónica Deutschland (O2) mit einem Emissionsvolumen von 1,4 Mrd. €, das weltweit zur drittgrößten Platzierung im vergangenen Jahr aufstieg. Im Vergleich zu den ausländischen Märkten und den Vorkrisenjahren blieb der deutsche IPO-Markt jedoch weit hinter seinem Potential zurück.

Erfreulicherweise entwickelte sich der Markt für Unternehmensanleihen ganz anders. Der Primärmarkt für deutsche Corporate Bonds (Non-Financials) erlebte im letzten Jahr erneut einen Boom. So stieg das Emissionsvolumen gegenüber dem Vorjahr um über 90% auf rd. 75 Mrd. € und erreichte den zweithöchsten Wert nach dem Rekordjahr 2009 mit 102 Mrd. €. Der Markt für Mittelstandsanleihen knüpfte bis zum Jahresende mit rd. 1,2 Mrd. € und 33 Anleiheplatzierungen an das Niveau des Vorjahres an. Seit dem Start des ersten Mittelstandsanleihensegments in Stuttgart im Frühsommer 2010 sind bis dato rd. 3,5 Mrd. € emittiert worden. Ein Highlight im letzten Jahr war der Start des neuen Segments „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ der Deutschen Börse AG. Es startete mit der Notierungsaufnahme der eigenen Anleihe im Oktober 2012 und wir freuen uns, das Team der Deutschen Börse bei der Konzeption und Implementierung dieses Segmentes unterstützt zu haben.

Anknüpfend an die vergangenen Jahre möchten wir Ihnen mit diesem Sammelwerk einen Überblick über wichtige Kapitalmarktthemen des vergangenen Jahres überreichen, die wir seit nunmehr 10 Jahren als Kolumnen in den Going Public Magazinen veröffentlichen. Dafür danken wir dem Going Public Media Team für seine Unterstützung. Unser Dank gilt allen Geschäftspartnern und Freunden unseres Hauses.

Leonberg, im Januar 2013



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

Prime Standard für Anleihen: Ein konsequenter Schritt

Nachdem im Segment der Mittelstandsanleihen ein funktionierender Kapitalmarktzugang geschaffen wurde und dieser mit 40 Anleihen bereits ein Volumen von über 2 Mrd. € umfasst, kündigte jüngst die Deutsche Börse AG an, das Angebot für institutionelle Anleihen bzw. Benchmarkbonds auszuweiten. Ab Anfang 2012 können Emittenten an der Frankfurter Börse ihre Anleihen im neuen Segment dem „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ begeben. Somit bietet die Deutsche Börse für Unternehmen aller Größenordnungen eine organisierte Plattform für die Erstnotierung und den Handel von Anleihen an. Für mittelständisch orientierte Emittenten existiert seit Frühjahr 2011 bereits der „Entry Standard für Anleihen“, in dem neun Anleihen mit einem Gesamtemissionsvolumen von rd. 400 Mio. € gelistet sind.

Der „Prime Standard für Anleihen“ richtet sich an größere börsen- und nicht börsennotierte Emittenten, die ein Anleihevolumen von mindestens 100 Mio. € anstreben und im Unterschied zum Mittelstandssegment die Gepflogenheiten institutioneller Emissionspraktiken berücksichtigen. Dazu gehört als typisches Emissionsverfahren die Fremdemission, in dem für die Anleiheplatzierung i.d.R. ein Banken- bzw. ein Underwriterkonsortium mandatiert wird. Demgegenüber hat sich in der Mittelstandswelt die Eigenemission etabliert, wonach der Emittent die Platzierung allein verantwortet. Bei der Fremdemission sind die Anleihebedingungen stark standardisiert, vor allem im Hinblick auf Covenantregelungen, und unterliegen oft einer international ausgerichteten Prospektierung und Dokumentation. Der Primärmarkt institutioneller Corporate Bonds deutscher Non-Financials-Emittenten betrug im Jahr 2010 fast 50 Mrd. € bzw. zum 30.09.2011 rd. 32 Mrd. € und liegt damit deutlich über dem Equity-Primärmarkt. Grundsätzlich wird im institutionellen Bondmarkt zwischen „High Yield“- und Investmentgrade-Emissionen unterschieden. Rund drei Viertel der Emissionen 2010 und 2011 gehören zur letztgenannten Kategorie. Zum Standard ist geworden, dass High-Yield-Anleihen eine Freiverkehrszulassung erhalten und für die Investmentgrade-Emissionen üblicherweise eine Primärmarktbilligung in einem EU-regulierten Marktsegment vorgenommen wird. Aufgrund praktikabler Zulassungs- und Billigungsverfahren und der eingespielten Routine werden

Luxemburg und Dublin als bevorzugte Börsenplätze von den Emittenten bzw. von den Konsortialbanken gewählt. Frankfurt bildete bisher die Ausnahme. Die typischen Primärmarktinvestoren sind vor allem große international ausgerichtete, institutionelle Fonds, die auch das Pricing und den Ablauf der Emission wesentlich bestimmen. Nicht selten erfolgen die Platzierungen innerhalb wenigen Stunden. Kleinere Fonds oder sogar Privatanleger spielen keine Rolle. Ebenfalls findet der anschließende Sekundärmarkt zu 90% im OTC-Markt statt, der wiederum fest in der Hand institutioneller Investoren bzw. der Banken ist. Der restliche Anteil verteilt sich auf die öffentlichen Börsen wie Stuttgart oder Frankfurt. Angesichts dieser Rahmenbedingungen kann es sowohl für den Emittent als auch für den Anleger nur von Vorteil sein, mehr Transparenz in den Sekundärmarkt zu bekommen, indem der öffentliche Börsenhandel ein höheres Gewicht erhält. Die Absicht der Deutschen Börse, eine 10%-ige Freefloat-Quote als Zulassungsvoraussetzung zu verlangen, kann dabei helfen, bereits in der Primärmarktphase eine transparentere Preisbildung zu bewirken. Hierzu möchte die Deutsche Börse den Emittenten eine neuartige Platzierungshilfe bereitstellen, um vor allen dem Unternehmen nahestehender Anlegerinteressenten („Stake Holdern“) in die Erstplatzierung einzubinden. Wir halten zudem die Idee für schlüssig, dass der Zugang in den „Prime Standard für Anleihen“ sowohl über den Freiverkehr als auch über den regulierten Markt erfolgen kann. Insbesondere nicht börsennotierte Familienunternehmen können somit weiterhin nach HGB bilanzieren. Die beabsichtigten Reportingfolgepflichten (Jahresabschlüsse, Interimsreport, erweiterte DVFA-Kennzahlen) sind bei den institutionellen Emissionen bereits Standard und dürften somit keine wesentliche Hürde darstellen.

Wir sind der Überzeugung, dass dieses Segment sowohl bei den erfahrenen Anleiheemittenten als auch bei Neulingen Zuspruch finden wird, da hier erstmalig Instrumentarien angeboten werden, die nicht mehr Transparenz in der Preisbildung sondern auch Liquidität im Sekundärmarkt fördern. Dies ist umso wichtiger, da die Liquidität maßgeblich das Pricing von späteren Folgeemissionen beeinflusst.

Die Herausforderungen für das Jahr 2012

Nachdem Ende Januar 2012 alle wichtigen Zahlen für das abgelaufene Jahr vorliegen, lohnt sich eine kurze Analyse der Primärmärkte für Eigen- und Fremdkapital sowie der Private-Equity-Aktivitäten, um daraus Herausforderungen für die nächsten Monate abzuleiten.

Der weltweite Primärmarkt für Eigenkapital hat sich im gesamten Jahr 2011 gegenüber dem Vorjahr bezogen auf das Emissionsvolumen um 39% auf rd. 164 Mrd. US\$ merklich abgeschwächt. Nach einer emissionsstarken ersten Jahreshälfte zeigte sich das zweite Halbjahr aufgrund der sich in der Sommerpause zugespitzten Schuldenkrise deutlich schwächer. Wie in den Jahren zuvor blieben Treiber der globalen IPO-Aktivitäten die Emittenten aus den BRIC-Staaten. Insbesondere Unternehmen aus dem chinesischen Festland platzierten nahezu 42% des weltweiten Emissionsvolumens. Im deutschen IPO-Markt haben chinesische Emittenten ebenfalls weiter an Gewicht gewonnen. So stammen fünf der insgesamt dreizehn Neuzugänge des letzten Jahres an den deutschen Börsen aus China. Der deutsche IPO-Markt litt besonders unter der Schuldenkrise und verzeichnet gegenüber dem Vorjahr einen Rückgang von 44% in Bezug auf das Emissionsvolumen. In der Summe waren es 1,5 Mrd. €, die nahezu alle in den ersten sieben Monaten platziert wurden. Seit August herrscht am deutschen IPO-Markt regelrecht Funkstille. Der Gang an die Börse wird auch in 2012 für viele Börsenaspiranten eine Herausforderung bleiben. Erfreulicherweise stehen sehr interessante Kandidaten wie TALANX oder EVONIK in den Startlöchern. Noch erfreulicher ist, dass sich die Anzahl der Privatanleger mit einer Direktanlage in Aktien im letzten Jahr wieder merklich erhöht hat. An dieser Stelle sollten Emittenten und vor allem die Emissionsbanken darüber nachdenken, wie sie den Privatanleger wieder mehr in die Vermarktung der Aktienemission mit einbeziehen können.

Der Primärmarkt für deutsche Industriefinanzen musste im vergangenen Jahr einen Rückgang von fast 20% gegenüber dem Vorjahr hinnehmen. Insgesamt wurden rd. 39 Mrd. € emittiert, wohingegen die Anzahl der Anleiheemissionen um 70% auf über 165 Anleihen gestiegen ist. Im speziellen Segment der

High-Yield-Anleihen deutscher Emittenten wurde im letzten Jahr ein Volumen von 7,6 Mrd. € (2010: 10,4 Mrd. €) erreicht. Obwohl sich die „Spreads“ für Non-Investmentgrade Emissionen im Sommer deutlich ausgeweitet haben, konnten seit September rd. 1,2 Mrd. € in einem sehr volatilen Umfeld platziert werden. Es zeigt sich, dass Bond-Investoren weiterhin einen großen Appetit auf Benchmark-Bonds besitzen. Alternative Anlagemöglichkeiten wie Staatsanleihen sind entweder zu risikoreich geworden oder werfen keine Renditen ab. Im Markt für Mittelstandsanleihen setzte zumindest in den ersten sieben Monaten der zu Beginn des Jahres prognostizierte Emissionsboom ein. In diesem Zeitraum konnten 24 Anleihen mit einem Gesamtvolumen von rd. 1,2 Mrd. € an den unterschiedlichen Börsenplätzen platziert werden. Mit dem Ausbruch der Schuldenkrise ebte die Emissionstätigkeit deutlich ab. Zwar gab es seit September 2011 noch sieben Neuemissionen, jedoch gelang es nur zwei Emittenten ihr anvisiertes Volumen in den ersten zwei Wochen komplett zu platzieren. Das Fenster für Anleiheplatzierungen wird sich wieder öffnen. Dabei wird der Anlegerfokus mehr auf Solidität und weniger auf Kuponhöhe ausgerichtet sein. In diesem Zusammenhang ist der Start des „Prime Standard für Anleihen“ der Deutschen Börse AG ein zu begrüßender Schritt, um größere Benchmark-Anleihen für Privatanleger zugänglicher zu machen.

Der deutsche Private-Equity-Markt entwickelte sich im letzten Jahr auf den ersten Blick positiv. So erreichte das Transaktionsvolumen der ersten drei Quartale mit 4,7 Mrd. € bereits das Volumen des gesamten Vorjahres. Dennoch blieb das Niveau deutlich unter dem der Jahre vor 2009 zurück, in denen Volumina von mehr als 10 Mrd. € zu beobachten waren. Zurzeit dominieren vor allem kleinere Transaktionen den Markt, da sich die Banken bei der Finanzierung größerer Übernahmen zurückhalten. Um sie finanzieren zu können, muss für die Private Equity-Industrie entweder mehr Eigenmittel bei der Übernahme aufgewendet oder neue Refinanzierungsmöglichkeiten als Antwort für die Bankenklammer gefunden werden. Die Emission von High-Yield-Anleihen könnte hier eine Option werden.

Sind die Mittelstandsanleihen richtig bepreist?

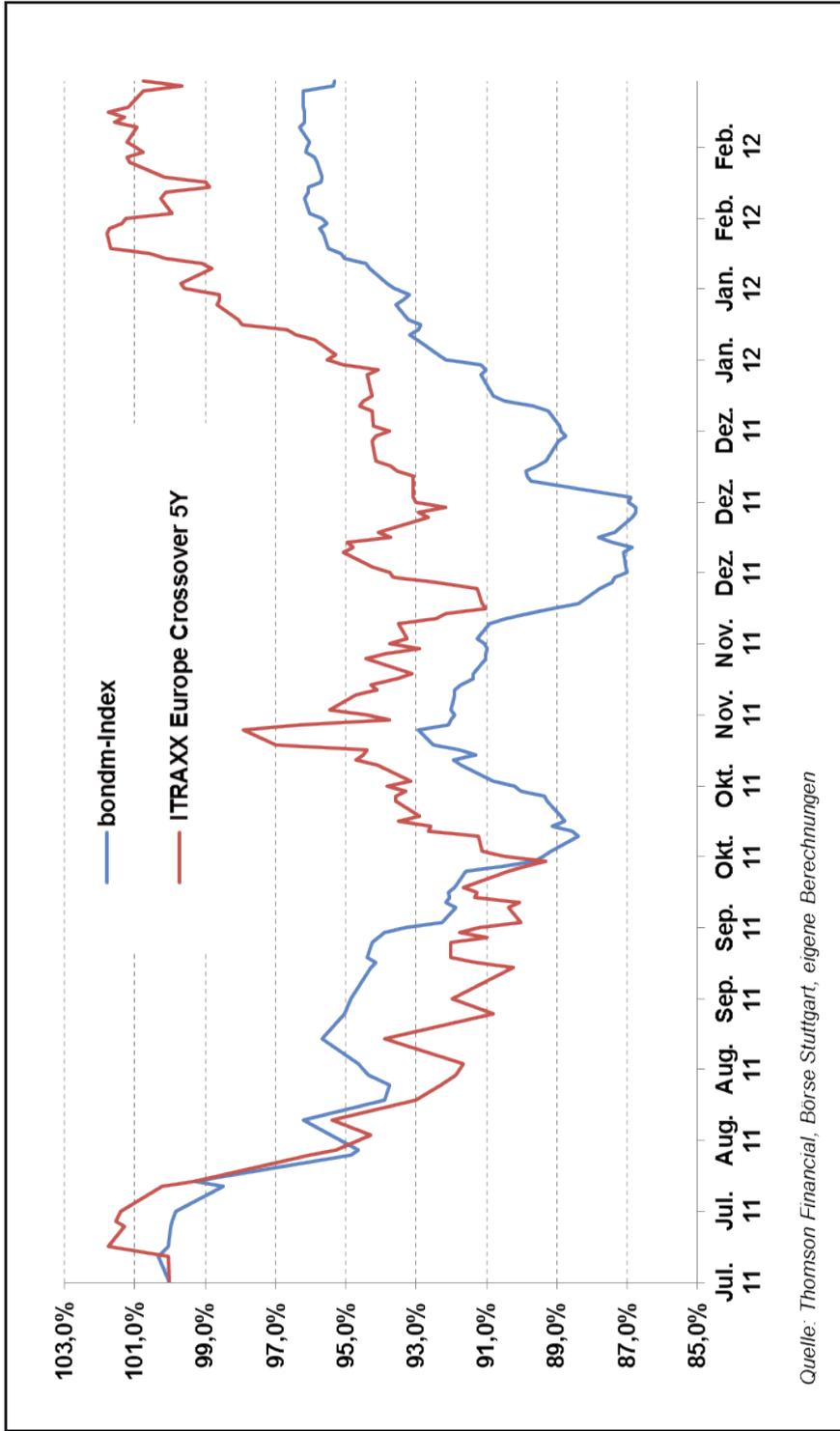
In der Theorie wird davon ausgegangen, dass sich in einem vollkommenen Kapitalmarkt ein Gleichgewicht zwischen dem erwarteten Risiko und der erwarteten Rendite eines risikobehafteten Vermögensgegenstands bildet. Dabei werden effiziente Marktverhältnisse unterstellt, die ein falsches „Pricing“ durch fehlende Informationseffizienz oder mangelnde Liquidität ausschließen. Bei der Mittelstandsanleihe handelt es sich typischerweise um einen risikobehafteten Vermögensgegenstand. So sollten diese Kriterien auch hier gelten. Die wesentlichen Risiken, die sich für diese Anlagenklasse ergeben, sind zum einen die typischen, unternehmensspezifischen Risiken, die in der Kapitalmarkttheorie als unsystematisches Risiko bezeichnet und durch endogene Einflüsse wie falsche Managemententscheidungen verursacht werden. Zum anderen gibt es ein systematisches Risiko, das aus exogenen Rahmenbedingungen (Zinsänderungen, Konjunkturschwankungen oder sonstigen externen Schocks) resultiert und den Anleihenpreis entsprechend beeinflusst. Nur das unsystematische Risiko lässt sich durch Diversifizierung reduzieren.

Die Stuttgarter Börse berechnet rückwirkend zum 1. Januar 2011 den bondm-Index für die im bondm gelisteten Anleihen. Bis dato sind es 18 Wertpapiere aus verschiedenen Branchen und Unternehmensgrößen. Um eine Aussage über die Richtigkeit der Bepreisung der Anleihen zu erhalten, haben wir untersucht, wie stark die Korrelation des bondm-Index zum Index iTRAXX Europe Crossover (Laufzeit 5 Jahre) ausfällt. Der iTRAXX Europe Crossover zeigt den Zinsspread für ein Portfolio hochliquider, europäischer Anleihen unterhalb des Investmentgrades auf und kann sehr gut als Benchmark für das systematische Risiko eines Portfolios von Unternehmensanleihen herangezogen werden. In unserer Untersuchung haben wir daher beide Indizes für den Zeitraum von Juli 2011 bis heute in ihrem Kursverlauf gegenübergestellt. Wie die Grafik zeigt, besteht eine hohe Korrelation zwischen beiden Indizes (Korrelationskoeffizient von 68,4%). Vor allem ist der Beginn der Finanzkrise als externer Schock sehr gut in den Kursverläufen erkennbar: Sowohl der iTRAXX als auch der bondm-Index verzeichnen ab dem Monat August 2011 deutliche Kurseinbrüche,

die ihre Maximalwerte im Dezember 2011 erreichten und sich seitdem wieder auf Erholungskurs befinden. Für bondm kann somit tendenziell gesagt werden, dass sich das systematische Risiko in den Kursen widerspiegelt.

Wie schnell haben sich die Kurse der anderen Börsen an die Krise angepasst? Da für diese Anleihen noch kein vergleichbarer Index existiert, ist eine ähnliche Untersuchung wie im Falle von bondm nur schwerlich möglich. Jedoch fällt auf, dass innerhalb der Krisenmonate (August bis Dezember 2011) vor allem bei den an den Börsen Düsseldorf und Hamburg/Hannover gelisteten Anleihen kaum Kursverwerfungen zu beobachten waren. Dies ist ein Indiz dafür, dass ein systematisches Risiko kaum in den Kursen reflektiert wurde. Die Ursache lässt sich in der fehlenden Sekundärmarktliquidität vermuten, obwohl einige Experten die These vertreten, dass die Kursstabilität an diesen Börsen dem Auswahlgeschick der jeweiligen Börse oder der Emissionsberater zu verdanken sei.

Kursentwicklung: bondm-Index vs. ITRAXX Europe Crossover Juli 2011 – März 2012



Quelle: Thomson Financial, Börse Stuttgart, eigene Berechnungen

Ebenso ist die individuelle Informationseffizienz entscheidend für den richtigen Kurs. Je transparenter sich ein Emittent darstellt, desto geringer dürften sich extreme Kursschwankungen bei sich lang abzeichnenden Entwicklungen in der Solvenz des Unternehmens auswirken. Eine intransparente Informationspolitik, wie sie beispielsweise bei SIAG im Hinblick auf den extremen Kurssturz in den Medien angemahnt wurde, ist dafür ein gutes Beispiel. Wenn dann noch handwerkliche Fehler (kein gültiger Ratingbericht, schwer zugängliche Interimszahlen) dazukommen, ist dies noch umso gravierender. Die konsequente Einhaltung der in den Regelwerken vorgesehenen Folgepflichten ist ein wesentlicher Baustein für eine risikoadäquate Kursentwicklung. Es ist daher im Interesse aller Marktteilnehmer, dass die Börsen und ihre Partner eine anlegerfreundliche Informationspolitik durchsetzen. Wenn ein Unternehmen acht Monate nach der Platzierung begleitet von einer renommierten Bank und einem Listing Partner/Emissionsberater bereits insolvent ist, entspricht dies bei einem zum Zeitpunkt der Emission veröffentlichten Anleihenrating von CCC+ mit einer Ausfallrate über fünf Jahren von fast 50% zuvor den eingangs erwähnten kapitalmarkttheoretischen Erwartungen. Ob ein dies dem jungen Mittelstandsmarkt hilft, steht auf einem anderen Blatt.

Das neue Schuldverschreibungsgesetz: Ein sinnvolles aber noch verbesserungswürdiges Instrumentarium

Mit dem im Jahr 2009 in Kraft getretenen neuen Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) wurde die praxiserleichternde und flexible Möglichkeit geschaffen, nachträglich wesentliche Anleihebedingungen zu ändern. Auf Grundlage des SchVG können Emittenten von Anleihen nach deutschem Recht zum Zeitpunkt der Begebung einer Anleihe vorsehen, dass die ursprünglichen Bedingungen durch einen qualifizierten Mehrheitsbeschluss der Gläubiger im Rahmen einer organisierten Gläubigerversammlung geändert werden können. Den Emittenten steht somit die Möglichkeit offen, zu jedem Zeitpunkt nach Begebung einer Anleihe und unabhängig von einer bevorstehenden Krise wesentliche Änderungen in den Gläubigerrechten durch Abstimmung umzusetzen. Zu diesen wesentlichen Änderungsgegenständen zählen bspw. Forderungsverzichte, Rangänderungen, Stundungen oder sogar ein Debt-to-Equity-Swap. Auf diese Möglichkeiten muss jedoch bereits bei der Emission im Wertpapierprospekt hingewiesen werden. So findet sich auch bei der Mehrzahl der in den letzten Jahren emittierten Anleihen nach deutschem Recht dieser Verweis. Auch bei den Mittelstandsanleihen ist der Verweis auf das SchVG im Wertpapierprospekt üblich geworden. Sollte es später zu einer Gläubigerversammlung kommen, so ist die Beschlussfähigkeit gegeben, wenn mindestens 50% des Anleihekapitals bei der ersten Gläubigerversammlung anwesend sind (Mindestquorum). Ferner bedarf es wiederum einer 75%igen Mehrheit der anwesenden Stimmen, um wesentliche Anleihebedingungen zu ändern. Sollte die Anwesenheitsschwelle von 50% auf der ersten Gläubigerversammlung nicht erreicht werden, so reduziert sich das Quorum bei der zweiten Versammlung auf 25% des Anleihenkapitals. Für Anleihen, die vor dem Inkrafttreten des SchVG emittiert worden sind, besteht die Möglichkeit eines „Opt-in“.

In der jüngsten Praxis zeigen sich jedoch zwei Regelungen des SchVG als kritisch: Zum einen wird die Möglichkeit eines „Opt-in“ gemäß § 24 Abs. 2 SchVG bei Anleihen mit ausländischem Recht strittig ausgelegt. So führte die Entscheidung des LG und des OLG Frankfurt, dass das SchVG nur für Anleihen mit deutschem Recht anwendbar ist, im Fall Pfeleiderer und indirekt auch Q-Cells

zum Scheitern ihrer Sanierungsbemühungen¹. Ebenso stellt sich das geltende Anfechtungsrecht von Beschlüssen gemäß SchVG als sanierungsuntauglich dar, da Anfechtungsklagen die Umsetzung von mehrheitlich beschlossenen Änderungen der Anleihebedingungen dauerhaft blockieren können. Damit wird professionellen Klägern die Möglichkeit geebnet, das Unternehmen analog zur Vorgehensweise in Hauptversammlungen zu erpressen. Die jüngsten Beispiele dafür sind wiederum Pfeleiderer und Q-Cells, in der einzelne Gläubiger gegen die mehrheitlich beschlossenen Sanierungsmaßnahmen klagten. Am Ende gingen beide Gesellschaften in die Insolvenz.

Wie diese Beispiele zeigen, macht die Anwendung des SchVG nur Sinn, wenn in einer Notsituation das Unternehmen die auf der Gläubigerversammlung mehrheitlich beschlossenen Sanierungsmaßnahmen auch zügig umsetzen kann. Durch missbräuchliche Klagen kann ein notwendiger Sanierungsversuch leicht blockiert werden. Dies kann dem gutgemeinten Gläubigerschutz sicherlich nicht dienen. Hier muss der Gesetzgeber ähnlich wie im Aktienrecht ein verkürztes Eilverfahren einführen, wofür ein Gesetzesentwurf bereits existiert². Zugleich muss auch klar gestellt werden, dass die Auslegung der Frankfurter Justiz im Falle Pfeleiderer nicht im Sinne des Gesetzgebers gewesen sein kann und das SchVG auch für Anleihen deutscher Emittenten mit ausländischem Recht Anwendung findet. Nicht nur in Krisensituationen findet das neue Recht interessante Anwendung. Dies zeigt die Einladung zur Gläubigerversammlung des Mittelstandsanleihen-Emittenten Procar Automobile, in der eine Anpassung der Ausschüttungssperre erreicht werden soll.

Die Novellierung des Schuldverschreibungsrechtes war ein richtiger und wichtiger Schritt, die unter anderem den Boom im Mittelstandsanleihenmarkt mit derzeit über 50 Anleihen und 2,5 Mrd. € Emissionsvolumen mitauslöste. Vereinfachungen und Anpassungen sind notwendig, um noch flexibler im Interesse der Unternehmen und letztlich auch seiner Stakeholder reagieren zu können.

¹ OLG-Beschluss vom 27.03.2012

² Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 08.03.2012

Die verdeckte Eigenemission

Seit dem Start von bondm im Jahr 2010 haben sich zahlreiche Facetten in der Emissionspraxis von Mittelstandsanleihen herausgebildet. Die originäre Emissionspraxis einer Mittelstandsanleihe ist die „reine“ Eigenemission, bei der ein Emittent selbst die Platzierung vornimmt und alleiniger Unterzeichner des Wertpapierprospektes ist. Die Einschaltung einer Bank oder eines Wertpapierhandelshauses erfolgt ausschließlich aus Vertriebsgründen als sog. „Selling Agent“, um den Vertrieb der Anleihen als Kommissionär an vorwiegend (semi-) institutionelle Investoren vorzunehmen. Darüber hinaus hat der Emittent die Möglichkeit, über den Vertriebskanal „Börse“ (Zeichnungsbox) die breite, anonyme Masse der Retailanleger zu adressieren. Als dritter Vertriebskanal steht ihm noch der direkte Kontakt zu ihm nahestehenden Investoren („Friends & Family“) über ein eigenes auf der Homepage des Emittenten eingerichtetes Online-Zeichnungsportal zur Verfügung. Ein ausgewogener Mix dieser drei Vertriebskanäle stellt die Platzierung sicher. Beispiele für diese klassische Eigenemissionsstruktur sind die Platzierungen von ALBERT REIFF, RENA oder NABALTEC. Um die Qualität bzw. die Kapitalmarktfähigkeit des Emittenten und die der Anleihe bei einer reinen Eigenemission zu beurteilen, trägt ein „Kapitalmarktexperte“ (bspw. bondm-Coach an der Stuttgarter Börse), der in Stuttgart oder Düsseldorf keine Bank sein muss, eine besondere Verantwortung.

Da auf der einen Seite das Interesse an Mittelstandsanleihen bei Unternehmen und Investoren weiter gestiegen und auf der anderen Seite das klassische „IPO-Geschäft“ zum Erliegen gekommen ist, haben vor allem kleinere Investmentbanken die Anleiheplatzierung als neues Geschäftsfeld entdeckt. So wird öffentlich argumentiert, dass aus Gläubigerschutzgesichtspunkten eine bankengeführte Anleiheemission einer typischen Eigenemission vorzuziehen sei, da die Banken eine sorgfältigere „Due Diligence“ durchführen und entsprechende Erfahrungen aus vergangenen Transaktionen vorweisen können. Schließlich kennen die Banken die Vorlieben der Investoren besser und können daher die Ausgestaltung der Anleihe besser einschätzen und somit auch das Platzierungsrisiko reduzieren. In diesem Konzept verliert der Emittent die Steuerungsfunktion bei der Platzierung und überträgt die Verantwortung der beauftragten

Investmentbank, die als sog. „Global Coordinator“ in der Emission auftritt. Typische bankengeführte Emissionen von Mittelstandsanleihen waren bspw. Valensina, Procar oder friedola Gebr. Holzapfel. Gegenüber den Emittenten und Anlegern wird hierbei der Anschein erweckt, dass es sich um eine „klassische Fremdemission“ handelt, wie man sie aus den Equity-Börseneinführungen kennt. In der Tat nehmen die beauftragten Emissionsbanken eine Due Diligence vor, die in erster Linie eine rechtliche Prüfung beinhaltet und üblicherweise von der prospektierenden Anwaltskanzlei erledigt wird. Die Anforderungen werden in einem sog. „Underwriting Agreement“ (Übernahmevertrag) festgehalten, den der Emittent erfüllen muss. Die Bank verpflichtet sich darin die Anleihen zu übernehmen und anschließend den jeweiligen Investoren weiter zu verkaufen. Jedoch erfolgt diese Übernahme zu „best effort“, d.h., es werden nur die Stücke übernommen, die auch platziert werden können. Somit bleibt das Platzierungsrisiko wieder beim Emittenten hängen. Der große Unterschied zu den „IPO-Standards“ ist jedoch der, dass die Bank den Wertpapierprospekt nicht mitunterzeichnet. Unter den 17 Anleiheemissionen in den Mittelstandssegmenten, in denen ein Übernahmevertrag geschlossen wurde, gibt es keinen Fall, wo die Bank den Prospekt mitunterzeichnet hat. Im Eigenkapitalmarkt ist dies aber bei Börseneinführungen auch im Freiverkehr (Entry Standard) üblich. So stellt sich die Frage, inwieweit eine bankengeführte Emission die sichere und bessere Art der Anleihenplatzierung für den Emittenten und Investor ist. Die Insolvenz der SIAG Schaaf, deren Anleihe über eine Bank strukturiert und begleitet wurde, wirft Fragen hinsichtlich der Qualität und Verlässlichkeit der durchgeführten Due Diligence auf. Auch ist eine bankengeführte Emission keine Garantie für eine erfolgreiche Platzierung, wie beispielsweise die Emissionen friedola Gebr. Holzapfel, Procar-Automobile, Maschinenfabrik Spaichingen oder SIAG zeigen.

Der potentielle Emittent und auch der interessierte Anleger sollte sich nicht blenden lassen sondern sich kritisch mit den Themen des Platzierungsrisikos und der Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens auseinandersetzen. Dies ist entscheidend für den Emissionserfolg.

Das Pendel schlägt zurück

Nicht nur Deutschland leidet unter einer dauerhaften IPO-Schwäche, sondern auch Amerika. Insbesondere kleinere Wachstumsunternehmen halten sich mit dem Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt zurück. Lag die durchschnittliche Anzahl der Börseneinführungen von Small Cap-Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 50 Mio. US\$ im Zeitraum zwischen 1980 und 2000 bei 165, so fiel diese Zahl in der Folgedekade bis 2011 um dramatische 80%¹. Eine ähnliche Entwicklung kann auch am deutschen IPO-Markt beobachtet werden. Nach dem IPO-Boom Ende der 90iger Jahre und der kurzen Wiederbelebung in den Jahren 2005 bis 2007, in der jährlich durchschnittlich 60 SmallCap Unternehmen mit einem Umsatz von bis zu 50 Mio. € den Gang an die Börse wagten, hat sich deren durchschnittliche Anzahl in den letzten drei Jahren auf nur noch 4 reduziert!² Die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Entwicklung ist dramatisch. Jungen Wachstumsunternehmen wird der Weg versperrt, ausreichend Mittel für die Entwicklung neuer Produkte und künftiger Innovationen zu erhalten. Zwar besteht die Möglichkeit der klassischen Venture Capital Finanzierung, jedoch ist dieser Finanzierungsweg nach drei bis vier Finanzierungsrunden i.d.R. erschöpft. Zudem hängt das Maß der Attraktivität eines VC-Engagements von einem funktionierenden IPO-Markt ab, da erst die Börse einen langfristigen, diskreten Ausstieg ermöglicht. Der kann ansonsten nur über einen Verkauf an einen neuen Finanzinvestor, an die Gründergesellschaft oder an einen Strategen erfolgen. Diese Exitwege sind begrenzt und schränken vor allem im „Trade Sale“ die Handlungsfreiheit des Managements und das Wachstumspotential eines eigenständigen Unternehmens deutlich ein.

Die Ursachen für die IPO-Müdigkeit hier und in Amerika sind vielfältig. Doch kann die in den letzten Jahren deutlich zugenommene Kapitalmarktregulierung als eine der Hauptgründe genannt werden. Die Einführung des Sarbanes Oxley Act, die zunehmenden Regulierungen in der Rechnungslegung, der Wirtschaftsprüfung, der Corporate Governance, aber auch die ausgeweiteten Offenlegungspflichten bei der Bezahlung von Organen führten in den USA zu einer geringeren Attraktivität des Going Public. Dieser Regulierungseifer färbte auch

¹ Quelle: "The endangered public company" in The Economist (19.05.2012)

² Eigene Recherche (Blättchen Financial Advisory Datenbank)

auf Deutschland ab, was insbesondere börsennotierte Unternehmen in den regulierten Märkten zu spüren bekamen (TransPuG, BilMoG, TUG, VorstAG etc.). Im Ergebnis muss festgestellt werden, dass der beabsichtigte erhöhte Anlegerschutz leider zu keinem Mehr an investitionsfreudigen Investoren und vor allem Privatanlegern führt. Im Gegenteil: Privatanleger spielen bei IPOs in Deutschland fast keine Rolle mehr. Auch wird das „Being Public“ aufgrund der einzuhaltenden Gesetzesvorgaben immer kostspieliger. Der Anreiz für ein Going Public ist somit vor allem für kleinere Unternehmen geringer. Nicht wenige Unternehmenslenker börsennotierter Gesellschaften beklagen, dass sie für die Einhaltung der gesetzlichen Regularien mehr Zeit aufwenden als für die Weiterentwicklung ihres Kerngeschäftes.

Es scheint, dass zumindest in Amerika der Pendelausschlag in Richtung weiterer Kapitalmarktregulierungen gestoppt wird. Mit der Umsetzung des „JOBS-Act“³ werden deutliche Erleichterungen für junge Wachstumsunternehmen in Bezug auf die Anforderungen von Sarbanes Oxley, sowie der Veröffentlichungen von IPO-Research und der Vermarktung von Aktien in der breiten Öffentlichkeit geschaffen. Diese Erleichterungen gelten für Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 1 Mrd. US\$. Damit soll der „Small Cap Primärmarkt“ wiederbelebt werden. Amerika hat erkannt, dass der Anfang des letzten Jahrzehnts eingelenkte Weg der Regulierung übertrieben war. Es bleibt zu hoffen, dass diese Erkenntnis auch auf Deutschland und Europa überspringt!

³ „Jumpstart Our Business Startups-Act“

Das erste Halbjahr im IPO Markt enttäuscht

Die ersten sechs Monate des laufenden Jahres brachten leider nicht die zu Jahresbeginn erhoffte Belebung an den IPO-Märkten. Die seit Monaten andauernde Eurokrise hemmt die Entscheidungsfreudigkeit der Investoren, bei Neuemissionen zuzugreifen. Dies zeigt sich ebenfalls in den sehr volatilen Aktienindices der letzten Monate, die nach einer wackligen Erholung bis März/April im Juni wieder auf das Niveau zum Jahresanfang zurückfielen. Weltweit sind bis zum 30.06.2012 insgesamt 363 IPOs mit einem Emissionsvolumen von rund 60 Mrd. US\$ an den Märkten platziert worden. Um auf das gleiche Volumen des gesamten Vorjahres zu kommen, muss in den nächsten sechs Monaten etwa das Doppelte des Volumens des ersten Halbjahrs folgen. Besonders trüb sieht der IPO Markt in Europa aus: in den ersten beiden Quartalen wurden gerade einmal 14% des gesamten Vorjahresvolumens platziert. Auch der chinesische IPO-Markt musste im ersten Halbjahr 2012 seine führende Rolle als IPO Motor der Welt an Amerika abgeben. Insgesamt sind an den chinesischen Börsen rd. 14 Mrd. US\$ im ersten Halbjahr emittiert worden. In den USA lag das IPO-Volumen mit rd. 27 Mrd. € fast doppelt so hoch. Jedoch verzerrt der „Facebook-Effekt“ mit 16 Mrd. US\$ die Statistik.

Der deutsche IPO-Markt war im ersten Halbjahr besonders mau. Vier Neuzugänge weisen nur ein Volumen von vergleichsweise verschwindenden 29 Mio. € auf. Überraschenderweise stammen drei der vier Emittenten aus dem chinesischen Festland, die aus Reputationsmotiven den Gang an die Frankfurter Börse gewagt haben. Enttäuschend ist hierbei sowohl für die Emittenten als auch für den IPO-Markt in Deutschland im Allgemeinen, dass diese drei chinesischen Neuzugänge nur ca. ein Zehntel ihres beabsichtigten Emissionsvolumens einsammeln konnten. Im Schnitt liegt das platzierte Volumen bei knapp 3 Mio. €. Allein der Börsengang der KTG Energie AG sticht erfreulicherweise mit einem Emissionsvolumen von 20,7 Mio. € aus diesen „Mini-Emissionen“ heraus. Die Börseneinführungsabsichten der Schwergewichte EVONIK, OSRAM, Hapag-Lloyd, Talanx oder Kolbenschmidt Pierburg sind leider wieder in den Schubläden verschwunden. Die Griechenlandkrise Anfang Juni machte den Emittenten einen Strich durch die Rechnung.

Im Grunde kann gesagt werden, dass sich derzeit zahlreiche IPO-Investoren (Privatanleger; institutionellen Investoren) bei Neuemissionen zurückhalten. Dies liegt sicherlich zum einen an der schwer überschaubaren Eurokrise. Zum anderen darf nicht vergessen werden, dass auch die eingefahrenen Platzierungsusancen der Investmentbanken für die derzeitige Lethargie an den IPO Märkten mitverantwortlich sind. Der Facebook Börsengang ist dafür ein negatives Musterbeispiel. Dass sich der Privatanleger von einem Investment in Risikopapieren nicht verabschiedet hat, zeigt sein starkes Engagement in hochspekulativen Derivatprodukten oder High-Yield-Anleihen. Aber auch die jüngsten Innovationen, wie das „Crowd-Funding“, die ein unkompliziertes Matching zwischen kapitalsuchenden kleineren Unternehmen und Investoren ermöglicht, zeigen, dass Privatanleger durchaus Interesse an attraktiven Investitionsmöglichkeiten haben, wenn man sie geschickt einbindet. Die regen IPO-Aktivitäten an den chinesischen oder an der Warschauer Börse, begünstigt durch eine starke Retailnachfrage, zeigt, dass eine aktive Einbeziehung von Privatanlegern zu einer nachhaltigen Belebung des IPO-Marktes führt. Hier sollten sich vor allem die Investmentbanken aber auch die Börsen angesprochen fühlen, um ihre bisherige Emissionspraxis zu überdenken.

Börsenemissionen nicht gefragt?

Die bisherige IPO-Bilanz für das laufende Jahr ist leider mit sechs Neuzugängen und einem Emissionsvolumen von kärglichen 41,3 Mio. € alles andere als ermutigend und noch nie sind so viele große Börseneinführungen in den letzten neun Monaten abgesagt worden. Der nun überraschende, kleinere Börsengang von Talanx sowie die jüngste Ankündigung der Hess AG, voraussichtlich noch in diesem Jahr an den Kapitalmarkt gehen zu wollen, lassen hoffen, eine Trendwende am deutschen IPO-Markt einzuleiten. Obwohl sich in den letzten Wochen das Stimmungsbild an den Aktienmärkten merklich aufhellte und der DAX sich wieder auf dem Vorkrisenniveau mit fast 7.500 Punkten befindet, bleibt die Risikoscheu der Anleger bei Aktienemissionen nach wie vor ungewöhnlich hoch. Die Performance der diesjährigen Neuzugänge gibt leider auch keinen Anlass, das Misstrauen zu zerstreuen. Dabei ist hervorzuheben, dass die negative Performance vor allem von fünf chinesischen Emittenten stammt, die bereits bei der Platzierung erhebliche Abstriche bei ihren anvisierten Platzierungsvolumen hinnehmen mussten und am Ende als Mini-Emissionen mit einem durchschnittlichen Free Float Volumen von weniger als 5 Mio. € an den Markt kamen.

Für Börsenaspiranten ist aktuell der Weg des „klassischen Börsengangs“ nur schwer gangbar. Im Gegensatz dazu befindet sich der Bondmarkt in einer sehr guten Verfassung, auf dem es momentan wöchentlich neue Ankündigungen von Erstplatzierungen mittelständischer Unternehmen gibt. Es scheint, dass die Investoren den Anleihekupon deutlich attraktiver finden als die Dividendenzahlung einer Aktie, obwohl bei Anleihen das „Upside-Potenzial“ begrenzt und das Downside-Risiko unbegrenzt ist. Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass Unternehmen versuchen, ihren Finanzierungsbedarf mit der Emission einer Anleihe zu decken, obwohl in einigen Fällen Eigenkapital von Nöten wäre. Dass diese Eigenkapitalzurückhaltung bei Investoren nur ein europäisches Phänomen ist, zeigt die deutliche Belegung des IPO-Marktes an den amerikanischen Börsen.

Nach dem „Facebook-Schock“ im Frühsommer sind IPOs wieder an der Tagesordnung und die Pipeline ist für die nächsten Wochen weiterhin gut gefüllt. Für Erstzeichner lohnt es sich bei Börseneinführungen dabei zu sein, denn in diesem Jahr liegt die durchschnittliche Erstemissionsrendite der amerikanischen Neuzugänge trotz Facebook-Desaster bei erstaunlichen 20%. Dieser Wert ist der höchste seit mehr als zehn Jahren (Quelle: Renaissance Capital)!

Wie kann der deutsche IPO-Markt wieder belebt werden? Da die meisten Anleger aktuell viel Wert auf Sicherheit legen, sollte die Dividendenrendite in den Vordergrund rücken. Die seit Jahren in den Hintergrund getretene Vorzugsaktie könnte damit eine Renaissance erfahren, da sie zum einen eine Mindestdividende verspricht und zum anderen noch ein „Upside-Potential“ bereit hält. Zwar verzichtet der Aktionär auf sein Stimmrecht, jedoch ist dieses Stimmrecht insbesondere bei Kleinaktionären in Bezug auf Mehrheitsverhältnisse bei börsennotierten Gesellschaften in der Hauptversammlung i. d. R. nur Makulatur: Zudem hat der Gesetzgeber eine Aktienrechtsnovelle auf den Weg gebracht, wonach die Vorzugsaktie auch ohne zwingenden Nachzahlungsanspruch begeben werden kann. Diese Novellierung des Aktienrechtes macht es für mittelständische Emittenten mit Fokus auf Privatanleger und dividendenorientierten Spezialfonds attraktiver, sich mit der Vorzugsaktie näher zu befassen. Wir wünschen uns mit diesem Instrument eine Wiederbelebung des Marktes für Börsengänge wie es Mitte der 80er schon einmal geschah.

Neue Hoffnung auf das Ende einer jahrelangen Flaute bei Börsengängen

Auf den ersten Blick schien die „Zickzack“-Strategie von TALANX für außenstehende Beobachter etwas merkwürdig. Mittlerweile kann gesagt werden, dass der Börsengang der TALANX AG ein Erfolg war, obwohl nur ein Teil des ursprünglich angedachten Emissionsvolumens am Markt platziert wurde. Der TALANX-Aktienkurs liegt mit aktuell rd. 20 Euro deutlich über dem Ausgabekurs von 18,30 €. Erstzeichner sowie Investoren, die kurz nach dem Börsengang zugegriffen haben, können sich über ein Plus von über 9% freuen. Eine lange Durststrecke ohne nennenswerte Börseneinführungen ist mit TALANX endlich zu Ende gegangen. Mit seinem Emissionsvolumen von rd. 500 Mio. € ist es der erste, große Börsengang seit der Emission von GSW Immobilien und Norma Group im April 2011 mit einem Volumen von fast 470 Mio. € bzw. 390 Mio. €. Die letzte „Milliarden-Emission“ liegt schon fünf Jahre zurück: Im Dezember 2007 konnte die Hamburger Hafen & Logistik AG (HHLA) rd. 1,2 Mrd. € am Markt platzieren. Trotz der Turbulenzen rund um den Börsengang von TALANX und die permanenten Diskussionen über die Eurokrise ist das aktuelle Umfeld für Börsenneulinge durchaus positiv: Der DAX bewegt sich um die 7.200 Punkte-Marke und liegt somit nur noch 10% unter seinem bisherigen Rekordstand im Jahr 2007. Der spanische Telekommunikationsanbieter Telefonica ist aus seiner Deckung gekommen und möchte noch in diesem Jahr seine deutsche Tochtergesellschaft O2 an die Frankfurter Börse bringen. Hierbei werden von Marktbeobachtern Größenordnungen zum Emissionsvolumen von bis zu 2 Mrd. € genannt. Seit dem IPO von Tognum im Jahr 2007 gab es am deutschen IPO-Markt keine solche Größenordnung. Auch die Deutsche Annington will ihre lang gehegten Börsenpläne demnächst umsetzen. Das Unternehmen gehört mehrheitlich dem britischen Finanzinvestor Terra Firma und wird vermutlich ein Emissionsvolumen im oberen dreistelligen Millionenbereich anstreben. Aktuell in der Zeichnung befindet sich das Familienunternehmen Hess AG, das bis zu rd. 60 Mio. € am Markt einsammeln möchte. Im Segment der SmallCap-Emissionen ist der Hess-Börsengang die größte Platzierung seit dem IPO der Schwäbischen Hüttenwerke AG (SHW) (68 Mio. €) im Juli 2011.

Der vorbörsliche „Graumarktkurs“ (Schnigge) für die Hess-Aktien liegt aktuell bei 21 € und damit im unteren Drittel der Bookbuildingspanne. Es bleibt dieser Emission zu wünschen, dass der Privatanlegeranteil merklich größer ausfallen wird als bei Talanx, bei dem Privatanleger nur mit 0,3% des Emissionsvolumens berücksichtigt wurden. Die Grundvoraussetzung für einen langfristig funktionierenden IPO-Markt sind neben einem stabilen Kapitalmarktumfeld und moderaten Preisvorstellungen, die im Sekundärmarkt auch eine nachhaltige Performance für die Anleger versprechen, vor allem auch ein reges Interesse von Privatanlegern. Aus diesem Grund ist die Bedeutung der Dividendenrendite nicht zu unterschätzen, da sie für diese Anlegerklasse einen Zeichnungsanreiz bedeutet. Auch Talanx hat mit einer erhöhten Ausschüttungsquote gelockt, die sicherlich zum Zeichnungserfolg beigetragen hat. In diesem Zusammenhang sei nochmals auf das vergessene Instrument der Vorzugsaktie hingewiesen, worauf wir bereits in der letzten Kolumne eingegangen sind. Eine satzungsmäßig vorgesehene Mindestdividende ist vor allem für Privatanleger interessant. Talanx ist hoffentlich der lang ersehnte „Eisbrecher“, so dass wir im Jahr 2013 gegenüber den letzten beiden Jahren mit deutlich verbesserten IPO-Aktivitäten rechnen können!

Der neue Prime Standard für Unternehmensanleihen

Am 8. Oktober 2012 startete das lang angekündigte Premium-Segment für Corporate Bonds, der „Prime Standard für Unternehmensanleihen“, mit der Notierungsaufnahme der 600 Mio. € Anleihe der Deutschen Börse AG als Transferemission. Bereits zwei Wochen später, am 19. Oktober 2012, folgte die erste Neuemission der 75 Mio. €-Anleihe der SAF.-Holland S.A., die als Fremdemission sowohl die klassische Klientel der institutionellen Investoren als auch Privatanleger ansprach. Die letztere Gruppe hatte die Möglichkeit, zu den gleichen Konditionen wie die institutionellen Anleger über die XETRA-Zeichnungsplattform der Deutschen Börse zu zeichnen. Rund 10% der gesamten Emission bzw. 8,5 Mio. € wurden nach Schließung der Orderbücher an die XETRA -Zeichner zugeteilt. Im Schnitt lag die Einzelorder bei den Privatanlegern bei rd. 14.000 € und damit in der üblichen Größe wie sie bei den klassischen Mittelstandsanleihen zu finden ist.

Im Fokus des Prime Standard für Anleihen steht im Vergleich zu dem seit fast zwei Jahren bestehenden Entry Standard für Anleihen die bisher für Privatanleger eher verschlossene Welt der institutionellen Corporate Bond Platzierungen, die bei rd. 100 Mio. € Volumen beginnen und bis zu den sogenannten Benchmark-Anleihen (Emissionsvolumen ab 500 Mio. €) reichen. Zu den Ziel-Emittenten zählen die größeren börsen- und nichtbörsennotierten Unternehmen, die bei der Emission Privatanleger und Stakeholder durch den Einsatz des Retail Subscription Services, einschließlich XETRA Zeichnungsfunktionalität, berücksichtigen möchten.

Anders als bei den typischen Mittelstandsanleihen erfolgen Platzierungen im Prime Standard ausschließlich als Fremdemission unter Federführung einer oder mehrerer Konsortialbanken. Diese bankengeführte Platzierung unterliegt deren Dokumentationswünschen, d.h. neben dem obligatorischen Wertpapierprospekt sind zusätzliche Disclosure- und Legal Opinions sowie ein Comfort Letter erforderlich. Im Mittelpunkt steht ein Übernahmevertrag, in dem die Bedingungen für die Wertpapierübernahme durch den Konsortialführer geregelt werden.

Dabei ist zu betonen, dass es sich hierbei grundsätzlich um „best-effort“ Übernahmen handelt, d.h. das Platzierungsrisiko bleibt beim Emittenten. Diese Auflagen sind durchaus mit einer Aktienemission vergleichbar: Im Prime Standard steht es dem Emittenten frei, ob die Anleihe im Freiverkehr (Open Market) oder im Regulierten Markt zugelassen wird. Die Antragstellung zur Aufnahme in den Prime Standard hat gemeinsam durch den Emittenten und der Bank zu erfolgen. Sollte die Zulassung aus dem Open Market heraus stattfinden, muss der Emittent zunächst die Zulassung im Entry Standard für Unternehmensanleihen durchlaufen, um anschließend in den Prime Standards zu wechseln.

Grundsätzlich ist im Prime Standard ein Anleihen- bzw. Emittentenrating vorgeschrieben, das jedoch in Einzelfällen erlassen werden kann. Die Transparenzpflichten unterscheiden sich abgesehen von den Veröffentlichungsfristen nur unwesentlich von denen des Entry Standard, sofern der Emittent im Freiverkehr notiert. Für Anleihen, die im Regulierten Markt zu gelassen sind, gelten zudem die gesetzlichen Vorgaben für „börsennotierte“ Gesellschaften gemäß WpHG (Ad-hoc-Publizität, IFRS Rechnungslegung etc.). Im Prime Standard ist zudem die Veröffentlichungen von mind. sechs Ratingkennzahlen gemäß DVFA-Standard verpflichtend.

Einem Emittenten ab einem Emissionsvolumen von 100 Mio. € steht es nun frei, entweder eine Mittelstandsanleihe im Entry Standard in Eigenregie zu begeben oder sich über die bankengeführte Fremdemission für den Prime Standard für Anleihen zu entscheiden. Beide Optionen stellen den Zugang zu Retailanlegern sicher und garantieren einen öffentlichen und transparenten Sekundärmarkt-handel, unterscheiden sich aber beim Kreis der angesprochenen institutionellen Anleger und deren Anforderungen. Welche Alternative die Richtige ist, hängt vom Einzelfall ab.

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg
BOX 1338 | 71203 Leonberg

T + 49 (0) 71 52.61 01 94.0

F + 49 (0) 71 52.61 01 94.9

@ info@blaettchen-fa.de

www.blaettchen-fa.de