



Bild: Deutsche Börse

Mehr Unabhängigkeit und Flexibilität

Anleihen zur Unternehmensfinanzierung bringen viele Vorteile

Immer mehr mittelständische Unternehmen entscheiden sich für Anleihen als Finanzierungsmittel. Seit 2010 gab es bereits über 100 Emissionen an den deutschen Börsen. Um Bonds erfolgreich zu platzieren, müssen jedoch eine Reihe wichtiger Fragen vorab geklärt werden.

Wegen der zunehmenden Regulierung der Banken dürfte die Anzahl der Initial Bond Offerings (IBO) weiter steigen. „Aus Unternehmenssicht können wir viele Vorteile erkennen“, sagt Stefan Ernst, Consultant IBO bei FMS. „Die Emittenten gewinnen einen höheren Grad an Unabhängigkeit und Flexibilität.“ So können sie sich ein Stück weit bankenunabhängig finanzieren. „Zudem können die Anleihebedingungen weitgehend selbst bestimmt und dabei auch die Besonderheiten des Unternehmens berücksichtigt werden“, erläutert Dr. Rafael von Heppe von der Buse Heberer Fromm Rechtsanwälte Steuerberater PartG. Außerdem besteht die Möglichkeit, eine Anleihe effektiv für die Unternehmenswerbung einzusetzen. Und für Anleger ist sie mit regelmäßigen Zinseinnahmen und fester Laufzeit ein kalkulierbares Investment. Bei einem Bond achten Investoren in erster Linie auf den ‚Track Record‘ der Emittentin und die Story des Vorhabens. „Hat eine im Markt eingeführte Anleihe grundsätzlich Interesse geweckt, spielt ein fundiertes Rating eine große Rolle“, so von Heppe. Je nach Bekanntheit der Emittentin und ihrer wirtschaftlichen Lage ist das Sicherheiten-Konzept auszugestalten. Denn eine Anleihe muss nach Chancen und Risiken ins Portfolio des Investors passen. „So können attraktive Renditen erzielt werden, die deutlich über dem so genannten ‚risikolosen Zins‘ liegen“, ergänzt Ernst.

Für den Erfolg einer Anleihe kann die Wahl des Börsenplatzes ausschlaggebend sein. Alle deutschen Börsen haben mittlerweile spezielle Handelssegmente für Anleihen mittelständischer Unternehmen. Diese besitzen eigene Regelwerke mit unterschiedlichen Anforderungen für die Emittenten, zum Beispiel bei Transparenz und Publizität. „Der Frankfurter Entry Standard ist eher überregional ausgerichtet, während die Börsen München, Stuttgart und Düsseldorf Mittelstandsmärkte mit hohem Interesse an regionalen Unternehmen sind“, weiß Botho von Hülsen, Managing Partner bei pvh debt capital advisory. Unterschiedlich sind zudem die Voraussetzungen und Folgepflichten eines Listings. „Es gibt ungleiche Anforderungen bei Rating und Mindestvolumen“, erläutert Ernst. „Letztlich ist bei jedem Emissionsvorhaben eine gründliche individuelle Analyse notwendig, welches Mittelstandsegment optimal zum Unternehmen passt.“

Ein weiterer zentraler Punkt ist das Volumen der Anleihe. „Für uns als Berater ist es wichtig, dass die Finanzierungsstrategie der Geschäftsstrategie folgt und nicht umgekehrt“, sagt Ernst. „Dabei

sind die Bilanzrelationen nach der Emission von großer Bedeutung.“ Hat die geplante Anleihe eine klare Zweckbindung – zum Beispiel den Erwerb eines Teilunternehmens – so bestimmt hauptsächlich dieses Vorhaben das Anleihevolumen. „Bei Bonds ohne Zweckbindung ist das Volumen abhängig von der Finanzierungsstruktur der Emittentin“, betont von Heppe. Aus den laufenden Erträgen des Unternehmens müssen Zins und Tilgung der Anleihe bedient werden können. Natürlich sollten auch die Emissionskosten in der Kalkulation berücksichtigt werden. Nicht zu vernachlässigen sind die bei einer Emission anfallenden Kosten für die Vorbereitung und die Börseneinführung. Hierzu zählen Kosten der Hauptversammlung, Notargebühren, Gerichtskosten, Begebungskosten wie Steuern und Provisionen sowie Kosten der Börseneinführung. Sie sollten in einer gesunden Relation zum Emissionsvolumen stehen.

Erhöhte Transparenz stärkt das Vertrauen der Investoren

Im Zusammenhang mit dem Kupon steht das Rating – entweder des Unternehmens oder der Anleihe. Solche Gutachten sollen die Anleger neutral informieren. Sie geben Auskunft über die Bonität des Emittenten – je besser das Rating, desto günstiger sind die Bedingungen, sich frisches Kapital zu besorgen. „Soll die Anleihe an der Börse gehandelt werden, ist ein Rating verpflichtend“, weiß von Hülsen. „Aber auch in anderen Fällen kann ein fehlendes Rating negativ vom Markt beurteilt werden. Für institutionelle Investoren gibt es zum Beispiel oft Vorschriften, nur Anleihen mit einem Mindestrating zu kaufen. Es müssen aber nicht unbedingt die großen Agenturen beauftragt werden. Mittlerweile haben sich einige kleinere im Markt etabliert. Die so genannten Covenants sorgen für Vertrauen bei den Investoren und erhöhen deren Bereitschaft, Anleihen eines bestimmten Unternehmens zu kaufen. „Hingegen sind gewährte Schutzrechte für Emittenten tendenziell eher von Nachteil, können aber in günstigeren Konditionen münden“, erläutert Dr. Karsten Zippel, Vorstandsmitglied der Aquin & Cie. AG. Wie vorzugehen ist, muss im Einzelfall entschieden werden, denn von attraktiven Unternehmen werden generell weniger Schutzrechte erwartet. Die Klaviatur möglicher Schutzrechte ist breit und es kommt auch darauf an, was die Emittentin an Sicherheiten bieten kann. „Eine Ausschüttungssperre kann zum Beispiel verhindern, dass sich die Gesellschafter allzu großzügig selbst bedienen und damit die weitere Bedienung der Anleihe gefährden“, weiß von

Bild: pvh debt capital advisory



Botho von Hülsen, Managing Partner bei pvh debt capital advisory: „Soll die Anleihe an der Börse gehandelt werden, ist ein Rating verpflichtend. Aber auch in anderen Fällen kann ein fehlendes Rating negativ vom Markt beurteilt werden.“

Bild: Buse Heberer Fromm Rechtsanwälte



Rafael von Hepe, Buse Heberer Fromm Rechtsanwälte Steuerberater: „Eine Ausschüttungssperre kann verhindern, dass sich die Gesellschafter allzu großzügig selbst bedienen und damit die weitere Bedienung der Anleihe gefährden.“

Bild: FMS



Stefan Ernst, Consultant IBO bei FMS: „Für uns als Berater ist es wichtig, dass die Finanzierungsstrategie der Geschäftsstrategie folgt und nicht umgekehrt.“

Hepe. Zins- und Tilgungszahlungen lassen sich durch eine Liquiditätsreserve absichern. Bei stark personengeprägten Unternehmen kann zudem eine ‚Change of Control‘-Klausel oder ein Treuhänder-Modell vertrauensbildend wirken. Daneben sind Transparenz und Story wichtig. „Meistens ist die Story hinter der Anleihe der Hauptgrund für ein solches Investment, noch vor dem Zins und der Laufzeit“, weiß von Hülsen. „Die Wichtigkeit der Publizität unterstreicht die Tatsache, dass ein Großteil der Anleihen an der Börse notieren und damit Standards unterliegen, die durch die Einführung von Regularien noch erhöht wurden.“ Gerade mit dieser Aufgabe tun sich Mittelständler aber oftmals schwer. „Das Ziel muss sein, privaten und institutionellen Anlegern stets aktuelle Informationen zur Verfügung zu stellen“, rät Zippel. „Erhöhte

Transparenz und eine verständliche Story stärken das Vertrauen der Investoren.“ Beim Vertrieb stehen drei Wege zur Auswahl: der Verkauf durch eine Investmentbank, direkt über die Börse oder der Privatvertrieb durch die Emittentin selber. „Wie entschieden wird, ist einerseits abhängig davon, ob ein Private Placement oder die öffentliche Notierung an der Börse geplant ist“, so von Hülsen. Andererseits spielt die bisherige Kapitalmarkt-Erfahrung der Emittentin eine wichtige Rolle. „Ein Vorteil der Eigenemission ist, dass die Verantwortung nicht an eine Emissionsbank übertragen wird, sondern in der Hand des Emittenten bleibt und er diesen Prozess selber steuern kann“, weiß Zippel.

Autor

Thomas Müncher

Segmente für Mittelstandsanleihen in Deutschland

Segmente	bondm	Entry Standard für Unternehmensanleihen	der mittelstandsmarkt	Mittelstandsbörse Deutschland	m:access bonds	Prime Standard für Unternehmensanleihen
Börse	Börse Stuttgart	Börse Frankfurt/Main	Börse Düsseldorf	Börse Hamburg / Börse Hannover	Börse München	Börse Frankfurt/Main
Internet	www.boerse-stuttgart.de	www.boerse-frankfurt.de	www.dermittelstandsmarkt.de	www.boersenag.de	www.maccess.de	www.boerse-frankfurt.de
Eröffnung	Q2/2010	Q2/2011	Q4/2010	Q1/2011	Q4/2011	Q4/2012
Anzahl der Emissionen	27	44	16	2	3	9
Emissionsvolumen (in Mio. EUR)	1.800	2.212	510	75	60	3.125
Voraussetzungen						
Zielgruppe	Unternehmen des industriellen und industrienahen Mittelstandes	Junge, wachsende und mittelständische Unternehmen mit Finanzierungsbedarf	Kapitalmarktfähige Unternehmen, die Eigen- oder Fremdkapital aufnehmen wollen	Kapitalsuchende Unternehmen aus dem Mittelstand, die Eigen- oder Fremdkapital aufnehmen wollen	Mittelständische Unternehmen sämtlicher Branchen mit einer mindestens dreijährigen Unternehmenshistorie	Große mittelständische und internationale Unternehmen
Ausschluss von Branchen	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Prospektpflicht	Zwingend erforderlich, EU Passporting möglich	Zwingend erforderlich, EU Passporting möglich	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur bei Privatplatzierungen von bereits gelisteten Emittenten	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wertpapierprospektgesetz	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wertpapierprospektgesetz	Zwingend erforderlich, EU Passporting möglich
Rating	Ja, kein Mindestrating, Ausnahme: Wertpapiere notieren in einem regul. Markt bzw. Freiverkehr mit bestimmten Publizitätspflichten	Ja, kein Mindestrating, Ausnahme: Wertpapiere notieren in einem regul. Markt oder Umsatz in verg. 3 Jahren min. 300 Mio. EUR	Ja, kein Mindestrating	Optional	Ja (Emittenten- oder Anleiherating), kein Mindestrating	Ja, kein Mindestrating, Ausnahme: DAX/MDAX-Unternehmen oder Umsatz in verg. 3 Jahren min. 1 Mrd. EUR
Emissionsvolumen	Frei	Frei	Mindestens 10 Mio. EUR	Frei	Mindestens 15 Mio. EUR	Mindestens 100 Mio. EUR
Folgepflichten						
Jahresabschluss und Lagebericht	Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert innerhalb 6 Monate	Nur Kernaussagen des geprüften Jahresabschlusses	Testiert innerhalb 4 Monate
Quasi-Ad-hoc-Mitteilungen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Jährliches Folgerating	Ja	Ja	Ja	Nein	Ja	Ja
Veröffentlichung von Bilanzkennzahlen	Nein	Ja, Ausnahme: Wertpapiere notieren in einem EU-regulierten Markt oder Umsatz in verg. 3 Jahren min. 300 Mio. EUR	Nein	Nein	Nein	Ja, Ausnahme: DAX/MDAX-Unternehmen oder Umsatz in verg. 3 Jahren min. 1 Mrd. EUR
Jährliche Investorenkonferenz	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja

Quelle: Angaben der Börsen