

Restructuring & Finance

Ausgabe 2012

Perspektiven der Non-Investment Grade-Finanzierung
in der Schuldenkrise und vor Basel III



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

Platzierung von Corporate Bonds – Stolpersteine und Erfolgsfaktoren

Christopher Wanzel

Mitte 2010 hat die Börse Stuttgart der Öffentlichkeit ihr neues Marktsegment Bondm für Anleihen mittelständischer Unternehmen vorgestellt – und damit ein glückliches Händchen bewiesen. Längst haben andere Börsen nachgezogen, der Markt für Mittelstandsanleihen boomte. Auch kleinere, nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen nutzten mittlerweile die Möglichkeit, Fremdkapital direkt am Kapitalmarkt einzusammeln. Bonds als alternative Form der Unternehmensfinanzierung sind in Deutschland angekommen.

Paradigmenwechsel bei Mittelstandsfinanzierungen

Blicken wir weit zurück: Ursprünglich betrieben Warengroßhändler und Spediteure das Kredit- und Wechselgeschäft. Die ersten Banken entstanden im 13. Jahrhundert, als Florenz zu einer Handelsmacht aufstieg und dadurch das dortige Bankgeschäft zu florieren begann.

In der heutigen, modernen Volkswirtschaft haben die Kreditinstitute natürlich ungleich komplexere Aufgaben. So schaffen sie unter anderem einen laufzeitgerechten Ausgleich zwischen dem Angebot vieler relativ kleiner Spareinlagen und der Nachfrage nach großen Krediten. Das Risiko der Sparer wird breit gestreut, die Institute haften für die Einlagen.

Historisch bedingt gibt es in Deutschland eine im internationalen Vergleich ungewöhnliche Struktur des Bankwesens. Primär ist hierfür der hohe Marktanteil der öffentlich-rechtlichen Sparkassen und der genossenschaftlich organisierten Volksbanken verantwortlich. Diese Kreditinstitute müssen – im Gegensatz zu den Privatbanken – weniger auf das Erwirtschaften von Gewinnen achten, sondern sind vielmehr auf die Bedienung von Kundeninteressen ausgerichtet.

Die Folge dieser Struktur war, dass der Zugang für mittelständische Unternehmen zu Finanzierungsmitteln größtenteils über die Hausbank erfolgte – und auch heute noch erfolgt. Nur geschätzte 20 % der Unternehmen nutzten und nützen den Kapitalmarkt, indem sie dort Fremdkapital – sogenannte Unternehmensanleihen, genauer Inhaber-Teilschuldverschreibungen – emittieren. Zu teuer, zu kompliziert, so die vorherrschende Meinung. Aber das hat sich Mitte 2010 geändert, der Stuttgarter Börse sei Dank.

Natürlich hat auch der Finanzmarkt seinen Beitrag geleistet. Wahlweise hat die Euro-, Staats-, Schulden-, Banken- oder einfach nur die Finanzkrise mit ihren Folgen zu hohen Risikoaufschlägen für geliehenes Geld geführt. Dadurch ausgelöst ist der Strukturwandel bei den Kreditinstituten in vollem Gange. Die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für eine Kreditvergabe verschärfen sich weiter. Die Beschlüsse Basel I, II und in Zukunft Basel III zwingen die Banken zu einer immer höheren Eigenmittelunterlegung, Eigenkapital ist ein kostbareres Gut geworden.

Für Unternehmen wird es daher langsam, aber sicher teurer, Geld bei ihrer Hausbank zu leihen. Damit wird eine strategisch ausgerichtete Unternehmensfinanzierung immer wichtiger: Wachstum benötigt insbesondere unter volatilen Rahmenbedingungen langfristig stabiles Kapital. Und je breiter die Finanzierungsstruktur aufgestellt ist, desto weniger krisenanfällig ist sie. Bonität und Liquidität sind die entscheidenden Faktoren für die zukünftige Unternehmensentwicklung geworden.

Von der Benchmark- zur Mittelstandsanleihe

Für „DAX-Unternehmen“ ist es gang und gäbe über so genannte Benchmark-Anleihen (ab 500 Mio. €) Fremdmittel bei institutionellen Investoren unter Einschaltung einer oder mehrerer Investmentbanken, vorzugsweise verbunden mit einem Listing an der Luxemburger Börse einzusammeln. Mittelständler haben hier in der Regel keinen Zugang, Privatinvestoren naturgemäß auch nicht. Dann wurde im Mai 2010 Bondm an der Börse Stuttgart ins Leben gerufen: Der erste organisierte Markt für Anleihen mittelständischer Unternehmen. Zwei Transferkandidaten, die Dürr AG und die Windreich AG, ließen ihre Anleihen in diesem neuen Segment des Freiverkehrs zum Handel listen. Seitdem

sind 20 weitere Anleihen gefolgt. Bondm ist mittlerweile ein etabliertes Handelssegment für Unternehmensanleihen, welches insbesondere Emittenten aus dem Mittelstand offen steht.

Diese Emittenten verpflichten sich, ein über die übrigen Regelungen des Freiverkehrs hinausgehendes Mindestmaß an fortlaufender Transparenz und Publizität gegenüber Anlegern einzuhalten. Ziel ist, dem Anleger, sowohl dem institutionellen als auch dem privaten, wichtige Informationen über das Unternehmen zur Verfügung zu stellen.

Ein externer Kapitalmarktexperte, der Bondm-Coach, unterstützt die Emittenten bei der Einhaltung ihrer Pflichten – sofern diese selbst noch nicht an einem regulierten Markt börsennotiert sind. Zugelassen werden nur Emittentinnen, die unter anderem einen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebilligten Wertpapierprospekt haben und zudem ein externes Rating (ebenfalls nur notwendig, sofern die Emittentin selbst nicht am regulierten Markt börsennotiert ist) vorweisen können. Im Prospekt sind die testierten

Jahres- und die Halbjahresabschlüsse sowie ausführliche Risikohinweise neben generellen Informationen zum Unternehmen enthalten. Solange die Anleihe dann an der Börse gelistet ist, sind Folgepflichten einzuhalten. Unter anderem die zeitnahe Veröffentlichung der Jahres- und Halbjahresabschlüsse, gegebenenfalls ein jährliches Folgerating und die Veröffentlichung von auf die Anleihe bezogenen, so genannten Quasi-Ad-hoc-Mitteilungen.

Andere Börsenplätze haben die Chance schnell erkannt und ähnliche Segmente eröffnet, beispielsweise der Entry Standard in Frankfurt, der mittelstandsmarkt in Düsseldorf oder die Börse München mit m:access. Je nach Börsenplatz sind etwas andere als die oben beschriebenen Zulassungs- und Folgepflichten für die Notierung zu erfüllen. Jede Börse hat ein eigenes Regelwerk und eigene AGBs, die den jeweiligen Rahmen für die Emittentin definieren.

Die meisten Börsen unterstützen ihre Emittenten aktiv mit Öffentlichkeitsarbeit. Dies gibt den Unternehmen zusätzlich Visibilität, was bei der Platzierung der Anlei-



hen hilfreich sein kann – insbesondere wenn es sich um Unternehmen mit einem geringeren Bekanntheitsgrad handelt. Stand heute haben rund 60 mittelständische Unternehmen Anleihen mit Volumina größtenteils zwischen 25 Mio. und 150 Mio. Euro an den verschiedenen Börsen platziert. Insgesamt sind damit in relativ kurzer Zeit schon fast 3 Mrd. Euro von privaten und institutionellen Anlegern investiert worden, bei Emissionsrenditen von rund 7,25% im Mittel.

Und es geht weiter: Die Deutsche Börse in Frankfurt plant ab Anfang 2012 einen Prime Standard für Unternehmensanleihen. Das neue Segment richtet sich an größere börsen- und nicht-börsennotierte Unternehmen, die ein Emissionsvolumen von über 100 Mio. Euro platzieren wollen. Auch hier sollen private Investoren berücksichtigt werden: Jede Anleihe wird voraussichtlich eine feste Zuteilungsquote für private Investoren von mindestens zehn Prozent bekommen.

Die Emittenten müssen für die Aufnahme in dieses Segment noch höhere Transparenzanforderungen und erweiterte Folgepflichten erfüllen. Dazu gehören beispielsweise die Veröffentlichung von insgesamt 24 Unternehmenskennzahlen sowie die Durchführung einer jährlichen Analystenkonferenz für Kreditinvestoren.

Diese Professionalisierung führt zu einer höheren Transparenz, Transparenz sorgt für Vertrauen gegenüber dem Unternehmen und das Vertrauen der Investoren bringt dem Unternehmen Sicherheit bei der Platzierung.

Image ist (fast) alles

Zum Dank für die Öffnung gegenüber dem Kapitalmarkt winken dem Unternehmen neue, relativ zinsgünstige, bankenunabhängige Finanzierungsmittel. Das bedeutet, die Emittentin bekommt stabile Finanzmittel und es sind Volumina möglich, die eine einzelne Bank momentan schwer finanzieren könnte. In der öffentlichen Wahrnehmung etabliert sich die Emittentin insbesondere bei börsennotierten Anleihen außerdem als transparent und damit vertrauenswürdig – die Bekanntheit steigt, Markenname und Produkte können davon profitieren.

Ein weiterer Vorteil, der für Anleihen spricht: Meist werden keine Assets durch die Emission blockiert und die Mittel sind flexibler einsetzbar als bei einer Bankfinanzierung. Die Erfahrung zeigt, dass die Flexibilität da ihre Grenzen hat, wo die Mittelverwendung nicht für eine klare Wachstumsstrategie bestimmt ist.

Die meisten Mittelständler unterziehen sich im Rahmen ihrer Anleiheemission erstmals einem unabhängigen Unternehmensrating. Ein Rating ist ein längerer, komplexer Prozess, der insbesondere Aussagen über die Bonität eines Unternehmens trifft. In der Regel gilt, dass ein Unternehmen mit besserem Rating sich auch zu besseren Bedingungen Kapital verschaffen kann.

Manche Institutionelle Investoren wie beispielsweise Pensionskassen sind per Gesetz oder durch ihre eigenen Anlagegrundsätze verpflichtet, nur Anleihen von Emittenten zu kaufen, die ein bestimmtes Mindestrating haben. Aber das Ergebnis kann nicht nur für die Platzierung, sondern zusätzlich auch noch intern genutzt werden, um Risiken zu minimieren und Schwachstellen zu beseitigen. Damit ist es sowohl ein Instrument der Finanzkommunikation als auch Basis für strategische Entscheidungen.

Neben den formalen Zugangsvoraussetzungen wie dem gebilligten Wertpapierprospekt oder gegebenenfalls dem Rating ist insbesondere die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt wichtig.

Es gilt, kontinuierlich den Geschäftsverlauf und die Aussichten umfassend und objektiv zu berichten. Viele Mittelständler tun sich hier noch schwer: Berichtet wird eher selektiv und durch die von der Quasi-Ad-hoc-Pflicht vorgeschriebenen Tatsachen. Dabei kaufen Menschen generell Produkte von Unternehmen, denen sie vertrauen. Sie sind sogar bereit, für dieses Vertrauen einen höheren Preis zu bezahlen. Starke Marken oder Brands entstehen. Das Gleiche gilt für den Kapitalmarkt: Anleger kaufen die Anleihen von Emittenten, die sie kennen und denen sie vertrauen. Auch das spart der Emittentin Geld: Sowohl bei den Platzierungskosten als auch im Kupon selbst. Beispielsweise waren die Neuemissionen von Valensina oder Katjes innerhalb von wenigen Stunden ausplatziert.

Bonitätsstarke Unternehmen mit langer Historie, einem bekannten Namen oder Produkt, einer klaren Wachstumsstrategie und professioneller Kommunikation werden die nächsten Jahre den Markt für mittelständische Unternehmensanleihen prägen.

Dabei werden insbesondere die Eigenemissionen von börsennotierten Unternehmensanleihen immer interessanter. Der Prozess bleibt in der Verantwortung der Emittentin und wird nicht an eine Emissionsbank übertragen. Der Vorteil für einen in der Praxis nur geringfügig höheren Arbeitsaufwand ist, dass über die Ansprache einer breiteren Anlegerschicht die Platzierungssicherheit steigt. Auch gibt es bei Eigenemis-



Christopher Wanzel
Partner
FMS Aktiengesellschaft
Friedrichstraße 41
70174 Stuttgart

Telefon 0711 686 896 90
Telefax 0711 686 896 99
E-Mail wanzel@fms-ag.de
Internet www.fms-ag.de

sionen über die primäre Zeichnungsfrist an der Börse von in der Regel zehn Tagen hinaus die Möglichkeit, die Anleihe bis zu zwölf Monate nach Billigung durch die BaFin weiter zu platzieren – ebenfalls zu Gunsten der Platzierungssicherheit.

Wie geht es weiter?

Der Markt für mittelständische Unternehmensanleihen ist schnell gewachsen, wie auch die Umsätze im Sekundärmarkt zeigen. Dennoch steckt er immer noch in seinen Kinderschuhen, blicken wir auf die rund 275 Mrd. €, die gem. Bundesbank von großen Konzernen emittiert wurden.

Eine kleine Delle gibt es aber schon. Im Zuge der zweiten Bankenkrise und der damit verbundenen gestiegenen Risikoaufschläge stiegen auch die Emissionsrenditen. Bei schon börsennotierten Anleihen waren fallende Kurse die Folge. Dadurch gingen die Refi-

nanzierungskosten nach oben und es wurden nach der 2011er Sommerpause kaum noch neue Anleihen emittiert.

Ist damit ein Ende des Wachstums eingeleitet worden? Ein klares Nein: Die Finanzierungsaufgaben für den Mittelstand werden nicht kleiner, insbesondere vor der Umsetzung von Basel III. Im Gegenteil – der Finanzierungsbedarf wird eher noch zunehmen.

In der von der Börse Stuttgart in Auftrag gegebenen Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“ kommt man zu ähnlichen Ergebnissen: 92 % der Befragten sind der Meinung, dass innovative Finanzierungsinstrumente zukünftig im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen eine größere Rolle spielen werden und 69 % der Befragten stimmen der Aussage zu, dass sich diese stärker am Kapitalmarkt orientieren sollten und eine Unternehmensanleihe dazu ein geeigneter erster Schritt ist.

Sobald die Unternehmen also wieder stabilere Rahmenbedingungen sehen und ihre Auftragsbücher prall gefüllt sind, müssen sie investieren. Bonitätsstarke kapitalsuchende Unternehmen mit einer guten Wachstumsstory werden schon bald den Primärmarkt für IBOs neu beleben. Und die Investorensseite fragt danach.

Die Bedeutung einer innovativen, strategisch ausgerichteten Unternehmensfinanzierung steigt damit immer mehr und stellt einen immer größeren Wettbewerbsvorteil dar. Daher ist es wichtig und richtig: Der Markt für Anleihen mittelständischer Unternehmen hat sich etabliert und ist als bankenunabhängige Ergänzung im Finanzierungsmix nicht mehr wegzudenken.

Christopher Wanzel ist Partner der FMS AG und begleitet seit vielen Jahren komplexe Kapitalmarktprozesse. Er war zuvor unter anderem Geschäftsführer eines mittelständischen Beratungsunternehmens und als Leiter eines Family Office mit Schwerpunkt Renewable Energy tätig. Er studierte Betriebswirtschaft und Betriebspädagogik, ist ausgebildeter Business-Coach und Sachbuchautor.

Die FMS AG ist Gründungscoach an der Börse Stuttgart und spezialisiert auf klassische und alternative Finanzierungslösungen für den Mittelstand. Der Stammsitz befindet sich in München, im Februar hat das Stuttgarter Büro unter Leitung von Herrn Wanzel eröffnet.

WIR GESTALTEN ERFOLGE



Dr. Wieselhuber & Partner (W&P) ist eine unabhängige, branchenübergreifende Top-Management-Beratung für Familienunternehmen sowie öffentliche Institutionen. Im Fokus der Beratungsleistung stehen die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie und Innovation, Führung und Organisation, Marketing und Vertrieb, Produktentstehung und Supply Chain, sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Restrukturierung und Finance. Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

Als unabhängige Top-Management-Beratung vertreten wir einzig und allein die Interessen unserer Auftraggeber zum Nutzen des Unternehmens und seiner Stakeholder. Wir wollen nicht überreden, sondern geprägt von Branchenkenntnissen, Methoden-Know-how und langjähriger Praxiserfahrung überzeugen. Und dies jederzeit objektiv und eigenständig.

Unser Anspruch ist es, Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.

STRATEGIE & INNOVATION

ORGANISATION & FÜHRUNG

MARKETING & VERTRIEB

PRODUKTENTSTEHUNG

SUPPLY CHAIN MANAGEMENT

RESTRUCTURING & FINANCE



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

info@wieselhuber.de

www.wieselhuber.de