

Der Erfolg einer Mittelstandsanleihe hängt von einer ganzen Reihe von korrespondierenden Faktoren ab. Welche Ziele verfolgt das Unternehmen mit der Anleihe? Einen wie starken Namen hat sich das Unternehmen in der Öffentlichkeit verschafft? Wie viel Kapital soll eingesammelt werden? Wie viel Zinsen ist das Unternehmen bereit zu zahlen? Wie wird die Wahrscheinlichkeit, dass es insolvent geht und die Anleihe nicht zurückzahlen kann, von unabhängigen Instituten eingeschätzt? Neben diesen mehr oder weniger vom Unternehmen selbst verantworteten Kriterien spielt allerdings das richtige Timing einer Anleihe eine mindestens so wichtige Rolle wie etwa die Auswahl der richtigen Partner (Emissionsbegleiter, Kommunikationsagentur, Börsenplatz). Es hat sich gezeigt, dass die Fenster für Mittelstandsanleihen auf dem Kapitalmarkt nur jeweils kurze Zeit offen stehen und genutzt werden müssen. Das führt zu einer teilweise intensiven Konkurrenzsituation, in der Auswahlkriterien wie etwa der Kupon letzten Endes kriegsentscheidend werden können.

2.1 Entwicklung einer Bond-Story

Ein wichtiges Kriterium für den Erfolg einer Mittelstandsanleihe ist die Entwicklung einer attraktiven Bond-Story, vergleichbar mit der Equity-Story im Rahmen eines Börsengangs. Eine wesentliche Rolle neben Branchenzugehörigkeit, Positionierung im Wettbewerb und den aktuellen Unternehmens- und Bilanzkennzahlen spielt dabei die beabsichtigte Mittelverwendung. Diese Bond-Story ist schließlich am Markt zu verkaufen. Institutionelle und private Anleger müssen davon überzeugt werden, in ein ganz bestimmtes Unternehmen und seine Zukunft zu investieren. Sicherlich haben bekannte Markenunternehmen hier einen Vorteil, andere müssen erst für Aufmerksamkeit sorgen.

Kommunikativ für den Kapitalmarkt am besten vermittelbar sind zweifellos Finanzierungsziele wie Wachstumsfinanzierung, die Entwicklung neuer Geschäftsfelder, die Übernahme von Konkurrenten oder Zulieferern zur Erweiterung der Wertschöpfungskette oder die Expansion ins Ausland. Aber auch eine – zumindest mit Teilen der Anleihen – verfolgte Verbesserung der Liquiditätskennziffern und eine Ausweitung des Fälligkeitsprofils kann ein wichtiger und gerade von institutionellen Investoren nachvollziehbarer Grund sein. Denn während für Investoren bei Börsengängen die Wachstumsstory des Unternehmens große Bedeutung einnimmt, weil sie von den steigenden Kursen einer künftigen positiven Entwicklung profitieren wollen, suchen Anleihe-Investoren Solidität, damit die künftigen Zinszahlungen auch geleistet werden können.

2.2 Marke

Für die Emission einer Anleihe spielt der Bekanntheitsgrad eines Unternehmens eine wichtige Rolle. Bei institutionellen Investoren sind hier Unternehmen, die bereits auf dem Kapitalmarkt präsent sind, zweifellos im Vorteil. Bei Privatanlegern steht der Bekanntheitsgrad allem Augenschein nach an zentraler Stelle, oftmals noch vor dem Kupon und etwa der Ratingnote. Zu den erfolgreichsten Mittelstandsanleihen zählten so vor allem Marken mit Consumer-Produkten wie etwa Valensina (April 2011, 7,38 % Kupon, 50 Mio. €, nach zweieinhalb Stunden bereits fünffach überzeichnet), aber auch Seidensticker, Schneekoppe, Underberg oder Katjes und Bastei Lübbe. Sowohl was die Platzierung als auch die Performance im Handel betrifft, sind in der breiten Masse gut bekannte Unternehmen – sogenannte household names – erfolgreicher als andere Firmen¹.

Dass das aber nicht zwangsweise so sein muss, beweisen sehr erfolgreiche Anleiheemissionen wie etwa Golden Gate (Immobilien), die zeitgleich mit Valensina im April 2011 bei einem Volumen von 30 Mio. € und mit einem Kupon von „nur“ 6,50 % trotzdem überzeichnet war. Allerdings konnte Golden Gate als einer der wenigen Emittenten auch auf ein Anleihenrating durch Creditreform zurückgreifen, das die Anleihe mit BBB sogar besser bewertete als das Unternehmen (BB). Der Grund für diese hohe Bewertung der Anleihe lag in der Tatsache, dass sie durch

¹ Vgl. Fuerpass jr, H.: Der österreichische Corporate Bond-Markt, in: Bond Yearbook 2011/12, Wolfratshausen 2011, S. 73, der sich dabei ausdrücklich auf Deutschland und Österreich bezog.

eine Immobilie besichert war – was gerade bei den institutionell geprägten Anlegern auf Interesse gestoßen sein dürfte. Gleichzeitig hatte Golden Gate auf jegliche Marketingmaßnahmen rund um die Anleihe verzichtet. Auch der einer breiten Öffentlichkeit eher unbekannte Metall-Recycler Scholz konnte seine Anleihe in Höhe von 150 Mio. € bereits am ersten Tag der Zeichnung voll platzieren, hier war allerdings ein Zins von 8,50 % versprochen. Die schwierige Situation des Unternehmens rechtfertigte im Nachhinein allerdings diesen hohen Kupon.

2.3 Emissionsvolumen

Die Bestimmung des Emissionsvolumens ist von einer ganzen Reihe von Kriterien abhängig. Zum einen spielt selbstverständlich der Finanzierungsbedarf eine wesentliche Rolle, allerdings gibt es im Unterschied zum Bankkredit, der sich möglichst exakt am tatsächlichen Investitionsbedarf orientiert, hier noch weitere Faktoren, die berücksichtigt werden müssen. So bauen vorsichtige Emittenten im Anleihevolumen einen „Sicherheitspuffer“ ein. Sollte das in den Anleihebedingungen vorgesehene maximale Anleihevolumen („bis zu“) nicht erzielt werden, so muss der Finanzierungszweck dennoch erreicht werden können. Das heißt auch, dass nicht jedes Unternehmen tatsächlich auf den Zufluss des gesamten Nominalvolumens angewiesen ist, ein Umstand, der auch für die sogenannte „Nachplatzierung“ von Bedeutung ist.

Viele Börsen verlangen für ihre Anleihesegmente ein gewisses Mindestvolumen einer Emission. Die Bandbreite beträgt dabei 10 bis 25 Mio. € beziehungsweise 100 Mio. € bei Berücksichtigung des Prime Standards der Börse Frankfurt. Hintergrund ist neben einer schlichten Kosten-Nutzen-Rechnung die spätere Handelbarkeit der Anleihe. Bei allzu geringen Emissionsvolumina kann die Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels problematisch werden. Die schlichte Faustregel lautet also, je höher das Emissionsvolumen, desto höher die After-Market-Liquidität².

Gerade die größeren Investoren benötigen eine rege Handelstätigkeit, um sich jederzeit von Investments trennen, aber auch um eine laufende und aktuelle Bewertung vornehmen zu können und um Klumpenrisiken zu vermeiden. Allerdings scheint hier Bewegung in den Markt gekommen zu sein und es gibt die Beobachtung aus der Praxis, dass das Verhältnis von Emissionsvolumen zu Handelbarkeit

² Vgl. Meinerzag, R.: Wer zeichnet Mittelstandsanleihen? In: Bond Yearbook 2011/12, Wolfratshausen 2011, S. 35.

keinesfalls so eng ist wie angenommen³. Institutionelle Investoren entscheiden sich, „bei solide strukturierten Mittelstandsanleihen mit attraktiven Konditionen und Zinskupons auch gerne für eine Hold-to-Maturity-Strategie und legen deshalb keinen Wert auf einen regen Sekundärmarkt“⁴.

So wurden inzwischen verstärkt auch kleinere Emissionen mit gewissem Erfolg begeben. Auch das Feld der institutionellen Investoren ist breit aufgefächert und hier gibt es durchaus kleinere Family Offices oder Stiftungen, für die auch Emissionen mit einem geringeren Volumen eine interessante Alternative darstellen können, ihre Rendite aufzubessern. Meist halten diese, ähnlich wie Privatanleger, das Investment bis zum Fälligkeitsende. Das könnte zur Folge haben, dass es in Zukunft verstärkt auch zu Emissionen unterhalb der „magischen“ 25 Millionen-Schwelle kommt. Bisher mussten Unternehmen auch bei geringerem Kapitalbedarf entweder ihre Emission in verschiedene Tranchen unterteilen oder bewusst mehr Kapital aufnehmen, als sie gemäß Mittelverwendungsplan eigentlich benötigten.

Ein dritter Aspekt bei der Bestimmung des Emissionsvolumens sind die Fundamentaldaten des Unternehmens: Wie verändert sich das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital, wie hoch ist das begebene Emissionsvolumen in Relation zur Bilanzsumme, welchen Anteil an den Umsatzerlösen bzw. am EBIT haben künftige Zinszahlungen etc. Da im Gegensatz zum Bankkredit all diese Relationen der Öffentlichkeit – Investoren, Analysten und Journalisten – bekannt gegeben werden, kann dies durchaus auch zu einem kritischen Echo führen und sich kontraproduktiv auf das erzielte Emissionsvolumen auswirken.

2.4 Kupon

Beim Kupon muss das Unternehmen den Spagat zwischen dem, was es zu zahlen bereit ist und was der Markt erwartet, finden. Die Markteinschätzung wechselt jedoch und was noch vor drei Monaten als ausreichend empfunden wurde, kann schnell zu wenig werden. Hier muss genau beobachtet werden, was der Markt verlangt und wie sich die „Konkurrenz“ verhält. Die Kupons liegen (ohne Berücksichtigung des Prime Standards für Anleihen) überwiegend zwischen 6,5 und 8,5 %, die Range

³ Der handelsaktivste Fonds an der Frankfurter Börse, so eine Auswertung aus dem Jahr 2011, war die mit nur einem Volumen von 15 Mio. € ausgewiesene Anleihe der SeniVita Sozial GmbH, so Meinerzag, R., Yearbook, a. a. O., S. 35.

⁴ Meinerzag, R.: Liquider als gedacht?, in: GoingPublic Special „Anleihen 2012“, S. 48.

reicht allerdings von 5,00 % (PCC III – mit einer Laufzeit von allerdings nur einem Jahr, aber mit 5,875 % liegt auch die HELMA Eigenheimbau mit ihrer bereits zweiten Anleihe im September 2013 auf sehr niedrigem Niveau) und 11,5 % (Air Berlin, allerdings bereits die dritte Anleihe der Fluglinie). Die laut Anleihen-Finder im Oktober 2013 insgesamt 191 Anleihen wiesen einen Durchschnitts-Kupon von 6,83 % auf.⁵

Die Erwartung an die Höhe der Kapitalverzinsung ist selbstverständlich ursächlich mit dem eingegangenen Risiko verbunden. Dieses zu analysieren hilft ein Rating, doch trotzdem besteht kein eindeutiger Zusammenhang zwischen den Ratingergebnissen und der Höhe des Zinssatzes. Aufgrund des hohen Anteils an Privatanlegern bei Mittelstandsanleihen spielen hier vor allem die Bekanntheit, die Marke und die bisherigen Erfahrungen mit dem Produkt/den Produkten des Emittenten eine herausragende Rolle für die Investitionsentscheidung.

Bei der Wahl des Kupons sollte sich der Emittent von seinem Emissionsbegleiter – an der Börse München beispielsweise zwingend über die gesamte Laufzeit der Anleihe vorgeschrieben – als Experten auf dem Kapitalmarkt beraten lassen. Hinweise bieten etwa die Renditeentwicklung von Mittelstandsanleihen (ablesbar beispielsweise beim bondm-Index der Börse Stuttgart) sowie vergleichbaren Corporate Bonds mit Non-Investmentgrade. Je höher hier die Renditen steigen, desto höher sind die Erwartungen des Kapitalmarktes an Neuemissionen.

2.5 Rating

Die Anforderungen an das Rating waren pro Börsenplatz sehr unterschiedlich. Sie reichten vom vollständigen Verzicht auf ein Rating (Hamburg-Hannover), zur Forderung nach einem Rating, egal welcher Ausprägung (Stuttgart und Frankfurt) bis hin zu einem Mindestrating, das im Segment m:access der Börse München mit BB + am strengsten gehandhabt wurde, während Düsseldorf BB einforderte. Sowohl München als auch Düsseldorf verzichteten inzwischen auf ein bestimmtes Mindestrating. Da im Prozess der Anleihebegebung das exakte Ratingergebnis gewöhnlich lange nach der Wahl des Börsenplatzes erfolgte, führten die Mindestratings der beiden Börsen zu einem Ausschluss im Vorhinein von Unternehmen, deren Rating vielleicht sogar noch ausreichend gewesen wäre. Da – siehe unten

⁵ Da es keine eindeutige Definition von „Mittelstandsanleihen“ gibt, weist der Anleihen-Finder 191 Anleihen, der Bond-Guide beispielsweise „nur“ 137 Anleihen auf, das Bond-Magazine als dritte auf Anleihen spezialisierte Publikation 101.

–auch ein eher vager Zusammenhang zwischen der tatsächlich verhängten Ratingnote und der späteren Insolvenz besteht und manchmal auch Folgeratings wesentlich schlechter ausfielen als das Erstrating, war der Schritt auf einen Verzicht des Mindestratings nur logisch. Am häufigsten wird derzeit ein Rating außerhalb des Investment Grades vergeben. Häufigster Rating-Geber ist die Creditreform. Allerdings wird ganz überwiegend ausschließlich das Unternehmen, und nicht die Anleihe im Einzelfall bewertet.

Unter den Ratingagenturen dominieren die auf den deutschen Mittelstand fokussierten Agenturen Creditreform und Euler Hermes, während die Agentur Scope nicht in Auftrag gegebene eigene Einschätzungen veröffentlichte, um sich für den Markt anzubieten. Die „großen Drei“ S&P, Moody's und Fitch spielen aus verschiedenen Gründen im Bereich der Mittelstandsanleihen keine allzu große Rolle, auch wenn es immer wieder Überlegungen gibt, doch noch in dieses Marktsegment vorzustoßen. Jüngst signalisierte die Agentur Feri, sich auch im Markt der Mittelstandsanleihen beteiligen zu wollen. Es wird allerdings davon ausgegangen, dass die kleineren deutschen Agenturen im Schnitt ein besseres Rating erteilen als die großen angelsächsischen Pendanten – allerdings gibt es bisher noch kein „Doppelrating“ einer großen und einer kleinen Agentur zum direkten Vergleich. Welchen Stellenwert das Ratingergebnis hingegen bei den Privatanlegern einnimmt, ist nur schwer zu beurteilen. Wie sich die großen Investoren langfristig verhalten und ob sie Vertrauen zu den kleineren Ratingagenturen aufbauen, bleibt abzuwarten.

Es gibt keine 100 %ige Korrelation zwischen Ratingergebnis und Kupon, weil dieser von einer Reihe anderer interner und externer Faktoren abhängt. So kommt es immer wieder dazu, dass zwei gleichzeitig laufende Anleihen mit dem gleichen Rating unterschiedliche Zinssätze aufweisen. Die Spreizung liegt dabei oftmals bei mehr als drei Prozentpunkten – ein bei gleichem Rating doch erstaunlich hoher und bei anderen Anlageprodukten nicht auftretender Unterschied.

Die Bedeutung des Ratings für das Unternehmen selbst ist jedoch gar nicht hoch genug zu veranschlagen, bietet es doch auch für das eigene Management aussagekräftige Informationen von dritter Hand und kann etwaige interne Risikofaktoren identifizieren. Selbstverständlich bildet die Rating-Note einen wichtigen Bestandteil in der Unternehmenskommunikation gegenüber Kunden, Lieferanten und potenziellen Geldgebern. Nicht zuletzt kann das Rating auch eine Basis für attraktivere Kreditkonditionen mit Banken darstellen⁶.

⁶ Vgl. Munsch, M.: Aufgabe und Wirkung von Ratings mittelständischer Unternehmen und ihrer Anleihen, in: Bösl, K. Hasler, P.T. (Hrsg.): Mittelstandsanleihen. Ein Leitfaden für die Praxis, Wiesbaden 2012, S. 79f.

2.6 Covenants

In der Regel wenig Beachtung findet das in den Anleihebedingungen enthaltene „Kleingedruckte“. Gerade Privatanleger wenden sich dem eigentlichen Wertpapierprospekt nur selten ausführlich zu und konzentrieren sich meist auf ein beigegegebenes „Factsheet“. Tatsächlich verfügten die meisten Mittelstandsanleihen zu Beginn im Gegensatz zu klassischen High Yield Anleihen kaum über Schutzklauseln (Covenants) für die Investoren, allerdings scheint hier langsam ein Umdenken der Unternehmen – sicherlich nicht zuletzt durch die begleitenden Emissionsberater angestoßen – einzutreten.

Die wichtigste Covenant-Regelung ist eine Kontrollwechselklausel (Change of Control), die dann eintritt, wenn sich die Besitzverhältnisse des Unternehmens grundlegend ändern. Das tritt ein, wenn ein Dritter plötzlich beherrschenden Einfluss auf das Geschehen erhält. Bei einer Kontrollwechselklausel wird dem Gläubiger in diesem Fall ein Kündigungsrecht eingeräumt, er erhält die Anleihe zurückbezahlt (Fälligstellung).

Eine weitere übliche Klausel ist die Negativerklärung, die besagt, dass der Kreditnehmer künftig keinen Gläubigern Kreditsicherheiten gewährt, die er nicht oder mit gleichwertigem Ersatz auch den Gläubigern der Anleihe gibt.

Die Drittverzugsklausel besagt, dass der Anleihegläubiger kündigen darf, wenn der Emittent Dritten gegenüber in Verzug geraten ist. Denn dann ist davon auszugehen, dass er auch die Anleihe nicht bedienen kann. Ob er dann allerdings in der Lage sein wird, die Anleihe vorzeitig zurückzuzahlen, steht auf einem anderen Blatt.

Die europäischen Staatsmänner machen es vor: Die Vereinbarung einer Verschuldungsgrenze auch bei Anleiheemittenten ist möglich. So soll eine mögliche Überschuldung verhindert werden. Des Weiteren kann zum Beispiel eine Verkaufsgrenze für Assets eingebaut werden, damit der Emittent nicht sein Tafelsilber verscherbelt.

Nachdem in der Anfangseuphorie der Mittelstandsanleihen kaum Covenants ausgewiesen wurden, können diese inzwischen auch gezielt als ein Teil der Platzierungsstrategie eingesetzt werden. Denn viele Mittelstandsanleihen sind, was ihr Rating und den Kupon betrifft, noch am ehesten mit High-Yield-Bonds zu vergleichen, bei deren Ausgestaltung Covenants Standard sind.⁷ Für institutionelle Investoren stellt ein stringentes Covenants-Korsett sogar eine Voraussetzung dafür dar, dass der betreffende Emittent einer Fundamentalanalyse unterzogen wird und

⁷ Vgl. Kuthe, T und Zipperle, M.: Investorenschutz und Convenants, in: Bond Yearbook 2011/12, Wolfratshausen 2011, S. 82f.

damit überhaupt die Chance auf Fremdmittel erhält.⁸ Es ist aber davon auszugehen, dass der Anteil institutioneller Investoren, die auf der Suche nach renditeträchtigen Anlagemöglichkeiten sind, eher zu als abnehmen wird. Für diese bilden die entsprechenden Covenants ein bedeutendes Auswahlkriterium und werden so immer mehr mitentscheidend für eine erfolgreiche Platzierung.

⁸ Vgl. Walchshofer, M.: Die Bedeutung von Convenants von Mittelstandsanleihen aus Sicht institutioneller Investoren, in: Bösl, K. Hasler, P.T. (Hrsg.): Mittelstandsanleihen. Ein Leitfaden für die Praxis, Wiesbaden 2012, S. 57.

Mittelstandsanleihen – ein Erfolgsmodell für alle
Parteien

Feiler, M.; Kirstein, U.

2014, VII, 33 S. 4 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-04525-8