

Home Run

Die potenzielle Zielgruppe für den Prime Standard für Unternehmensanleihen

Von Uwe Nespethal, Partner, und Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Gründer und Gesellschafter, Blättchen Financial Advisory GmbH

Da die Deutsche Börse das Segment Prime Standard für Unternehmensanleihen im Frühjahr 2012 starten möchte, stellt sich die Frage nach der Zielgruppe. Laut DBAG soll das Segment Emittenten ansprechen, die sich an den Gepflogenheiten institutioneller Emissionen orientieren und sich in Bezug auf Unternehmensgröße und Anleihevolumen deutlich von den Emittenten der Mittelstandsegmente abheben. Die institutionelle Bondplatzierung erfolgt im Gegensatz zur Mittelstandsanleihe grundsätzlich über eine Fremdemission, d.h. für die Emission wird ein Underwriter bzw. Underwriterkonsortium beauftragt. Doch wie sieht eine typische institutionelle Anleihe in der bisherigen Praxis aus?

Im Jahr 2010 emittierten deutsche „Non-Financials“-Emittenten 87 institutionelle Anleihen mit einem Volumen von rd. 35 Mrd. EUR. Dieses Volumen konnte im Jahr 2011 nochmals auf rd. 39 Mrd. EUR mit insgesamt 165 Emissionen gesteigert werden. Den bisherigen Emissionsrekord gab es jedoch im Jahr 2009 mit insgesamt 105 Mrd. EUR (173 Anleihen), der in erster Linie der Finanzkrise und der daraus gefürchteten Kreditklemme seitens der Banken geschuldet war. Im europäischen Maßstab nehmen deutsche Emittenten einen Anteil von knapp 20% im institutionellen Bondmarkt ein. Der spezielle Markt der High-Yield-Bonds konnte 2011 ein Volumen von 7,6 Mrd. EUR einnehmen, was einer Quote von 19% des deutschen Gesamt-



Uwe Nespethal

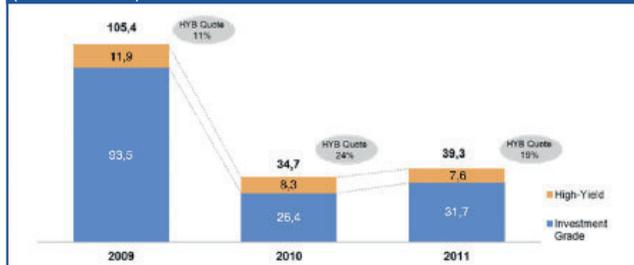
Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

marktes entspricht, nach 24% bzw. bei 8,6 Mrd. EUR im Vorjahr (Abb. 1). Darunter finden sich zehn Emissionen von fünf Emittenten (ATU, Grohe, Kabel BW, Kion, Evonik Carbon Black) mit einem Volumen von 4,3 Mrd. EUR, in denen Private Equity oder im Fall Kabel BW ein strategischer Käufer das Instrument der Hochzinsanleihe für ihre Akquisitionsrefinanzierung nutzten.

Dauer- und Gelegenheitsemitenten

Grundsätzlich lassen sich die Emittenten in „Dauer-“ und „Gelegenheitsemitenten“ unterscheiden. Die Daueremittenten, die im Rahmen eines Emissionsprogramms quasi monatlich neue Anleihen emittieren, zählen anzahl- und volumenmäßig zur größten Gruppe. Von den 252 Bondemissionen der Jahre 2010 und 2011 stammen

Abb. 1: INSTITUTIONELLE CORPORATE-BOND-EMISSIONEN DEUTSCHER EMITTENTEN (NON-FINANCIALS) IN MRD. EUR



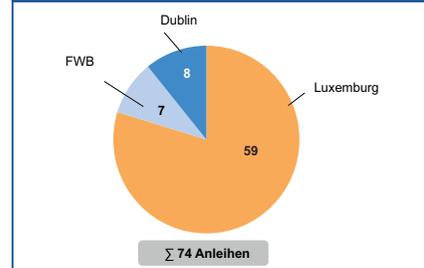
Quelle: Thomson Financial, eigene Recherche

178 Anleihen oder 43,3 Mrd. EUR von ihnen. Darunter sind vor allem die großen Automobilhersteller oder Energieversorger zu finden, die einen streng getakteten Emissionskalender haben und daher einen sehr hohen Standardisierungsgrad für ihren Platzierungsprozess aufweisen. Die Gruppe der „Gelegenheitsemitenten“ nutzt den Zugang zum Kapitalmarkt, wenn sich ein günstiges Zeitfenster zur Refinanzierung bietet oder ein bestimmter Anlass, wie z.B. eine Übernahmefinanzierung, eine Anleiheemission notwendig macht. Da diese Emittenten ein inhaltlich und zeitlich flexibel gestaltbares Emissionskonzept besitzen, kommen vor allem sie als potenzielle Zielgruppe für den Prime Standard in Frage. Von den 252 Bondemissionen der letzten beiden Jahre wären es 74 Anleiheemissionen bzw. 46 Emittenten mit einem gesamten Emissionsvolumen von 30,7 Mrd. EUR. Durchschnittlich emittierten sie 415 Mio. EUR (Median 400 Mio. EUR) pro Anleihe. Fast die Hälfte der Emissionen waren High Yields (Abb. 2).

Die Welt zu Gast in Luxemburg

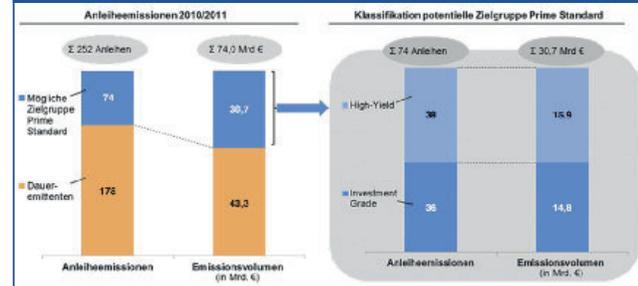
Obwohl Deutschland der Heimatmarkt ist, sind 90% der 74 Emissionen an einer Auslandsbörse wie Luxemburg oder Dublin zugelassen bzw. gelistet worden. An erster Stelle steht die Luxemburger Börse, die 59 Emissionen an sich ziehen konnte. Luxemburg ist als Listingbörse bei den institutionellen Anleihenplatzierungen aufgrund gewohnter „Best Practice“ der Emissionsbanken die erste Wahl. Die Frankfurter Börse spielte bisher nur eine untergeordnete Rolle (Abb. 3). Obwohl die Erstplatzierung nahezu vollständig an institutionelle Investoren geht, wurde die Mehrheit der emittierten Anleihen in einer für Privatanleger freund-

Abb. 2: BISHERIGE LISTINGBÖRSEN POTENZIELLER PRIME-STANDARD-EMISSIONEN*



* 74 institutionelle Emissionen (Non-financials) ohne Daueremittenten 2010/2011
Quelle: Thomson Financial, eigene Recherche

Abb. 3: KLASSIFIKATION POTENZIELLE ZIELGRUPPE FÜR DEN PRIME STANDARD*



* institutionelle Emissionen (Non-financials) ohne Daueremittenten 2010/2011
Quelle: Thomson Financial, eigene Recherche

chen Stückelung von 1.000 EUR ausgestattet. Da an der Luxemburger Börse aufgrund fehlender Händlerstrukturen kein liquider Sekundärmarkt existiert, findet der spätere öffentliche Börsenhandel im Wesentlichen an den deutschen Regionalbörsen statt. Dies ist aber der kleinste Teil, da rund 90% des Sekundärmarktes über den nicht öffentlichen OTC-Handel laufen. Für die Wahl des Marktsegmentes (EU-reguliert vs. Freiverkehr) lässt sich in unserer Analyse erkennen, dass vor allem für High-Yield-Emissionen als Zulassungssegment der Freiverkehr bzw. ein zum Freiverkehr gehöriges Segment (MTF, GEM¹) gewählt wird. Investmentgrade-Anleihen finden hauptsächlich den Zugang innerhalb eines der EU-regulierten Marktsegmente mit den entsprechend strengeren Zulassungs- und Folgepflichten.

Fazit

Die institutionelle Anleihe unterscheidet sich von der Mittelstandsanleihe vor allem durch die Platzierungsform, die Zielinvestoren, das Volumen und die Dokumentation. Die Börse Luxemburg hat sich als „Listingbörse“ für institutionelle Anleihen als Marktführer etabliert. Die Deutsche Börse hat mit dem Prime Standard für Unternehmensanleihen dennoch die Chance, sich durch einen transparenten, öffentlichen Handel sowie durch die Einbindung von Privatanlegern im Primär- und Sekundärmarkt von der Luxemburger Börse erfolgreich abzugrenzen. In der bisherigen Luxemburger Emissionspraxis ist ein öffentlicher und liquider Börsenhandel nicht vorgesehen. Der für den Prime Standard geforderte Mindest-Freefloat von 10%, der durch dem Unternehmen nahestehende Interessenten (Stakeholder, Mitarbeiter) geschaffen werden kann, bildet die Basis für einen liquiden Sekundärmarkt. In der institutionellen Anleihewelt existieren die standardisierten und vergleichsweise strengen Anforderungen an die Dokumentation und das Rating. Durch das geltende neue Schuldverschreibungsgesetz findet zudem das deutsche Recht immer mehr Einzug in die Anleihebedingungen, die bisher stark nach angelsächsischem Recht ausgestaltet waren. Von diesen Standards können auch Privatanleger profitieren.

¹) GEM: Global Exchange Market der Dubliner Börse, MTF: Euro MTF Markt der Luxemburger Börse