

kann die gemeinsame Entwicklung einer Familienverfassung den Weg zu einem solchen individuell und sachgerecht gestalteten Gesellschaftsvertrag erleichtern. Der Nutzen gut formulierter Familienverfassungen liegt dann auch vor allem darin, dass Verhaltensbereiche für ein gedeihliches Zusammenwirken geregelt werden und dass sie Verfahrensregeln dafür etablieren, wie mit familieninternen Konflikten umzugehen ist.

V. Zusammenfassung und Fazit

Die vorstehenden Ausführungen sollten dazu dienen, Hintergrund, Einsatzmöglichkeiten und Nutzen von

Familienverfassungen ebenso deutlich zu machen wie deren Stellung im Regelungsgefüge von Familie und Unternehmen und die hieraus resultierenden Beschränkungen.

Richtig verstanden sind Familienverfassungen ein durchaus hilfreiches Instrument zur Stärkung des Zusammenhalts der Familie, zur Vermeidung von Streitpotenzial zwischen den Familienmitgliedern und zur Herbeiführung einer stärkeren Bindung der Familie an das Unternehmen. Ein Großteil dieser positiven Wirkungen resultiert hierbei bereits aus dem Umstand, dass die Familie die Frage nach ihrer Haltung und Einstellung in Bezug auf das Unternehmen überhaupt gemeinsam thematisiert und

sich hiermit in einem strukturierten Prozess auseinandersetzt.

Generell zeigt die Erfahrung, dass der wertschöpfende Beitrag solcher gemeinsamer Festlegungen umso höher ist, je mehr sich die Verfassung auf die Klärung fundamentaler Fragen für das Verhältnis der Familie untereinander und in Bezug auf das Unternehmen beschränkt und die in diesem Zusammenhang maßgeblichen Verfahrensregeln und Streitvermeidungsmechanismen vorgibt. Die konkrete Regelung spezifischer Fragestellungen sollte hingegen dem Gesellschaftsvertrag vorbehalten bleiben. Ein Ersatz für „maßgeschneiderte“ Gesellschaftsverträge ist die Familienverfassung in keinem Fall.

Aktuelle Probleme und Lösungsansätze bei der Finanzierung von Familienunternehmen

Mittelstandsanleihe: Ein alternatives Finanzierungsinstrument



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter und Uwe Nespethal ist Partner der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH in Leonberg

Seit einem Jahr sind Mittelstandsanleihen in Eigenemission kapitalmarkttauglich. Damit steht dem Familienunternehmen ein neuer Finanzierungsbaustein zur Verfügung.

I. Die Rahmenbedingungen haben sich verändert

Die Kapitalmarktfinanzierung spielte im deutschen Mittelstand über Jahrzehnte eine geringe Rolle. Rund 80 % des Finanzierungsbedarfes werden traditionell über die klassische Hausbankenbeziehung abgedeckt. Dabei steht die Fremdfinanzierung mittels Kreditvergabe im Vordergrund. Nur wenige Unternehmen nutzen aktiv den Kapitalmarkt, um ihre langfristige Finanzierung auf mehrere Säulen zu

stellen.¹ Für die Mittelaufnahme zur Stärkung der Eigenkapitalbasis ist der Börsengang eine Option: Der Emittent bietet einem anonymen Aktionärskreis neue Aktien in Form einer Kapitalerhöhung an. Diese Option unterliegt jedoch zyklischen Schwankungen. In einem guten Börsenumfeld wie in den Jahren 2006 und 2007 gelang 76 bzw. 46 Unternehmen der Sprung an die Börse. Diese konnten

Mittel von bis zu 2,8 bzw. 3,2 Mrd. € aufnehmen.² In den Jahren 2008 bis 2009 war die Aufnahmebereitschaft der Eigenkapitalmärkte bei nahezu null³. Bis zur Gründung der Mittelstandssegmente im Jahr 2010 war der Kapitalmarktzugang mit Fremdkapital

¹ Vgl. Blättchen/Nespethal, 2010: „Anleihenemission mittelständischer Unternehmen“ in: Corporate Finance biz 8/2010, S.496.

² Nur Kapitalerhöhung. Insgesamt lag das effektive Emissionsvolumen inkl. Umplazierungsanteil in 2006 bei 7,5 Mrd. € und in 2007 bei 7,8 Mrd. €; Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

³ In 2008 fanden drei IPOs bei einem Emissionsvolumen von 0,4 Mrd. € und im Jahr 2009 fanden 4 IPOs mit einem Volumen von 0,1 Mrd. € statt; Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

INHALT

- I. Die Rahmenbedingungen haben sich verändert
- II. Die „Mittelstandsanleihe“ gewinnt an Bedeutung
- III. Charakteristika der Mittelstandsanleihe
 1. Anlegerzielgruppe
 2. Emissionskonzepte
 3. Unternehmenstypus
 4. Emissionsvolumen
 5. Anleihenstruktur
 6. Anleihenbedingungen
- IV. Voraussetzungen für die Begebung einer Mittelstandsanleihe
Formelle Anforderungen
- V. Kapitalmarktbezogene Anforderungen
- VI. Der Kapitalmarkt macht unabhängig

Keywords

Eigenemission; Mittelstandsanleihe; Zulassungsanforderungen; Folgepflichten; Börsennotiz

aus strukturellen Gründen vornehmlich großen Unternehmen vorbehalten. Dieser „Benchmark“-Bondmarkt ist stark an den Erfordernissen größerer institutioneller Investoren und den etablierten emissionsbegleitenden Banken ausgerichtet. Emissionsvolumina über 200 Mio. € und eine Platzierung bei wenigen Investoren sind typische Merkmale einer institutionellen Anleiheemission.⁴ Ein funktionsfähiger, organisierter Bondmarkt für mittelständische Unternehmen konnte sich daher auch nicht entwickeln.⁵

Für die meisten mittelständischen Unternehmen bewirkten die Auswirkungen der Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 eine Zäsur: Die bisher schnell bewilligten Hausbankenkredite wurden über Nacht zu deutlich schlechteren und restriktiveren Bedin-

⁴ In der Praxis auch „Benchmark-Anleihen“ genannt; siehe Grunewald/Schlitt, 2009, „Einführung in das Kapitalmarktrecht“

⁵ Vgl. Blättchen/Nespethal, 2010: „Anleihenemission mittelständischer Unternehmen“ in: Corporate Finance biz 8/2010, S.497 f.

gungen angeboten. Für vereinzelte Unternehmen war dieser Finanzierungsweg sogar gänzlich versperrt. Mit solchen Erfahrungen gewann das Kriterium der Unabhängigkeit und einer breiteren Aufstellung der Finanzierungsbasis einen höheren Stellenwert in der Unternehmensfinanzierung. Mit der Gründung des Börsensegmentes bondm der Stuttgarter Börse im Mai 2010 eröffnete sich für die Zielgruppe des gehobenen, industrienahen Mittelstands erstmals die Möglichkeit, über die Begebung einer „Mittelstandsanleihe“ einen kapitalmarktorientierten Finanzierungsbaustein in die Fremdfinanzierung zu integrieren. Der folgende Beitrag stellt dieses neue Instrument vor. Seine Merkmale lassen es für Familienunternehmen besonders geeignet erscheinen.

II. Die „Mittelstandsanleihe“ gewinnt an Bedeutung

Das Anleihenbörsensegment bondm startete offiziell am 17.05.2010⁶ und eröffnete damit erstmals für Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand einen organisierten, öffentlichen Kapitalmarktzugang für die Fremdmittelaufnahme. Seitdem wurde diese Idee von fast allen deutschen Börsenplätzen aufgegriffen. Die Börsen Stuttgart (bondm), Frankfurt (Entry Standard), Düsseldorf (mittelstandsmarkt), München (m:access) sowie die Börsenvereinigung Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) bieten interessierten Unternehmen eine Plattform für die Platzierung einer Anleihe und ihren nachfolgenden Handel. Abgesehen von der Münchner Börse konnten seit ihrem Start alle der genannten Börsenplätze erste Anleihenemissionen verzeichnen. Bis zum redaktionellen Stichtag am 15.07.2011 notieren an den deutschen Börsen bereits

⁶ Der Start erfolgte mit der Einbeziehung der Anleihe der DÜRR AG (2004/2011), die in 2010 vorfällig zurück erworben wurde.

32 Mittelstandsanleihen mit einem Gesamtvolumen von rd. 2,0 Mrd. €. Bei 30 der 32 notierten Anleihen war die Platzierung unmittelbar mit einer Börsennotiz verbunden. Die restlichen zwei Anleihen waren sogenannte „Transferanleihen“, deren Erstplatzierung zeitlich deutlich vor der Notierungsaufnahme erfolgte.⁷ Die 32 notierten Anleihen stammen von 28 Emittenten, d.h. einige der Emittenten konnten bereits innerhalb der rd. 14 Monate seit Bestehen der Segmente Folgeanleihen platzieren.⁸ Mit einem Platzierungsvolumen von rd. 2,0 Mrd. € erreicht das Instrument der Mittelstandsanleihe nach einem Jahr bereits die aktuellen Größenordnungen von Aktienemissionen im Primärmarkt.

Die Stuttgarter Börse ist mit 18 Anleihenemissionen und einem Volumen von insgesamt 1,4 Mrd. € derzeit Marktführer. Die Frankfurter Börse mit insgesamt sieben Platzierungen und einem Volumen von 320 Mio. € folgt an zweiter Stelle. Die Düsseldorfer Börse rangiert aktuell mit fünf Anleihenemissionen und einem Gesamtvolumen von 180 Mio. € auf Platz drei. Dem Börsenverbund Hamburg/Hannover gelang es bisher, eine Anleihe mit einem Volumen von bis zu 25 Mio. € für seinen Marktplatz zu gewinnen. Alle vier Börsen bieten den Emittenten außer dem Sekundärmarktthandel eine Primärmarktplatzierungsfunktion („Zeichnungsbox“).

III. Charakteristika der Mittelstandsanleihe

Die Mittelstandsanleihe ist ein Finanzierungsinstrument, das sich neben

⁷ Unter Transferanleihen fallen die Anleihe der Windreich AG (2010/2015) mit Aufnahme in bondm am 19.07.2010 sowie die Anleihe der S.A.G. Solar AG (2010/2015) mit Aufnahme in den Entry Standard am 11.04.2011.

⁸ Während der Notierung innerhalb der Börsensegmente konnte die DÜRR AG eine Folgetranche in Höhe von 75 Mio. € platzieren, die in der in 2010 emittierten Anleihe (WKN A1EWGX) aufging. Weitere Emittenten waren SAG Solar AG, KTG Agrar AG, Windreich AG und Air Berlin PLC, die neue Anleihen mit eigener WKN begaben.

Emittentin	Branche	Umsatz im GJ vor Emission (in Mio €)	Segment	Notierung	Angebotenes Volumen (in Mio €)	Laufzeit	Emittentenrating bei Emission	Kupon	WKN
Windreich AG	Windkraftparks/ Off-Shores	GL: 19,8	bondm	19.07.2010 (Transfer)	25,0	01.03.2015	BBB (CR)	6,500%	A1CRMQ
KTG Agrar AG	Landwirtschaft	32,3	bondm	07.09.2010	25,0	14.09.2015	BBB (CR)	6,750%	A1ELQU
DÜRR AG	Anlagenbau/ Automotive	1.184,7	bondm	21.09.2010	150,0	28.09.2015	n.R.	7,250%	A1EWGX
Nabaltec AG	technische Keramik	73,1	bondm	12.10.2010	30,0	15.10.2015	BBB- (CR)	6,500%	A1EWL9
Solarwatt AG	Solkraftwerke	255,9	bondm	28.10.2010	25,0	31.10.2015	BB+ (CR)	7,000%	A1EWPU
Air Berlin PLC	Fluggesellschaft	3.240,3	bondm	10.11.2010	200,0	10.11.2015	nicht gerated	8,500%	AB100A
3W Power Holdings S.A.	Systemlösungen der Stromversorgung	382,4	bondm	29.11.2010	125,0	30.11.2015	B- (S&P)	9,250%	A1A29T
DÜRR AG (Folgetranche)	Anlagenbau/ Automotive	1.184,7	bondm	21.09.2010	75,0	28.09.2015	nicht gerated	7,250%	A1EWGX
RENA GmbH	Maschinenbau für Solarindustrie	144,1	bondm	15.12.2010	75,0	15.12.2015	BB+ (EH)	7,000%	A1E8W9
MAG IAS GmbH	Maschinenbau-konglomerat	219,8 (09/2010)	bondm	04.02.2011	50,0	04.02.2016	BB+ (CR)	7,500%	A1H3EY
CENTROSOLAR Group AG	Solaranlagen	310,9 (09/2010)	bondm	15.02.2011	50,0	14.02.2016	BBB (CR)	7,000%	A1E85T
SIC Processing GmbH	Nassmechanische Trenntechnik	115,4 (09/2010)	bondm	01.03.2011	100,0	01.03.2016	BBB+ (CR)	7,125%	A1H3HQ
Joh. Friedrich Behrens AG	„Befestigungstechnik“	41,0 (06/2010)	bondm	15.03.2011	30,0	15.03.2016	BB- (CR)	8,000%	A1H3GE
German Pellets GmbH	Holzpellets	110,1 (09/2010)	bondm	01.04.2011	100,0	31.03.2016	BBB (CR)	7,250%	A1H3J6
Semper idem Unterberg GmbH	Spirituosen	211,2	mittelstandsmarkt	06.04.2011	50,0	20.04.2016	BB+ (CR)	7,125%	A1H3YJ
Payom AG	Solaranlagen	154,3	bondm	08.04.2011	50,0	08.04.2016	BBB (CR)	7,500%	A1E84A
S.A.G. Solarstrom AG	Solaranlagen	152,9	Entry Standard	11.04.2011 (Transfer)	50,0	14.12.2015	BBB+ (CR)	6,500%	A1H3M9
Golden Gate AG	Immobilien	0,5 (06/2010)	Entry Standard	11.04.2011	30,0	10.10.2014	Anleihe BBB-, Emittent BB (CR)	6,500%	A1KQXX
Valensina GmbH	Getränke	146,6	mittelstandsmarkt	12.04.2011	50,0	28.04.2016	BB (CR)	7,375%	A1H3YK
Air Berlin PLC	Fluggesellschaft	3.720,0	bondm	15.04.2011	150,0	19.04.2018	n.R.	8,250%	AB100B
UNIWHEELS Automotive Holding (Germany) GmbH	Felgenrehersteller	293,4	bondm	18.04.2011	60,0	19.04.2016	BB+ (CR, EH)	7,500%	A1KQ36
DIC Asset AG	Immobilien	228,8	Entry Standard	16.05.2011	100,0	16.05.2016	n.R.	5,875%	A1KQ1N
SeniVita Sozial gemeinnützige GmbH	Pflegeeinrichtungen	6,9	Entry Standard	17.05.2011	15,0	17.05.2016	A- (CR)	6,500%	A1K Q3C
Albert Reiff GmbH + Co. KG	Reifenhandel	379,1	bondm	17.05.2011	30,0	26.05.2016	BBB- (CR)	7,250%	A1H3F2
FFK Environment GmbH	Ersatzbrennstoffe	24,4	mittelstandsmarkt	01.06.2011	25,0	01.06.2016	BB+ (CR)	7,250%	A1KQ4Z
BKN biostrom AG	Erneuerbare Energien	17,6	Mittelstandsbörse	06.06.2011	25,0	06.06.2016	Anleihe BBB, Emittent BB (CR)	7,500%	„A1KQ8V“
KTG Agrar AG	Landwirtschaft	70,8	Entry Standard	15.06.2011	70,0	05.06.2017	BBB (CR)	7,125%	A1H3VN
e.n.o. energy GmbH	Windkraftanlagen	48,0	mittelstandsmarkt	30.06.2011	25,0	30.06.2016	BB+ (CR)	7,375%	A1H3V5
Katjes International GmbH + Co. KG	Süßwaren	106,5	mittelstandsmarkt	05.07.2011	30,0	19.07.2016	BB+ (CR)	7,125%	A1KRBM
S.A.G. Solarstrom AG	Solaranlagen	201,0	Entry Standard	11.07.2012	25,0	10.07.2017	BBB+ (CR)	7,500%	A1K0K5
SIAG Schaaf Industrie AG	Stahlbau	144,0	Entry Standard	11.07.2012	50,0	12.07.2016	Anleihe CCC+, Emittent B- (S&P)	9,000%	A1KRAS
Windreich AG	Windanlagen / Offshore	120,8	bondm	14.07.2011	75,0	14.07.2016	BBB+ (CR)	6,500%	A1H3V3
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	Motoren- und Schweißtechnik	94,8	Entry Standard	15.07.2011	30,0	15.07.2016	BB (EH)	7,250%	A1KQZL

Quelle: BLÄTTCHEN FINANCIAL DATENBANK, STAND 15.07.2011

Abb. 1: Überblick Mittelstandsanleihen

der Notierungsaufnahme in eines der genannten Börsenanleiensegmente durch folgende Kriterien von den typischen institutionellen Benchmark-Anleihen unterscheidet: Anlegerzielgruppe, Emissionskonzept, Unternehmenstypus, Größe, Anleihenstruktur sowie Anleihenbedingungen.

1. Anlegerzielgruppe

Im Unterschied zu institutionellen Benchmark-Anleihen zielt die Mittelstandsanleihe in der Primärmarktplatzierung auf die Investorengruppen Privatanleger, Friends & Family,⁹ kleinere Vermögensverwalter bzw. Family Offices an. Die letztgenannte Gruppe ist anders als große, institutionelle Fonds üblicherweise an keine Statuten für ein Engagement gebunden, die ein Mindestemissionsvolumen oder Ratingvorgaben vorschreiben. Zudem hat sich als „anleihenaffine“ Anlegerschaft die Gruppe der Depotinhaber verschiedener Onlinebanken entwickelt.

2. Emissionskonzept

Das wesentliche Merkmal der Mittelstandsanleihe ist die „Eigenemission“ im Rahmen der Erstplatzierung.¹⁰ Im Unterschied zur Fremdemission ist der Emittent in diesem Fall der alleinige Verantwortliche für die Anleihenplatzierung. Es tritt hier keine Bank als sogenannter „Underwriter“ oder „Bookrunner“ auf, der die Anleihen i.d.R. für einen kurzen Moment übernimmt und an die zeichnenden Investoren weiterveräußert.¹¹ Bei der Eigenemission sucht der Emittent

sich seine Investoren selbst aus und bestimmt die erforderlichen Platzierungskanäle. Zudem erspart er sich im Vergleich zur „Underwriting-Fremdemission“ aufwendige Dokumentationen (Legal und Disclosure Opinion, Due Diligence Report, Comfort Letter, Indenture Agreements)¹² und die damit einhergehenden Kosten, mit denen sich die konsortialführende Bank das Übernahmerrisiko vergüten lässt. Auf der anderen Seite muss der Emittent bei der Eigenemission so gut wie möglich versuchen, das inhärente Platzierungsrisiko zu minimieren.

Dazu stehen dem Emittenten bei der Eigenemission drei Vertriebskanäle zur Auswahl, die parallel sowie nachgelagert geschaltet werden können. Zum einen kann er auf direktem Wege beispielsweise über ein Online-Portal potenzielle Investoren aus seinem Umfeld wie Mitarbeiter, Kunden, Zulieferer etc. („Friends & Family“) ansprechen. Dieser Vertriebsweg ist i.d.R. umso erfolgreicher, je bekannter das Unternehmen ist.

Die zweite Vertriebschiene spricht die Investorengruppe der anonymen Privatanleger und kleineren Vermögensverwalter und Family Offices an. Sie werden über die bereits erwähnte Primärmarktfunktion der einzelnen Börsen („Zeichnungsbox“) adressiert. Der Erfolg dieses Vertriebskanals hängt ebenfalls stark vom Bekanntheitsgrad des Emittenten ab und kann mit sogenannten „Pull-Marketingmaßnahmen“ unterstützt werden, die auch durch die Börsen im Rahmen ihrer Möglichkeiten zur Verfügung gestellt werden. Der dritte Vertriebsweg nutzt die Platzierungskraft spezialisierter Broker bzw. Wertpapierhäuser, die in ihrer sogenannten „Selling Agent“-Funktion die Anleihen bei ihren Kunden (semi-institutionelle Investoren) platzieren.

Bei der Eigenemission kann der Emittent das Orderbuch bis zu zwölf Monate offenhalten und ist damit in

der Lage, das Platzierungsrisiko durch diese zeitliche Streckung zu minimieren.¹³ Der Vertriebskanal über die Börse im Rahmen der sogenannten „Zeichnungsbox“ ist auf max. 14 Tage begrenzt, d.h. sollte nach dieser Frist die Anleihe nicht vollständig platziert sein, steht es dem Emittenten frei, die Maximalfrist von zwölf Monaten über die Kanäle „Selling Agents“ und „Online Portal“ weiter fortzusetzen. Insbesondere in Zeiten volatiler Kapitalmärkte kann der Emittent kritische Marktphasen „aussitzen“. Natürlich steht es dem Emittenten frei, bei entsprechend hoher Nachfrage das Angebot vorzeitig zu schließen, wie bspw. in den Fällen DÜRR AG, Albert Reiff GmbH + Co. KG und KTG Agrar AG sogar nach wenigen Stunden geschehen. Ca. 50 % der bisherigen Mittelstandsemissionen haben alle drei Vertriebskanäle in ihrem Platzierungskonzept berücksichtigt.¹⁴

3. Unternehmenstypus

Die Unternehmen, die bis zum heutigen Zeitpunkt das Instrumentarium der Mittelstandsanleihe genutzt haben, entspringen dem typischen „gehobenen Mittelstand“. So lag der durchschnittliche Umsatz der Emittenten zum Zeitpunkt im Geschäftsjahr vor der Platzierung bei 304 Mio. € (Median 146,7 Mio. €). Es handelt sich hauptsächlich um die klassischen Industriebranchen wie der Maschinenbau (21 %), Industriedienstleister (18 %), Anbieter erneuerbarer Energien (32 %) bzw. Konsumgüterindustrie (11 %). Die Mittelstandsanleihe wird mehrheitlich von Emittenten genutzt, die wenig bzw. gar keine Kapitalmarkterfahrung besitzen. 17 der 28 Emittenten sind „private Companies“, d.h. sie hatten zum Zeitpunkt der Anleihenemission noch keine Börsennotierung ihrer Aktien an verschiedenen Börsen bzw. Bör-

9 Unter Friends & Family wird einem dem Emittenten nahestehender potenzieller Investorenkreis wie Mitarbeiter und deren Familien, Zulieferer, Kunden oder Bekannte aus dem Gesellschafterkreis verstanden.

10 Eine ausführliche Beschreibung der Eigenemissionstechnik siehe auch Blättchen/Nespethal, 2010: „Anleihenemission mittelständischer Unternehmen“ in: Corporate Finance biz 8/2010, S. 500 ff.

11 Üblicherweise handelt es sich um „best effort“ Underwriting Mandate, wonach die Bank nur die tatsächlich platzierten Stücke übernimmt. Das Platzierungsrisiko bleibt somit für den Emittenten bestehen. Zur Besonderheit der Fremdemission siehe auch Habersack/Mülbert/Schlitt, 2008: „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt“.

12 Für eine ausführliche Darstellung der Vertragswerke der Kreditfinanzierung siehe Grunewald/Schlitt, 2009: „Einführung in das Kapitalmarktrecht“.

13 Die Frist 12 Monaten resultiert aus der Gültigkeit des Wertpapierprospektes gemäß WpPG (§ 9 Abs. 1 WpPG).

14 Interne Berechnungen (Blättchen Financial Advisory Datenbank)

sensegmenten. Auch bei der Rechtsform unterscheiden sich die Emittenten deutlich. So sind 46 % (13) der Unternehmen als Aktiengesellschaft geführt, 39 % (11) haben die Rechtsform einer GmbH und 7 % (2) sind als Personengesellschaft (GmbH & Co. KG) strukturiert. Die restlichen 7 % (2) Emittenten besitzen eine ausländische Rechtsform.¹⁵ Hier zeigt sich auch der Vorteil der Bondemission gegenüber der klassischen Aktienemission: Die Begebung einer Anleihe ist an keine Rechtsform gebunden.

4. Emissionsvolumen

Über den Betrachtungszeitraum beläuft sich das durchschnittliche Emissionsvolumen der platzierten Anleihen auf 60,6 Mio. € (Median 50 Mio. €). Dabei ist die Streuung zwischen 15 Mio. € (SeniVita 2011/16) und 200 Mio. € (Air Berlin 10/15) erheblich. Diese Statistiken zeigen, dass sich die Mittelstandsanleihe deutlich von den typischen institutionellen „Benchmark-Anleihen“ hinsichtlich ihrer Größenordnung unterscheidet, die i.d.R. mindestens ein Emissionsvolumen von 200 Mio. € voraussetzen.

5. Anleihenstruktur

Die Mittelstandsanleihe ist aufgrund ihrer Zielgläubigerpositionierung als „Plain Vanilla-Anleihe“ strukturiert, d.h. sie besitzt einen fixen Kupon mit endfälliger Rückzahlung und wird zu pari emittiert. Von den derzeit 32 notierten Anleihen haben 88 % (28 Anleihen) eine Laufzeit von fünf Jahren. Nur drei Anleihen haben eine längere Laufzeit, die zwischen sechs und sieben Jahren beträgt.¹⁶ Die Anleihe der Golden Gate AG hat sogar nur eine Laufzeit von 3,5 Jahren. Sämtliche Anleihen weisen zum Zeitpunkt der Emission einen festen Kupon aus. Die Zinszahlungstermine sind bei 94 % der außenstehenden

Anleihen jährlich fixiert: nur bei zwei Anleihen ist eine unterjährige Zinszahlung vorgesehen.¹⁷

6. Anleihenbedingungen

Ein wesentlicher Vorteil der Anleihe gegenüber einem klassischen, syndizierten Kredit ist die Nichtbesicherung. 94 % bzw. 30 Anleihen sind ungesichert und nicht nachrangig.¹⁸ Im Falle der Golden Gate AG- sowie der BKN Biostrom AG-Emission wurde die Struktur einer durch Abtretung von Mieteinnahmen bzw. durch Anteile an Biogasanlagen besicherten Anleihe gewählt. Die einzelnen Anleihenbedingungen sehen zunehmend strengere Gläubigerschutzvereinbarungen vor.¹⁹ Dazu gehören die sogenannte Negativerklärung (23 von 32 Anleihen), wonach der Emittent den Gläubigern zusagt, künftig keine besser gestellten Kapitalmarktinstrumente als die der Anleihe zu emittieren. Bei 20 Anleihen findet sich eine sogenannte „Change of control“-Klausel, wonach in der Regel bei mehr als 50 %-igem Anteilswechsel die Gläubiger ein außerordentliches Kündigungsrecht besitzen. Schließlich haben 21 Anleihen in ihren Bedingungen eine sogenannte „Call Option“ festgelegt. Danach kann der Emittent nach Ablauf einer Sperrfrist die Anleihe noch vor Laufzeitende mit einem Aufschlag zum Nominalwert zurückerwerben. Darüber hinaus haben 34 % der Anleihen (11 Anleihen) eine sogenannte „Cross Default“-Regelung in ihren Bedingungen aufgenommen, wonach ein eingetretener, wesentlicher Zahlungsverzug eines Tochterunternehmens des Emittenten zu einem Sonderkün-

17 Die Anleihe der SeniVita Sozial gemeinnützige GmbH (2011/2016) hat eine halbjährliche und die der FFK Environment GmbH (2011/2016) eine vierteljährliche Zinsauszahlung.

18 Abgesehen vom Entry Standard ist die Emission von nachrangigen Anleihen in allen Börsensegmenten zugelassen. Bis zum Stichtag wurden jedoch keine nachrangigen Anleihen platziert.

19 Ausführliche Darstellung der Covenants-Strukturen bei High Yield Bonds siehe Schlitt/Hekmat/Kasten, 2011: „Aktuelle Entwicklungen bei High Yield Bonds“ in: Die Aktiengesellschaft 12/2011

digungsrecht der Gläubiger führt. 28 Anleihen weisen auf das seit 2009 geltende Schuldverschreibungsgesetz hin, in dem der Emittent die Möglichkeit besitzt, durch eine Gläubigerversammlung eine Neustrukturierung der Anleihe zu bewirken.²⁰ Weitere zwei Anleihen haben nicht direkt darauf verwiesen.

IV. Voraussetzungen für die Begebung einer Mittelstandsanleihe

Wenn sich ein Unternehmer für das Instrument der Mittelstandsanleihe entscheidet, so hat er sowohl formelle als auch kapitalmarktbezogene Anforderungen zu erfüllen, die unter dem Begriff „Kapitalmarktreife“ zusammengefasst werden können.

Formelle Anforderungen

Zu den formellen Anforderungen gehören im Wesentlichen die Zulassungs- und Folgepflichten der einzelnen Börsensegmente. Dazu zählt grundsätzlich, dass der Emittent einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt veröffentlicht, in dem laut Wertpapierprospektgesetz bzw. -verordnung eine zweijährige testierte Finanzhistorie abzubilden ist. Des Weiteren hat der Emittent, sofern der letzte testierte Abschluss älter als neun Monate ist, einen Interimsabschluss (ungeprüft) in den Prospekt aufzunehmen. Da sämtliche Börsensegmente als Teilsegment des Freiverkehrs gelten, hat der Emittent die Möglichkeit, die in dem Prospekt aufzunehmenden Abschlüsse nach HGB aufzustellen. Das gilt ebenfalls für das fortlaufende Reporting innerhalb der Folgepflichten. Darüber hinaus ist die Anleihenbegebung rechtsformunabhängig, d.h. die Emittentin kann sowohl eine Kapitalgesellschaft als auch eine Personengesellschaft sein. Hinsichtlich der Folgepflichten hat der Emittent sicherzustellen, dass er

20 Nähere Angaben siehe Veranneman, 2010 „Schuldverschreibungsgesetz“.

15 Air Berlin PLC und 3W Power Holdings S.A.

16 Air Berlin PLC (2011/2018), KTG Agrar (2011/2017) und S.A.G. Solarstrom AG (2011/2017)

in der Lage ist, innerhalb von mindestens sechs Monaten den testierten Jahresabschluss sowie innerhalb von drei Monaten einen untestierten Halbjahresbericht zu veröffentlichen. Darüber hinaus fordern die meisten Börsen eine „Quasi-Ad-hoc“-Pflicht, wonach der Emittent das Eintreten wesentlicher Tatsachen zu veröffentlichen hat, die den Kurs der Anleihe wesentlich beeinflussen können. Ebenfalls haben einige Börsen festgeschrieben, dass das Unternehmen zum Zeitpunkt der Zulassung einen Ratingbericht (Emittentenbericht) zu veröffentlichen hat und dieser jährlich zu erneuern ist (Folgerating).²¹ Der Emittent hat dabei die freie Wahl der Ratingagentur.²² Der Großteil der Mittelstandsanleihen wurde von einer sogenannten Mittelstandsratingagentur (Creditreform, Euler Hermes) gerated. Nur bei der Emission der SIAG Schaaf Industrie AG Anleihe wählte die Emittentin Standard & Poors.²³ Von den 32 außenstehenden Mittelstandsanleihen haben 12 Anleihen einen „Investmentgrade-Status“ zum Zeitpunkt der Emission erhalten. 16 Emissionen liegen im Bereich „Non-Investment-Grade“ und vier Emittenten wurden zum Zeitpunkt ihrer Platzierung nicht gerated. Bei den Ratinganforderungen handelt es sich um ein Emittentenrating. Sollte es sich um eine nachrangige Anleihe handeln, sofern es die Börse zulässt, ist der Emittent verpflichtet, zusätzlich ein sogenanntes Anleihenrating zu veröffentlichen. Eine weitere formelle

21 In bondm kann sich der Emittent vom Rating befreien, wenn dieser zum einen innerhalb des regulierten Marktsegmentes bereits Aktien notiert. Auf ein Folgerating kann verzichtet werden, wenn der Emittent Quartalsberichte veröffentlicht (Quelle: Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse § 38 Abs. 2 Nr. 4).

22 Gemäß Regelwerke der Börsen Frankfurt oder Stuttgart ist eine EU-registrierte und anerkannte Ratingagentur zu wählen (siehe § 36 Abs.1 Nr. 4 der Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse bzw. § 16 Abs. 3 Nr. 4d der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse).

23 Im Falle von 3W Power Holdings S.A. veröffentlichte die Gesellschaft freiwillig ein S&P Rating.

Börsensegment	bondm	Entry Standard	mittelstandsmarkt	m:access	Mittelstandsbörse Deutschland
Zulassungsvoraussetzungen					
Segment	■ Teilbereich des FV	■ Teilbereich des Open Markets (FV)	■ Teilbereich des FV	■ Teilbereich des FV/RM	■ Teilbereich des FV
Anleihtypus	■ Keine Einschränkung	■ Keine Nachrangigkeit	■ Keine Einschränkung		
Kapitalmarktpartner	■ bondm-Coach (Ausnahme: notierte Wertpapiere im RM)	■ Deutsche Börse Listing Partner	■ Kapitalmarktpartner	■ Emissions-experte	■ Kapitalmarktpartner
Prospektpflicht	■ Ja				
Emittenten-Rating	■ Ja ■ Kein Mindestrating ■ Ausnahme: notierte Aktien im RM/FV bei Einhaltung bestimmter Publizitätspflichten ■ Bei Nachrang-anleihen zusätzlich Anleihenrating	■ Ja ■ kein Mindestrating ■ Rating und Bilanzkennzahlen (DVFA Standards) ■ Ausnahme: notierte Aktien im RM an der FWB	■ Ja ■ Mindestrating von „BB“ für Erstemittenten (optional bei Zulassung zu einem regulierten Markt)	■ Ja ■ Kein Mindestrating	■ Nicht zwingend
Stückelung	■ max. 1.000 €				■ Keine Vorgaben
Mindest-Emissionsvolumen	■ 25 Mio €	■ Keine Vorgaben	■ 10 Mio €	■ 25 Mio €	■ Keine Vorgaben
Sonstiges	■ Emittenten aus Industrie- und industrienahen Branchen	■ -	■ -	■ Emittent muss mind. 3 Jahre bestehen	■ -
Folgepflichten					
Veröffentlichung Jahresabschluss	■ Testiert innerhalb 9 Monaten	■ Testiert innerhalb 6 Monaten			
Veröffentlichung unterjähriger Berichte	■ Halbjahresbericht innerhalb 3 Monaten			■ Interims-Emittentenbericht über den Jahresabschluss	■ Optional
Quasi-Ad-hod-Mitteilungen	■ Ja				
Unternehmens-/ Finanzkalender	■ Ja				
Jährliches Folgerating	■ ja				■ optional

Legende: FV: Freiverkehr; RM: Regulierter Markt; FWB: Frankfurter Wertpapierbörse
Quelle: Regelwerke der Börsen, Stand Juli 2011

Abb. 2: Zulassungs- und Folgepflichten der Börsensegmente für Mittelstandsanleihen

Anforderung, die einige Börsen an die Emittenten stellen, ist die Beauftragung eines sogenannten Kapitalmarktcoachs bzw. Listing Partners, der für die Überwachung der Folgepflichten sowie für Kapitalmarktberatung verantwortlich ist.

Die vorstehende Abbildung zeigt die unterschiedlichen Börsensegmente in Bezug auf ihre Zulassungs- und Folgepflichten auf.²⁴

24 Eine Zusammenfassung der Voraussetzung für die Zulassung von Mittelstandsanleihen an den jeweiligen Börsen siehe auch Schlitt/Kasten, 2011: „Börsennotierte Anleihen mittelständischer Unternehmen – ein Überblick über die neuen Anleihssegmente“ in: Corporate Finance law 2/2011, S. 97 ff.

V. Kapitalmarktbezogene Anforderungen

Zu den kapitalmarktbezogenen Anforderungen, die ein Emittent sinnvollerweise erfüllen sollte, zählt in erster Linie die wirtschaftliche und strukturelle Ausgestaltung der Anleihe. Insbesondere die Höhe des Kupons, der sich zum Zeitpunkt der Emission vor allem an der gültigen Zinsstrukturkurve und dem Risiko des Emittenten (Rating-Einstufung) orientieren muss, ist entscheidend für den Erfolg am Kapitalmarkt. Daneben spielen die weiterführenden Anleihebedingungen, wie sie im vorherigen Abschnitt

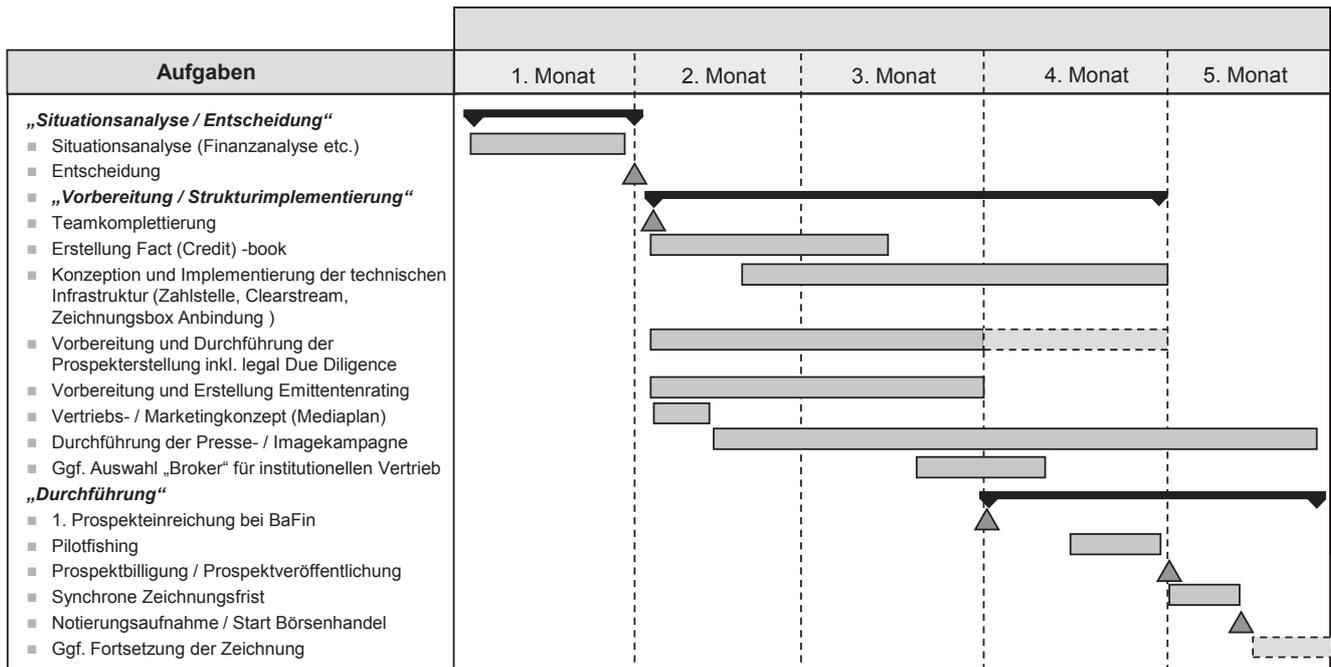


Abb. 3: Indikativer Projektzeitplan für eine Anleihenplatzierung

beschrieben wurden (Negativerklärung, Change of Control-Klauseln etc.) für das Pricing der Anleihe eine wichtige Rolle. Nicht zu unterschätzen ist der Bekanntheitsgrad des Unternehmens für den Platzierungserfolg. Der durchschnittliche Kuponatz der 32 notierten Anleihen liegt bei 7,27 % (Median 7,25 %). Über 60 % der beobachteten Zinssätze liegen zwischen 7,00 % und 7,50 %, die Spanne der Kupons reicht von 5,875 % bis 9,25 %.

Für die Herstellung der Kapitalmarktreife, und die Abwicklung der Platzierung sollte das Unternehmen zwischen vier und acht Monate vorsehen. Die Erstellung des Wertpapierprospektes und die anschließende BAFin-Billigung, das Erstrating sowie die Konzeptionierung und Durchfüh-

rung der entsprechenden Vertriebsmaßnahmen zählen zu den wichtigen Aufgaben innerhalb des Projektes. An dieser Stelle ist zu überlegen, welche Partner insbesondere für den Vertrieb aufzunehmen sind. Während des Projektablaufs treten eine Reihe externer Dienstleister (Prospektanwalt, Ratingagentur, Börse, IR-Agentur, Selling Agents etc.) auf, die es auszuwählen und zu koordinieren gilt. Daher ist die Implementierung eines professionellen Projektmanagements wesentlich für den Erfolg der Platzierung.

VI. Der Kapitalmarkt macht unabhängig

Die Initialzündung für eine kapitalmarktorientierte Fremdkapitalfinanzierung erfolgte im Mai 2010 mit dem Start des Marktsegments „bondm“

der Stuttgarter Börse. Anders als bei Aktienemissionen ermöglicht die Anleihe dem Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur und Einschaltung einer Emissionsbank. Da die Anleihenemission an keine Mindestkapitalausstattung gebunden ist, verschafft sie dem Familienunternehmen in den üblichen Rechtsformen des Mittelstands einen Zugang zum Kapitalmarkt. Die wesentliche Hürde ist die Bereitschaft, sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält der Unternehmer die Freiheit, sich langfristig in seiner Finanzierung aufzustellen und das „Being Public“ für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. Die Mittelstandsanleihe ist bereits mit einem Emissionsvolumen von 25 Mio. € möglich.

ABO-SERVICE FÜR ZEITSCHRIFTEN UND INFODIENSTE	Hier ist Ihr Kontakt: Ulrike Vermeer Tel.: (02 21) 9 76 68-229 Fax: (02 21) 9 76 68-288 E-Mail: vertrieb@bundesanzeiger.de www.bundesanzeiger-verlag.de	Für Kunden: Bitte halten Sie Ihre Kundennummer bereit. Sie finden die Nummer oben auf Ihrem Adressetikett.
<ul style="list-style-type: none"> Sie möchten ein Abonnement bestellen? Sie möchten Ihre neue Adresse oder andere Änderungen durchgeben? Sie möchten gerne ein Probeheft zum Kennenlernen? 		