

## KOLUMNENSAMMLUNG

---

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01-02/14	IPOs in Deutschland: Was läuft schief?	8
03/14	Rendite und Risiko: Transparenz schafft das Gleichgewicht	10
05/14	Genussscheine: Ein Schritt zu mehr Eigenkapital	12
07-08/14	Der Genussschein - ein börsentaugliches Finanzierungsinstrument	14
09/14	Die neue Delisting Regelung – Regelungsbedarf scheint notwendig	16
11/14	Wandelanleihen: Nicht nur für institutionelle Investoren	18
12/14	Sonderbeitrag: Die Wandelanleihe verbindet zwei Welten	20





Liebe Freunde unseres Hauses,

2014 ist weltweit gesehen das beste Jahr für Börseneinführungen von Aktien seit dem Ausbruch der Lehman-Krise. Über 250 Mrd. US\$ Emissionsvolumen und über 1.200 Neuemissionen stellen die Vorjahre deutlich in den Schatten. Auch wenn Deutschland gegenüber den anderen Börsenplätzen wie London, Euronext oder New York das Schlusslicht bildet, so konnte letztes Jahr der deutsche Primärmarkt mit über 3,3 Mrd. € und neun Neuemissionen den höchsten Stand seit 2007 erzielen. Erfreulich ist dabei, dass es Hightech-Unternehmen wieder an die Börse schafften: der 3D-Druckerhersteller SLM Solution, der Internetinkubator Rocket Internet und das Online-Versandhaus Zalando. Die Mega-Emission Alibaba (25 Mrd. US\$ Emissionsvolumen) stand für die letzten beiden deutschen Börseneinführungen Pate. Der in den USA initiierte Biotech-Boom fand hingegen leider am deutschen Primärmarkt keine Nachahmer. Nur das Aachener Biotech-Unternehmen PAION konnte im Rahmen eines öffentlichen Bezugsrechtsangebots am Sekundärmarkt über 46 Mio. € erzielen und gehört zu den größten Biotech-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt des vergangenen Jahres. Andere Biotech-Unternehmen zog es entweder direkt an den US-Kapitalmarkt (Affimed, Innocoll) oder sie suchten die europäische Börsenalternative Euronext (Probiobrug) auf. Bemerkenswert war außerdem das „Safe-IPO“ des Automobilbeleuchtungsspezialisten Hella KGaA Hueck & Co. aus zweierlei Hinsicht:

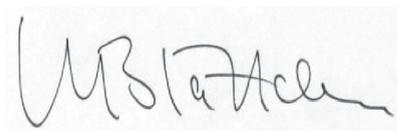
Zum einen wurde die Aktienemission bestehend aus Kapitalerhöhung und Umplatzierung vorbörslich über zwei Privatplatzierungen vollzogen. Zum anderen scheint die Rechtsform der KGaA als modernes Konstrukt als Alternative zur „stimmrechtslosen Vorzugsaktie“ für Familienunternehmen von internationalen, institutionellen Investoren akzeptiert zu werden.

Zur Ernüchterung ist es im letzten Jahr an den Börsensegmenten für „Mittelstandsanleihen“ gekommen, obwohl das Zinsumfeld optimale Bedingungen für Emittenten bereithält. Die steigende Anzahl von Ausfällen führte dazu, dass von den drei führenden Börsenplätzen (Stuttgart, Düsseldorf, Frankfurt) sich künftig nur noch der Frankfurter Entry Standard um neue Emittenten bemüht. Insgesamt wurden letztes Jahr rd. 500 Mio. € (10 öffentliche Emissionen) platziert, wobei weitere rd. 450 Mio. € durch Aufstockungen im Rahmen von Privatplatzierungen von 14 Emittenten eingesammelt wurden. Im Gegensatz dazu konnte sich der im Jahr 2012 gegründete Frankfurter Prime Standard für Anleihen weiter positiv entwickeln und notiert zum Jahresende 16 Anleihen von 13 Unternehmen mit einem Gesamtvolumen von rd. 4,4 Mrd. €.

Wie diese Ausführungen zeigen, spielen Privatplatzierungen eine zunehmende Rolle für das Kapitalmarktgeschehen, in dem Privatanleger immer unwichtiger werden. Wir hoffen, dass sich dieser Trend umkehren wird, da Privatanleger als breite Investorenbasis unerlässlich für einen liquiden Sekundärmarkt sind. Dies gilt nicht nur für Aktien oder Anleihen sondern auch für hybride Instrumente wie Wandelanleihen oder Genussscheine. Mit SeniVita ging im Mai 2014 der erste strukturierte Genussschein eines mittelständischen Emittenten an die Frankfurter Börse.

Wir freuen uns, Ihnen diese kleine Sammlung unserer im Going Public Magazin erschienenen Kolumnen präsentieren zu können und bedanken uns bei allen Geschäftspartnern, dem Going Public Media und Freunden unseres Hauses für die Zusammenarbeit. Mittlerweile sind wir bereits fünf Jahre in unserem neuen Unternehmen tätig.

Leonberg, im Januar 2015

Handwritten signature of Prof. Dr. Wolfgang Blättchen in black ink.

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Handwritten signature of Uwe Nespethal in blue ink.

Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

## IPOs in Deutschland: Was läuft schief?

Die wichtigsten deutschen Aktienindices (DAX, MDAX, SDAX, TecDAX) fliegen förmlich täglich von einem historischen Höchststand zum nächsten. Jedoch wird von dieser euphorischen Stimmung der deutsche IPO-Markt nicht beeinflusst. Im Gegenteil: Die jüngste herbe Enttäuschung ist die Absage des österreichischen Verpackungsherstellers Constantia Flexible, der durch ein „Dual Listing“ in Wien und Frankfurt bis zu rd. 850 Mio. € bei Investoren einsammeln wollte. Selbst ein hochkarätiges Konsortium, bestehend aus Deutscher Bank, Goldman Sachs und JP Morgan, kann nicht mehr garantieren, dass in Deutschland ein Börsengang ein Erfolg wird. Die Folge ist, dass Unternehmen, die sich mit dem Gedanken eines IPO tragen, ihre Börseneinführungspläne noch einmal überdenken. Im Gegensatz dazu boomt der IPO Markt in den USA, wo in diesem Jahr bereits über 200 Börsengänge (ein Plus von 60% gegenüber 2012) stattfanden.

Wir stellen uns immer wieder die Frage, warum Investoren an den amerikanischen Börsen derzeit begierig zugreifen und z.T. die gleichen Investoren bei Emissionen an den heimischen Börsen so zurückhaltend sind. Auch Constantia Flexible offerierte seine Aktien im Rahmen einer „Rule 144a Private Placement“ direkt amerikanischen, institutionellen Investoren. Zudem haben die meisten US-Investoren eine europäische Niederlassung in London, die in den Roadshows vom Management und den konsortialführenden Banken i.d.R. auch besucht werden. Die Ursache kann nicht darin liegen, dass angelsächsische Investoren einen großen Bogen um deutschsprachige Unternehmen machen. Im Gegenteil: Der erfolgreiche amerikanische Börsengang des in Bayern ansässigen Unternehmens Voxeljet zeigt, wie sogar deutsche „start-ups“ gesucht sind. Voxeljet ist ein führender Hersteller industrietauglicher 3D-Drucksysteme und erzielte mit dem IPO im Mai diesen Jahres an der AMEX einen Emissionserlös von 97 Mio. US\$. Statt Aktien wurden sog. ADS (American Deposit Shares) platziert. Zudem engagieren sich vor allem ausländischen Investoren und darunter vor allem wieder die angelsächsischen Anleger im deutschen

Aktienmarkt, die von den aktuellen Rekordständen profitieren. Vielleicht ist die Begründung in den Deregulierungsbemühungen an den US-Kapitalmärkten zu sehen, die deutliche Erleichterungen für Emissionen von Small- und Midcap-Unternehmen im Rahmen des JOBS-Act ermöglichen. Dem gegenüber hat der deutsche Börsenplatz ein Imageproblem, das durch die holprigen bzw. misslungenen Börseneinführungen der letzten Jahre gefördert wird. Darüber hinaus tragen die Verkäufer oft dazu bei, dass wenig Lust entsteht, am deutschen Markt zu emittieren. Verkrustete Emissions- und Verkaufsprozesse sowie eine intransparente Informationspolitik, die zum Teil auch den gesetzlichen Vorschriften geschuldet ist, führen dazu, dass es im Pre-Marketing zu keiner verlässlichen Aussage der Investoren zur Zeichnungsbereitschaft führt. Daher sollten diese eingefahrenen Emissionspraktiken auf ihre Eignung hinterfragt werden: eine frühzeitige Einbindung potentieller Investoren ist geboten. Es scheint, dass ein klassisches Bookbuilding für IPOs nicht mehr taugt. Hier sind die Investmentbanken, Börsen aber auch Berater gefragt, neue, flexible Wege zu gehen, um das „Mismatch“ zwischen Emittenten- und Investoreninteresse aufzubrechen. Auf der anderen Seite ist aber auch ein „Werbefeldzug“ für die Aktie als Anlageform von allen Interessensvertretern des Kapitalmarktes einschließlich der Börsen in Deutschland zu starten. In einer Welt mit Niedrigzinsen wird die Vermögensbildung über Kapitalmarktinstrumente für die großen und kleinen Anleger weiterhin ein Thema bleiben.

## Rendite und Risiko: Transparenz schafft das Gleichgewicht

Das Prokon-Desaster offenbart eine Fehlallokation zumindest in der Fristigkeit von Anlegergeldern zu Projekten oder Unternehmen, die bei einer korrekten Chancen-/Risikoabwägung so nicht stattgefunden hätten. Die Konsequenz aus der Prokon-Insolvenz darf nicht sein, den Verkauf „riskanter“ Finanzprodukte an Kleinanleger in Zukunft notfalls zu beschränken oder sogar zu verbieten, wie es bereits von einigen Politikern vorgeschlagen wird. Dieser gutgemeinte Verbraucherschutz führt dazu, dass der Privatanleger im Ergebnis zur unmündigen Person erklärt wird und das Dilemma, in dem sich der deutsche Kapitalmarkt bereits seit Jahren befindet, weiter zunimmt. Die bisherige Ausgrenzung der Privatanleger ist eine der wesentlichen Ursachen für den sehr zähen IPO-Aktienmarkt in Deutschland, in dem letztendlich die deutschen institutionellen Investoren ebenfalls kaum noch eine Rolle spielen.

Dabei ist die Lösung des Problems einfach. Es ist notwendig, die Transparenz des jeweiligen Anlageobjekts bzw. des Geschäftsgebarens des Unternehmens herzustellen. Der außerbörsliche bzw. der „graue“ Kapitalmarkt hat für den einzelnen Anleger den großen Nachteil, dass er nie weiß, was mit seinem Geld genau passiert und ob das Projekt bzw. Unternehmen überhaupt in der Lage ist, eine risikoadäquate Rendite zu erwirtschaften. Die Offenlegung eines Wertpapierprospektes, der für öffentliche Angebote bei Anleihen oder Aktienemissionen obligatorisch ist, ist ein wertvolles Instrument zur Einschätzung des Risikos eines Investments. Darüber hinaus ist aber ein regelmäßiges, aussagefähiges und zeitnahes Berichtswesen das wichtigste Mittel, um vor allem die wirtschaftliche Nachhaltigkeit eines Investments im Zeitablauf beurteilen zu können. Diese Transparenzinstrumentarien sind bei börsennotierten Finanzierungsinstrumenten zwingend und eröffnen den Anlegern ein notwendiges Maß an Transparenz. Wäre Prokon mit seinen Genussrechten an der Börse gelistet (beispielsweise im Entry Standard) würde für einen Außenstehenden ziemlich schnell klar, ob das Geschäftsmodell tatsächlich den Versprechungen standhält. In diesem Fall wären vermutlich auch keine 1,4 Mrd. € Anlagegelder zusammen gekommen.

Mit der geforderten Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen und Interimsberichten wird es für den Kapitalmarkt schnell ersichtlich, wo sich die Grenzen der Finanzierung mittels Genussscheinen befinden. Diese Form der börslichen Transparenz hätte ein zutreffendes Bild über das Chancen-/Risiko-profil des Unternehmens gegeben. Die Börsennotierung bedeutet aber auch, dass sich der Anleger von seinem Investment in einem geordneten Handel trennen kann, d.h. er kann mit den Füßen abstimmen.

Genussscheine sind ein hybrides Finanzierungsinstrument und daher eine Zwischenform zwischen der bekannten Anleihe und einer Aktie. Die Höhe der Ausschüttungen hängen vom Geschäftserfolg des Unternehmens ab. In ertragsschwachen oder Verlustjahren können Ausschüttungen, anders als bei der Anleihe, ausgesetzt werden, die in besseren Zeiten nachgezahlt werden können. Zudem handelt es sich bei Genussscheinen um nachrangige Papiere, die zwar vor den Aktienbesitzern jedoch hinter den Anleihegläubigern bzw. Kreditgebern stehen. Dieses Risiko sollte ein Investor kennen und ihm vor seiner Investitionsentscheidung transparent gemacht werden. Für die Emittenten haben die Genussscheine den Vorteil, dass sie in ihrer Vergütung „atmen“ und i.d.R. auch als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden. Die Börsennotierung ist für Genussscheine für Privatanleger eine bessere Lösung als ihr Verbot. Zwar ist der Anleger nicht vor einer Insolvenz geschützt, er hat aber mehr Information und Transparenz. Zudem kann das Instrument jederzeit an der Börse verkauft werden.

Statt das Anlageuniversum immer weiter einzugrenzen sollten die Börsen den Prokon-Fall zum Anlass nehmen, den Emittenten eine Plattform für dieses Instrument anzubieten. Künftige Emittenten müssten dann glaubhaft machen, warum sie dieses oder ähnliche Instrumente nicht an einer Börse notieren lassen, sondern im Graumarkt emittieren. Für den mündigen Anleger ist dann eine Entscheidung einfacher:

## Genussscheine: Ein Schritt zu mehr Eigenkapital

**D**er IPO Markt boomt – jedoch nicht in Deutschland! An den amerikanischen Börsenplätzen finden nahezu täglich Börsengänge statt, die vor allem aus den Internet-, Biotech- oder Health-Care-Bereichen stammen. Bis dato<sup>1</sup> sind es in diesem Jahr bereits über 70 IPOs! Selbst die Londoner Börse konnte in den ersten drei Monaten elf Neuzugänge verzeichnen, davon acht innerhalb des Small-Cap Segmentes „AIM“. Es scheint, dass die Chemie zwischen den Investoren und hiesigen Emittenten nicht mehr stimmt. Für die Gruppe der Privatanleger ist der Zugang zur Aktie erheblich erschwert worden, da die seit 2011 in Kraft getretene „Finanz-Beipackzettelverordnung“ die Anlageberatung für Banken unattraktiv macht. Zudem spielt der Privatanleger im Vermarktungskonzept der Investmentbanken bei IPOs aus Haftungs- und Kostenaspekten seit längerem keine Rolle mehr. Die Anzahl der großen deutschen Investmentfonds, die sich noch in Neuemissionen engagieren, ist drastisch geschrumpft. Die sonstigen großen Kapitalsammelstellen gehen ein Aktieninvestment nur noch in „homöopathischen“ Dosen ein. Es ist daher kein Wunder, dass sich potentielle Emittenten in diesem restriktiven Investoren Umfeld schwer tun, einen Börsengang in Deutschland in Erwägung zu ziehen. Nur wenige nehmen die Mühe auf sich, ihr „IPO-Glück“ an den angelsächsischen Börsen zu suchen.

Laut einer aktuellen Umfrage der Fondsgesellschaft Franklin Templeton erwarten deutsche (Privat-) Anleger derzeit von ihren Investments eine Rendite von 5,5% p.a.. Im jetzigen Umfeld bedeutet dieser Renditeanspruch jedoch ein Anlagerisiko einzugehen, das deutlich über dem einer Bundesanleihe liegt. Da die „Aktie“ als Investment aus den o.g. Gründen derzeit kaum in Frage kommt, rücken somit andere Kapitalmarktinstrumente in den Vordergrund. Die klassische Unternehmensanleihe ist derzeit weiterhin bei allen Investorengruppen insbesondere in der Benchmark-Anleihewelt interessant. Jedoch sind selbst im mittleren „Non-Investmentgrade“-Bereich kaum noch Renditen von über 5% erzielbar. Da Unternehmen nicht alle Projekte aufgrund ihrer Risikostruktur ausschließlich mit Fremdmitteln finanzieren können, müssen zumindest eigenkapitalähnliche Kapitalmarktinstrumente gefunden werden. Darunter fällt der Genussschein, der aufgrund seiner Verlustbeteiligung, erfolgsabhängigen Vergütung und langfristigen Laufzeit einen sehr starken Eigen-

<sup>1</sup>07.04.2014

kapitalcharakter haben kann. Hybride Instrumente haben bei Investoren in den letzten Jahren einen erheblichen Zuspruch genossen. Lag im Jahr 2012 das Emissionsvolumen dieser Instrumente in Europa noch bei 12 Mrd. €, so konnte sich das Volumen im Jahr 2013 auf über 23 Mrd. € nahezu verdoppeln. Der deutsche Anteil wird auf über 20% geschätzt. Auch wenn darunter der Genussschein nur einen geringen Anteil hat, so zeigt sich doch das Potential dieser Finanzierungsalternative.

Laut unserer Untersuchung existieren derzeit 17 Genussscheine deutscher Industrieunternehmen, die an den Börsen gehandelt werden. Unter den Emittenten finden sich Namen wie Bertelsmann, Dräger Werke, Edeka, Schaltbau Holding oder die Stadtwerke Hannover. Die Emissionsvolumen dieser Genussscheine variieren zwischen 5 - 300 Mio. € und erreichen gewinnabhängige Verzinsungen von bis zu 15% p.a.. Die Laufzeiten der Wertpapiere liegen deutlich im langfristigen Bereich (über 10 Jahre) und die Stückelung der Anteile oft bei 100 €.

Für den Emittenten hat der börsennotierte Genussschein den Vorteil, dass dieses Instrument aufgrund des starken Eigenkapitalcharakters bei Banken und Rating-Agenturen zumindest teilweise als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen wird. Wie bei einer Anleihe ist die Emission eines Genussscheins unabhängig von der Rechtsform und die Verzinsungen sind auf Unternehmensebene – anders als Dividenden – in der Regel steuerlich abzugsfähig. Für den Anleger bietet der Genussschein durch seine gewinnabhängige Komponente eine risikoadäquate Verzinsung deutlich über der „Plain-Vanilla-Anleihe“. Schließlich hat ein börsennotierter Genussschein den Vorteil der fortlaufenden Fungibilität und eines organisierten Handels.

Wir meinen, dass es Zeit ist, ein über den Freiverkehr hinausgehendes Börsensegment wie den Entry Standard für diese Finanzierungsalternative bereitzustellen. Dies stellt mit seinen mittelstandsfreundlichen Anforderungen die notwendige Transparenz über den Emittenten sicher ohne ihn zu überfordern. Auswüchse wie Prokon im „grauen Markt“ sind dadurch leichter zu vermeiden oder mindestens zu begrenzen.

## Der Genussschein - ein börsentaugliches Finanzierungsinstrument

Sämtliche Maßnahmen, Wertpapiere bzw. Finanzierungsinstrumente mit starkem Privatanlegerbezug aus der „Schmuddelecke“ des Grauen Marktes zu holen, sind ein wichtiger Ansatz, um den deutschen Kapitalmarkt in seiner Effizienz und in der nachhaltigen Akzeptanz bei Investoren und Anlegern zu fördern. Deshalb ist es nach unserer Überzeugung wichtig, die Vielzahl existierender Finanzierungsinstrumente börsenfähig zu machen. Auf diese Weise gelingt es, den Investoren für ihre Anlageentscheidung die notwendigen Informationen über das Wertpapier und Emittenten in die Hand zu geben, wie es beispielsweise der Entry Standard vorschreibt. Wir glauben, dass Transparenz für alle Beteiligten – Emittenten wie Investoren – der beste Weg ist. Besser als manch diskutierter Einfall, dem Emittenten weitere und vor allem teurere Gebote aufzubürden oder sogar durch bürokratische Anlegerschutzvorschriften den Privatanleger aus dem Kapitalmarkt zu drängen.

Es ist daher sehr erfreulich, dass jüngst ein mittelständisches Unternehmen den Weg an die Börse mit einem bisher oft nur im Graumarkt platzierten Finanzierungsinstrument geschafft hat. Es handelt sich dabei um den Genussschein, der an den Börsen bisher nur selten zu finden ist und in der Regel von größeren Emittenten emittiert wird (siehe dazu unsere Kolumne 05/2014). Am 27. Mai 2014 startete die Notierungsaufnahme des Genussscheins der Senivita Sozial gemeinnützige GmbH im Open Market der Frankfurter Börse. In der rund zweiwöchigen vorherigen Zeichnungsperiode konnten sowohl Privatanleger als auch institutionelle Investoren über verschiedene Platzierungskanäle zeichnen, die auch bei Anleiheemissionen genutzt werden (Privatplatzierung an institutionelle Investoren über Banken, Nutzung der Zeichnungsfunktionalität der Börse (Xetra) sowie ein online-Zeichnungstool des Emittenten). Das Genussscheinpapier umfasst ein Volumen von bis zu 25 Mio. € und sieht eine fixe und variable Verzinsung sowie eine unendliche Laufzeit mit eingebauten Kündigungsfristen sowohl für den Anleger als auch für den Emittenten vor. Diese Struktur wurde deshalb gewählt, um den Genussschein beim Emittenten als Eigenkapital bilanzieren zu können. Bis zu 15 Mio. € des Genussscheinvolumens wurden für

bestehende Genussrechteinhaber und Gläubiger der bereits börsennotierten Inhaberschuldverschreibung reserviert, die ihre Papiere in den börsennotierten Genussschein umtauschen konnten. Dieses Umtauschangebot ist insbesondere für die Genussrechteinhaber attraktiv, da diese nun fungible Wertpapiere erhalten. Bis zur Notierungsaufnahme konnten neben dem Wertpapiertausch rd. 10 Mio. € neues Kapital für die Gesellschaft durch die Zeichnungen von Privatanlegern und institutionellen Investoren eingeworben werden. Dabei beträgt der Privatanlegeranteil rd. ein Drittel des Platzierungsvolumens von 10 Mio. €, die aus den Zeichnungsfunktionalitäten der Börse und des Emittenten stammen. Inklusiv dem Wertpapiertausch beträgt das erzielte Genussscheinvolumen zum heutigen Zeitpunkt bereits rd. 21 Mio. €.

Dass dieses Instrument auch am Sekundärmarkt Anklang findet, zeigt die positive Kursperformance des Genussscheins nach der Notierungsaufnahme mit Kursen deutlich über pari. An den ersten Handelstagen fand ein reger Börsenhandel mit vergleichsweise hohen Umsätzen statt. Er trug dazu bei, dass der Genussschein auch in den Handel der Stuttgarter Börse eingeführt wurde.

Wir wünschen dem deutschen Kapitalmarkt, dass Senivita nicht der einzige Emittent eines börsennotierten Genussscheins bleibt und viele mittelständische Unternehmen die Vorteile dieses eigenkapitalnahen aber stimmrechtslosen Finanzierungsinstrumentes erkennen. Zugleich sollte diese erfolgreiche Emission auch Anstoß für die Börsen sein, um ein eigenständiges Segment für diese Finanzierungsalternative bereitzustellen. Die Anforderungen des Entry Standards können dafür durchaus als Blaupause dienen und wurden von Senivita freiwillig gewählt.

## Die neue Delisting Regelung – Regelungsbedarf scheint notwendig

Das BGH-Urteil vom 8. Oktober 2013 ermöglicht es Vorständen börsennotierter Gesellschaften per Beschluss ihre Aktien von der Börse zu nehmen ohne den Aktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten. Die bis dahin geltende Rechtsprechung unterlag dem sogenannten Macrotron-Urteil, wonach ein komplettes Delisting nur unter Zustimmung der Hauptversammlung und unter der Abgabe eines Abfindungsangebotes der Gesellschaft bzw. des Großaktionärs an die Minderheitsgesellschafter erfolgen konnte.

Ein unkompliziertes und weniger kostspieliges Delistingprozedere ist grundsätzlich zu begrüßen, denn es liegt in der Natur der Sache, dass das Bedürfnis nach einer Börsenzulassung entfällt, wenn die Aufnahme weiteren Eigenkapitals über die Börse nicht mehr in Betracht kommt und die Publizitätswirkung der Börsennotiz keine Relevanz mehr hat. Für den Emittenten ist in dieser Situation die Börsennotierung nur noch ein Kostenfaktor, der eingespart werden kann. Ein erster Schritt, um aus dem strengen Regulierungskorsett des regulierten Marktes herauszukommen, ist ein „Downgrading“ in den qualifizierten Freiverkehr (wie bspw. Entry Standard oder m:access). Für den Emittenten entfallen damit vor allem die Aufwendungen für die Erstellung eines IFRS-Abschlusses. Für den Aktionär bedeutet dies, künftig eine Berichterstattung nach HGB in Kauf zu nehmen. Die volle Fungibilität bzw. Handelbarkeit der Aktie bleibt auch im qualifizierten Freiverkehr erhalten. Zudem soll nach den Plänen der EU auch für Unternehmen im Freiverkehr die Ad-hoc- sowie Director´s Dealing-Publizität bereits im kommenden Jahr zwingend sein. Somit wird es für den Aktionär auch im Bereich des Marktmissbrauchsrechts keinen Nachteil mehr geben. Problematischer hingegen ist für den Anleger der zweite Schritt eines kompletten Delistings. Dadurch sind seine Aktien weder im Freiverkehr noch in einem anderen öffentlichen Marktsegment handelbar. Der Gesetzgeber hat für Streubesitzbeteiligungen von weniger als 5% einen Vermögensschutz vorgesehen, der üblicherweise im Zuge einer Übernahme und einem angestrebten „Squeeze-out“ greifen soll. Bei einem aktienrechtlichen „Squeeze-out“ hat die

Hauptversammlung einem im Spruchverfahren überprüfbareren Abfindungsangebot zuzustimmen. Im Fall eines übernahmerechtlichen „squeeze-outs“ müssen 90% der freien Aktionäre das zuvor abgeschlossene Übernahmeangebot angenommen haben. Der ausscheidende Aktionär erhält ohne weiteren Beschluss der Hauptversammlung den Übernahmeangebotspreis als Abfindung. In der Praxis haben sich beide Verfahren bewährt und berücksichtigen mehr oder minder sowohl die Interessen des Haupt- als auch die der Minderheitsaktionäre.

Für den Anleger bedenklicher sind Delistingbemühungen, bei denen der Streubesitz deutlich über der Squeeze-out-Schwelle von 5% liegt. In diesem Fall ist es nach geltender Rechtsprechung nun möglich, dass der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Börsennotierung kündigt. Zwar schreibt die Frankfurter Wertpapierbörse eine Wirksamkeitsfrist von sechs Monaten bis zum Delisting vor; in der die Aktionäre ihre Anteile ggf. veräußern können, jedoch verliert der Aktienkurs in der Regel sofort mit Ankündigung der Delisting-Absicht erheblich an Wert. Dass dieses Szenario kein theoretischer Fall ist, zeigen die Delistingankündigungen von Marseille Kliniken, biolitec, Magix oder Deutsche Steinzeug, die noch einen Freefloat von mehr als 20% aufweisen.

Die Konsequenz eines „kalten Delistings“ mit hohem Streubesitzanteil wird sein, dass Neuemittenten mit geringerer Markkapitalisierung es schwieriger haben werden, institutionelle Anleger für die Zeichnung zu gewinnen. Dieses Delistingrisiko wird sich der Investor im besten Fall mit einem zusätzlichen Liquiditätsabschlag bezahlen lassen oder ganz auf die Zeichnung von SmallCap-Unternehmen verzichten. Aus unserer Sicht sollte es für „kalte Delistingvorhaben“ eine angemessene Abfindungspflicht geben.

## Wandelanleihen: Nicht nur für institutionelle Investoren

Die Stimmung an den Aktienmärkten ist derzeit alles andere als rosig. Die geopolitischen Krisen (Ukraine, Naher Osten) und die sich eintrübenden Konjunkturerwartungen in Deutschland und Europa ziehen die Index-Stände nach unten. Entsprechend nimmt die Volatilität an den Aktienmärkten wieder deutlich zu. Im Gegensatz dazu gibt es an den Rentenmärkten keine Anzeichen, dass das Zinsniveau zumindest in Europa in der nächsten Zeit merklich steigen wird. Dieser Mix aus volatilen Aktienmärkten und niedrigen Zinsen stützt in den letzten Monaten das Segment der Wandelanleihen.

Investoren besitzen mit der Wandelanleihe die Möglichkeit, zum einen an steigenden Aktienmärkten zu verdienen und zum anderen ihr Risiko durch die Tilgung der Anleihe zzgl. ihrer Verzinsung zu minimieren. Mit europäischen Wandelanleihen konnten die Anleger im Jahr 2013 eine beachtliche Rendite von 13,5% erzielen. Für dieses Jahr werden 8 - 10% erwartet. Als Faustformel antizipieren Wandelanleihen die Aufwärtsbewegung der Aktien zu 2/3 und die Abwärtsbewegung nur zu 1/3. Dieses Umfeld wird natürlich auch von Unternehmen zur Ausgabe von Wandelanleihen genutzt. Lag das Emissionsvolumen in Europa im Jahr 2012 bei 15,6 Mrd. US\$ (40 Emissionen), so stieg das Volumen im Jahr 2013 auf 26,2 Mrd. US\$ (74 Emissionen). In den neuen Monaten des laufenden Jahres konnten bereits 21,5 Mrd. US\$ (52 Emissionen) an den Märkten platziert werden. Deutsche Emittenten waren im Jahr 2012 mit 5,1 Mrd. US\$ Emissionsvolumen besonders aktiv. Im Jahr 2013 fiel das Volumen auf nur noch 1,1 Mrd. US\$. Im laufenden Jahr stieg das Volumen wieder auf 3,2 Mrd. US\$ mit insgesamt 7 Emissionen. Im Vergleich zum typischen Anleihenmarkt ist der Wandelanleihen-Emissionsmarkt deutlich volatil und kleiner<sup>1</sup>.

Was macht die Emission einer Wandelanleihe für Emittenten so attraktiv?

Das Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass der Kupon entsprechend niedrig ausfallen kann. Bei einigen jüngsten Emissionen liegt dieser sogar bei 0%<sup>2</sup>. Zum anderen kann die Gesellschaft durch eine hohe Wandlungsprämie auf den Aktienkurs einen höheren Emissionserlös erzielen. Im Durchschnitt liegt dieser aktuell bei 20-30%.

<sup>1</sup> Vgl. Corporate-Bond-Markt deutscher Non-Financial-Emittenten von 94 Mrd. US\$ in 2013

<sup>2</sup> Z.B. EON im Sept. 2014, RAG Stiftung im Juni 2014

Damit wird die potentielle Verwässerung um diesen jeweiligen Wandlungsprämienbetrag verringert. Die Voraussetzung für die Emission einer Wandelanleihe ist grundsätzlich die Bereitstellung eines entsprechend hohen bedingten Kapitals, das bei der Wandlung in Anspruch genommen wird. Beträgt das für die Wandlung reservierte Aktienkapital mehr als 10% des Grundkapitals des Emittenten, so ist nach AktG den Aktionären grundsätzlich ein Bezugsrecht für den Bezug der Wandelanleihe einzuräumen. Die Bezugsfrist beträgt mindestens zwei Wochen, in der die Bezugsrechte auch an einer Börse gehandelt werden können. Obwohl das Wandlungsrecht lange vor der Fälligkeit der Wandelanleihe (im Durchschnitt 5 Jahre) in Anspruch genommen werden kann, wird meistens erst bei Fälligkeit gewandelt, sofern natürlich die Aktien über dem Wandlungspreis liegen. Die Wandelanleihe wird grundsätzlich bilanziell als Fremdkapital ausgewiesen. Nach IFRS kann der Optionswert des Wandlers als Eigenkapital verbucht werden.

Das durchschnittliche Emissionsvolumen einer Wandelanleihe, das von deutschen Emittenten in den letzten Jahren platziert wurde, liegt bei rd. 200 Mio. US\$ und damit auch im Fokus institutioneller Investoren. Bei kleineren Emissionen spielen vor allem spezialisierte kleinere Fonds bzw. Family-Offices eine Rolle aber auch Privatanleger treten mehr in den Fokus. Möchte ein mittelständisches Unternehmen dieses Finanzierungsinstrument nutzen, ist es gut beraten, seine Streubesitzinvestoren oder neue externe Privatanleger in die Vermarktung dieses Instrumentes einzubinden. Dies kann geschehen durch handelbare Bezugsrechte auf die Wandelanleihe und eine auf Retail-Anleger ausgelegte Finanzkommunikation. Darüber hinaus sollte sich auch die Börse als Handelsplätze Gedanken machen, dieses Instrument innerhalb der neuen „Prädikats“-Anleihen-Segmente mit aufzunehmen, da dieses eine durchaus qualitative Bereicherung in dem jetzigen schwierigen Mittelstandsanleihen-Umfeld wäre. Da in Frage kommende Emittenten grundsätzlich nur börsennotierte Gesellschaften mit entsprechender Kapitalmarkthistorie sind, ist das Ausfallrisiko geringer als bei der traditionellen „Mittelstandsanleihe“. Eine „Mittelstandswandelanleihe“ im Regelwerk des „Entry Standard“ oder der Regionalbörsen würde diesen Segmenten im jetzigen Zinsumfeld gut stehen.

## Die Wandelanleihe verbindet zwei Welten

Das derzeitige volatile Aktienmarktumfeld macht es Anlegern schwer, sich auf eine Strategie festzulegen. Hinzu kommt, dass die Rentenmärkte zumindest in Europa vermutlich noch für eine längere Zeit bei einem niedrigen Zinsniveau verharren. Aktuell rentiert eine fünfjährige Bundesanleihe bei nur noch 0,125%. Selbst High-Yield Anleihen mit Ratingnoten von BB und gleicher Laufzeit werfen kaum noch Renditen von mehr als 3% ab. Für Emittenten ist dieses Umfeld zumindest auf der Fremdkapitalseite bei entsprechender Solvenz natürlich ideal für Refinanzierungen oder Neuaufnahmen. Ein Mix aus volatilen Aktienmärkten und niedrigen Zinsen begünstigt das Finanzierungsinstrument „Wandelanleihe“, das das Beste aus dieser Konstellation macht.

Für den Anleger eröffnet die Wandelanleihe die Möglichkeit, zum einen an steigenden Aktienmärkten zu partizipieren und zum anderen sein Risiko durch die Tilgung der Anleihe zzgl. ihrer Verzinsung zu minimieren. Mit Wandelanleihen konnten Investoren in den letzten 15 Jahren jährliche Renditen von 7,2% erzielen und damit andere Anlageklassen übertreffen. Im gleichen Zeitraum gelang es Aktien eine Rendite von 6,5% p.a. und Unternehmensanleihen nur 5,6%<sup>1</sup> zu erzielen. Es gibt eine Faustregel, wonach Wandelanleihen die Aufwärtsbewegung der Aktien zu 2/3 und die Abwärtsbewegung nur zu 1/3 mitmachen.

### Marktübersicht

Das günstige Umfeld wird natürlich auch von Unternehmen zur Ausgabe von Wandelanleihen genutzt. Das Emissionsvolumen europäischer Emittenten (Non-Financial) liegt im Jahr 2012 bei 18,2 Mrd. US\$ (49 Emissionen). Im Jahr 2013 stieg das Volumen auf fast 30 Mrd. US\$ bzw. 82 Emissionen. Bis zum 10. November 2014 sind im laufenden Jahr rund 24 Mrd. US\$ durch 57 Emissionen an den Märkten platziert worden. Der Anteil deutscher Emittenten im europäischen Corporate Convertible Bondmarkt lag im Jahr 2012 mit 6,6 Mrd. US\$ Emissionsvolumen bei rund 36%. Im Folgejahr 2013 fiel das Volumen auf 1,1 Mrd. US\$ und damit auch der Anteil am Gesamtmarkt

<sup>1</sup> Vgl. Studie von Fisch Asset Management / Bloomberg, UBS in der FAZ vom 19.08.2014 veröffentlicht

auf nur noch rd. 4%. Im laufenden Jahr stieg das Volumen wieder auf 3,2 Mrd. US\$ mit insgesamt acht Emissionen, was einem Anteil von rd. 14% gleichkommt. Im Vergleich zum klassischen Anleihenmarkt ist der Wandelanleihen-Emissionsmarkt deutlich volatil und kleiner. So entspricht das Emissionsvolumen des europäischen Convertible Bondmarktes selbst im Boomjahr 2013 nur rund 6% des gesamten europäischen Corporate Bondmarktes<sup>2</sup>.

### **Zahlreiche Vorteile**

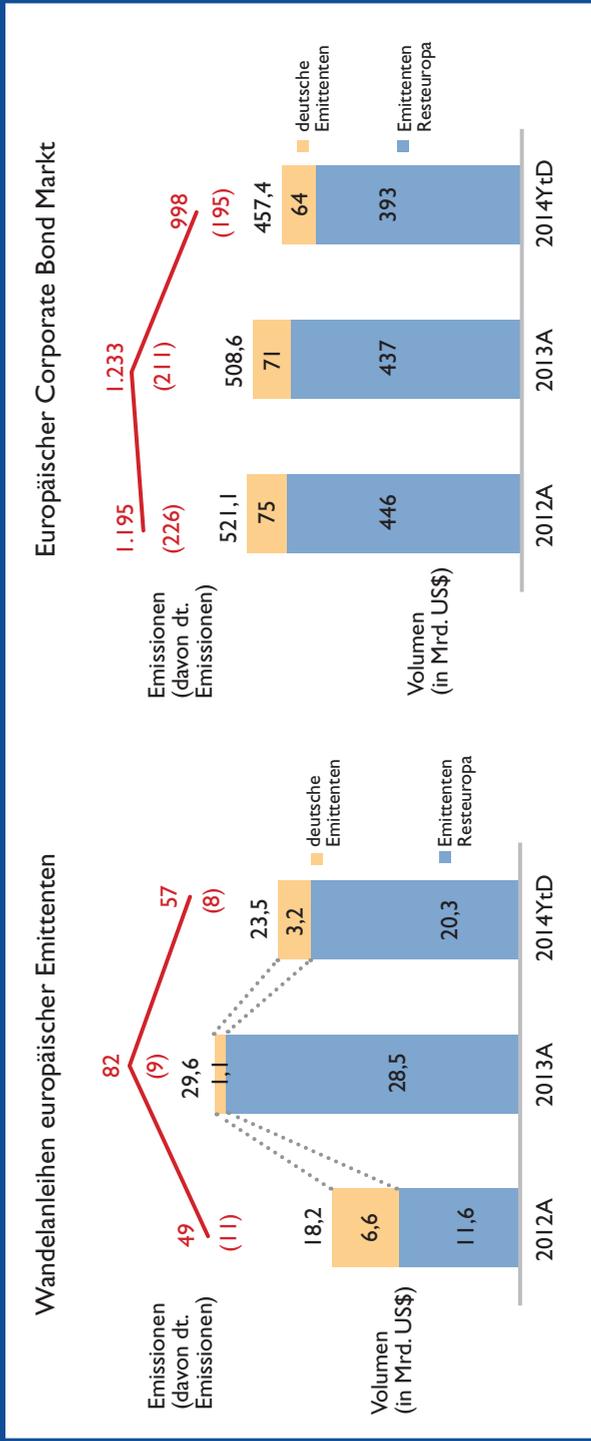
Das derzeitige Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass der Kupon entsprechend niedrig ausfallen kann. Das in der Wandelanleihe eingebaute Optionsrecht ermöglicht einen zusätzlichen Zinsdiscount, der i.d.R. 100 bis 200 Basispunkte unter dem Kupon einer Standardanleihe des Emittenten liegt. Bei einigen jüngeren Emissionen (z.B. EON im September 2014, RAG Stiftung im Juni 2014) liegt die Verzinsung sogar bei 0%. Da die Wandelanleihe dem Inhaber eine definierte Anzahl von Aktien im Falle einer künftigen Wandlung garantiert, entspricht die Ausgabe einer Wandelanleihe einer vorgelagerten Kapitalerhöhung. Durch eine möglichst hohe Wandlungsprämie auf den Aktienkurs zum Zeitpunkt der Emission kann im Gegensatz zu einer klassischen Kapitalerhöhung – hier erfolgt i.d.R. ein Abschlag – ein höherer Emissionserlös erzielt werden. Im Durchschnitt liegt die Wandlungsprämie bei 20%.

Im aktuellen Umfeld können sogar höhere Prämien am Markt durchgesetzt werden (z.B. FRESENIUS mit 35%). Je höher diese Prämie ausfällt, desto geringer ist die künftige potentielle Verwässerung für das gewünschte Zielemissionsvolumen. Die Voraussetzung für die Emission einer Wandelanleihe ist grundsätzlich die Bereitstellung eines entsprechend hohen bedingten Kapitals, das bei der Wandlung in Anspruch genommen wird. Beträgt das für die Wandlung reservierte Aktienkapital mehr als 10% des Grundkapitals, so ist nach AktG den Aktionären generell ein Bezugsrecht für den Bezug der Wandelanleihe einzuräumen<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Sämtliche genannte Statistiken wurden aus der Datenbank von Thomson Financial entnommen.

<sup>3</sup> Vgl. § 272 Abs. 2 Nr. 2 HGB

**ABB. 1: EUROPÄISCHER WANDELANLEIHEN- VS. UNTERNEHMENSANLEIHENMARKT**



Quelle: Thomson Financial, Emissionen in Europa (Non Financials), Stand 10.11.2014

TAB. 1: ÜBERBLICK DEUTSCHER EMITTENTEN VON WANDELANLEIHEN 2013-2014

	Emissions- datum	Volumen in Mio. US\$	Ausgabe- kurs in %	Wandlungs- prämie	Kupon in %	Laufzeit
PNEWind AG	09.10.2014	8	100	17,00%	3,75	10.10.2019
EON Beteiligungen AG	23.09.2014	147	101	22,50%	0,00	24.09.2018
Fresenius Medical Care AG & Co.	16.09.2014	518	100	35,00%	1,13	31.01.2020
Deutsche Wohnen AG	08.09.2014	540	100	27,50%	0,88	08.09.2021
SAF-Holland S.A.	05.09.2014	135	100	20,00%	1,00	12.09.2020
RAG-Stiftung	04.06.2014	816	100	37,50%	0,00	01.12.2018
LEG Immobilien AG	07.04.2014	412	100	30,00%	0,50	27.05.2021
Cancom SE	20.03.2014	62	100	20,00%	0,88	17.03.2019
Fresenius SE & Co KGaA	18.03.2014	697	100	35,00%	0,00	25.08.2019
Adler Real Estate AG	23.12.2013	15	100	0,00%	6,00	27.12.2018
Drillisch AG	05.12.2013	137	100	22,50%	0,75	02.12.2018
VIB Vermögen AG	26.11.2013	35	100	0,00%	4,50	28.11.2015
Deutsche Wohnen AG	19.11.2013	338	100	30,00%	0,50	19.10.2020
Wige Media AG	13.08.2013	3	100	0,00%	4,00	05.08.2015
Heidelberger Druckmaschinen AG	03.07.2013	78	100	37,17%	8,50	30.06.2017
Alstria Office REIT-AG	07.06.2013	105	100	15,00%	2,75	04.06.2018
AIR Berlin Finance BV	27.02.2013	184	100	25,00%	6,00	03.06.2019
KUKA AG	06.02.2013	214	100	26,00%	2,00	12.02.2018

Quelle: Thomson Financial, Stand 10.11.2014

Die Bezugsfrist beträgt mindestens zwei Wochen, in der die Bezugsrechte auch an einer Börse gehandelt werden können. Obwohl das Wandlungsrecht lange vor der Fälligkeit der Wandelanleihe in Anspruch genommen werden kann, wird meistens erst bei Fälligkeit gewandelt. Natürlich nur, wenn die Aktien über dem Wandlungspreis liegen.

#### **Eigentlich „Fremdkapital“**

Die Wandelanleihe wird bis zur Wandlung bilanziell als Fremdkapital ausgewiesen. Sowohl nach HGB als auch nach IFRS wird jedoch ein möglicher Optionswert des Wandlers zum Eigenkapital zugerechnet. Nach HGB ist das Agio bzw.

der Zinsvorteil in die Kapitalrücklage einzustellen und gleichzeitig wahlweise als Aufwand zu erfassen oder in der Rechnungsabgrenzung zu aktivieren<sup>4</sup>. Nach IFRS wird zunächst der Zeitwert der Anleihe ohne Wandlungsrecht ermittelt.

Das mittlere Emissionsvolumen einer Wandelanleihe deutscher Emittenten lag in den letzten Jahren bei ca. 200 Mio. US\$ und damit auch im Fokus institutioneller Investoren. Bei kleineren Emissionen spielen vor allem spezialisierte kleinere Fonds bzw. Family Offices eine Rolle, aber auch Privatanleger treten mehr in den Fokus. Möchte ein mittelständisches, börsennotiertes Unternehmen eine Wandelanleihe in einem für institutionelle Anleger wenig attraktiven Volumen (<100 Mio. EUR) emittieren, so empfiehlt es sich, seine Streubesitzinvestoren oder neue externe Privatanleger in die Vermarktung einzubinden. Dies kann durch handelbare Bezugsrechte auf die Wandelanleihe, eine auf Retail-Anleger ausgelegte Finanzkommunikation und eine privatanlegerfreundliche Stückelung der Wandelanleihe geschehen. Hierfür ist die Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts zwingend.

### **Besser mit Börsennotierung**

Darüber hinaus empfiehlt es sich, die begebene Wandelanleihe in den Börsenhandel einzubeziehen. Für nichtbörsennotierte Unternehmen ist die Emission einer sog. „Going Public“-Anleihe denkbar, wonach der Zeichner im Falle eines künftigen IPOs die Anleihe in Aktien wandeln kann. Dieses Instrument ist bei Biotechunternehmen in der Pre-IPO-Finanzierungsrunde gängig<sup>5</sup>. Die Wandelanleihe bietet den Emittenten zahlreiche Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich Laufzeit, Wandlungsvolumen oder Verzinsung und ist, was die Nachfrage betrifft, nicht nur auf institutionelle Anleger beschränkt.

<sup>4</sup> Vgl. IAS 32

<sup>5</sup> z.B. NOXXON Pharma AG







**BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY**

Römerstraße 109 | 71229 Leonberg  
BOX 1338 | 71203 Leonberg

**T** + 49 (0) 71 52.61 01 94.0

**F** + 49 (0) 71 52.61 01 94.9

**@** [info@blaettchen-fa.de](mailto:info@blaettchen-fa.de)

[www.blaettchen-fa.de](http://www.blaettchen-fa.de)