

# Kolumnensammlung

---

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Uwe Nespethal



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

# INHALT

	Vorwort	5
01/11	Viel Licht und wenig Schatten	8
02/11	Neue Chancen für Börsenkandidaten	10
03/11	Das Börsenfenster steht offen	12
04/11	Finanzinvestoren nutzen den Kapitalmarkt	14
05/11	Familienunternehmen und Kapitalmarkt	16
06/11	China bleibt der IPO-Motor der Welt	18
07/11	Ein Jahr „Corporate Bonds für den Mittelstand“	20
08/11 09/11	Die IPO-Parties finden anderswo statt	22
10/11	Die erste Bewährungsprobe für die Mittelstandsanleihen	24
11/11	Neue Erkenntnisse zur Mittelstandsfinanzierung in Deutschland	26
12/11	Kapitalmarktalternativen für Private Equity	28





Liebe Freunde unseres Hauses,

das Jahr 2011 war für den Kapitalmarkt zweigespalten. Bis Ende Juli 2011 sahen wir eine sehr erfreuliche Entwicklung an sämtlichen Märkten. Die Aktienindizes DAX und MDAX konnten von Jahresbeginn an ohne größere Turbulenzen um 5% bzw. 6% zulegen. Nur der TecDAX verlor bis zu diesem Zeitpunkt 1,4% an Wert, was vor allem den Solar-Werten geschuldet war. Erfreulicherweise befand sich auch der Primärmarkt für Eigenkapital in einer aufnahmefreudigen Verfassung. Bis zur Sommerpause wurden zwölf Börseneinführungen mit einem Gesamtvolumen von 1,4 Mrd. € platziert. Im Anleihen-Primärmarkt für mittelständische Emittenten konnten 24 Emissionen mit einem Gesamtvolumen von 1,25 Mrd. € an den vier Börsenplätzen Stuttgart, Frankfurt, Düsseldorf und Hamburg/Hannover ihre Anleger finden.

Leider hielt diese erfreuliche Entwicklung nicht an. Die sich zuspitzende Schuldenkrise in den Euro-Peripheriestaaten sowie die Abstufung der USA durch die Ratingagentur S&P trübte im Ferienmonat August die Marktstimmung blitzartig ein. Ab diesem Zeitpunkt befanden sich sämtliche Märkte regelrecht im freien Fall. So mussten die wichtigsten Aktienindizes bis zum Erreichen ihrer Tiefststände dramatische Kursverluste verbuchen: DAX -31%, MDAX -28% und TecDAX -27%. Auch der Anleihemarkt konnte sich diesem extremen Stimmungsumschwung nicht entziehen. Die Risikospreads weiteten sich innerhalb weniger Wochen deutlich aus. Lag beispielsweise der iTraxx Europe Cross Over Zinsspread mit einer 5-jährigen Laufzeit im Juli noch bei rund 4%, so stieg dieser im Monat September auf über 8,5% an. Der im Juli erstmalig veröffentlichte Mittelstandsanleihen-Index bondm verlor in kürzester Zeit 12% an Wert. Die Tiefst-

stände wurden im Oktober erreicht. Ferner machte sich die Unsicherheit durch eine ausgeprägt hohe Kursvolatilität an allen Märkten bemerkbar, die sich bis Ende 2011 kaum reduzierte. Dieser extreme Kursverfall und die anhaltende Volatilität führten dazu, dass die Primärmarktaktivitäten zum Stillstand gekommen sind. Im Aktienbereich gelang es nur noch einem Unternehmen mit einem Emissionsvolumen von rund 5 Mio. € der Sprung an die Börse. Ähnliche Entwicklungen lassen sich an fast allen wichtigen Börsenplätzen in Europa oder USA beobachten. In den USA hat sich der IPO-Markt im letzten Quartal allerdings wieder deutlich belebt. Im mittelständischen Anleihenmarkt versuchten es immerhin noch sieben Emittenten mit einem Zielvolumen von bis zu 260 Mio. €, neue Investoren zu finden. Nur zwei dieser Emittenten konnten ihr Zielvolumen innerhalb der ersten zwei Wochen vollständig platzieren.

So führt uns das Jahr 2011 zu zwei zentralen Schlussfolgerungen: Erstens erreichte der mittelständische Anleihenmarkt mit einem Gesamtemissionsvolumen von rd. 1,5 Mrd. € in etwa das Niveau, das dem Primärmarkt für Aktien entspricht. Wir sind der Überzeugung, dass trotz des schwierigen Kapitalmarktumfeldes der letzten Monate des Jahres 2011 die Anleihe als alternatives Finanzierungsinstrument seinen Platz in der langfristigen Unternehmensfinanzierung gefunden hat. Allerdings unterliegt der Primärmarkt für Mittelstandsanleihen ebenfalls den schwer prognostizierbaren Zyklen des Kapitalmarktes. Zweitens zeigen die erfolgreichen Börseneinführungen an der NASDAQ von Groupon im November oder Zynga im Dezember 2011, dass interessante Equity-Stories bzw. sehr gut aufgestellte Unternehmen auch in einem schwierigen Börsenumfeld ihre Investoren finden. Dies gilt auch für den Anleihenmarkt. Im Segment der Benchmark-Anleihen refinanzierten sich Unternehmen wie Linde oder HeidelbergCement problemlos zu günstigen Bedingungen. Daher begrüßen wir den Schritt der Deutsche Börse AG, den Anleihenmarkt durch die Gründung eines „Prime Standard für Anleihen“ für Benchmark-Bonds zu erweitern. Vor allem für kleinere Anleger wird dadurch eine bisher kaum zugängliche Investmentwelt im Primär- und Sekundärmarkt erschlossen.

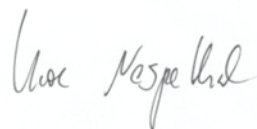
Was die Entwicklung unseres Unternehmens nach dem Ausscheiden aus der Blättchen & Partner AG im Sommer 2010 angeht, war das Jahr 2011 trotz Turbulenzen sehr erfolgreich. Wir haben die Anleihe der Firma Albert Reiff GmbH & Co. KG im Mai 2011 in das Handelssegment bondm der Stuttgarter Börse begleiten können und sind bondm-Coach für REIFF sowie für RENA.

Anknüpfend an die vergangenen Jahre möchten wir Ihnen mit diesem Sammelwerk einen Überblick über die Kapitalmarktthemen des vergangenen Jahres geben, die wir als Kolumnen in den Going Public Magazinen veröffentlicht haben. Dafür möchten wir uns herzlichst beim Going Public Media Team für ihre Unterstützung bei der Veröffentlichung unserer Kolumnen bedanken. Unser Dank gilt natürlich auch allen Geschäftspartnern und Freunden unseres Hauses.

Leonberg, im Januar 2012



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

## Viel Licht und wenig Schatten

**F**ür Optimisten gilt der Grundsatz "In jeder Krise stecken neue Chancen". In der Tat haben Optimisten für das Jahr 2010 Recht behalten, obwohl die immensen Auswirkungen der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise zu verdauen waren. So zeigte sich der Kapitalmarkt 2010 als zuverlässiger und sogar für mittelständische Unternehmen wieder gangbarer Weg für eine Wachstumsfinanzierung in der Aufschwungsphase.

Nach einer fast zweijährigen Pause öffnete sich im Frühjahr wieder das Fenster für Börseneinführungen, das Kabel Deutschland, Tom Tailor oder BRENNTAG sehr erfolgreich nutzten. Bis zum Stichtag 06. Dezember 2010 konnten nach unseren Recherchen insgesamt 15 Emittenten erfolgreich einen Börsengang realisieren und dabei rund 2,7 Mrd. € über den Kapitalmarkt einsammeln. Erstzeichner, die bei diesen Emissionen zum Zuge kamen, erzielten bei ausgewählten Neuemissionen beachtliche zweistellige Kursgewinne (Kabel Deutschland über 60%, Brenntag über 45%, Ströer über 24% oder Kinghero über 56%). Im Schnitt lag die IPO Performance bei allen Emissionen bei plus 10%, worunter die vier PE finanzierten IPOs die höchsten Kurssteigerungen aufweisen. Im Vergleich zum Gesamtmarkt relativiert sich diese Performance, da der DAX bis zum heutigen Stichtag eine Wertsteigerung von rund 17% erzielen konnte.

Auch die Performance in den Small und Mid Cap-Indizes fiel erfreulich aus. So konnte der MDAX in diesem Jahr eine Wertsteigerung von rund 30% und der SDAX sogar von über 37% erzielen. Diese Konstellation stimmt uns für das kommende Jahr 2011 sehr zuversichtlich, dass auch wieder klassische mittelständische Unternehmen im Fokus von IPO-Investoren stehen. Zugleich liegt auch unsere Erwartung darin, dass auch wieder deutsche Anleger, sowohl Privatanleger wie auch institutionelle Investoren, den Mut fassen, Neuemissionen zu zeichnen und den IPO-Markt nicht ausschließlich angelsächsischen Investoren überlassen. Positiv stimmt uns auch, dass auf globaler Ebene das Jahr 2010 ein Rekordjahr für IPOs mit über 300 Mrd. US\$ Emissionsvolumen darstellen und den bisherigen Rekord aus dem Jahr 2007 übertreffen wird. Haupttreiber dieses Booms sind wie bereits in den letzten zwei Jahren die aufstrebenden Schwellenländer - allen voran China.



Im Sommer 2010 eröffnete sich eine bisher unbekannte Alternative in der Fremdfinanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt für mittelständische Unternehmen. Die Gründung von bondm an der Stuttgarter Börse, als Kapitalmarktalternative für Fremdkapital entwickelte sich in den wenigen Monaten seit Bestehen zu einer funktionierenden Primär- und Sekundärmarktplattform. Bis Ende dieses Jahres werden voraussichtlich acht Unternehmen mit einem Gesamtemissionsvolumen von über 750 Mio. € notieren. Diese Idee der Fremdkapitalaufnahme über den öffentlichen Kapitalmarkt trifft den Nerv der Zeit. Dies belegen die aktuellen Bemühungen der Börsen Frankfurt, München und Düsseldorf, ein ähnlich strukturiertes Börsensegment mit Fokus mittelständischer Emittenten und Privatanleger anzubieten.

Das Nachkrisenjahr 2010 lässt Emittenten wieder realistischer über die Option eines Kapitalmarktgangs nachdenken. Schließlich wurden über Börseneinführungen und Barkapitalerhöhungen immerhin 20 Mrd. € und über inländische Unternehmensanleihen bis Ende Oktober 47 Mrd. € aufgenommen. So sind die Optionen für eine alternative oder ergänzende Mittelaufnahme im Fremdkapitalbereich im Rahmen eines „IBOs“ (Initial Bond Offering) für mittelständische Unternehmen genauso realistisch geworden wie ein „IPO“. Mit dieser Ausgangslage schauen wir optimistisch auf 2011.

## Neue Chancen für Börsenkandidaten

**D**as aktuelle Stimmungsbild an den Börsen ist so gut wie seit dem Jahr 2004 nicht mehr. Aktuell bewegt sich der DAX um die 7.000 Punkte, wo er zuletzt im Jahr 2008 vor dem großen Kursverfall stand. Noch positiver sieht es bei den Small- und Mid-Cap Indices aus, die ihre damaligen Höchststände vor der Krise wieder erreichen konnten. Diese positive Stimmungslage an den Sekundärmärkten führte auch dazu, dass das Stimmungsbarometer an den Primärmärkten (IPO-Markt) wieder auf ein Niveau gestiegen ist, wie wir es in den Jahren 2004 bzw. 2005 zuletzt gesehen haben. Ein erstes Anzeichen für die Erholung waren die 16 Neuemissionen des vergangenen Jahres, die immerhin 2,7 Mrd. € platzieren und damit den nahezu zweijährigen Stillstand beenden konnten. Aus unseren Gesprächen mit Investoren, Banken aber auch potentiellen Emittenten erwarten wir für das Jahr 2011 einen kleinen „IPO-Boom“, der im Gegensatz zum letzten Jahr vor allem mittelständischen Emittenten zugutekommen sollte.

Allerdings hat sich die IPO-Landschaft im Vergleich zum letzten Boom der Jahre 2005 bis 2007 merklich verändert. Zum einen hat sich der Kreis der potentiellen Konsortialführer deutlich reduziert. Emissionsbanken, die in den vergangenen Jahren noch eine dominierende Rolle in der Platzierung von Neuemissionen gespielt haben, sind verschwunden (Dresdner Bank, sowie einige angelsächsische Institutionen) oder befinden sich in einer Restrukturierungsphase, die ein zurückhaltendes Engagement bei IPO-Lead-Mandaten erwarten lässt. Zum anderen treten kleinere, spezialisierte Investmentbanken auf, die sich gezielt auf entweder kleinere Emissionen oder auf ausländische Emittenten aus dem asiatischen Raum konzentrieren.

Auf der Investorensseite hat sich der seit Jahren zu beobachtende Trend der Dominanz ausländischer, institutioneller Investoren bei deutschen IPOs weiter verstärkt. Deutsche institutionelle Investoren verabschieden sich immer mehr aus dem Aktiengeschäft bzw. dem Investment in Neuemissionen. In den Emissionen des Jahres 2010 nahmen sie im besten Fall noch eine Quote von 10% des Zeichnungsvolumens ein. Auf der anderen Seite ist weiter zu beobachten, dass der Privatanleger bei Neuemissionen im Aktienbereich kaum mehr eine Rolle

spielt und weiterhin sehr stiefmütterlich seitens der Emittenten und vor allem der begleitenden Emissionsbanken behandelt wird. Eine auf Privatanleger ausgerichtete Finanzkommunikation ist gar nicht bzw. bisher nur rudimentär bei der Vermarktung zu finden, was sich natürlich im Zeichnungsergebnis entsprechend widerspiegelt. Inwieweit beim Privatanleger dennoch Interesse an Neuemissionen besteht, zeigte jüngst der „Pre-IPO-Aktienhandel“ bei Facebook. Zudem kann hier auch ein neues Phänomen beobachtet werden, wonach neben dem Informationsaustausch innerhalb der sozialen Netzwerke auch eine Plattform für den „grauen Aktienmarkt“ entsteht. Kritische Kommentatoren hinterfragen, warum ein überzogener Anlegerschutz dazu führt, dass immer mehr unregulierte „Schattenvehikel“ zum Zuge kommen. Die Vernachlässigung der Privatinvestoren beim General Motors-IPO hat hier wohl eine Diskussion angeheizt, die 2004 mit der „Dutch Auktion“ von Google noch nicht denkbar war: Warum sollen Kleinanleger nicht mehr an den Chancen von Amerikas aussichtsreichsten Unternehmen teilnehmen und dieses Privileg nur den Goldman Sachs Kunden vorbehalten sein? Vielleicht bietet diese Diskussion neue Ansätze für Veränderungen des IPO-Marktes wie wir es bei kapitalmarktfinanziertem Fremdkapital 2010 erleben konnten. Die Alternative eines „Nonunderwritten IPO“ bzw. der Eigenemission von Aktien mit anschließender Notierungsaufnahme in einem börsenregulierten Marktsegment (wie dem Entry Standard) platziert bei Privatinvestoren, könnte vor allem für Small-Cap- und High-Tech-Emissionen ein interessantes Instrumentarium werden. Wie eine Eigenemission funktioniert, zeigt das neugeschaffene Segment „bondm“ für Anleihen der Stuttgarter Börse. Diese Idee der Eigenemission von Aktien wäre eine konsequente Antwort in Bezug auf die immer weiter institutionalisierte Banken- und Investorenwelt, die vermehrt den Privatanleger außen vor lässt. Vielleicht bringt das Jahr 2011 hierfür die Initialzündung.

## Das Börsenfenster steht offen

In den ersten Wochen des neuen Jahres hat es eine sehr gute Steilvorlage für das Emissionsjahr 2011 gegeben: der Fahrradhersteller Derby Cycle konnte am 4. Februar 2011 sein Börsendebüt im Prime Standard feiern. Mit einem Emissionsvolumen von rd. 75 Mio. € und mit einem Kursgewinn zum Zeitpunkt der Erstnotierung von über 5% startete ein typisch mittelständisches Unternehmen den Handelsaufakt im Primärmarkt für Eigenkapital. Besonders hervorzuheben ist hierbei der hohe Umplatzierungsanteil des Finanzinvestors FINATEM, der über die Börse seinen Anteil von ursprünglich 85% auf rd. 10% reduzieren konnte und einen Ausstieg realisierte. Erfreulich zeigte sich in den ersten Wochen des neuen Jahres auch der Primärmarkt für Fremdkapital: so gelang es dem Maschinenbauer MAG IAS, eine Anleihe in Höhe von 50 Mio. € in bondm zu platzieren. Ebenfalls erfolgreich war die Anleihenemission von Centrosolar. Zwei weitere Emissionskandidaten (SIC Processing und Joh. Friedrich Behrens) stehen in den Startlöchern. Damit steht der Kapitalmarkt den Emittenten im Eigen- und Fremdkapital wieder offen.

Obwohl in jüngster Zeit die Anleihenemissionen mittelständischer Emittenten in der öffentlichen Diskussion kritisch beurteilt wurden, lassen sich sowohl Emittenten als auch Investoren nicht abschrecken. Dabei werden als Kritikpunkte zum einen die vergleichsweise hohen Emissionskosten und zum anderen die unzulängliche Platzierungssicherheit einer Eigenemission angeführt. Der erste Kritikpunkt bringt oft den fragwürdigen Vergleich der relativen Kosten (Emissionskosten im Verhältnis zum Emissionsvolumen) zwischen einer Mittelstandsanleihe (im Bereich zwischen 50 und 100 Mio. €) mit einer Benchmark-Anleihe (> 500 Mio. €) ins Spiel. Bei einer mittelständischen Anleihe (Emissionsvolumen von ca. 50 Mio. €) sind einmalige Kosten zwischen 4,0% und 5,0% zu kalkulieren, bei dem der Großteil als variable Kosten anfällt. Bei einer Benchmark-Anleihe sind die relativen Platzierungskosten natürlich geringer: Sie liegen in der Regel zwischen 1,0% bis 2,0%. Der zweite Kritikpunkt bezüglich der Platzierungsunsicherheit einer Eigenemission, kann sicherlich nur gelten, wenn die Platzierung in einer sehr kurzen Frist (bspw. zwei Wochen) erfolgen muss. In der Tat können in diesem kurzen Zeitraum externe Ereignisse dazu führen, dass eine Platzierung

nicht vollständig abgeschlossen werden kann. Diese Platzierungsunsicherheit findet sich aber auch bei einer „underwritten“ Aktien- oder Anleiherestplatzierung, bei der grundsätzlich eine Zeichnungsfrist von max. zwei Wochen vorgesehen wird. Das „klassische“ Bookbuilding oder das „decoupled“ Bookbuilding versuchen, diese Platzierungsunsicherheiten durch Preis- und Mengenflextibilität zu mindern. Beim Konzept der Eigenemission hingegen steht für den Emittenten eine Platzierungsdauer von maximal 12 Monaten zur Verfügung. Sollte innerhalb der ersten zwei Wochen, in der bei einer bondm-Emission das Platzierungstool „Zeichnungsbox“ der Stuttgarter Börse angewandt werden kann, die vorgesehene Platzierungshöhe nicht erreicht werden, so steht es dem Emittenten frei, sein eigenes Orderbuch (bspw. Onlineportal) weiter offen zu lassen. In einem späteren, günstigeren Umfeld kann die Platzierung durch gezielte IR-Maßnahmen wiederbelebt werden. Darüber hinaus kann die Technik des öffentlichen Abverkaufs über die Börse genutzt werden, in dem neue Stücke im Markt platziert werden. Diese in der Praxis erfolgreich angewandten Eigenemissionstechniken können die Platzierungsunsicherheiten deutlich reduzieren. Sicherlich ist es immer wünschenswert innerhalb einer sehr kurzen Frist die Platzierung abzuschließen. Dies gilt vor allem wenn der Emittent als bereits börsennotiertes Unternehmen in der Öffentlichkeit steht und der „Ad-hoc-Publizität“ unterliegt.

Das Börsenfenster steht für Emittenten zurzeit offen, sowohl für die Eigenkapital- (IPO) als auch für die Fremdkapitalaufnahme (IBO). Der Startschuss ist erfolgt und wir wünschen uns zahlreiche erfolgreiche Folgemittenten.

## Finanzinvestoren nutzen den Kapitalmarkt

Wie bereits im vergangenen Jahr wird auch im Jahr 2011 Private Equity die wesentliche Quelle für Börsenneulinge werden. Die Initialzündung brachten im letzten Jahr die Börsengänge von BRENNTAG und Kabel Deutschland, die bis zum heutigen Tage (Anm. d. Red. 15.03.2011) eine sehr positive Sekundärmarktentwicklung von 63% bzw. 43% vorweisen können. Private Equity-Investoren als auch IPO-Investoren waren somit die Gewinner der Börseneinführungen. Diese Steilvorlage wird daher genutzt werden, um im laufenden Jahr Exitbestrebungen zu realisieren. Auch wenn in den allermeisten Fällen zweigleisig im Rahmen eines DualTrack gefahren wird, bei dem neben dem IPO ein klassischer Tradesale vorbereitet wird, ist der Börsengang im aktuellen Umfeld eine Alternative.

Private Equity hat es in den letzten drei Jahren besonders schwer gehabt. So lag im Jahr 2010 das Transaktionsvolumen in Deutschland bei rund 3,4 Mrd. €. Vor der Finanzkrise im Jahr 2007 lagen die Werte dank großvolumiger Transaktionen noch bei rd. 50 Mrd. €. Die große Herausforderung steht Private Equity noch bevor, da in den nächsten zwei, drei Jahren die Fonds am Ende der Laufzeit stehen. Damit steigt der Druck, erfolgreiche Unternehmensverkäufe durchzuführen.

Die aktuelle Pipeline für einen Ausstieg über die Börse wird von Monat zu Monat länger: Aktuell werden der Industrierausrüster NORMA Group (3i), KABEL Baden Württemberg (EQT), GSW Immobilien (Cerberus, Goldman Sachs) sowie die FLINT Group (CVC) genannt. Die Emissionskonzepte dieser Unternehmen werden je nach Passivstruktur unterschiedlich ausfallen. Auf der einen Seite streben die Eigentümer hohe Umplatzierungsquoten an. Auf der anderen Seite steht die Entschuldung im Rahmen einer entsprechenden Kapitalerhöhung im Vordergrund. Eine weitere Möglichkeit, sich für die bevorstehende Refinanzierungsnotwendigkeit in den Jahren 2013/14 Luft zu verschaffen, ist die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt. Die Platzierung von Unternehmensanleihen hat seit 2009 und 2010 deutlich zugenommen und es gab in der Tat

eine Reihe von Transaktionen, die Anleihen zur Refinanzierungen von Beteiligungsinvestments genutzt haben (ATU Anleihe 2010).

Damit erlangt der Kapitalmarkt einen zunehmend wachsenden Stellenwert für Refinanzierungs- bzw. Rekapitalisierungsanlässe in der deutschen Private Equity-Industrie. Für die jeweiligen Portfolio-Unternehmen bedeutet dies eine entsprechende Kapitalmarkttauglichkeit herzustellen, um „schubladenfertig“ bei passender Gelegenheit erfolgreich den Sprung an den öffentlichen Kapitalmarkt zu wagen. Alles in allem wird dies eine weitere Professionalisierung des deutschen Mittelstandes zur Konsequenz haben, die nicht nur auf ein leistungsfähiges Berichtswesen abstellt. Diese Kapitalmarktausrichtung und Professionalisierung in den Unternehmensstrukturen bringt mehr Flexibilität bei künftigen Finanzierungsentscheidungen. Ein ausgewogener Mix aus Kapitalmarkt, Private Equity Finanzierung und Bankdarlehen führt zu mehr Effizienzgewinnen und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit in der heimischen Industrie.

## Familienunternehmen und Kapitalmarkt

Die Frage der Nutzung des Kapitalmarkts durch Familienunternehmen stellt sich insbesondere aus zwei Gründen derzeit wieder neu:

- Bankenunabhängigkeit: Nach der Krise hat sich die traditionelle Hausbankbeziehung durch höhere Risikoprämien und strengere Eigenkapitalvorschriften verändert. Daher ist die Bankenfinanzierung schwieriger geworden.
- Neue Finanzierungsmöglichkeiten: Seit 2010 steht den Familienunternehmen ein funktionsfähiger Anleihenmarkt für mittelständische Emittenten zur Verfügung.

Diese Veränderungen der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt im Allgemeinen und für Familienunternehmen im Besonderen zu untersuchen, ist der Verdienst einer neuen Studie der Stiftung „Familienunternehmen“<sup>1</sup>. Die Studie befasst sich mit den Besonderheiten dieses Emittententypus, der Kapitalmarktfähigkeit, Durchführungstipps und Schlussfolgerung über die Nutzung des Kapitalmarkts einschließlich der Segmente, die außerhalb des regulierten Marktes stehen. Wesentliches Ergebnis der Studie ist, dass sich Familienunternehmen durch eine Betonung des Kontrollerhalts und der Unabhängigkeit auszeichnen. Zwar werden interne Quellen der Finanzierung weiterhin bewusst präferiert, jedoch wächst das Interesse, ein zusätzliches Standbein der Kapitalmarktfinanzierung mittels Eigen- und Fremdkapitaltitel aufzubauen. Für die Abwägung zur Nutzung des öffentlichen Kapitalmarkts spielt eine besondere Rolle, inwieweit die Regularien einen solchen Zugang erleichtern oder erschweren. Eine wichtige Bedeutung hat hierbei die Definition des „kapitalmarktorientierten Unternehmens“, die im Jahr 2009 Eingang in das Handelsgesetzbuch gefunden hat. Unternehmen, die nicht unter diese Definition fallen, sind von der Erstellung eines Konzernabschlusses nach IFRS befreit und unterliegen weiterer Erleichterungen bezüglich Transparenz und Corporate Governance. Zudem ermöglicht die Emission von Fremdkapitaltiteln zwingenderweise keinen Rechtsformwechsel in eine für Familienunternehmen oft aufwendig zu gestaltende Aktiengesellschaft. Entscheidend bleibt aber grundsätzlich die Bereitschaft zu einer höheren

<sup>1</sup> Stiftung Familienunternehmen, München 2011



Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit. Folglich sind Kenntnisse über den Schritt an den Kapitalmarkt wichtig. Dazu gehört genügend Expertise zum „Going Public“ wie auch zum „Being Public“.

Der jetzt gerade fünf Jahre alte „Entry Standard“ für Aktien zeigt, dass dieses Regulierungskonzept bezüglich Rechnungslegung, Transparenzanforderungen und Corporate Governance aufgeht. Dieses familienunternehmensfreundliche Konzept findet sich auch in den mittelständischen Marktsegmenten für Anleihen, da sie als Segmente des Freiverkehrs „börsenreguliert“ sind und somit nicht die strengen Bürden der kapitalmarktorientierten Kapitalgesellschaften einhalten müssen. Kehrseite ist bei kleineren Kapitalmarktnutzern allerdings eine mangelnde Visibilität, die laut einer neueren DAI-Umfrage<sup>2</sup> vor allem in Bezug auf Unternehmensgröße gesehen wird. Ein gezielter Fokus auf Privatanleger, kann dieses Defizit jedoch mindern.

Die Studie über Familienunternehmen bestätigt, was wir in den letzten Monaten am Kapitalmarkt erleben. Die Bereitschaft zur Öffnung der Unternehmen, vor allem über Fremdkapital, ist vorhanden und hat bereits zu einem Emissionsvolumen in diesem Segment von über 1,0 Mrd. € an den Börsen Stuttgart, Düsseldorf und Frankfurt geführt. Daraus lässt sich schließen, dass eine solche Diversifikation auch durchgeführt wird, wenn sie finanzierungsstrategisch Sinn macht und die Kosten angemessen sind. Wir können heute davon ausgehen, dass der Erfolg des „Entry Standards“ für Eigenkapital in den letzten fünf Jahren sich in den Märkten für mittelständische Anleihen wiederholen kann.

Es lohnt sich somit, die Vor- und Nachteile einer kapitalmarktorientierten Finanzierung abzuwägen. Dies gilt nicht nur, weil man die anziehende Wirtschaft nutzen sollte, um zu wachsen und neue Investitionen mit frischem Kapital zu tätigen, sondern auch weil viele Unternehmen, die sich in den Jahren 2004 bis 2007 über Mezzanine Programme finanziert haben, eine Anschlussfinanzierung brauchen.

<sup>2</sup> Die Aktiengesellschaft, Heft 7 März 2011

## China bleibt der IPO-Motor der Welt

Im vergangenen Jahr 2010 konnten an den deutschen Börsen 16 Neuemissionen mit einem Gesamtvolumen von 2,7 Mrd. € registriert werden. Diese Zahlen sind erfreulich, vor allem wenn man bedenkt, dass in den Jahren 2008 und 2009 die Neuemissionstätigkeit quasi zum Erliegen gekommen war. Auch die ersten vier Monate des laufenden Jahres können den erfreulichen Aufwärtstrend mit insgesamt sechs Neuzugängen und einem Emissionsvolumen von über 1 Mrd. € weiterhin bestätigen, obwohl die Erwartungen zu Beginn des Jahres deutlich optimistischer waren. Auch die IPO-Aktivitäten an den US-amerikanischen Börsen haben sich im letzten Jahr wieder deutlich belebt. Insgesamt erzielten die nordamerikanischen Börsen im letzten Jahr einen Zuwachs von über 120 Neuemissionen bei einem Gesamtvolumen von rd. 40 Mrd. US\$. Im Jahr zuvor lagen diese Zahlen noch bei 51 IPOs bzw. bei einem Volumen von rd. 18 Mrd. US\$<sup>1</sup>. Isoliert betrachtet scheint Amerika wieder an seine alte Stärke als führender Kapitalmarktplatz für Wachstumsfinanzierung anzuknüpfen. Leider kann davon jedoch keine Rede sein, wenn man die weltweiten IPO-Aktivitäten der letzten Jahre betrachtet. Die amerikanischen Börsenplätze werden zunehmend von den aufstrebenden asiatischen Finanzplätzen verdrängt. Insbesondere haben sich die chinesischen Börsen als Zugpferd für die globale Finanzierung von Börsendebütanten entwickelt. So betrug der Anteil chinesischstämmiger Emittenten am weltweiten IPO-Geschehen im Jahr 2010 rd. 40% (447 IPOs) bzw. bezogen auf das erzielte Emissionsvolumen 38% (104 Mrd. US\$). Dabei wählte auch die Mehrheit der Emittenten die örtlichen Börsen für ihre Notierung. Eine ähnliche Konstellation existierte bereits im Jahr 2009. Eine Ursache für den Verlust der Führungsrolle des amerikanischen Kapitalmarkts liegt zum einen natürlich in dem schwachen wirtschaftlichen Umfeld, in dem Amerika seit nunmehr fast vier Jahren steckt. Zum anderen tragen die seit Beginn des letzten Jahrzehntes eingeführten strengen Börsen-Regularien der SEC dazu bei, dass sich IPO-Anwärter, selbst Facebook oder Twitter aber vor allem ausländische Emittenten beim Schritt an den amerikanischen Kapitalmarkt zurückhalten.

<sup>1</sup>Quelle: Thomson Financial

Die beiden führenden chinesischen Börsenplätze Hongkong und Shanghai sind aktuell erste Wahl für Emittenten und Investoren nicht nur mit lokalem Bezug. Es sind zunehmend auch in Europa beheimatete Unternehmen, die den langen Weg nach China für eine Aktiennotierung antreten, wobei der Börsenplatz Hongkong aufgrund regulatorischer Besonderheiten zurzeit noch die einzig gangbare Börse für ausländische Emittenten darstellt. Unter den europäischen Debütanten finden sich bekannte Adressen, wie Prada, Samsonite oder Rusal. Statt ihre nationale Heimatbörse oder eine alternative europäische Adresse zu wählen, wird Hongkong präferiert. Ebenso haben deutsche Unternehmen den chinesischen Kapitalmarkt entdeckt, um ihre Aktien erstmalig zu notieren. Die Schramm Holding hat im Jahre 2009 den Vorreiter gespielt. Hier spiegelt sich die paradoxe Situation an den hiesigen Börsen wider, wonach auf der einen Seite chinesische Emittenten aus dem Small- und MidCap-Bereich bei ihrem Börsengang erfolgreich stark umworben werden, auf der anderen Seite die großen bzw. bekannten „Fische“ an die asiatischen Börsen gehen. Es ist dennoch an dieser Stelle positiv hervorzuheben, dass sich ausländische Unternehmen bzw. chinesischstämmige Börsenanwärter an den deutschen bzw. europäischen Kapitalmarkt wenden. Sicherlich wäre es noch schöner, wenn die hiesigen „Blue-chip“-Unternehmen sich auch von einem Börsengang an der heimischen Börse überzeugen ließen und die großen amerikanischen Internet-Unternehmen wie früher einen IPO anstrebten statt im „Pre-IPO-Markt“ für privilegierte Investoren oder Mitarbeiter zu werben. Vielleicht bringt die bevorstehende Fusion zwischen der Deutsche Börse AG und der New York Stock Exchange die dafür erforderliche Aufmerksamkeit und Bedeutung für den deutschen bzw. europäischen Kapitalmarkt.

## Ein Jahr „Corporate Bonds für den Mittelstand“

Mit dem Start von bondm im Mai 2010 und der parallelen Einführung der damals ausstehenden Dürr-Anleihe (2004/2011) mit einem Volumen von 100 Mio. ist das Konzept der börsennotierten Mittelstandsanleihen an den Markt gegangen. Dieses Konzept wurde seither von fast allen deutschen Börsen aufgegriffen und weiterentwickelt. Bis zum 10. Juni 2011 fanden insgesamt 26 Anleihenplatzierungen von 23 Unternehmen an allen bisher existierenden deutschen Börsensegmenten für Mittelstandsanleihen statt. Dabei wurde ein Volumen von über 1,7 Mrd. offeriert, wovon immerhin rd. 85% innerhalb der synchronen Zeichnungsfrist platziert werden konnten. bondm ist mit insgesamt 18 Emissionen und einem Volumen von rd. 1,35 Mrd. die Nr. 1 unter den deutschen Börsen-Plattformen. Auf Platz 2 folgt die Frankfurter Börse mit ihrem Segment „Entry Standard für Anleihen“ mit vier Emissionen und einem Erlös von insgesamt fast 200 Mio., ohne die Transfer-Anleihe von SAG Solarstrom. Drei Neuzugänge mit einem Gesamtanlehenvolumen von bis zu 150 Mio. kann der im April 2011 mit der Emission von Idem Unterberg GmbH gestartete Düsseldorfer „Mittelstandsmarkt“ aufweisen. Die Hamburger Initiative „Mittelstandsbörse Deutschland“ wurde mit der Platzierung der 25 Mio. BKN Biostrom Anleihe am 6. Juni 2011 zum Leben erweckt. Allein München hat mit dem für Anleihen erweiterten Segment „m:access“ bisher noch keinen Emittenten finden können. In der Summe hat der Mittelstandsmarkt für Anleihen in den ersten 12 Monaten seines Bestehens ein Volumen von fast 2,0 Mrd. erreicht, das dem Niveau des Primärmarktes für Aktien in einem guten Umfeld entspricht.

Diese Statistiken belegen, dass die von uns bereits 2009 vertretene Idee einer börsennotierten Mittelstandsanleihe die Zustimmung sowohl der Emittenten als auch der Anleger getroffen hat. Insbesondere Privatanleger bzw. kleinere Vermögensverwalter sind in diesem Segment überdurchschnittlich engagiert. Vor dem Start von bondm hatten sie kaum eine Möglichkeit, bei Erstemissionen von Anleihen direkt dabei zu sein. Die neue Funktionalität eines Zeichnungstools, das ein Großteil der Börsen für die Primärmarktplatzierung anbietet, sowie die Möglichkeit der direkten Zeichnung über die Homepage des Emittenten sind zu den wichtigsten Platzierungsinstrumentarien einer Mittelstandsanleihe geworden. Damit hat sich das Konzept der Eigenemission durchgesetzt, d. h. die Anleihenplatzierung erfolgt ohne Underwriting einer Bank oder eines Bankenkonsortiums. Dennoch spielen bei einer erfolgreichen Platzierung

die sog. „Selling Agents“ eine wichtige Rolle. Mit ihrem direkten Zugang zu semiinstitutionellen Investoren aber auch zu größeren Fonds tragen sie zu einer ausgewogenen Gläubigermischung bei. Dem Emittenten ist daher zu empfehlen, sich rechtzeitig Gedanken zu machen, welche Vertriebskanäle im Rahmen der Eigenemission zu gewichten sind.

Als typisch für Mittelstandsanleihen haben sich bisher folgende Parameter durchgesetzt: der Median des anvisierten Emissionsvolumens liegt bei 50 Mio. € (Mittelwert 65,2 Mio. €); die Mehrzahl der Anleihen weist eine Laufzeit von 5 Jahren auf, 95% der Emittenten wählen eine Mittelstandsratingagentur, Creditreform ist Marktführer; 52% der gerateten Emittenten besitzen einen Investmentgrade Status; 24 der 26 Mittelstandsemissionen sind unbesichert, 77% der Anleihen sehen eine „Call Option“ für den Emittenten vor und 62% der Emissionen berücksichtigen einen „Change of Control“ in ihren Bedingungen. Bei den vergangenen Transaktionen der letzten Monate zeichnet sich in der Qualität bzw. Umfang der Anleihenbedingungen ein Trend zur weiteren Professionalisierung ab. Auch strengere Covenants (z. B. Ausschüttungssperren) sind mittlerweile zu finden. Für den Erfolg der Emission spielt der Bekanntheitsgrad des Emittenten eine herausragende Rolle. Adressen wie Dürr, REIFF, Valensina oder Underberg waren in der komfortablen Situation, innerhalb weniger Stunden ihre Emissionen voll platzieren zu können.

Ebenfalls kann positiv festgehalten werden, dass der Sekundärmarkt bei Mittelstandsanleihen eine hohe Liquidität aufweist. Im Schnitt werden täglich 100 T€ pro Anleihe an den Börsen gehandelt, wobei die durchschnittlichen Ordergrößen bei 10 T€ liegen. Die Idee der Mittelstandsanleihe ist ein aus den schwieriger gewordenen Hausbankbeziehungen und der Umstrukturierung der Bankenlandschaft hervorgegangener, folgerichtiger Schritt zur erhöhten Unabhängigkeit in der Unternehmensfinanzierung. Wir meinen, dass das Potential der jährlichen Neuauflage von Anleihen durch die Einschaltung des Kapitalmarktes deutlich höher liegen könnte oder dem mehrfachen Umfang des durchschnittlichen Equity-Primärmarktes entsprechen wird. Die Mittelstandsanleihe steckt noch in den Kinderschuhen und wird sicherlich noch einige Kinderkrankheiten überstehen müssen. Wir sind dennoch der Überzeugung, dass sie auch langfristig ein wichtiges Instrument in der Unternehmensfinanzierung bleiben wird.

## Die IPO-Parties finden anderswo statt

Sowohl Wagnisfinanzierer als auch IPO-Investoren haben sich vom Social-Network-Internetfieber anstecken lassen. Davon profitieren zunehmend auch die US-amerikanischen Börsen. LinkedIn, ein soziales Netzwerk für Professionals, sowie der Online-Musikdienstleister PANDORA Media konnten im Mai bzw. Juni diesen Jahres ihre auf exponentielles Wachstum ausgerichteten Geschäftsmodelle zu beachtlichen Werten monetarisieren. Anstoß für diesen Hype brachte Facebook, das mit ständig steigenden, schwindelerregenden Bewertungen im Rahmen des seit geraumer Zeit florierenden „Pre-IPO-Handels“ die gesamte Community elektrisiert. Die Pipeline für weitere IPOs aus dem Internetumfeld ist gut gefüllt. Der Online-Spiele-Spezialist ZYNGA sowie der Online-Rabattanbieter GROUPON haben bereits ihre Prospekte bei der SEC hinterlegt. Auch hier werden beachtliche Größenordnungen zwischen 10 bis 20 Mrd. US\$ für die Bewertung erwartet. Als weitere IPO-Kandidaten werden bekannte Namen gehandelt wie Facebook, mit Bewertungsgrößen von bis zu 100 Mrd. US\$, Living Social, ein Wettbewerber von GROUPON, mit Bewertungsvorstellungen von bis zu 15 Mrd. US\$ sowie Twitter mit Indikationen zwischen 7 und 8 Mrd. US\$. Diese Goldgräberstimmung hat sicherlich auch dazu beigetragen, dass im ersten Halbjahr 2011 die IPO-Aktivitäten an den US-Börsen mit 81 Neuzugängen um 15% über dem Vorjahresniveau liegen. Dennoch bleibt der stärkste IPO-Motor wie bereits in den letzten Jahren zuvor China mit seinen Börsenplätzen Hongkong, Shenzhen und Shanghai. Hier konnten insgesamt über 200 IPOs mit einem Gesamtemissionsvolumen von rd. 29 Mrd. € in den ersten sechs Monaten dieses Jahres platziert werden. Aber auch die europäischen Börsen brauchen sich nicht zu verstecken. 229 Neuzugänge mit einem Emissionsvolumen von rd. 16 Mrd. € betrug deren Bilanz im ersten Halbjahr. Gegenüber dem Vorjahr hat der Primärmarkt damit sogar um 38% bzw. um 20% zugelegt. Zu den aktivsten europäischen Börsenplätzen zählen London mit 61 IPOs und einem Gesamtvolumen von 12,6 Mrd. € sowie die Warschauer Börse mit beachtlichen 100 Neuzugängen.

Dabei ist jedoch hinzuweisen, dass das Gesamtplatzierungsvolumen an der polnischen Börse bescheidene 0,7 Mrd. € beträgt und damit ein durchschnittliches Emissionsvolumen je Emittent von rd. 7,0 Mio. € erreicht wird. Dadurch ist Warschau die führende europäische Primärmarktbörse für Micro-Caps!

Der deutsche Börsenplatz hat mit insgesamt acht Neuzugängen und einem Emissionsvolumen von 1,2 Mrd. € bis zum 30.06.2011 einen Marktanteil innerhalb der europäischen Börsen von rd. 3% bzw. bezogen auf das Emissionsvolumen von rd. 8%. Ähnliche Werte (4% bzw. 14%) waren auch im Vorjahr zu finden. Damit bleibt der deutsche Primärmarkt im Gegensatz zum Sekundärmarkt im internationalen Vergleich weit abgeschlagen. Warum existiert diese Diskrepanz? Aus unserer Sicht sind es vor allem Privatanleger in den genannten aktiven IPO-Märkten, die die Nachfrage nach Neuemissionen befeuern. In Amerika ist es der Social-Media-Hype, in China und Osteuropa ist es die Suche nach attraktiven Anlagealternativen einer wachsenden Mittelschicht. Dagegen spielen in Deutschland die Privatanleger bei der Erstplatzierung leider kaum noch eine ernstzunehmende Rolle. Zudem haben sich die deutschen institutionellen Fondsgesellschaften vom Primärmarkt immer mehr verabschiedet, wie die jüngste McKinsey-Umfrage, die in Zusammenarbeit mit dem BVI erfolgte, es nochmals belegt. Hier ist eine Negativspirale in Gang gekommen, wonach ein geringes Privatanlegerinteresse zu einer schwindenden Aufmerksamkeit der institutionellen Investoren für hiesige Emittenten führt. Es ist daher an der Zeit, die bisherige Politik des IPO-Marketings bei Börseneinführungen zu hinterfragen, um die in Gang gesetzte Negativspirale zu unterbrechen.

## Die erste Bewährungsprobe für die Mittelstandsanleihen

Das im August ausgelöste Erdbeben an den Finanzmärkten verursachte auch im jungen Markt der Mittelstandsanleiensegmente erhebliche Turbulenzen. Als objektiver Gradmesser für dieses Segment korrigierte der Anfang September veröffentlichte „bondm-Index“ der Stuttgarter Börse im Zeitraum zwischen dem 15. Juli und 05. September 2011 um rd. 4% Indexpunkte. Damit ist die gesamte Performance seit der Auflegung des Indexes am 1. Januar 2011 wieder bei null angelangt. Der „bondm-Index“ berücksichtigt zum einen die Kurssteigerungen der 18 notierten bondm-Anleihen und zum anderen die angefallenen Zinsansprüche seit Jahresbeginn. Diese Kurskorrektur hat natürlich einen entsprechenden Renditeaufschlag zufolge, der sich an der durchschnittlichen Umlaufrendite sämtlicher bondm-Anleihen widerspiegelt. Am 15. Juli lag die Gesamtrendite (Median) noch bei rd. 6,9%. Am 15. September ist dieser Wert um rd. 160 Basispunkte auf rd. 8,5% gestiegen. Für mittelständische Unternehmen, die eine Refinanzierung an den Anleihen-Märkten beabsichtigen, bedeutet diese Entwicklung, dass sie höhere Kuponsätze in ihr Kalkül mit einbeziehen müssen. Diese Spreadausweitung kann aber nicht nur in der Mittelstandsanleihenwelt beobachtet werden, sondern auch unter den sog. Benchmarkanleihen, die einen „Non-Investment-Grade“-Status aufweisen. So weitete sich der iTraxx Europe Crossover (Spreadindex für europäische „Non-Investment-Grade“-Anleihen) für eine Laufzeit von fünf Jahren um 304 Basispunkte von 4,42% (15.7.2011) auf 7,46% (5.9.2011) aus. Dem gegenüber ist die Umlaufrendite deutscher Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit von 1,95% auf 1,00% merklich gesunken. In der Konsequenz verlangen damit aktuell Investoren in deutsche Eurobondemissionen der Kategorie „Non-Investment Grade“ einen effektiven Renditeaufschlag von rd. 200 Basispunkten gegenüber dem Monat Juli. Für einen Emittenten bedeutet diese Spread-Ausweitung von 200 Basispunkten eine Refinanzierungsverteuerung um rd. 8%, wenn die Barwerte der vergleichenden Anleihen beider Zeitpunkte gegenübergestellt werden. Für den Anleiheemittenten ist es sicherlich tröstlich, wenn er die Kursabschläge in den Eigenkapitalmärkten heranzieht. Dort liegen die Bewertungsabschläge im gleichen Zeitraum im SDAX und MDAX bei 20% bzw. 22%.



Aufgrund der weiterhin sehr volatilen Aktien- als auch Bondmärkte sowie der bis Ende August üblicherweise anhaltenden Ferienperiode kamen sowohl der Primärmarkt für Anleihen und für Eigenkapital zum Erliegen. Der junge Markt der Mittelstandsanleihen steht nun vor der Herausforderung, dass die Aufnahmefähigkeit nach Beruhigung der Märkte schnell wieder vorhanden ist und damit der Nachweis erbracht wird, dass dieser Marktzugang auch nachhaltig funktioniert. Erste Anzeichen für eine schnelle Wiederbelebung des Marktes sind bereits da. Zum einen konnte die Fresenius Medical Care jüngst zwei High-Yield-Benchmarkbonds zu 400 Mio. US\$ und zu 400 Mio. € mit jeweils 6,5% bei einer Laufzeit bis 2018 in sehr kurzer Zeit platzieren. Zum anderen wagen sich erste Mittelstandsanleiheemittenten wieder an den Markt. Seit dem 5. September 2011 kann die Anleihe der GIF-Gesellschaft für Industrieforschung mit einem Volumen von 15 Mio. € und einem Kupon von 8,5% gezeichnet werden, die eine Notierungsaufnahme im Düsseldorfer Mittelstandssegment anstrebt. Ab dem 19. September ist die Emission der ALBIS Leasing AG mit einem Volumen von 50 Mio. € und einem Kupon von 7,625% an der Mittelstandsbörse Hamburg/Hannover geplant.

Obwohl sich aktuell die Refinanzierungskonditionen für Anleihen merklich verteuert haben, bleiben die Vorteile einer Mittelstandsanleihe weiter attraktiv. Der umsichtige Unternehmer bedenkt, dass die Refinanzierungskonditionen bei den klassischen Hausbankkrediten nicht unberührt von den aktuellen Kapitalmarktgeschehnissen bleiben. Zudem ist eine gewisse Unabhängigkeit in der Finanzierung immer erstrebenswert.

## Neue Erkenntnisse zur Mittelstandsfinanzierung in Deutschland

Die jüngst von der Börse Stuttgart veröffentlichte Studie zur Mittelstandsfinanzierung in Deutschland, die in Zusammenarbeit mit der Universität Stuttgart und dem Beratungshaus Seidenschwarz & Comp. erstellt wurde, gibt interessante Einblicke wie mittelständische Unternehmen verschiedene Finanzierungsalternativen einschätzen. Dabei stehen die Kapitalmarktfinanzierung und vor allem die Anleiheplatzierung im besonderen Fokus. Anlass für diese Studie ist das einjährige Bestehen des Börsensegments „bondm“, das seit Gründung einen attraktiven Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen im Fremdfinanzierungsbereich bietet. Die zentralen Ergebnisse der Studie lassen sich wie folgt zusammenfassen: Mehr als 90% der insgesamt 52 ausgewerteten Unternehmen sind der Meinung, dass innovative Finanzierungsinstrumente eine größere Rolle im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen einnehmen sollten. Dazu zählt vor allem die Unternehmensanleihe. Die Emission einer Anleihe bedeutet für die Mehrheit der Befragten einen ersten Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt. In diesem Zusammenhang kann sich die Mehrzahl der Befragten vorstellen, in den nächsten drei Jahren eine Anleihe zu begeben. Als denkbare Anleihevolumen wurde von 52% der befragten Unternehmen eine Größenordnung zwischen 25 Mio. € bis 50 Mio. € genannt. Weitere 16% könnten sich sogar einen größeren Betrag vorstellen. Ebenfalls wird von der überwiegenden Mehrzahl der Unternehmen, die sich eine Anleihebegebung in den nächsten Jahren vorstellen können, die Eigenemission als favorisierte Platzierungsmethode genannt. Mehr Unabhängigkeit von den bisherigen Hausbanken, eine höhere Finanzierungssicherheit sowie der Erhalt unternehmerischer Freiheit sind die wichtigsten Vorzüge dieses Finanzierungsinstruments. Dabei stehen Wachstums-, Akquisitions- und Anschlussfinanzierung im Zentrum der Mittelverwendung. Diese Erwartungen, die potentielle Emittenten an den Kapitalmarkt stellen, sind durchaus begründet und nachvollziehbar. In der Realität sind der Anspruch, was der öffentliche Kapitalmarkt liefern soll, und die eigene Bereitschaft, die Gepflogenheiten des Kapitalmarktes zu akzeptieren, nicht immer deckungsgleich. Zwar bietet der Kapitalmarkt jedem Emittenten die Möglichkeit, die in der Studie zitierten Ziele zu erreichen. Diese Zielerreichung hat jedoch ihren Preis.

Eine öffentliche Kapitalmarktfinanzierung, sei es durch die Emission einer Anleihe („IBO“) oder von Anteilen eines Unternehmens („IPO“), bedingt, dass sich der Emittent dem Publikum öffnen muss. Diese Öffentlichkeit besteht nicht nur aus Investoren sondern umfasst auch die eigenen Mitarbeiter, Kunden, Zulieferer, Wettbewerber sowie oft kritisch berichtende Medien oder hinterfragende Analysten. Jede dieser Gruppen hat eigene Interessen und Befindlichkeiten, die sich laufend ändern. Der Emittent muss sich deshalb im Klaren sein, dass Finanzkommunikation nicht nur aus Positivmeldungen besteht. Zu den Regeln des Kapitalmarktes gehört es, stetig und verlässlich zu kommunizieren. So muss der potentielle Emittent mit dem Umstand leben, für Ereignisse abgestraft zu werden, für die er im Grunde nichts kann. Mit diesem „Auf und Ab“ umzugehen, erfordert eine offene Unternehmenskultur aber auch geübte Routine. Aus diesem Grund ist der öffentliche Kapitalmarkt auch nicht für jeden Emittenten in gleicher Weise geeignet. Die Bereitschaft zur fortwährenden Transparenz, die Pflege einer professionellen Finanzkommunikation und der Aufbau einer ausreichenden Corporate Governance-Struktur bildet die Grundlage für die „Kapitalmarktreife“. Diese Grundvoraussetzungen gelten nicht nur für angehende Emittenten, die ihre Aktien im Prime Standard mit den höchsten Zulassungs- und Folgepflichten notieren lassen wollen, sondern auch im Kapitalmarkt für Anleiheemissionen. Aus diesem Grund macht der Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt wirtschaftlich erst ab einer kritischen Größe Sinn, wovon auch indirekt das Volumen des zu platzierenden Finanzierungsinstrumentes abhängt. Je früher sich jeder Interessent ein realistisches Bild über den Kapitalmarkt macht, desto leichter wird es für ihn, auch dauerhaft die Vorzüge einer Kapitalmarktfinanzierung zu nutzen.

Erfreulich stimmt die Schlussfolgerung der Autoren, dass viele mittelständische Unternehmen in der Konsequenz bereits ihre Bemühungen verstärken, alternative Finanzierungsformen zu erschließen und daran arbeiten, ihren Finanzierungsmix weiter zu diversifizieren bzw. zu stabilisieren.

## Kapitalmarktalternativen für Private Equity

Die Private Equity-Industrie steht vor neuen Herausforderungen hinsichtlich der Finanzierung von Übernahmen. Angesichts der andauernden europäischen Finanzkrise bleibt die Kreditvergabepolitik seitens der Banken für die Finanzierung von Leverage-Buy-Outs weiterhin sehr restriktiv. Eine Lockerung ist in der nächsten Zeit nicht in Sicht. Darunter fällt auch die Refinanzierung auslaufender LBO-Darlehen. Mit diesem Dilemma muss sich die PE-Industrie seit 2008 auseinandersetzen.

Da zurzeit fast jede Geschäftsbank bemüht ist, ihre Risikopositionen aus den Bilanzen zu reduzieren, hat sich auch das Geschäftsmodell verändert. Statt wie bisher als kreditgebendes Institut in einem Konsortium tätig zu sein, treten sie nunmehr als „Underwriter“ für die Emission von sog. „Benchmark-Bonds“ (großvolumige Anleihen) auf. Für die Private Equity-Industrie bedeutet dieser Rollenwechsel, sich Gedanken darüber zu machen, inwieweit nicht auch der Bondmarkt für die Finanzierung von Firmenübernahmen in Anspruch genommen werden kann. Tatsächlich haben die europäischen „Junk Bond“- bzw. „High Yield“-Emissionen in diesem Jahr merklich zugenommen. So sind fast ein Drittel der europäischen High Yield-Emissionen im ersten Halbjahr dieses Jahres für die Ablösung von bestehenden Bankschulden und ein weiteres Drittel für die Refinanzierung von außenstehenden Anleihen verwendet worden. Insgesamt wurden in den ersten sechs Monaten 102 Anleihen mit einem Volumen von 54 Mrd. € platziert. Im Vorjahreszeitraum betrug das Volumen gerade 28,3 Mrd. € (46 Anleihen). Einige dieser Emissionen stammen von sog. „Financial Sponsors“. Dieser Trend zur Kapitalmarktfinanzierung lässt sich auch bei deutschen LBOs beobachten. So wurde beispielsweise die Übernahme von Evonik Carbon Black durch die Finanzinvestoren Rhône Capital und Triton Partners mittels zweier Anleihen (EUR, US\$ Tranchen) in Höhe von 600 Mio. € finanziert, die rd. zwei Drittel des Kaufpreises umfassen. Ein weiteres Beispiel, in dem zwar kein Private Equity sondern ein „Stratege“ zum Zuge kam, ist der Verkauf der Kabel BW durch EQT an den US-Medienkonzern Liberty Global. Als Kaufpreis inklusive bestehender Verbindlichkeiten wurden 3,2 Mrd. € gezahlt. Zur Ablösung der bestehenden Darlehen emittierte

Kabel BW zwei „High Yield“-Anleihen in Höhe von 2,25 Mrd. € am Kapitalmarkt. Insgesamt konnten deutsche Emittenten („Non-financials“) bis zum 30. September 2011 über 7,4 Mrd. € „High-Yield“ Anleihen am Kapitalmarkt platzieren. Da seit dem Sommer der Emissionsmarkt aufgrund der anhaltenden Marktturbulenzen europaweit ins Stocken gekommen ist, wird vermutlich das im Gesamtjahr 2010 erzielte Volumen von 10,4 Mrd. € wohl nicht mehr erreicht. Dennoch sind die meisten Analysten und Marktbeobachter der Überzeugung, dass sich der Markt für hochverzinsliche Anleihen bald wieder beleben wird. Denn das Interesse an Unternehmensanleihen ist sowohl bei Unternehmen als auch bei Investoren ungebrochen hoch. Zum einen treten zunehmend Neulinge am Bondmarkt auf (Freenet, KION, KUKA, Symrise, BRENNTAG). Zum anderen tummeln sich auf der Käuferseite nunmehr auch Pensionsfonds. Die historisch niedrige Verzinsung von Staatsanleihen der „Ex-PIIG“-Staaten und die geringer ausfallende Margenausweitung bei Corporate Bonds (Investmentgrade) im Vergleich zu allen Euro-Staatsanleihen machen ein Investment in hochverzinslichen Anleihen attraktiv. Zugleich entdecken Emittenten den Kleinanleger (Retail, Family Offices) als neue Gläubigergruppe, um im Primärmarkt unabhängiger von den großen institutionellen Investoren zu werden. Es ist vor allem der Privatanleger, der für Liquidität im börslichen Sekundärmarkt sorgt und im Vergleich zum dominierenden OTC-Handel ein transparentes Pricing ermöglicht. Für den Emittenten muss es daher von Interesse sein, das Gewicht des OTC-Sekundärmarktes zugunsten eines börslichen Handels zu verschieben, um bei der nächsten Neuemission mögliche Preisvorteile zu erzielen.

Es scheint, dass sich der Bondmarkt mit neuen Emittenten und Anlegergruppen weiterentwickelt. Es wäre daher wünschenswert, beide Gruppen in einem organisierten Markt zusammen zu bringen und langfristig zu fördern.





**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)