

KOLUMNENSAMMLUNG

Blättchen Financial Advisory



BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

INHALT

	Vorwort	5
01/13	15 Jahre GoingPublic Magazin - Neue Märkte, unerwartete Umbrüche, Chancen und Herausforderungen	8
02/13	2013: Das Jahr der Aktie?	10
04/13	Börseneinführung durch die Hintertür	12
05/13	2 Jahre „Entry Standard für Unternehmensanleihen“: Der Börsenplatz Frankfurt hat sich durchgesetzt	14
06/13	Best Practice für einen nachhaltigen Mittelstandsanleihenmarkt	16
07/13 08/13	Der regulierte Markt trocknet aus	20
10/13	Wo bleibt der Nachahmer-Effekt?	22
11/13	Familienunternehmen und Börse - Jeder zweite Neuzugang ist ein Familienunternehmen	24



Liebe Freunde unseres Hauses,

der deutsche Markt für Börseneinführungen machte uns 2013 keine Freude. Und das, obwohl sämtliche deutsche Aktienindices im Laufe des letzten Jahres historische Höchststände erreichten und die Bewertungen sich auf Niveaus befinden, wie wir sie in den letzten 10 Jahren nicht mehr gesehen haben. Die Niedrigzinspolitik der Notenbanken sowie die verbesserten Konjunkturaussichten für die deutsche Wirtschaft sind die Treiber dieser Sekundärmarkt-Hause. Zugleich hat sich die Aktienvolatilität nach den erheblichen Turbulenzen der Vorjahre in den zwölf Monaten des Jahres 2013 deutlich reduziert. Eigentlich müssten diese positiven Rahmenbedingungen ein regelrechtes Feuerwerk an Börseneinführungen bedeuten. Trotzdem passierte wenig: Als Jahr für Börsengänge war 2013 eine Enttäuschung. Das Emissionsvolumen der Neuzugänge erreicht mit 2,2 Mrd. € zwar nahezu das gleiche Niveau des Vorjahres (2,1 Mrd. €). Jedoch konzentriert sich das Emissionsvolumen im Wesentlichen auf nur drei Emissionen (LEG Immobilien, KION, Deutsche Annington) von insgesamt fünf. Die beiden Schwergewichte OSRAM und EVONIK sind zwar neue Titel auf dem Kurszettel, doch erfolgte der Gang an die Börse per Umweg im Rahmen einer einfachen Notierungsaufnahme mit vorgeschaltetem Spin-off bzw. Privatplatzierung. Als mittelständisches Unternehmen ist nur die Bastei-Lübbe AG an die Börse gekommen.

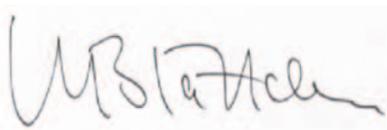
Im Gegensatz zum heimischen Emissionsmarkt explodierte der amerikanische IPO-Markt regelrecht. Die Zahl der Börsengänge an den US-Börsen kletterte von 133 im Vorjahr auf über 220 im Jahr 2013 und es sind zahlreiche Technologieunternehmen,

die den Sprung an die Börse schafften, um mit dem eingesammelten Geld ihr weiteres Wachstum zu finanzieren. Die Forderung von einigen Politikern einen neuen „Neuen Markt“ an der Deutschen Börse wiederzubeleben, um kleine Wachstumsunternehmen über den Kapitalmarkt finanzieren zu lassen, ist auf den ersten Blick lobenswert, aber völlig unrealistisch. Die Einführung eines neuen Segments ist nicht die Antwort auf die dauerhafte IPO-Flaute in Deutschland. Aus unserer Sicht liegt das Problem eher am mangelnden Zugang zu passenden Investoren, worunter auch Privatanleger fallen. Die Möglichkeit eine breite Investorenschaft aus nationalen und internationalen Klein- und Großanlegern deutlich vor dem Börsengang direkt und mit aussagefähigen Informationen ansprechen zu können, bildet die Grundlage für den Emissionserfolg. Der derzeit praktizierte Anlegerschutz in Form einer „Beipackzettelverordnung“ führt dazu, dass Anlageberater einen großen Bogen um Empfehlungen für Einzelinvestments in Aktien bzw. in Neuemissionen machen. Eine umfassende Anlageberatung gerade bei Neuemissionen wird dadurch unmöglich und der Anleger ist gezwungen, sich mit der an institutionelle Investoren ausgerichteten Informationspolitik zurechtzufinden. Zudem führt die geplante Einführung einer Finanztransaktionssteuer zu einer deutlichen Verteuerung eines Investments in Aktien. Zwar sind die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Neuemissionen in Deutschland weiter positiv, doch führen diese Rahmenbedingungen dazu, dass ein Investment in Neuemissionen unattraktiv wird. Dazu kommt noch der politische Wunsch, alle gesellschaftlichen Probleme (Vergütungsexzesse, Geschlechterproporz etc.) in der börsennotierten Aktiengesellschaft zu regeln. Es ist daher an der Zeit über eine konzertierte Aktion aller Interessensgruppen wie in den USA an einem deutschen „Jobs Act“ zu arbeiten, um Börsengänge auch kleinerer Unternehmen wieder attraktiv zu machen. Vielleicht sehen wir damit 2014 wieder merklich mehr Neuzugänge am Primärmarkt für Aktien und nicht nur am Anleihenmarkt.

Zumindest weltweit stehen die Chancen gut. Bereits 2013 ist das Emissionsvolumen von 129 auf 163 Mrd. \$ gestiegen und 2014 soll es nach dem Ende der chinesischen „Zwangspause“ weiter aufwärts gehen.

Wie jedes Jahr freuen wir uns, Ihnen dieses Sammelwerk unserer im GoingPublic Magazin erschienenen Kolumnen zu überreichen und bedanken uns bei allen Geschäftspartnern und Freunden unseres Hauses für die Zusammenarbeit. Wir danken dem GoingPublic Media Team für seine Unterstützung und wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Leonberg, im Januar 2014



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

15 Jahre GoingPublic Magazin - Neue Märkte, unerwartete Umbrüche, Chancen und Herausforderungen

Als Verlag in dieser Zeit zu bestehen, ist alles andere als einfach. Insbesondere, wenn er sich, wie das GoingPublic Magazin, auf Kapitalmarktthemen spezialisiert hat. Im Allgemeinen stehen die Printmedien vor der Herausforderung, sich in der rasant fortschreitenden Digitalisierung der Informationsmedien zu stellen. Der Anspruch der Internetnutzer geht soweit, neueste Nachrichten schnell, mit hohem redaktionellen Niveau, exklusiv in einem Sozialen Netzwerk und dazu noch kostenlos zur Verfügung gestellt zu bekommen. Doch dieser Anspruch kann für bisher etablierte Anbieter zur tödlichen Falle werden, denn gedruckte Nachrichten werden in dieser Welt zum Auslaufmodell, wenn es um Aktualität und Schnelligkeit geht. An dieser Stelle sind neue Geschäftsmodelle gefragt, denen es gelingt, dieser tödlichen Spirale zu entkommen. Es gibt Beispiele für Verlage, die die Transformation ihres klassischen Printgeschäfts in die digitale Medienwelt erfolgreich geschafft haben bzw. dabei sind, diese zu vollziehen. Aber es gibt auch zahlreiche Beispiele, wo es nicht funktioniert hat. Dieser Herausforderung muss sich auch das GoingPublic Magazin stellen. Ein umfangreiches Online-Angebot und e-Print-Ausgaben sind der Anfang. Doch dieser Transformationsprozess muss weiter geführt werden.

Die zweite Herausforderung ist das redaktionelle Themengebiet „Kapitalmarkt“ selbst. Die letzten 15 Jahre waren geprägt von neu entstehenden und untergehenden Märkten, strukturellen Umbrüchen und Regulierungseifer. Der Kapitalmarkt vor 15 Jahren war ein anderer als heute. Das beste Beispiel für diesen Wandel kann am Begriff „Going Public“ aufgezeigt werden, den der Verlag sich als Namen gegeben hat. Bei Gründung des Magazins war das „Going Public“ unverwechselbar mit dem öffentlichen Angebot von Aktien und der anschließenden Börsennotiz, dem „IPO“, verbunden. Über 500 IPOs in den Jahren zwischen 1997 und 2001 machten das „Going Public“ zum allgemeinen Sprachgebrauch und das GP-Magazin entwickelte sich zur Pflichtlektüre für jeden Interessierten. In der Kapitalmarktkrise 2002-2004, in denen nur noch 13 IPOs stattfanden, verlor der Begriff „Going Public“ den praktischen Gegenstand.

Jedoch wurden aus der Krise heraus neue Techniken des Kapitalmarktzugangs über das „IPO Light“ oder das „Cold IPO“ erfunden, die auch für ein Going Public stehen. Ab 2005 fanden bis 2008 über 470 „IPO Light“ statt und stellten den klassischen IPO mit 147 Transaktionen in den Schatten. Auch hier war das Magazin wieder führend, das diese neuen Themen ausführlich redaktionell aufgriff. Die im Jahr 2008 sich verschärfende Finanz- und anschließende Eurokrise führte leider wieder dazu, dass Börseneinführungen von neuen Aktien auch über die neuen Techniken wieder zu einem seltenen Phänomen in Deutschland wurden. Im Jahr 2010 fiel als Konsequenz der Krise der Startschuss für die Eröffnung der ersten Börsensegmente für die Mittelstandsanleihen. Dadurch erlangte das „Going Public“ wieder eine begriffliche Erweiterung, in dem es auch für die Anleiheemission mittelständischer Unternehmen Anwendung fand. Außerdem wurde der Begriff des IBOs (Initial Bond Offering) eingeführt. Seitdem konnten über 70 Emittenten durch das IBO ihr Going Public vollziehen und stellen das klassische IPO (39 Neuzugängen) in den Schatten. Das GoingPublic Magazin griff auch dieses Thema auf und gründete hierfür einen eigenen Newsletter („BondGuide“).

Wir können sicher sein, dass auch in der Zukunft Umbrüche am Kapitalmarkt stattfinden werden, die zu Anpassungsprozessen führen. Wir gratulieren der Redaktion zu ihrem 15-jährigen Bestehen und wünschen ihr weiterhin das notwendige Gespür; schnell und innovativ auf diese Entwicklungen und andere Veränderungen erfolgreich zu reagieren!

2013: Das Jahr der Aktie?

Das vergangene Jahr war für den IPO-Markt wieder ziemlich ernüchternd. Das gilt sowohl für die deutschen als auch für die weltweiten IPO-Aktivitäten. So schrumpfte 2012 im zweiten Jahr in Folge das weltweite Emissionsvolumen um über 30% auf 119 Mrd. US\$. Dieses Niveau wurde letztmalig in den beiden Rezessionsjahren 2008 und 2009 erreicht. Ähnlich trüb sieht es am deutschen IPO-Markt aus. Zwar konnte im letzten Jahr ein Emissionsvolumen von 2,1 Mrd. € (Vorjahr 1,5 Mrd. €) erreicht werden, jedoch stammen rund 94% des Volumens oder rund 2,0 Mrd. € von nur zwei Emittenten (Talanx, Telefonica Deutschland). Bereinigt um diese Größen liegen wir wieder auf dem Niveau der beiden Rezessionsjahre 2008 und 2009, in denen Volumina von 377 Mio. € bzw. 127 Mio. € platziert werden konnten. Trotz der Kursrallye in der zweiten Jahreshälfte 2012, mit einer Performance von über 25% für den DAX und über 30% für den MDAX, befindet sich der hiesige Aktienmarkt, bezogen auf die erwarteten Gewinne für das laufende und kommende Jahr, auf einem historisch niedrigen Niveau. So beträgt das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den DAX nur 11,2 (2013) bzw. beim 9,8 (2014) für die jeweils erwarteten Gewinne. Beim MDAX liegt dieses Verhältnis beim 13,0- bzw. beim 11,4-fachen. Für den DAX lässt sich daraus eine Risikoprämie von rund 6% ermitteln, wenn als „risikoloser Zinssatz“ die 30-jährige Bundesanleihe mit einer Verzinsung von aktuell rund 2,1% herangezogen wird.

Dem gegenüber steht spiegelbildlich ein boomender Bondmarkt. Im letzten Jahr emittierten deutsche Emittenten (non-financials) ein Anleihevolumen von 75 Mrd. €, eine Steigerung von 90% gegenüber dem Vorjahr und das zweithöchste Volumen nach dem Rekordjahr 2009 mit 105 Mrd. €. Die Unternehmen nutzen die Möglichkeit, sich zu historisch günstigen Konditionen am Fremdkapitalmarkt zu refinanzieren. Dies gilt sowohl für sog. Investmentgrade-Emittenten (BBB- und besser) als auch für Emittenten im High Yield-Segment. Die derzeitige Rendite für Emittenten an der unteren Grenze des Investmentgrades bei einer Laufzeit von 10 Jahren liegt bei 3,24%. Emittenten mit A-Status bezahlen Renditen von höchstens 2,7% und High-Yield-Emittenten nur rund 6,3%.

Wird aus dieser Rendite ein „Anleihen-KGV“ ermittelt (reziproker Wert zur Rendite), so ergibt sich für Investmentgrade-Emittenten ein KGV von über 30. Für Non-Investmentgrade-Emittenten liegt dieser Wert bei rund 16. Im Vergleich zum Eigenkapital-KGV (DAX, MDAX) wird somit die Anleihe etwa dreimal höher bewertet als die Aktie. Eine extreme Diskrepanz zwischen der Aktien- und Anleiherendite liegt vor, wenn die Bundesanleihe als Vergleichsmaßstab herangezogen wird. Aktuell rentiert diese mit einer Laufzeit von 10 Jahren bei rund 1,6% und wird damit mit einem Anleihen-KGV von über 60 bewertet! Dieser Wert ist in den letzten 40 Jahren einmalig und ist vor dem Hintergrund der Euro- und Finanzkrise zu sehen, da Deutschland als „sicherer Hafen“ bei den Staatsanleiheinvestoren gilt.

Für Optimisten bedeutet diese Bewertungsschere zwischen dem Anleihen-KGV von rund 30 und dem DAX-KGV von rund 10, dass für Aktien ein gewaltiges Nachholpotential existiert. Theoretisch wäre ein DAX-Stand von über 23.000 möglich. Obwohl wir diesen Indexstand in der nächsten Zeit nicht sehen werden, machen diese Relationen deutlich, dass sich Aktien lohnen. Damit ist das Marktumfeld für eine Wiederbelebung der Primärmärkte für Börseneinführungen eigentlich vorhanden. Es gibt für kapitalmarktaffine Unternehmen allerdings zunehmend ein Hindernis: die fortschreitende Überregulierung. Die USA hat mit dem Jobs-Act für mittelständische Unternehmen den ersten Schritt zur Deregulierung getan. Es wird Zeit, dies auch in Deutschland zu tun! Dann werden wir wieder Börsengänge mit Aktien erleben.

Börseneinführung durch die Hintertür

Vor Kurzem verblüffte der Konzern EVONIK die Öffentlichkeit mit seiner Nachricht, den im letzten Jahr verschobenen Börsengang doch noch über die „Hintertür“ in den nächsten Monaten stattfinden zu lassen. Dabei werden zunächst Aktienpakete im Rahmen einer Privatplatzierung an ausgewählte institutionelle Pre-IPO-Investoren verkauft und anschließend nach Erreichen einer mindestens 10%-igen Free Float-Schwelle ein Listing im Prime Standard der Deutschen Börse AG vollzogen. Diese Technik einer Börseneinführung durch die Hintertür ist eigentlich nichts Neues und in der Emissionspraxis auch durch die Begriffe „IPO Light“ oder „Safe IPO“ bekannt. In Anbetracht des Volumens von über 1,5 Mrd. € vorbörslicher Platzierung (entspricht 10% Streubesitz) ist der EVONIK „IPO Light“ ein Novum am deutschen Kapitalmarkt. Vorbörsliche Platzierungen fanden zwar auch bei Facebook statt, die in der Summe ähnliche Größenordnungen erreichten, aber nicht in Deutschland.

Der Vorteil dieser Emissionstechnik liegt vor allem darin, dass im Rahmen der Pre-Marketing- bzw. Pilot-Fishing-Gespräche interessierte Investoren direkt für eine Zeichnung angesprochen werden können, ohne dabei den sensiblen und oft kurzfristigen Weg einer öffentlichen Zeichnungsfrist gehen zu müssen, in der externe Ereignisse die gesamte Transaktion gefährden können. Die Konditionen bzw. Preisverhandlungen des Engagements können somit bilateral zwischen dem Emittenten, Altaktionär und den potentiellen Pre-IPO-Investoren festgelegt werden. Die von den Investoren benötigte Fungibilität bzw. Börsenzulassung der erworbenen Aktien kann innerhalb eines überschaubaren Zeitraums (2-3 Monate) erfolgen. Die Erstnotierung und die fortlaufende Kursentwicklung in den ersten Monaten hängt dann stark vom Verhalten der Altinvestoren und Pre-IPO Investoren ab, die jedoch durch sog. „Lockup-Vereinbarungen“ gesteuert werden können. Letztlich aber liegt es im Interesse des Emittenten und der Investoren mittel- bis langfristig durch weitere Kapitalmaßnahmen (Kapitalerhöhungen) und Umplatzierungen den „Free Float“ zu steigern, um somit die Liquidität in der Aktie zu erhöhen. Voraussetzung für spätere Kapitalmaßnahmen

ist eine aktive Investor Relations-Arbeit und Finanzkommunikation in der Öffentlichkeit. Daher ist es unerlässlich geworden, einen Wertpapierprospekt zum Zeitpunkt der erstmaligen Notierungsaufnahme billigen zu lassen.

Der wesentliche Nachteil gegenüber einem „klassischen IPO“ ist, dass im ersten Schritt im Rahmen der Privatplatzierung i.d.R. nur ein kleiner Teil an Dritte verkauft werden kann und meistens kein Geld in das Unternehmen fließt. Im Fall EVONIK sind das immerhin 1,5 Mrd. €, was durchaus genügen würde, um in den MDAX zu gelangen. Jedoch war ursprünglich der Anspruch höher. Das DAX-Ziel kann jetzt über einen längeren Zeitraum erreicht werden, indem die bestehenden Aktionäre (RAG Stiftung, CVC) weitere Stücke in den Markt geben, um den Free Float zu erhöhen. Jedoch müssen diese Umplatzierungen marktschonend erfolgen, indem entweder größere Aktienpakete außerbörslich platziert werden oder kleinere Pakete über einen längeren Zeitraum an der Börse verkauft werden. Dabei ist der Referenzpreis für die Umplatzierungen immer der täglich ablesbare Börsenkurs.

Aus unserer Sicht stellt sich natürlich die Frage, inwieweit dieses „IPO Light“-Konzept auch für kleinere Emittenten Anwendung finden kann. Grundsätzlich spricht nichts dagegen, jedoch muss der Emittent bereit sein, mit dem Listing einen Wertpapierprospekt zu veröffentlichen. Für mittelständische Unternehmen steht auch der Entry Standard offen. In einem volatilen und schwierigen Marktumfeld kann ein Börsengang durch die Hintertür eine Alternative zum klassischen IPO sein. Bereits in den früheren Jahren wurde diese Technik mehrfach angewandt, wobei die Mehrzahl der Emittenten im Freiverkehr ohne Wertpapierprospekt an den Markt ging. In den regulierten Märkten waren Listings selten. Dieser Weg ist durch die Neusegmentierung an der Frankfurter Börse und die Einstellung des First Quotation Boards nicht mehr möglich. Entscheidend für den mittelfristigen Erfolg ist, dass Kapitalerhöhungen funktionieren, um die notwendige Wachstumsfinanzierung und den „Exitkanal“ für Investoren sicherzustellen. Im Interesse der Privatanleger ist ein „klassischer IPO“ dem „IPO Light“ vorzuziehen, jedoch ist der erste Weg zurzeit der schwierigere!

2 Jahre „Entry Standard für Unternehmensanleihen“: Der Börsenplatz Frankfurt hat sich durchgesetzt

Seit nunmehr drei Jahren existiert das Konzept der börsennotierten Mittelstandsanleihe, das im Mai 2010 mit dem Stuttgarter „bondm“ startete und aktuell¹ mit den vier hinzugekommenen Börsenplätzen auf ein Anleihevolumen von über 3,3 Mrd. € oder 80 Anleiheemissionen gewachsen ist. Hinter diesen 80 Emissionen stehen insgesamt 66 Unternehmen. Damit haben diese Unternehmen durchschnittlich 1,2 Anleihen oder 49 Mio. € in den letzten drei Jahren am Markt begeben. Die Emittenten weisen zum Zeitpunkt im Geschäftsjahr vor der Anleiheplatzierung im Median einen Umsatz von 102 Mio. € aus und verfügen über eine Eigenkapitalquote (Median) von 28%. Der Median-Netto-Finanzverschuldungsgrad liegt beim 2,3-fachen zum EBITDA und damit an der Grenze zum Investmentgrade. Tatsächlich verfügten 41% der Emittenten bzw. Emissionen zum Zeitpunkt der Platzierung über ein Investmentgrade-Status. 44% lagen unterhalb einer „BBB-“ -Einstufung und 15% wiesen kein Rating bei der Platzierung auf. Bis zum jetzigen Zeitpunkt sind sechs Emissionen mit einem Gesamtvolumen von 208 Mio. € bzw. 6,4% des platzierten Emissionsvolumens sämtlicher Mittelstandsanleihen ausgefallen bzw. in Verzug geraten. Bekannterweise stammen die sechs Emissionen aus dem Umfeld der erneuerbaren Energien, das mit erheblichen Marktanpassungen zu kämpfen hat.

Der „Entry Standard für Unternehmensanleihen“ startete am 11. April 2011 mit der Einbeziehung der S.A.G. Solarstrom-Anleihe (10-15) sowie mit der Erstplatzierung der Golden Gate-Anleihe. Seitdem erfolgten insgesamt 32 Anleiheemissionen mit einem prospektierten Volumen von 1,33 Mrd. € bzw. mit einem tatsächlich platzierten Volumen in Höhe von 1,17 Mrd. € (Platzierungsquote von 88%). Hinter den Emissionen stehen 27 Unternehmen, so dass durchschnittlich 1,2 Anleihen bzw. 43 Mio. € je Emittent platziert wurden. Der Ausfall der SIAG Schaaf-Anleihe in Höhe von rund 12 Mio. € ist bisher der erste Ausfall in diesem Segment, was einer Ausfallquote von 1,0% zum gesamten emittierten Anleihenvolumen innerhalb des Entry Standards entspricht und damit deutlich unter dem Marktdurchschnitt von 6,4% liegt. 44% der Emissionen wurden zum Zeitpunkt der Platzierung als Investmentgrade eingestuft, 38% lagen im Non Investment Grade-Bereich und 19% wurden nicht geratet.

¹ Stichtag 15. April 2013

Im Median erzielten die Emittenten im Geschäftsjahr vor der Emission einen Umsatz in Höhe von 66,5 Mio. € und verfügten über eine Eigenkapitalquote von 28%. Der Netto-Verschuldungs-Leverage liegt mit dem 1,6-fachen zum EBITDA deutlich unter dem Marktdurchschnitt von 2,3. Ferner sind fast die Hälfte der Entry Standard-Emittenten (44%) kapitalmarkterfahrene Unternehmen, da sie bereits vor ihrem Anleihedebüt Aktien an einer Börse notiert hatten.

Eine regulatorische Besonderheit des Entry Standards ist, dass der Emittent mit einem zugelassenen Handelsteilnehmer den Zulassungsantrag stellen muss. Dies ist auch der Grund, warum die Quote der Entry Standard-Emittenten, die einen Übernahmevertrag mit einer begleitenden Bank abgeschlossen haben, im Vergleich zu Emittenten im Stuttgarter bondm überdurchschnittlich hoch ausfällt. Im Entry Standard liegt diese Quote bei 50% und im bondm bei nur 21%. Seit Bestehen des Entry Standards für Unternehmensanleihen gab es ein Delisting aufgrund einer Insolvenz (SIAG Schaaf), ein Upgrade in den Prime Standard (DIC AG) sowie zwei Transfers aus dem Freiverkehr (S.A.G. Solarstrom Anleihe 10-15, Peach Property Group). Insgesamt listen zum Stichtag 30 Anleihen mit einem prospektierten Gesamtvolumen von 1,25 Mrd. €. Damit konnte der Börsenplatz Frankfurt im Segment der Mittelstandsanleihen zum bisherigen Marktführer, der Stuttgarter Börse, mit 25 Notierungen² und mit einem prospektierten Gesamtvolumen von rund 1,7 Mrd. € aufschließen.

Der Markt für Mittelstandsanleihen steht wegen der ersten Ausfälle und mangelhafter Finanzkommunikation einzelner Emittenten in der Kritik. Damit diese Erscheinungen nicht zu einem systematischen Fehler werden und damit den noch jungen Markt gefährden, liegt es in der Verantwortung aller Beteiligten für Mechanismen zu sorgen, die vor allem die formelle Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmen noch vor der Emission sicherstellt und wiederholte Verfehlungen konsequent und zeitnah sanktioniert. Die Absicht der DBAG Best Practice-Empfehlungen für die Anleiheemission zu erarbeiten, ist ein Schritt in die richtige Richtung.

² Inkl. der Anleihen: Windreich 10-15 (WKN:A1CRMQ) mit 50 Mio. €, Windreich 11-16 (WKN:A1H3V3) mit 75 Mio. € und SIC Processing 11-16 (WKN:A1H3HQ) mit 80 Mio. €, die ein Delisting aus bondm zum 16.04.2013 beantragt haben

Best Practice für einen nachhaltigen Mittelstandsanleihenmarkt

Das aktuelle Umfeld für die Begebung von Unternehmensanleihen ist so gut wie zuletzt im Herbst 2011. Die Risikoaufschläge für Non-Investment-Grade Anleihen liegen wieder deutlich unter 4,0%¹ und führen zu einer regen Emissionstätigkeit bei den sogenannten Mittelstandsanleihen.² In den viereinhalb Monaten dieses Jahres konnten bereits 12 Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von rund 460 Mio. € bei Investoren platziert werden. Weitere vier Emittenten mit einem geplanten Volumen von rund 90 Mio. €³ befinden sich aktuell in der Zeichnungsfrist bzw. haben ihren Wertpapierprospekt für die bevorstehende Emission veröffentlicht. Wie von den führenden Börsenplätzen und Kapitalmarktteilnehmern zu hören ist, bleibt die Pipeline bis in den späten Herbst gut gefüllt. Trotz der in letzter Zeit zunehmenden kritischen Berichterstattung über den Markt der Mittelstandsanleihen scheint sich die Erfolgsstory fortzusetzen. Dennoch sind einige der kritischen Stimmen durchaus berechtigt. Im Kern stehen die fehlende Kapitalmarktfähigkeit und die mangelnde Qualität einzelner Emittenten sowie fragwürdige Emissionspraktiken im Mittelpunkt der Kritik. Für ein nachhaltiges Funktionieren dieses Marktsegments müssen diese kritischen Punkte analysiert und, wo es Sinn macht, entsprechend korrigiert werden.

Der erste Kritikpunkt liegt in der mangelnden Kapitalmarktfähigkeit einzelner Emittenten, die insbesondere bei der Erfüllung formeller Anforderungen in Bezug auf Publizität und Transparenz erhebliche Defizite aufweisen. Die Veröffentlichung eines testierten Jahresabschlusses und eines aussagefähigen 6-Monatberichtes, der mindestens eine verkürzte Bilanz, Erfolgsrechnung und einen Anhang beinhalten sollte, werden von den wichtigsten Börsenplätzen wie Frankfurt und Stuttgart in ihren Regelwerken verlangt und sind innerhalb von sechs bzw. drei Monaten zu veröffentlichen. Diese Mindestanforderungen muss jeder Emittent, der den Schritt an den öffentlichen Kapitalmarkt zu gehen beabsichtigt, auch erfüllen können. Wer dies nicht leisten kann, muss die Hausaufgaben vor der Emission machen.

¹ iTraxx Europe Crossover 5 Jahre

² Emissionen, die innerhalb der Mittelstandsbörsensegmente der Börse Frankfurt und Regionalbörsen notieren

³ Stand 16. Mai 2013

Der zweite Kritikpunkt ist die mangelnde Qualität einiger Emittenten, die natürlich schwieriger zu beurteilen ist. Vor allem die begleitenden Banken und Beratungshäuser müssen bei dieser Frage analysieren, inwieweit eine Anleihefinanzierung tatsächlich in das Finanzierungskonzept des Emittenten passt. Bei einigen Unternehmen hat man den Eindruck, dass eine Eigenkapitalzuführung besser zum Unternehmen passen würde als die Fremdmittelaufnahme über eine Anleihe. Zurzeit ist das Mitunterzeichnen des Prospekts der emissionsbegleitenden Bank in einer fremdgeführten Anleiheemission im Mittelstandssegment noch nicht zu finden. Bei Aktienemissionen im Entry Standard ist die Prospektmitunterzeichnung der Bank bereits üblich. Um den Qualitätsanspruch der Emission zu unterstreichen, könnte dieser Marktstandard auch auf die Anleiheemissionen Anwendung finden. Schließlich ist auch an die Eigenverantwortung der Investoren zu appellieren, den Wertpapierprospekt und den Ratingbericht kritisch zu prüfen und sich bei der Investitionsentscheidung weniger vom Namen oder der Kuponhöhe blenden zu lassen.

Typischerweise haben Mittelständler oft familiengeprägte Organstrukturen und vor allem bei Personengesellschaften sind Interessenskonflikte gegenüber externen Investoren oft die Regel. Durch eine kapitalmarktkonforme Corporate Governance-Gestaltung wie die Einführung eines unabhängigen Beirates oder eine vertragliche Begrenzung unverhältnismäßiger Gesellschafterrechte (z.B. Ausschüttungssperre) sind solche Interessenskonflikte überbrückbar.

Der dritte Kritikpunkt betrifft die sogenannte Aufstockung. Prinzipiell ist an einer Aufstockung nichts Verwerfliches. Bei größeren institutionellen Emissionen ist sie durchaus üblich. Diese Aufstockungen müssen jedoch in Relation zur Finanzierungsstruktur stehen und sollen nicht dem schnellen Stopfen von Finanzierungslöchern dienen. Die transparente Offenlegung der Verwendung des Emissionserlöses muss gewahrt bleiben, denn am Ende der Laufzeit ist die Rückführung unumgänglich.

Der Markt für Mittelstandsanleihen bleibt im Aufwärtstrend und hat sich zu einer echten Alternative in der Unternehmensfinanzierung entwickelt. Damit dieser Finanzierungsweg auch nachhaltig offen steht, müssen die Marktteilnehmer permanent aufmerksam Missentwicklungen vorbeugen. Die bisherigen sieben Ausfälle und Delistings von Mittelstandsanleihen müssen im Interesse aller Beteiligten Einzelfälle bleiben. Schließlich sollte der Markt auch lernen, zwischen Mittelstand im Prime Standard und Mittelstand in den anderen Segmenten zu differenzieren, da die Sorgfaltsprüfungen im regulierten Markt deutlich anspruchsvoller sind.

Der regulierte Markt trocknet aus

Seit Jahren beobachten wir den schleichenden Weggang von Emittenten aus den fortwährend strenger regulierten öffentlich organisierten Börsensegmenten („Regulierter Markt“). Dieser Trend wurde nun durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) im Rahmen einer jüngst erschienenen statistischen Erhebung belegt. Danach sank die Anzahl der in den regulierten Börsensegmenten notierten Aktien und Anleihen seit 2005 um mehr als ein Drittel. Waren es Mitte des Jahres 2005 noch 1.253 gelistete Unternehmen in den regulierten Märkten, so reduzierte sich deren Anzahl Jahr für Jahr bis Mitte 2012 auf nur noch 825. In diesen sieben Jahren gab es somit einen Nettoschwund von 430 Unternehmen! Zwar kamen 222 neue Gesellschaften hinzu, jedoch verabschiedeten sich im selben Zeitraum wieder insgesamt 650. Zu einem ähnlichen Ergebnis führt auch unsere Recherche anhand der DAI-Statistiken für den Zeitraum 2005 bis 2012 der an der Frankfurter Börse notierten Inlandsaktien. Gab es Ende des Jahres 2005 noch 648 in den regulierten Märkten gelistete Aktien, so reduzierte sich deren Anzahl im Jahre 2012 um 110 Aktien auf 538. Im Gegensatz dazu erhöhte sich die Anzahl der im Freiverkehr notierten Aktien von 187 Aktien im Jahre 2005 um 237 Neuzugänge auf 424 bis Ende 2012.

Die Hauptursachen für die Flucht aus den regulierten Märkten ist laut DPR-Statistik neben Übernahmen (220 Fälle) und Insolvenzen (100 Fälle) ein „Dow Grade“ in die nicht regulierten Marktsegmente. Bei Schuldtiteln kommt hinzu, dass die Begebung neuer Anleihen oft nicht mehr in den regulierten Börsensegmenten erfolgt. Im Ergebnis kann damit festgehalten werden, dass die Attraktivität der regulierten Börsensegmente für Emittenten in den letzten Jahren gelitten hat. Offenbar sind es vor allem die strenger gewordenen Regularien (internationale Rechnungslegung, Compliance-Auflagen, zunehmende Transparenz und Publizitätspflichten sowie externe Kontrollen) und die damit verbundenen Kosten, die Unternehmen abschrecken, diese Segmente zu wählen. Zudem wird es den Emittenten seitens der Investoren auch nicht übermäßig gedankt, dass sie sich den hohen Transparenz- und Publizitätsstandards des regulierten Marktes verpflichten.

Besonders Aktienemittenten haben es in den letzten Jahren besonders schwer gehabt, überhaupt an den Kapitalmarkt zu gelangen. Dabei spielen die erheblich gestiegenen regulatorischen Publizitätsanforderungen an die Emittenten ebenfalls eine entscheidende Rolle, die vor allem mittelständisch geprägte Unternehmen den Gang an den Aktienmarkt und insbesondere in den regulierten Märkten meiden lässt. Ein weiterer Grund ist auch auf der Nachfrageseite zu finden, da Neuemissionen in den letzten zehn Jahren mehrheitlich den Anlegern Verluste brachten. Laut einer aktuellen Dealogic-Erhebung konnte nur jeder fünfte Börsenneuling in den letzten zehn Jahren eine positive Performance erzielen. Leider zeigt sich dieser Trend auch bei den jüngsten größeren Emissionen, wonach bei Kion, LEG Immobilien, Telefonica Deutschland (O₂) und EVONIK derzeit die aktuellen Kurse unter ihrem Ausgabepreis bzw. dem Preis bei der Erstnotierung liegen. Allein der Talanx-Börsengang, der deutliche Abstriche der Bewertung im Laufe seiner Angebotsfrist hinnehmen musste, notiert aktuell über dem Ausgabekurs. Es scheint, dass die „IPO-Aktie“ sowohl bei den Emittenten als auch bei Investoren ein Auslaufmodell wird. Dafür ist die Anleihe zum Lieblingskind der Emittenten und Investoren geworden. So ist es erfreulich, dass sich im Anleiheprimärmarkt zahlreiche mittelständische Unternehmen finden, die im jetzigen Umfeld niemals den Eigenkapitalmarkt aufgesucht hätten. Auf der anderen Seite ist aber zu bedenken, dass Fremdkapital eine andere Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielt als Eigenkapital. Dieser Unterschied muss sowohl dem Emittenten als auch den Investoren bewusst sein. Um den Aktienmarkt wieder attraktiv für Neuemittenten zu gestalten, sollte die Überregulierung zurückgefahren und die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals gegenüber Fremdkapital aufgehoben werden.

Wo bleibt der Nachahmer-Effekt?

Auf den ersten Blick lief das erste Halbjahr 2013 für den deutschen IPO-Markt sehr erfreulich. Die Frankfurter Börse konnte drei große Börseneinführungen (LEG Immobilien, KION, Deutsche Annington) mit einem Gesamtvolumen von rund 2,2 Mrd. € für sich gewinnen. Die LEG Immobilien mit einem Emissionsvolumen von rund 1,3 Mrd. € steht weltweit sogar an achter Stelle der größten IPOs in diesem Jahr. Auch der für Neuemissionen entscheidende Sekundärmarkt stimmt eigentlich positiv. So verdoppelt sich der DAX seit seinem Tief im März 2009 von knapp 4.000 Punkten auf historisch erstmalig erreichte 8.400. Auch die Post-IPO-Performance der drei Neuzugänge kann durchaus als ermutigend bezeichnet werden. LEG und KION liegen nur wenig unter dem Ausgabekurs und die Aktien der Deutschen Annington konnten seit der Notierungsaufnahme rund 16% zulegen. Daneben füllte sich der Kurszettel an der Frankfurter Börse mit zwei weiteren großen Neuzugängen, die statt dem klassischen Börsengang den Zugang über die „Hintertür“ wählten. Die Notierungsaufnahme der EVONIK Industries AG mit einer Börsenkapitalisierung von 15,4 Mrd. € und der Siemens-Spin-off Osram mit einer Börsenkapitalisierung von über 2,5 Mrd. € sind durchaus weitere potentielle Eisbrecher. Osram hat bis heute sogar seinen Wert um rund 38% erhöht. Dabei fällt auf, dass abgesehen von Osram alle Werte aus dem Portfolio der von „Financial Sponsors“ kommen, die den Börsengang als Exitkanal gewählt haben. Erfreulicherweise stehen weitere größere Kandidaten vor der Emissionstür, darunter Namen wie Grohe und das Chemieunternehmen H.C. Stark. Beide stammen ebenfalls aus einem solchen Portfolio.

Die gute Stimmung und die „Eisbrecher“ haben bisher leider noch nicht dazu geführt, dass kleinere oder Familienunternehmen einen Börsengang ins Auge fassen. Zum einen verfügen viele Unternehmen über eine reichlich gefüllte Kasse, so dass anstehende Investitionen oder Akquisitionen aus der Portokasse bezahlt werden können. Für die Unternehmen, die dennoch einen Finanzierungsbedarf haben, steht zum anderen der Fremdkapitalmarkt mit verlockend niedrigen Zinsen zur Verfügung. Eine Reihe von Unternehmen, die derzeit an den Bondmarkt gehen, würden auch sehr gut als IPO Kandidaten durchgehen.

Allerdings ist der Weg an den öffentlichen Fremdkapitalmarkt einfacher und über die Laufzeit der Anleihe begrenzt. Darüber hinaus ist das Misstrauen gegenüber dem Aktienmarkt leider deutlich gestiegen. Die Gründe sind die restriktiven Vorschriften, die vor allem für die regulierten Marktsegmente gelten. Zudem verängstlichen die aktuell in der Diskussion befindlichen beabsichtigten Verschärfungen in den Transparenzpflichten und die weitergehenden Einschränkungen in der unternehmerischen Freiheit (Aufsichts- und Vorstandsbesetzung oder Vorstandsvergütung). Die Investorengruppe, die gerade für kleinere mittelständische Interessenten interessant sind (Family Offices und Privatanleger), sind im Aktienemissionsgeschäft nur noch selten zu finden. Auch die großen institutionellen deutschen Institutionen sind mit einer Beteiligungsquote im Aktiensegment von deutlich unter 10% nur noch eine Randerscheinung. Der Großteil der Investoren stammt nunmehr aus dem angelsächsischen Bereich.

Natürlich spielt auch der Börsengang der Hess AG eine nicht unbedingt vertrauensbildende Rolle. Aber es gibt auch durchaus ermutigende Zeichen. So plant das Familienverlagsunternehmen Bastei Lübbe den Schritt an den Eigenkapitalmarkt. Diese Entscheidung ist umso begrüßenswerter, da der Verlag es geschafft hat, sich durch seine Mittelstandsanleihe eine Investorenbasis aufzubauen, die nun für den Börsengang genutzt werden kann. Wir sind der Überzeugung, dass der IPO-Markt auch für kleinere Familienunternehmen wieder attraktiv wird. Zurzeit sind es die niedrigen Zinsen, die der Anleiheplatzierung den Vorzug geben. Entscheidend für einen Emissionserfolg sind auch die Privatanleger: Diese anzusprechen ist der Schlüssel zum Erfolg. Allerdings ist von Seiten der Banken aufgrund der bürokratischen Beratungsprotokolle eine Anlageempfehlung für einzelne Aktien kaum zu erwarten, so dass über neue Vertriebskanäle analog zu börsennotierten Anleihen nachgedacht werden muss.

Familienunternehmen und Börse - Jeder zweite Neuzugang ist ein Familienunternehmen

Der öffentliche Kapitalmarkt scheint in der äußeren Wahrnehmung insbesondere für Familienunternehmen¹ ein rotes Tuch zu sein. Unsere Statistiken über die Eigen- und Fremdkapitalprimärmärkte zeigen jedoch ein ganz anderes Bild!²

Im deutschen IPO-Markt spielten Familienunternehmen vor allem in den 80er und 90er Jahren eine bedeutende Rolle. Im Zeitabschnitt 1985-1998 liegt deren Anteil unter den Neuzugängen bei rund 52%. Auch in der letzten Dekade zwischen 2003 und 2013 gehören 48% der Emittenten zur Kategorie Familienunternehmen, die ein Volumen von insgesamt rund 6,4 Mrd. € platzierten. Somit ist fast jeder zweite Emittent ein Familienunternehmen! Doch wie sehen diese Börsenaspiranten aus? Im Schnitt erzielten die familiengeführten Börsenanwärter einen Umsatz im Geschäftsjahr vor dem IPO von 99 Mio. €. Dieser Wert reduziert sich jedoch auf rund 24 Mio. €, wenn der Median als Messgröße herangezogen wird. Mit zwei Ausnahmen weisen sämtliche Unternehmen im Geschäftsjahr vor dem Börsengang ein positives Nettoergebnis aus (Mittelwert: 7,2 Mio. €; Median: 2,0 Mio. €). Das durchschnittliche Emissionsvolumen beträgt 66 Mio. € bzw. im Median 18 Mio. €. 47% des Emissionserlöses (3,0 Mrd. €) flossen den Familiengesellschaften als Barkapitalerhöhung zu. 53% des Platzierungserlöses oder 3,4 Mrd. € gingen an die Alteigentümer. Somit nutzten die Inhaber der Familienunternehmen den Gang an die Börse auch zur Vermögensdiversifikation. Dennoch behalten die Familien nach dem IPO die Mehrheit am Unternehmen. Im Schnitt reduzierten sich deren Anteile von 86% auf 59% vor bzw. nach dem Börsengang. Die Barkapitalerhöhung aus dem Gang an die Börse führte dazu, dass die Eigenkapitalquote im Mittelwert von 38% (Median 32%) auf 63% (Median 65%) stieg. Bei der Wahl des Börsensegments entschieden sich jeweils genau 50% der Emittenten sowohl für den Freiverkehr bzw. dem Freiverkehr zugehörige Transparenzsegmente (Entry Standard, m:access) als auch für die regulierten Märkte (General Standard, Prime Standard). Da der Zugang zum Eigenkapitalmarkt seit 2008

¹ Gesellschaften, an denen mehrheitlich durch Verwandtschaft untereinander verbundene Personen beteiligt sind

² Sämtliche Statistiken haben als Stichtag den 15. Oktober 2013 und als Quelle dient die Blättchen Financial Advisory Datenbank

sehr zyklisch geworden ist und die Zeitfenster sich tendenziell deutlich verkürzt haben, wird diese Finanzierungsoption derzeit leider nur noch in wenigen Unternehmen umgesetzt (jüngstes Beispiel Bastei Lübbe AG).

Dem gegenüber steht ein sehr aufnahmefähiger Fremdkapitalmarkt, der insbesondere von Familienunternehmen in Anspruch genommen wird. Die großen börsennotierten Familienunternehmen wie BMW und VW sind seit Jahren die führenden Emittenten im sogenannten institutionellen Corporate Bondmarkt. Allein beide Gesellschaften nehmen einen Primärmarktanteil von 30% ein.³ Aber auch nichtbörsennotierte Familienunternehmen wie Würth, Otto, Peri, Bosch, Voigt, Bertelsmann gehören zu den regelmäßigen Emittenten. In der Summe liegt der Anteil der familiengeführten Emittenten im institutionellen Bondmarkt bei rund 42% gemessen am Volumen bzw. bei 24% bezogen auf die Anzahl der Emittenten. Im noch jungen Segment der Mittelstandsanleihen befinden sich unter den 90 bisherigen Emittenten 68 Familienunternehmen. Dies entspricht einer Quote von 76%. Dreiviertel der familiengeführten Emittenten nutzten die Anleihe, um das erste Mal den öffentlichen Kapitalmarkt zu betreten. Die restlichen 25% der Emittenten hatten ihre Aktien zum Zeitpunkt ihrer Anleihebegebung an einer Börse gelistet. Das typische Familienunternehmen erzielte im Geschäftsjahr vor der Emission einen mittleren Umsatz von 224 Mio. € (Median 93 Mio. €) bei einem mittleren EBITDA von 13,8 Mio. € bzw. 8,2 Mio. € im Median. Somit sind die familiengeführten Anleiheemittenten in etwa doppelt so groß, wie die Neuzugänge im Aktienmarkt.

Sowohl im Aktien- als auch im Anleiheprimärmarkt sind Familienunternehmen wichtige Akteure. Die wichtigste Anlegergruppe für mittelständische Unternehmen sind Privatanleger, wie es beeindruckender Weise aktuell im Anleihenmarkt beobachtet werden kann. Eine Belebung des Aktienemissionsgeschäftes für mittelständische Familienunternehmen wird es erst dann geben, wenn diese Investorengruppe die Anlageklasse „Aktie“ wieder attraktiv findet.

³ bezogen auf Non Financials Corporate Bond-Emissionen deutscher Emittenten in 2012 und 2013

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

www.blaettchen-fa.de