

Neuer Zugang zum Kapitalmarkt

2010 war das Jahr der börsennotierten Mittelstandsanleihen

*Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Geschäftsführer,
Blättchen Financial Advisory GmbH*

Das Jahr 2010 wird in die Geschichte als das Jahr eingehen, in dem erstmals mittelständische Anleihen als Alternative zur Bankenfinanzierung eine Rolle spielten. Im Gegensatz zum Eigenkapital existierte für mittelständische Unternehmen bis 2010 noch kein funktionsfähiger, öffentlicher Kapitalmarktzugang über die Börse für eine Fremdmittelaufnahme. Die Ankündigung der Stuttgarter Börse am 17. Mai 2010, das neue Marktsegment Bondm für mittelständische Unternehmensanleihen einzuführen, hat diesen „Missing Link“ für mittelständische Unternehmen etabliert.

Kapitalmarkt statt Kredit

Neu bei „Bondm“ als Primär- und Sekundärmarktplattform ist die Möglichkeit, Fremdkapital in Eigenemission aufzunehmen. Die Anleihenemission ist weder an eine bestimmte Rechtsform noch an eine Mindestkapitalausstattung gebunden und verschafft somit auch den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. In der Eigenemission substituiert das Unternehmen die Bank und entledigt sich der teilweise als mühselig empfundenen Kreditverhandlungen, die durch eine Vielzahl von Covenants und anderen Restriktionen begleitet werden. Natürlich hängt die Transaktionssicherheit eines solchen Unterfangens entscheidend davon ab, dass der Emittent über genügend Bonität, Reputation und möglichst einen Brandname verfügt.

Pioniere Dürr und Windreich

Angesprochen werden anders als im bisherigen Bondgeschäft vor allem Privatanleger und kleinere Vermögensverwaltungen: die typische Kundschaft der Stuttgarter Börse, die sich für ein Mittelstandsprodukt interessiert. Zu den ersten handelbaren Bondm-Anleihen gehört die bereits im Jahr 2004 emittierte und seitdem im Freiverkehr der Stuttgarter Börse notierte Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers Dürr. Als weiterer Kandidat für ein zeitnahe Listing wurde die Windreich vorgestellt, die mit Abschluss ihrer Primäremission über ein Online-Portal am 18. Juli 2010 dem Segment beitrug.

Vertriebskanal Zeichnungsbox

Als Emissionsplattform bietet Bondm den Emittenten nicht nur zusätzliche Aufmerksamkeit gegenüber der



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Öffentlichkeit und vor allen Dingen gegenüber Investoren, sondern für die Platzierung einer Anleihe auch ein Vertriebsstool, das komplementär zu den Möglichkeiten einer Eigenemission (Onlineportal oder Private Placement über Selling Agents) zu sehen ist. Dieser Vertriebskanal nennt sich „Bondm Zeichnungsbox“, an die über 100 Handelsteilnehmer der Stuttgarter Börse angeschlossen sind. Interessierte Anleger, die Depots bei diesen Handelsteilnehmern haben, können während einer Zeichnungsfrist von bis zu zwei Wochen ihre Zeichnungsbefehle abgeben. Während dieser Zeit können die Zeichnungen in der „Bondm Zeichnungsbox“ täglich gesammelt und mit den Zeichnungseingängen aus dem „Onlinedirektvertrieb“ über den Emittenten und den Vertriebsbemühungen der evtl. eingeschalteten Selling Agents zusammengeführt, ausgewertet und nach Abstimmung mit dem Emittenten über die Zahlstelle Anleihestücke zugeteilt werden. Ebenfalls kann nach dieser Frist die Notierungsaufnahme der Anleihe im Freiverkehr bei gleichzeitiger Aufnahme in Bondm erfolgen.

Schnelle Erfolge

Dieses System hat sich als überaus erfolgreich erwiesen, wie die erste Emission am 7. September 2010 der KTG Agrar mit einem Volumen von zuerst 25 Mio. EUR zeigte. Sie wurde in der Zeichnungsfrist vom 2. bis zum 14. September 2010 vorzeitig am 6. September 2010 geschlossen.

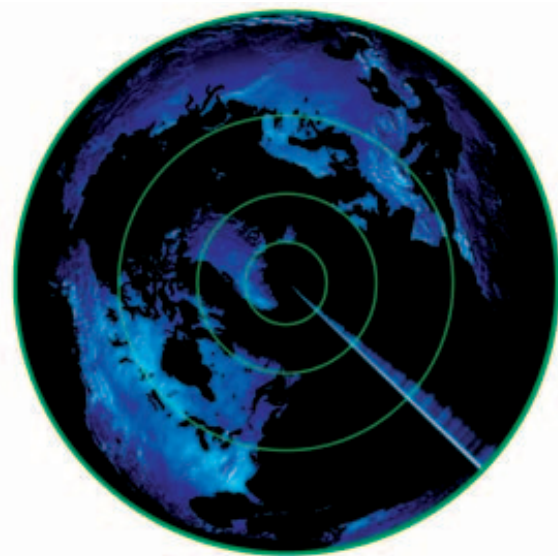
und erfolgreich über den neuen Vertriebsweg Börse größtenteils abgewickelt. Dürr hat sich in einer Zeichnungsfrist vom 13. bis 24. September 2010, die bereits am ersten Tag geschlossen wurde, über diesen Weg 150 Mio. EUR verschafft, wovon die Hälfte über den Vertriebsweg Börse platziert werden konnte. Am 12. Oktober konnte die Nabaltec 30 Mio. EUR platzieren (vorzeitige Schließung am 8. Oktober) und Solarwatt am 28. Oktober nach vier Tagen mit 25 Mio. EUR schließen. Die Zeichnungsfrist von Air Berlin konnte trotz des hohen Emissionsvolumens von 200 Mio. EUR ebenfalls am ersten Tag der Zeichnungsfrist geschlossen werden.

2010 fast 900 Mio. EUR mobilisiert

In dieser ersten Phase des neuen Mittelstandsmarkts Bondm im Zeitfenster September bis Mitte November 2010 notierten alle Anleihen mit ihrer Erstnotierung zum Teil deutlich über 100%. Erst die Emission von 3W Power Holdings unterbrach dieses „Bullen-Momentum“. Die Erstnotierung mit 93,5% lag deutlich unter dem Ausgabepreis. Im Dezember bekam die Anleihe von Rena diesen Trend zu spüren, da in der Zeichnungsfrist nur etwa ein Drittel des ursprünglich angedachten Volumens platziert werden konnte, wovon nur ein weiteres Drittel über die Börse kam. Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen im Anleihengeschäft zum Ende des



Zu den ersten handelbaren Bondm-Anleihen gehört die Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers Dürr. Foto: Dürr AG



NAVIGATING GLOBAL BUSINESS

With more than 1,100 lawyers on the ground in 23 offices, Orrick combines a local understanding of business and the law with a global perspective. Over 200 of our lawyers are dedicated to corporate practice, partnering with clients to deliver innovative legal solutions with a keen business focus. Our clients range from blue-chip multinational corporations and include more than 800 emerging companies.

Orrick lawyers are recognized for the depth of their experience in delivering a business-driven approach to a comprehensive range of legal services, including capital markets transactions, securities trading advice, mergers and acquisitions, emerging companies, corporate finance and private equity.

For more information about our global corporate practice, please visit www.orrick.com/corporate.



ASIA | EUROPE | NORTH AMERICA

BEIJING BERLIN DÜSSELDORF FRANKFURT HONG KONG LONDON
LOS ANGELES MILAN MOSCOW MUNICH NEW YORK ORANGE COUNTY
PARIS PORTLAND ROME SACRAMENTO SAN FRANCISCO SEATTLE
SHANGHAI SILICON VALLEY TAIPEI TOKYO WASHINGTON DC

TAB. 1: ANLEIHE-EMISSIONEN BONDM SEIT JULI 2010

Emittentin	Branche	Umsatz im GJ 2009 (in Mio. EUR)	EBIT im GJ 2009 (in Mio. EUR)	Notierung in Bondm	Volumen (in Mio. EUR)	Zeichnungsfrist	Laufzeit	Emittenten-rating bei Emission	Emissionskosten	Anleihenstruktur	Kupon	Ausgabekurs	Erstnotierung	Kurs 4.2.11	Rendite
Windreich AG	Windanlagen/ Offshore	GL: 19,8	12,2	19.07.2010	25,0 (50,0)	März 10	01.03.2015	BBB (Creditreform)	5,00%	unbesichert, Senior	6,50%	100,00%	100,00%	99,01%	6,78%
KTG Agrar AG	Landwirtschaft	32,3	9,2	07.09.2010	25,0 (25,0)	02.09.- 14.09.2010 (vorzeitig am 6.9.2010 geschlossen)	14.09.2015	BBB (Creditreform)	4,00%	unbesichert, Senior	6,75%	100,00%	101,00%	107,00%	5,00%
Dürr AG	Anlagenbau/ Automotive	1.184,7	5,7	21.09.2010 06.12.2010	150,0 (75,0)	13. 09. 2010 - 24.09.2010 (vorzeitig am 13.09.2010 geschlossen)	28.09.2015	B (S&P), B2 (Moody's), kein Rating anlässlich der Emission	1,46%	unbesichert, Senior	7,25%	100,00%	104,00%	107,98%	5,25%
Nabaltec AG	technische Keramik	73,1	-2,7	12.10.2010	30,0	5.10.2010 - 14.10.2010 (vorzeitig am 6.9.2010 geschlossen)	15.10.2015	BBB+ (Creditreform)	5,00%	unbesichert, Senior	6,50%	100,00%	101,00%	103,00%	5,74%
Solarwatt AG	Errichtung und Betreiben von Solarkraftwerken	255,9	4,9	28.10.2010	25,0	19.10.2010-29.10.2010 (vorzeitig am 26.10.2010 geschlossen)	31.10.2015	BB+ (Creditreform)	bis zu 6,0%	unbesichert, Senior	7,00%	100,00%	100,40%	97,70%	7,58%
Air Berlin PLC	Fluggesellschaft	3.240,3	28,5	10.11.2010	200,0	02.-05.11.2010 (vorzeitig am 2.11.2010 geschlossen)	10.11.2015	nicht geratet	n/a	unbesichert, Senior	8,50%	100,00%	103,50%	108,48%	6,36%
3W Power Holdings S.A.	Utility Equipments	399,4	33,1	29.11.2010	100,0	18.11 - 24. 11. 2010	30.11.2015	B- (S&P)	3,40%	unbesichert, Senior	9,25%	100,00%	93,50%	95,60%	10,44%
Rena GmbH	Maschinenbau für Solarindustrie	144,1	5,0	15.12.2010	bis zu 75,0	02.12.2010 - 14.12.2010	15.12.2015	BB+ (Euler Hermes)	4,50%	unbesichert, Senior	7,00%	100,00%	100,0%	99,35%	7,15%
MAG IAS GmbH	Werkzeugmaschinenbau	139,0	-4,4	07.02.2011	bis zu 50,0	24.01.2011 - 26.01.2011 (vorzeitig geschlossen)	07.02.2016	BB+ (Creditreform)	3,5%	unbesichert, Senior	7,50%	100,00%	102,40%	102,60%	6,87%
Centrosolar Group AG	Photovoltaik-Anlagen	308,7	6,9	ab 15.02.2011	bis zu 50,0	02.02.2011-11.02.2011	14.02.2016	BBB (Creditreform)	4,5%	unbesichert, Senior	7,00%	100,00%	n/a	n/a	n/a

Quelle: Blättchen Financial Advisory (nach Börse Stuttgart, Unternehmensangaben, Wertpapierprospekten)

Jahres durch die fortlaufende Debatte über die Peripheriestaaten der EU konnte Bondm bis Ende des Jahres 2010 ein Anleihevolumen von immerhin fast 900 Mio. EUR mobilisieren. Angesichts der langen Diskussionen bis zur Einführung eines solchen Segments noch Anfang 2010 kann dies als ein großer Erfolg gewertet werden, da im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien über die Börse (IPO) das IBO (Initial Bond Offering) mit Emissionsvolumina unter 150 Mio. EUR ein bisher noch unbeachtetes und am deutschen Kapitalmarkt sehr jungfräuliches Unterfangen war.

Börsen planen weitere Angebote

Viele Beobachter schlossen aus diesem Erfolg, dass ein Handelssegment für Unternehmensanleihen den Nerv der Zeit trifft. Schließlich haben sich die Rahmenbedingungen für Finanzierung im Mittelstand in einer Zeit, in der die Banken Kredite nicht mehr so leichtfertig vergeben und auch standardisierte Mezzanine-Finanzierungen nicht mehr erhältlich sind, mit dieser Alternative extrem

verbessert. Nach den positiven Erfahrungen in Stuttgart wurde Ende 2010 die Idee mittelständischer börsennotierter Unternehmensanleihen von fast allen Regionalbörsen übernommen. Alle bisher gestarteten und angekündigten Börseninitiativen haben gemein, dass die Zulassungs- und Folgepflichten deutlich über dem Mindestmaß des Freiverkehrs liegen. Die Börsen Frankfurt und München erweitern ihre etablierten Transparenzsegmente des Freiverkehrs für Aktien (Entry Standard, M:access) auf das Instrumentarium „Anleihe“. Die Hamburger/Hannover Börsen sowie der Düsseldorfer Handelsplatz gründeten ein eigenes Segment, das sowohl für Aktien als auch Anleihen offen ist. Für 2011 stehen mittelständischen Unternehmen unterschiedliche Anbieter zur Verfügung.

Ausblick

Die rege Emissionstätigkeit in Bondm, dem Vorreiter im Anleihenmarkt, im Januar und Februar lässt für 2011 auf ein weiteres gutes Jahr hoffen. So hat Mag Ias bereits im Januar und Februar 2011 50 Mio. EUR in einer Zeichnungsfrist vom 24. Januar bis zum 4. Februar 2011 (vorzeitig am 26. Januar 2011 geschlossen) aufgenommen. Die Anleihe der Centrosolar Group mit bis zu 50 Mio. EUR ist platziert. Damit beläuft sich das in Bondm notierte Anleihevolumen auf rund 1 Mrd. EUR. Es scheint, dass die Belange mittelständischer Emittenten in diesen Marktsegmenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und des damit verbundenen Aufwands weitgehendst in Einklang mit den Mindestanforderungen der Anleger gebracht werden konnten. Daher ist zu erwarten, dass der Erfolg von Anleihensegmenten für den Mittelstand und insbesondere von Bondm auch 2011 weitergeht und der Kapitalmarkt nicht nur von neuen IPOs, sondern auch von neuen IBOs profitiert.



Auch das Segment M:access der Börse München wird um das Instrumentarium der Unternehmensanleihe erweitert. Foto: Börse München