

Gekommen um zu bleiben?

Mittelstandsanleihen dürfen kein Neuer Markt 2.0 werden

Von Arno Fuchs und Frans-Matthis Pleie,
FCF Fox Corporate Finance GmbH

Mittelstandsanleihen werden zunehmend zu „Verkaufschlagern“. Als Begründer einer mittlerweile deutschlandweiten Bewegung eröffnete die Börse Stuttgart im zweiten Quartal 2010 das Handelssegment „bondm“, dessen Beispiel viele weitere deutsche Börsen gefolgt sind, unter anderem Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München. Private Investoren sollten allerdings genau prüfen, in welche Anleihe sie investieren.

Genauere Analyse notwendig

Auch wenn erfolgreiche Emittenten sich erst einmal mit ausreichend Liquidität ausgestattet haben und wahrscheinlich die nächsten drei Jahre keine Ausfälle haben, so besteht doch die Unsicherheit, ob sich der Markt für Mittelstandsanleihen nicht zu einem „Neuen Markt 2.0“ entwickeln könnte. Durch einen intensiven Anstieg an Emissionen wird es zunehmend schwieriger, wenig oder nicht qualifizierte Unternehmen von guten Unternehmen zu unterscheiden. Prinzipiell dienen Unternehmens-Ratings dem Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Emittent und Anleger. Generell sollte allerdings zwischen einem Unternehmens- und einem Anleihe-Rating unterschieden werden. Während das Unternehmens-Rating die Fähigkeit des Unternehmens abbildet, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist das Anleihe-Rating ein Urteil, welches mit Hinblick auf die Anleihe, deren spezifische Bedingungen und die Wahrscheinlichkeit deren Rückzahlung erstellt wurde. Durch unterschiedliche Besicherungen, Laufzeiten, Ausgestaltung der Konditionen und Covenants können zwischen den Unternehmens- und den Anleihe-Ratings signifikante Unterschiede herrschen, insbesondere wenn die Anleihe als Nachranganleihe ausgestaltet ist.

ZU DEN PERSONEN: ARNO FUCHS UND
FRANS-MATTHIS PLEIE

Arno Fuchs ist CEO, Frans-Matthis Pleie Analyst bei der FCF Fox Corporate Finance GmbH aus München. FCF ist auf die Beratung und Strukturierung von Finanzierungslösungen für mittelständische Unternehmen spezialisiert. www.fcfcompany.com



Arno Fuchs



Frans-Matthis Pleie

Generell sind Anleihe-Ratings im Regelfall schlechter als Unternehmens-Ratings. Ein Unternehmens-Rating von „BBB“ muss nicht notwendigerweise mit einer Investment-Grade-Anleihe zusammenhängen. Hierdurch können sich eklatante Fehlbewertungen im Pricing der Anleihe ergeben.

Abweichung von internationalen Standards

Teilweise weichen veröffentlichte Ratings und Wertpapierprospekte von internationalen Standards ab. Im Fall der 3W Power Holdings S.A. offenbarte der Wertpapierprospekt, dass „nach Einschätzung von Marktteilnehmern [...] ‚B-‘ das niedrigste, sog. Investment-Grade-Rating“ darstellt. Manche Unternehmen hatten bereits vor der Emission eine hohe Nettoverschuldung, die laut Verkaufsprospekten bis zu 4,3x EBITDA betrug. Werden die Erlöse aus der Anleihenemission zur Finanzierung des weiteren Unternehmenswachstums verwendet, kann sich die Nettoverschuldung, zumindest kurzweilig, noch weiter erhöhen, da die positiven EBITDA-Effekte einer Investition generell mit einer gewissen zeitlichen Verschiebung auftreten.

Risiko: Neuer Markt 2.0

Das Worst-Case-Szenario für das Instrument der Mittelstandsanleihe wäre die Insolvenz eines Unternehmens mit Investment-Grade-Rating. Sollte es in Zukunft, analog zum Neuen Markt, aufgrund einer stetig steigenden Nachfrage nach Neuemissionen zu einer Schwemme von bedingt geeigneten Unternehmen kommen, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit des Worst Case immens. Durch das dann zerstörte Vertrauen würden nicht mehr ausreichend private Investoren für Neuemissionen zur Verfügung stehen und dieser Markt würde zumindest für eine gewisse Zeit versiegen, was ein sehr großer Verlust für den Finanzstandort Deutschland wäre. Aus diesem Grund muss es weiterhin zu einer konsequenten Kontrolle kommen, damit sich der Markt für Mittelstandsanleihen nicht zu einem „Neuen Markt 2.0“ entwickelt. Hilfreich wäre hier sicher die Einführung zusätzlicher Kontrollmaßnahmen, wie zum Beispiel die Verpflichtung zu einem Anleihe-Rating zusätzlich zu dem bisher erforderlichen Unternehmens-Rating.

Fazit:

Um weiterhin Mittel auf dem Kapitalmarkt aufnehmen zu können, sollten stabile Unternehmen die Mittelstandsanleihe immer im Benchmarking zu Schuldscheindarlehen und den sogenannten US Private Placements sehen. Diese beiden Instrumente bieten den Vorteil, dass es keine handelbaren Schuldverschreibungen sind, sodass sie nur durch institutionelle, langfristig orientierte Kapitalgeber gezeichnet werden. Vor allem große Banken, Versicherungen oder aber Pensionsfonds haben großes Interesse an diesen Instrumenten, da sie zum Nominalwert bilanziert werden müssen. Somit besteht für die Investoren in einem steigenden Zinsumfeld oder in Zeiten der Krise kein Mark-to-Market-Risiko. Diese Produkte stehen allerdings grundsätzlich nur Unternehmen mit einem „tatsächlichen“ Investment-Grade-Rating offen. Dafür erhalten die Unternehmen die Vorteile einer niedrigeren Marge und geringerer Veröffentlichungspflichten.

Anzeige

bdp-Fachforum M&A
Berlin 15.06.2011 · Hamburg 29.06.2011

M&A + Investorensuche

- Suche von Käufern und Investoren
- Suche von Targets
- Distressed M&A
- Finanzierung
- Unternehmensbewertung
- Verhandlungsbegleitung
- steuerliche Optimierung
- Vertragswesen

www.profis-suchen-mit-erfolg.de

bdp Venturis

Management Consultants

Restrukturierung · Finanzierung
M&A · Interimsmanagement
GmbH

bdp Venturis
Management Consultants GmbH

www.bdp-venturis.de

10435 Berlin
Danziger Str. 64
030 – 44 33 61 - 0
bdp.berlin@bdp-team.de

01129 Dresden
Hubertusstr. 37
0351 – 811 53 95 - 0
bdp.dresden@bdp-team.de

20459 Hamburg
Steinhöft 5 - 7
040 – 30 99 36 - 0
hamburg@bdp-team.de

bdp Venturis. Profis suchen mit Erfolg