

## FINANZIERUNG

### „Mittelstandsanleihe“ – richtig eingesetzt!

Bei der Wahl der passenden Finanzierungsinstrumente zur externen Mittelaufnahme, die für eine beabsichtigte Bilanzrestrukturierung der Passivseite oder für eine geplante Wachstumsfinanzierung infrage kommen, sind die Kriterien Fristenkongruenz, Bescherung, Unabhängigkeit und Flexibilität zu beachten. Grundsätzlich kann das Unternehmen dabei den direkten Weg einer Privatplatzierung bzw. bilateralen Vertragsbeziehung gehen oder sich an den anonymen, öffentlichen Kapitalmarkt wenden. Für beide Optionen existieren unterschiedliche Finanzierungsinstrumente. Ein Instrumentarium des öffentlichen Kapitalmarkts ist die Unternehmensanleihe. Mit dem Start des Stuttgarter Börsensegments „bondm“ steht auch sie für mittelständische Unternehmen als Option zur Verfügung.

Im Rahmen der geschäftsmodelladäquaten Finanzierung, die im besonderen Fokus unseres ganzheitlichen Beratungsansatzes steht, kooperiert die hahnconsultants gmbh mit der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH Leonberg. Bei der Zusammenarbeit legen wir Wert darauf, dass die Mittelstandsanleihe nicht als Finanzierungsprodukt, sondern im Bedarfsfall als sinnvoll ergänzendes Element einer Gesamtfinanzierungskonzeption verstanden wird.

Im Folgenden stellen Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, geschäftsführender Gesellschafter, und Uwe Espethal, Partner der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH, das neue Finanzierungsinstrument der „Mittelstandsanleihe“ vor. Beide haben als Berater maßgeblich an der Konzeption und Implementierung des Segments bondm mitgewirkt. Die Firma ist Gründungscoach in bondm der Stuttgarter Börse und Listing Partner im Entry Standard für Anleihen der Deutschen Börse AG.

#### Welchen Stellenwert hat die Mittelstandsanleihe?

Das Anleihebörsensegment „bondm“ startete im Mai 2010 und eröffnet erstmalig einen organisierten, öffentlichen Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen in der Fremdmittelfinanzierung.

Im Folgenden wurde dieses Konzept von fast allen Börsen aufgegriffen: Frankfurt (Entry Standard), Düsseldorf (mittelstandsmarkt), München (m:access) sowie die Börsenvereinigung Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland). Bis zum Stichtag am 30.09.2011 notierten an den deutschen Börsen bereits 34 Mittelstandsanleihen mit einem Gesamtvolumen von rd. 2,1 Mrd. €. Weltere drei Anleihen mit einem Volumen von bis zu 130 Mio. € befinden sich in der Zeichnung. Die Stuttgarter Börse ist mit 19 Emissionen und einem Volumen von rd. 1,4 Mrd. € derzeit Marktführer. Die Frankfurter Börse mit 10 Platzierungen (0,45 Mrd. €) folgt an zweiter Stelle. Die Börse Düsseldorf rangiert mit 7 Emissionen (0,23 Mrd. €) auf dem dritten Platz. Dem Börsenverbund Hamburg/Hannover gelang es bisher, zwei Emittenten (bis zu 75 Mio. €) zu gewinnen.

#### Was ist das Besondere an der Mittelstandsanleihe?

Die Mittelstandsanleihe richtet sich an die Investorengruppen **Privatanleger**, Friends & Family sowie kleinere Vermögensverwalter. Im Unterschied zu den institutionellen Großinvestoren sind diese i.d.R. nicht an streng reglementierte Statuten gebunden, die bspw. ein Mindestvolumen oder Mindestrating vorschreiben. Der Emittent der Mittelstandsanleihe kann bei der Erstplatzierung auf die **Eigenemission** zurückgreifen. Dabei ist das Unternehmen der alleinige Verantwortliche für die Platzierung, d. h. es tritt im Unterschied zur Fremdemission keine Bank als „Intermediär“ auf. Für die Eigenemission stehen dem Emittenten grundsätzlich drei Vertriebskanäle zur Auswahl. Zum einen kann er über ein Online-Zeichnungsportal direkt Investoren aus seinem nahen Umfeld wie Mitarbeiter, Kunden, Zulieferer („Friends & Family“) ansprechen. Zum anderen hat er die Möglichkeit, über die sogenannte „Zeichnungsbox“, welche die einzelnen Börsen als Platzierungshilfe anbieten, die anonyme Gruppe der Privatanleger und Vermögensverwalter zu adressieren. Als dritten Vertriebskanal nutzen spezialisierte Banken den Zugang für ihre investierenden Kunden. »



## FINANZIERUNG

den w chtigen Aufgaben, die auch die **Einschaltung spezialisierter Dienstleister** erfordert. Im Kern gehört dazu der Prospektanwalt, der für die Wertpapierprospektierung, die Abstimmung mit der BaFin und die kapitalmarktrechtliche Beratung verantwortlich ist. Da im Wertpapierprospekt grundsätzlich die geprüften Jahresabschlüsse der letzten zwei Geschäftsjahre des Emittenten aufzunehmen sind, die in Abhängigkeit vom Billigungszeitpunkt noch durch einen untestierten Interimsabschluss ergänzt werden müssen, ist der Wirtschaftsprüfer zeitnah in die Prospekterstellung miteinzubinden. Als Koordinator für das Anleiheprojekt ist der Kapitalmarktberater verantwortlich, der zudem die Kapitalmarktfähigkeit des Emittenten einschätzt und hilft, diese effizient herzustellen, die Anleihestrukturierung vornimmt, die notwendigen Vertriebskanäle vorbereitet sowie die Funktion des „Kapitalmarktcoachs“ übernimmt, die die meisten Börsen für die Zulassung verlangen. Daneben steuert häufig ein für Strategie- und Restrukturierungsfragen unabhängiger Berater wesentliche Argumentationen bezüglich der „Bondstory“ bei, die sich auch in der Verwendung des Emissionserlöses wiederfinden. Für die Vermarktung der Anleihe wird oft eine spezialisierte IR-Agentur eingeschaltet, die den exklusiven Zugang zur Finanzpresse sicherstellt und die Emission zielgerichtet in den unterschiedlichsten Medien und Zielgruppen platziert. Ebenfalls ist für die Vermarktung und das Pricing der Anleihe das Rating entscheidend. Eine gute Vorbereitung des Ratings, wozu auch die Aufbereitung der entscheidenden Ratingdokumentationen sowie ein ausführliches Management Briefing

gehört, dauert i.d.R. drei bis vier Wochen und wird ebenfalls durch den Kapitalmarktberater federführend gesteuert. Ein professionelles **Projektteam- und -management** trägt daher wesentlich zum Erfolg der Anleiheplatzierung bei.

### Wie grenzt sich die Mittelstandsanleihe von anderen Finanzierungsalternativen ab?

Da seit 2007 das sogenannte „Standard Mezzanine“ nicht mehr am Markt verfügbar ist, kommen für den Mittelstand neben der Anleihe als langfristige externe Fremdkapitalinstrumente das „syndizierte Darlehen“ (inkl. sogenannter „Club Deals“) und Schuldscheindarlehen infrage. Sämtliche dieser Instrumente lassen sich für die Finanzierung des endogenen Wachstums sowie der Akquisitions- und Anschlussfinanzierung einsetzen. Hinsichtlich der Kriterien Dokumentation, Investoren, Volumen, Sicherheiten und Covenants unterscheiden sich die Instrumente insbesondere gegenüber der Mittelstandsanleihe erheblich. In der folgenden Tabelle werden die wesentlichen Differenzierungsmerkmale der Instrumentarien gegenübergestellt. »

## FINANZIERUNG

	Mittelstandsanleihe	Schuldverschreibungen	Syndizierte Darlehen
<b>Laufzeit (in Jahren)</b>	5-7	3-	Max. 3
<b>Besicherung</b>	unbesichert	unbesichert	Sicherungsabtretung von Forderungen, Grundpfandrechte, Garantien, Verpfändungen
<b>Tilgung</b>	Blocktilgung	Blocktilgung oder Tilgungsstruktur	Blocktilgung oder Tilgungsstruktur
<b>Volumen (in Mio. €)</b>	> möglich (> 25 empfohlen)	> 5	> 5 („Club Deal“ > 3)
<b>Covenants</b>	i.d.R. Negativerklärung, Change of Control <sup>2</sup>	Financial Covenants, Negativerklärung, Par Passu <sup>3</sup> , Cross Default <sup>4</sup> , Change of Control	Financial Covenants, Negativerklärung, Par Passu, Cross Default, Change of Control
<b>Dokumentation</b>	Wertpapierprospekt	Relativ schlank (10 Seiten)	Umfangreiche Dokumentationen (> 40 Seiten)
<b>Rating</b>	Externe Agentur	Bankenrating	Bankenrating
<b>Investoren</b>	Private Anleger, Family Offices	Ausgewählte in- und ausländische Banken, Versicherungen	Ausgewählte in- und ausländische Banken (Konsortien)
<b>Fungibilität</b>	Uningeschränkt handelbar an Börse oder OTC-Markt	Uningeschränkt handelbar, aber nur eingeschränkter Handel	Abhängig vom Kreditvertrag
<b>Umsetzungsdauer</b>	ca. 4-6 Monate	6-8 Wochen	ca. 3-6 Monate
<b>Emissionsform</b>	Eigenemission	Fremdemission	Kreditgeber
<b>Kündigungsrechte (Gläubiger)</b>	Keine ordentlichen Kündigungsrechte	Zahlreiche Kündigungsrechte, Verletzung von Kennzahlen und Informationspflichten	Zahlreiche Kündigungsrechte, Verletzung von Kennzahlen und Informationspflichten
<b>Nachträgliche Änderungen</b>	Schuldverschreibungsgesetz (Mehrheitsentschluss)	Vereinbarung mit dem Treuhänder	Vereinbarung mit dem Konsortium

### Erklärungen

Erklärung des Emittenten, dass keine Schlechterstellung der Bondinvestoren im Rang oder in der Sicherheit durch künftige Anleihen stattfinden wird

<sup>2</sup> Sonderkündigungsrecht des Gläubigers, das mit einer Änderung (.d.R. 5 %) der Eigentümerstruktur des Emittenten aufleitet

<sup>3</sup> Erklärung, die auf den Gleichrang gegenwärtiger und künftiger Forderungen gegenüber dem Schuldner abzielt

<sup>4</sup> Driftklausel, wonach auch eine Vertragsstörung der Gläubiger entsteht, wenn ein Vertragsbruch gegenüber der Drittenteile tritt

## FINANZIERUNG

### Der Kapitalmarkt macht unabhängig!

Die Anleihe ermöglicht dem Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt – ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur und ohne Einschaltung einer Emissionsbank. Da die Anleihenemission an keine Mindestkapitalausstattung gebunden ist, verschafft sie dem Unternehmen in den üblichen Rechtsformen des Mittelstands einen Zugang zum Kapitalmarkt.

Eine wesentliche Hürde besteht in der Bereitschaft, sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält der Unternehmer die Freiheit, sich langfristig in seiner Finanzierung aufzustellen. Im Folgenden werden die Vor- und Nachteile einer Mittelstandsanleihe im Überblick veranschaulicht.

Vorteile	Nachteile
Neue Investorenbasis (Diversifizierung der Investorenstruktur)	Einmalige, umfangreiche Aufwendungen für die Erstplatzierung (Wertpapierprospekt, Rating)
Geringere Sicherheitenanforderungen	Offenlegungspflichten (Folgebpflichten der Börsensegmente)
Keine Financial Covenants	Corporate-Governance-Mindestanforderungen
Bankenunabhängigkeit	Volatilität der Kurse
Öffentlichkeitswirksamkeit (zusätzliche Kommunikationsplattform für das Unternehmen und seine Produkte)	
Mitarbeiterbeteiligung	
Erhalt der wirtschaftlichen Selbstständigkeit	
Fungibilität der Anleihe	
Keine ordentlichen Kündigungsrechte der Gläubiger	
Flexibilität bei nachträglichen Änderungen (Anwendung des Schuldverschreibungsgesetzes)	

Der Einsatz der Mittelstandsanleihe mit den vorgenannten Vorteilen als alternativer Finanzierungsbaustein ist im Einzelfall sorgfältig zu prüfen und abzuwägen. Gerne stehen wir Ihnen für eine detaillierte Analyse und Bewertung des sinnvollen Einsatzes im Rahmen Ihrer ganzheitlichen Finanzierungsstruktur zur Verfügung. ■



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen  
Geschäftsführender Gesellschafter  
BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH



Uwe Nespethal  
Partner  
BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH