

Gerhardt Eugen

Die Mittelstandsanleihe

Empirische Analyse
einer neuen Anlageklasse



Diplomica Verlag

Eugen, Gerhardt: Die Mittelstandsanleihe: Empirische Analyse einer neuen Anlageklasse. Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2015

Buch-ISBN: 978-3-95934-623-8

PDF-eBook-ISBN: 978-3-95934-123-3

Druck/Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2015

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und die Diplomica Verlag GmbH, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Alle Rechte vorbehalten

© Diplomica Verlag GmbH

Hermannstal 119k, 22119 Hamburg

<http://www.diplomica-verlag.de>, Hamburg 2015

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	3
------------------------------------	----------

1 Einleitung	5
---------------------------	----------

2 Grundlagen und Definitionen.....	7
---	----------

2.1	Begriffsbestimmung Unternehmensanleihen	7
2.1.1	Definition	7
2.1.2	Merkmale	8
2.2	Begriffsbestimmung Mittelstand.....	9
2.3	Kriterien zur Etablierung von Mittelstandsanleihen als nachhaltiges Instrument der Unternehmensfinanzierung	11
2.3.1	Transparenz.....	12
2.3.1.1	Jahresabschluss	13
2.3.2	Rating.....	13
2.3.3	Covenants.....	14
2.3.3.1	Verschuldungsgrenze/Verschuldungsgrad	14
2.3.3.2	Change of Control.....	15
2.3.3.3	Negativerklärung.....	15
2.3.3.4	Besicherung.....	15
2.3.3.5	Drittverzugsklausel	16
2.3.3.6	Cash Flow	16
2.3.3.7	Eigenkapitalquote.....	16
2.3.4	Emissionsvolumen	17

3 Einblick in die Struktur des deutschen Mittelstandssegments für Unternehmensanleihen.....	18
--	-----------

3.1	Datenerhebung der Studie	18
3.2	Branchenstruktur der Emittenten	19
3.3	Emissionsvolumen der Branchen	20
3.4	Anleiheausgestaltung	21
3.4.1	Laufzeiten	21
3.4.2	Zinsstruktur	22

3.4.3	Zinsstruktur der Branchen.....	23
3.4.4	Emissionsvolumen	24
3.4.5	Bonitätsprüfung durch das Rating-Verfahren	26
3.4.6	Covenants.....	28
3.4.6.1	Standard Covenants.....	29
3.4.6.2	Eigenkapitalquoten.....	30
3.4.6.3	Cash Flow	32
3.5	Kosten der Emission	34
3.6	Arrangeure	36
3.7	Die neuen Handelsplätze für Mittelstandsanleihen	38
3.8	Der Trend zur Unternehmensfinanzierung durch Corporate Bonds am Beispiel von vier Emittenten.....	42
3.8.1	Scholz AG.....	46
3.8.2	Karlsberg Brauerei GmbH	48
3.8.3	BKN biostrom AG	50
3.8.4	SIAG Schaaf Industrie AG.....	53
3.9	Basel III: Durch neue Auflagen für Banken und Kreditinstitute ergeben sich Chancen für die Mittelstandsanleihe	55

4 Kritische Würdigung der Mittelstandsanleihen als neues

Finanzierungsinstrument.....59

4.1	Covenants.....	60
4.2	Rating.....	62
4.3	Arrangeure und Börsen	64
4.4	Transparenz.....	66
4.5	Erneuerbare Energien.....	67
4.6	Fazit	67

5 Ausblick.....69

6 Anhang65

7 Literaturverzeichnis79

8 Internetquellen.....83

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Definition des IfM Bonn für Unternehmensgrößen	11
Abbildung 2: Definition der EU-Kommission für Unternehmensgrößen	11
Abbildung 3: Branchenstruktur auf dem gesamten Mittelstandssegment	20
Abbildung 4: Emissionsvolumen der verschiedenen Branchen	21
Abbildung 5: Laufzeiten der Unternehmensanleihen.....	22
Abbildung 6: Ausgestaltung der Kupons von Unternehmensanleihen.....	23
Abbildung 7: Ausgestaltung der Kupons nach Branchen von Unternehmensanleihen	24
Abbildung 8: Vielfalt der Emissionsvolumen und der prozentuale Anteil der voll platzierten Schuldverschreibungen	25
Abbildung 9: Rating-Matrix.....	26
Abbildung 10: Ratingeinstufung aller Emittenten.....	27
Abbildung 11: Verteilung der bisherigen Ratings auf die verschiedenen Ratingagenturen	28
Abbildung 12: Anteile der eingeräumten Covenants aller Emittenten	30
Abbildung 13: Eigenkapitalquoten der Emittenten nach HBG und IFRS.....	32
Abbildung 14: Operative Cash Flows nach der Rechnungslegung	34
Abbildung 15: Durchschnittliche Emissionskosten aller bisher emittierten Unternehmen	35
Abbildung 16: Alle Arrangeure für die Emissionen am neuen Mittelstandssegment	38
Abbildung 17: Aufteilung der Corporate Bonds auf die verschiedenen Börsenplätze.....	41
Abbildung 18: Neuemissionen seit der Einführung von Mittelstandsanleihen	42
Abbildung 19: Ausstehende Unternehmensanleihen einiger Industrieländer im Vergleich.....	43
Abbildung 20:Chartverlauf der Unternehmensanleihe der Scholz AG	48

Abbildung 21: Chartverlauf der Unternehmensanleihe der Karlsberg Brauerei GmbH	50
Abbildung 22: Kennzahlen der biostrom AG	52
Abbildung 23:Chartverlauf der Unternehmensanleihe der BKN biostrom AG	53
Abbildung 24: Chartverlauf der Unternehmensanleihe der SIAG Schaaf Industrie AG	55
Abbildung 25:Übersicht zu allen Regularien und deren Zeitplan zur Umsetzung	57
Abbildung 26:Verteilung der Anleihen auf die einzelnen Börsenplätze	65

1 Einleitung

"Dieser Deal ist lächerlich."

„Wir sollten ihm kein Rating geben."

"Das Modell erfasst nicht mal die Hälfte des Risikos."

"Wir geben jedem Deal ein Rating... Er könnte von Kühen strukturiert werden, wir würden ihm ein Rating geben."

(Email-Schriftverkehr zweier unbekannter Analysten bei Standard & Poors, 2007)

Das ausufernde Finanzsystem gewann bis zur Wirtschaftskrise 2008 an irrsinniger Geschwindigkeit und entwickelte eine bis dahin nicht gekannte Eigendynamik, deren Folgen und Auswirkungen auch einige Jahre danach noch präsent sind.

Knapp zwei Jahre nach Beginn der Wirtschaftskrise 2008, in einem von Misstrauen geprägten Umfeld, beschloss die Börse Stuttgart ein neues Segment einzuführen. Dieses sollte mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit bieten durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen frisches Kapital zu beschaffen, um ihre Finanzierungsquellen zu diversifizieren. Ferner soll sich die neue Anlageklasse, nach dem amerikanischen Beispiel, auf Dauer als Alternative zum konservativen Bankkredit etablieren. Nach der Börse Stuttgart mit ihrem neuen Segment „Bondm“, folgten auch die Börsen in Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg/Hannover und München mit einem eigenen Mittelstandssegment.

Für eine umfassende Einschätzung der Erfolgsaussichten der neuen Anlageklasse als Kompliment oder gar als Substitut von Bankkrediten, hat die vorliegende Arbeit die Zielsetzung, durch eine empirische Analyse der aktuellen Strukturen auf dem gesamten Mittelstandssegment eine Bewertung zu dieser Ambition abzugeben. Außerdem wird Bezug auf die kommenden Basel-III-Regulativen und deren mögliche Folgen für Banken genommen.

Für ein tieferes Verständnis der neuen Anlageklasse werden zunächst die Schuldverschreibung und der Mittelstand definiert. Damit sich die Mittel-

standsanleihe als nachhaltiges Finanzierungsinstrument etablieren kann, werden Kriterien formuliert die stabilisierend und vertrauensbildend auf das gesamte Segment wirken sollen. Hier gilt es eine detaillierte empirische Analyse der aktuellen Struktur der Emittenten sowie der Anleiheausgestaltungen auf dem Mittelstandssegment vorzunehmen, um anhand der zuvor formulierten Kriterien eine Beurteilung der gegenwärtigen Lage abzugeben. In diesem Zusammenhang werden zwei positive und zwei negative Anleiheemissionen vorgestellt.

Ein kurzer Exkurs veranschaulicht mögliche Auswirkungen der neuen Basel-III-Regularien auf die künftige Kreditvergabe an Unternehmen sowie mögliche Vorteile zugunsten der Mittelstandsanleihe, die sich daraus ergeben könnten.

Letztendlich widmet sich diese Arbeit zum Schluss einer kritischen Würdigung und somit einer Betrachtung der momentanen Gesamtsituation auf dem Mittelstandssegment. Wobei ausführlich auf Schwächen und Stärken, eventuelle Mängel, aber auch Vorteile der Mittelstandsanleihe eingegangen wird.

2 Grundlagen und Definitionen

2.1 Begriffsbestimmung Unternehmensanleihen

Für ein besseres Verständnis der Funktionen von Unternehmensanleihen und deren Rolle in unserem Wirtschafts- und Finanzkreislauf ist eine Auseinandersetzung mit den Grundlagen elementar.

2.1.1 Definition

Unternehmensanleihen haben in der Finanzwelt unterschiedliche Bezeichnungen, darunter als Corporate Bonds¹, Credits, Schuldverschreibungen, Pfandbriefe, verzinsliche Wertpapiere, Rentenpapiere, Obligationen oder auch Debetures². Wie sie auch genannt werden, sie erfüllen stets denselben Zweck der externen Unternehmensfinanzierung, durch Aufnahme von Fremdkapital.

Die Ausgabe von Corporate Bonds ist eine verbrieftete Kreditfinanzierung eines Unternehmens. Mittels der Emission von Schuldverschreibungen verpflichtet sich der Emittent, den zuvor festgelegten Kupon (Nominalzins der Anleihe) über eine Laufzeit von über einem Jahr an den Käufer des Pfandbriefes zu entrichten. Der Gesamtbetrag der ausgegebenen Anleihen wird in kleinere Teilbeträge gestückelt, mit dem Ziel sich durch eine breite Basis der Anleger zu refinanzieren und möglichst den Gesamtbetrag der Emission einzusammeln³, was jedoch nicht immer gelingt.

Unternehmensanleihen werden am Rentenmarkt⁴ gehandelt, an dem der Investor durch Zinsen und Kurssteigerungen Gewinne erwirtschaften kann. Wie auch auf dem Aktienmarkt ist der Kurs der Anleihen ständig in Bewegung und

¹ Auch in dieser Arbeit wird der Begriff der Corporate Bonds und der der anderen Synonyme für Unternehmensanleihen vielfach Verwendung finden, um den Leser für die oftmals kaum zu überblickende Vielfalt der Finanzsprache zu sensibilisieren.

² Vgl. Weber (2008), S. 279.

³ Vgl. Fischer (2001), S. 253.

⁴ Da sich diese Arbeit hauptsächlich mit dem neuen Mittelstandsegment beschäftigt, wird auf den Rentenmarkt mit Anleihen der Großkonzerne nicht weiter eingegangen.

unterliegt somit gantztägig dem ökonomischen Gesetz des Angebots und der Nachfrage, demzufolge sind Anleihen frei handelbar⁵.

Am Ende der Laufzeit hat der Gläubiger einen Anspruch auf die Rückzahlung des überlassenen Nominalbetrages, womit auch das Schuldverhältnis endet⁶. Corporate Bonds werden als langfristiges Instrument der externen Unternehmensfinanzierung genutzt⁷.

2.1.2 Merkmale

Anleihen weisen in ihrer Ausgestaltung verschiedene Merkmale auf. Grundsätzlich kann nach folgenden Merkmalen unterschieden werden⁸:

- nach den verbrieften Rechten der Anleihe
 - vorrangige Anleihen
 - nachrangige Anleihen
 - mit/ohne Kündigungsrechten ausgestattete Anleihen

- nach der Laufzeit
 - Laufzeiten bis zu fünf Jahren
 - Laufzeiten von fünf bis zehn Jahren
 - Laufzeiten von über zehn Jahren⁹

- nach ihrer Handelbarkeit
 - Anleihen die börslich gehandelt werden
 - Anleihen die außerbörslich gehandelt werden

⁵ Vgl. Weber (2008), S. 280.

⁶ Vgl. Permoser/Kontriner (2004), S. 844.

⁷ Vgl. Permoser/Kontriner (2004), S. 844.

⁸ Vgl. Permoser/Kontriner (2004), S. 843-845.

⁹ Laufzeiten von über 15 Jahren sind in Kontinentaleuropa eher unüblich und kommen sehr selten vor. Während es im angelsächsischen Raum eine nicht unübliche Praxis ist, Anleihen von 30 Jahren oder auch länger auszugeben, wie z.B. die sog. Perpetuals, die keine Laufzeitbegrenzung haben, wobei der Investor nur eine Verzinsung für die Schuldverschreibung erhält.