

# Unternehmensanleihen als attraktives Mittelstand-Finanzierungsinstrument

Erfolgreiches Vertriebstool „Bondm-Zeichnungsbox“ hilft bei Platzierung

Von Wolfgang Blättchen und  
Stephan Mahn \*)

Börsen-Zeitung, 28.5.2011

Die Bedeutung der Unternehmensanleihen als attraktives Finanzierungsinstrument für den Mittelstand hat unter den Börsen zuerst die Börse Stuttgart erkannt: Am 17. Mai 2010 hat sie der Öffentlichkeit mit Bondm ein neues Handelssegment für mittelständische Unternehmensanleihen vorgestellt. Die Unternehmensanleihe ist ein Finanzierungsinstrument, das dem Unternehmen den unmittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur ermöglicht. Diesen Zugang gab es für den Mittelstand bis dahin nicht. Bondm versteht sich als Plattform für Emittenten aus Industrie und industrienahen Bereichen, die Anleihen in einem Volumen von 30 bis 150 Mill. Euro begeben möchten. Da das Interesse großer institutioneller Investoren an diesen Größenordnungen in der Vergangenheit gering war, zielt Bondm in erster Linie auf die Gruppe der Privatanleger, Family Offices und Vermögensverwalter.

## Kombinierte Eigenemission

Die Besonderheit von Bondm ist, dass der Emittent die Möglichkeit erhält, das „IBO“ (Initial Bond Offering) in Form einer kombinierten Eigenemission durchzuführen. Dabei substituiert das Unternehmen die bei Fremdemissionen notwendige emissionsverantwortliche Bank und entledigt sich einer Vielzahl mit dem Underwriting verbundener Restriktionen und geforderter Garantien. Die Emission im Freiverkehr und die Platzierung in Eigenregie ermöglichen den Emittenten, einen Wertpapierprospekt zu erstellen, der ungleich kostengünstiger ist als für eine institutionelle Fremdemission. Bondm kommt dem erhöhten Bedarf im Mittelstand an Fremdkapital entgegen, stößt aber nicht überall auf Begeisterung, da es die Rolle der Banken als Emissionsbegleiter in Frage stellt. Der Platzierungserfolg hängt stark von der Reputation und Bonität des Emittenten ab. Als ergänzendes und zugleich schlagkräftiges Vertriebstool bietet die Börse Stutt-



Wolfgang Blättchen

gart eine sogenannte „Bondm-Zeichnungsbox“ an, an der über 100 Handelsteilnehmer (u. a. Privat- und Direktbanken) angeschlossen sind. Dieses System hat sich als überaus erfolgreich erwiesen, wie zum Beispiel die sehr schnelle Emission der Dürr-Anleihe am 13. September 2010 zeigte, die bereits nach wenigen Stunden überzeichnet war. Dabei hat sich Dürr 150 Mill. Euro verschafft, wovon die Hälfte über die „Bondm-Zeichnungsbox“ platziert werden konnte.

In der darauffolgenden ersten Phase des neuen Mittelstandsmarkts Bondm von September bis Ende des Jahres 2010 konnte ein Anleihenvolumen von immerhin fast 900 Mill. Euro mobilisiert werden. Angesichts der langen Diskussion bis zur Einführung eines solchen Mittelstandssegments noch Anfang 2010 kann dies als ein großer Erfolg gewertet werden.

Das hat dazu beigetragen, dass sich die Rahmenbedingungen für die Finanzierung im Mittelstand in einer Zeit, in der die Banken Kredite nicht mehr so leicht vergaben und standardisierte Fremdfinanzierungen nicht mehr erhältlich waren, deutlich verbessert haben. Nach den positiven Erfahrungen der Börse Stuttgart wurde bereits Ende 2010 die Idee mittelständischer börsennotierter Unternehmensanleihen auch von anderen Regionalbörsen übernommen, sodass 2011 unterschiedliche Anbieter zur Verfügung stehen. Die rege Emissionstätigkeit im ersten Quartal lässt für 2011 auf ein weiteres gutes Jahr hoffen. So sind mit MAG, Centrosolar, SIC, J.F. Beh-



Stephan Mahn

rens, Payom und German Pellets bereits weitere mittelständische Emissionen an Bondm gegangen.

Auch die Mitbewerber in Düsseldorf und Frankfurt verzeichnen derzeit erste Emissionstätigkeiten. So hat Anfang April Underberg 50 Mill. Euro am Mittelstandsmarkt Düsseldorf emittiert. Der Entry Standard der Deutschen Börse verzeichnet mit Golden Gate (Volumen 30 Mill. Euro) nach dem Debüt-Emittenten SAG Solarstrom eine zweite Anleihe.

## Noch in den Kinderschuhen

Noch steckt das IBO (Initial Bond Offering) im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien (IPO) in den Kinderschuhen. Die wesentliche Hürde für den Emittenten besteht darin, sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält er die Freiheit, sich unabhängiger in seiner Finanzierung aufzustellen und das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen nutzen zu können. Die Anleiheemission ist an keine bestimmte Rechtsform gebunden und verschafft damit den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. Für den Mittelstand bedeutet diese Entwicklung eine interessante „Kapitalmarktergänzung“ zur Bankenfinanzierung.

.....\*) Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Dr. Stephan Mahn sind unabhängige Berater für Finanzierungs- und Kapitalmarktfragen; beide haben zahlreiche Börsengänge und sonstige Kapitalmarkttransaktionen begleitet.

## Presse Detailseite

### Reiff-Anleihe erfolgreich platziert

Inhaber-Teilschuldverschreibung nach wenigen Stunden überzeichnet



Reutlingen, 16.05.2011 Die Albert Reiff GmbH & Co. KG hat als erste Personengesellschaft eine fünfjährige, nicht nachrangige Anleihe mit einem Volumen von 30 Millionen Euro (ISIN DE000A1H3F20 / WKN A1H3F2) mit einem Zinssatz von 7,25 Prozent p.a. begeben. Zeichnungsstart war am heutigen Montag, 16.05.2011, innerhalb von knapp drei Stunden war die Anleihe um das 3,5-fache überzeichnet, so dass das Angebot heute vorzeitig beendet wurde.

Die Reiff-Anleihe mit der investorenfreundlichen Stückelung von 1.000,- Euro, wurde zur Hälfte über die Zeichnungsbox der Börse Stuttgart und zur Hälfte über andere Zeichnungswege gezeichnet. Nach der vorzeitigen Beendigung der Zeichnung wird die Reiff-Anleihe ab Dienstag, den 17.05.2011, an der Börse Stuttgart regulär gehandelt.

„Über die äußerst positive Resonanz auf die erste Emission der Reiff-Gruppe und das damit verbundene Vertrauen, das sowohl private als auch institutionelle Anleger uns entgegenbringen, freuen wir uns sehr“, äußert sich Eberhard Reiff, Vorsitzender der Geschäftsleitung.

Mit dem Emissionserlös wird die Expansion der Reiff-Gruppe in den Geschäftsbereichen Reifen und Autotechnik und Technische Produkte finanziert und weiter vorangetrieben. Die Gelder aus der Anleihe-Emission sollen u. a. für eine neue Zentrallogistik im Reifenfachhandel, die Neuakquisition Reifen Krupp, den Ausbau technischer Kompetenz, die zunehmende Konzentration auf Baugruppen und regionales Wachstum im Technischen Handel sowie für die Erschließung neuer Branchen eingesetzt werden.

Blättchen Financial Advisory begleitete die Anleihe-Emission im Mittelstandssegment Bondm der Börse Stuttgart. Die Reiff-Gruppe ist eine Handelsgruppe in den Branchen Reifen, Autoservice, Technischer Handel und Elastomerverarbeitung. Im ersten Quartal 2011 beschäftigt die Gruppe an über 80 Standorten 1.560 Mitarbeiter.

*Wichtiger Hinweis: Diese Pressemeldung stellt weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren der Albert Reiff GmbH & Co. KG noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren dar. Der Kauf oder die Zeichnung von Inhaber-Teilschuldverschreibungen der Albert Reiff GmbH & Co. KG erfolgt ausschließlich auf der Grundlage des von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gebilligten Wertpapierprospekts. Der gebilligte Wertpapierprospekt vom 27.04.2011*

*ist auf der Website der Gesellschaft unter [www.reiff-anleihe.de](http://www.reiff-anleihe.de) und bei der REIFF-Gruppe, Tübinger Straße 2-6, 72762 Reutlingen, kostenfrei erhältlich.*

# 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 zeitnahes 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

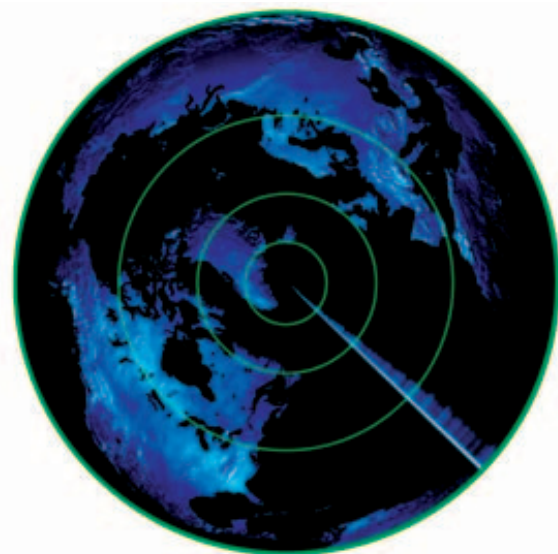


Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

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



## 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](http://www.orrick.com/corporate).



ORRICK

[WWW.ORRICK.COM](http://WWW.ORRICK.COM)

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

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 Nabatec 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



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 8.10.2010 geschlossen)	15.10.2015	BBB- (Creditreform)	5,00%	unbesichert, Senior	6,50%	100,00%	101,00%	103,00%	5,74%
Solarwatt AG	Erichtung 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 gerated	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 Peripherestaaten 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 Handelsegment 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



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

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.

# Interessante Kapitalmarktalternative

*Der Mittelstand entdeckt eine neue Finanzierungsform*

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Uwe Nespethal,  
Blättchen Financial Advisory GmbH

*Historisch bedingt orientiert sich der deutsche Mittelstand in seiner langfristigen Fremdfinanzierung stark an der Hausbankenbeziehung. Ca. 80% der externen Finanzierung stammen aus dieser Quelle. Nur wenige Unternehmen nutzen den Kapitalmarkt, indem sie beispielsweise Anleihen emittieren. Ursache für diese „Kapitalmarktmüdigkeit“ lag bisweilen im vergleichsweise sehr günstigen Zugang zu Bankenkrediten. Die starke Stellung der Sparkassen und Genossenschaftsbanken trug wesentlich dazu bei, dass Finanzierungsalternativen wie Eigenkapital oder Anleihen zu teuer erschienen. Zum anderen entwickelte sich auf dieser Basis auch kein privates Investoreninteresse, das zu diesen Konditionen Kapital zur Verfügung stellt. Daher waren für den gehobenen Mittelstand „Syndizierte Darlehen“ und „Schuldscheine“ als langfristige Fremdkapitalinstrumente von besonderer Relevanz.*



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen



Uwe Nespethal

Beim syndizierten Darlehen übernimmt in der Regel eine nahestehende Bank des Unternehmens die Rolle des Arrangeurs und des alleinigen Underwriters. Für diese Funktionen wird eine Gebühr berechnet, die je nach Stellung des Unternehmens und den geltenden Marktkonditionen zwischen 0,5 und 3,0% des zugesagten Volumens betragen kann. Der Arrangeur übernimmt somit das gesamte zugesagte Kreditvolumen auf seine Bilanz und verbrieft es anschließend an ausgewählte Drittbanken. Diese Darlehen unterliegen neben den üblichen Kreditkonditionen (Zinssatz, bonitätsabhängige „Margin-Spreads“) auch weitergehenden Zusicherungen des Emittenten (Reportingpflichten sowie Financial Covenants). Grundsätzlich sind syndizierte Darlehen erstrangig und dinglich besichert. Die Laufzeiten bewegen sich zurzeit zwischen drei und vier Jahren.

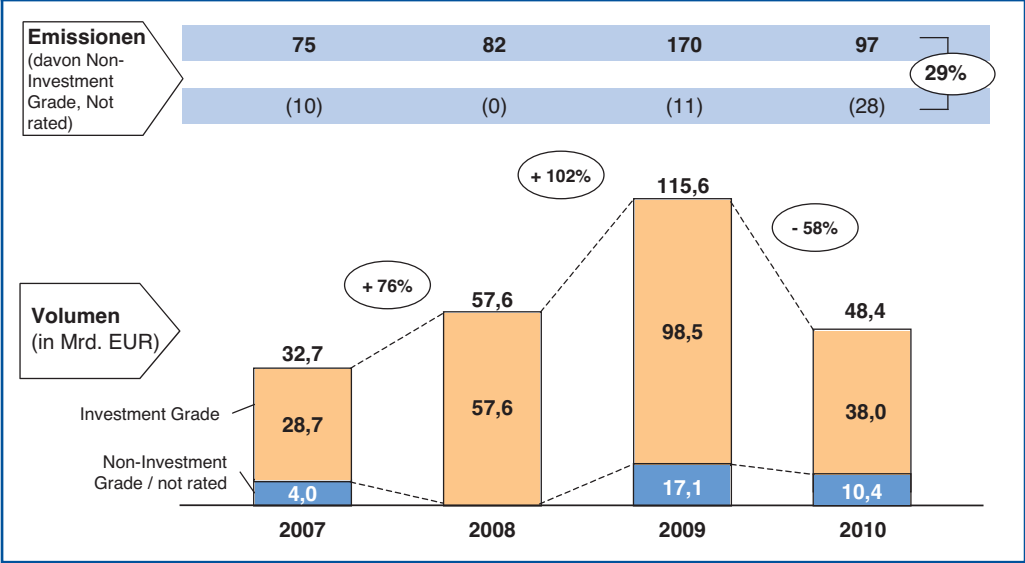
Beim zweiten Instrument, Schuldscheinen, adressiert der Emittent über einen Arrangeur (Bank) mehrere institutionelle Investoren. Die Dokumentation für die Emission ist vergleichsweise standardisiert und unterliegt keiner Wertpapierprospektpflicht, da nur qualifizierte Investoren (Versicherer, Banken) angesprochen werden. Grundvoraussetzung für die Platzierung ist ein Investment-grade-Status des Emittenten, was jedoch für viele mittelständische Unternehmen eine unüberwindliche Hürde darstellt. Darüber hinaus unterliegt der Emittent darlehensähnlichen Zusicherungen (Covenants). Allerdings

sind Schuldscheine nicht dinglich besichert. Als Laufzeiten sind drei bis sieben Jahre üblich und als Mindestvolumen werden 20 Mio. EUR seitens der Banken und Investoren vorausgesetzt.

## Die „institutionelle Welt“ der Benchmark-Anleihen

Im Jahr 2009 wurden gemäß unserer Recherchen von deutschen „Non Financial“-Emittenten insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. EUR bei Investoren platziert: ein Rekordstand. Somit finanzierte der Kapitalmarkt die zu diesem Zeitpunkt vorherrschende restriktive Kreditvergabe der Banken. Dabei betrug das mittlere Anleihevolumen 713 Mio. EUR (Median: 314 Mio. EUR). Im Jahr 2010 normalisierten sich die Platzierungsaktivitäten wieder auf ein Volumen von 48,4 Mrd. EUR. Auch hier erreichte das mittlere Platzierungsvolumen eine Größenordnung von 498 Mio. EUR (Median: 250 Mio. EUR). Die Größenklasse ab 500 Mio. EUR Anleihenvolumen aufwärts wird als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von Banken als auch von institutionellen Investoren bevorzugt. Nach deren Meinung liegt das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe bei mindestens 200 Mio. EUR. Unterhalb dieser Schwelle sei eine Platzierung wirtschaftlich nicht sinnvoll bzw. ein Engagement zu risikoreich. Der Großteil dieser Benchmark-Anleihen wird an der Luxemburger Börse zugelassen. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken favorisierte „Listingbörse“.

ABB. 1: ANLEIHENEMISSIONSVOLUMEN DEUTSCHER EMITTENTEN (NON-FINANCIALS)



EUR erfolgreich bei Privatanlegern sowie kleineren Vermögensverwaltern platzieren. Der Großteil dieses Emis-

**„Graumarktplatzierungen“ von Mikroanleihen**

Neben dieser institutionellen Welt hat sich vor allem im Jahr 2009 ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßig kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio.

sionstypus liegt jedoch zwischen 5 und 10 Mio. EUR. Da keine Börsennotierung vorgesehen ist, handelt es sich hierbei um „Graumarktemissionen“. Jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt.

Anzeige

**TOP THEMA:**  
Anleihe- und Genussscheinfiananzierung

Schaffen Sie Freiraum für Ihre Visionen – mit einer Anleihe-Finanzierung.



Jucho & Coll. entwickeln für mittelständische Unternehmungen „schlüsselfertige“, auf den individuellen Bedarf abgestimmte Leistungspakete für Ihre Anleihe- bzw. Genussscheinfiananzierung und bieten Ihnen die dazugehörigen Marketing-Tools an.

Unser erfahrenes Team aus Unternehmens- und Steuerberatern, Rechtsanwaltskanzleien und Werbeagenturen lässt damit Ihre Visionen Wirklichkeit werden – immer getreu dem Motto: Nur wer sein Handwerk bis ins Kleinste versteht, kann Großes leisten.

Lernen Sie uns kennen: [www.jucho-coll.de](http://www.jucho-coll.de)

**Jucho & Coll**  
Deutsche Industrieanleihen

Bei der Eigenemission erfolgt die Platzierung ohne Einschaltung einer Emissionsbank in ihrer Rolle als Underwriter. Die wesentliche Herausforderung für den Emittenten liegt somit im Vertrieb der Anleihen. Durch gezielte Ansprache eines bekannten Pools sogenannter „Friends & Family“-Investoren, die Nutzung des Internets durch den Aufbau eines Online-Portals als effektiven Vertriebskanal sowie einer zeitlichen Streckung der Angebotsfrist von bis zu 12 Monaten, die gemäß Wertpapierprospektgesetz maximal möglich sind, haben die Initiatoren das Platzierungsrisiko minimiert.

### Börseninitiativen für mittelständische Emittenten

Die Idee, mittelständischen Unternehmen eine Finanzierungsmöglichkeit unterhalb der kritischen Größe von 200 Mio. mit Unternehmensanleihen über die Börse anzubieten, wird seit dem Jahr 2010 von fast allen Regionalbörsen übernommen. Den Anfang machte im Mai die Stuttgarter Börse mit „Bondm“, das sich als Primär- und Sekundärmarktplattform versteht. Zur Unterstützung der Platzierung bietet Bondm dem Emittenten eine Zeichnungsbox an, über die vor allem Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter („Family Offices“) direkt an der Börse ordern können. Als Zielbandbreite ist ein Emissionsvolumen zwischen 30 und 150 Mio. EUR vorgegeben. Alle bisher gestarteten und angekündigten Börseninitiativen haben gemein, dass die Zulassungs- und Folgepflichten deutlich über dem Mindestmaß des Freiver-

kehrs liegen. Die Börsen Frankfurt und München erweiterten 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 steht. Zum jetzigen Zeitpunkt (Stand: Anfang Februar 2011) kann allein Bondm eine rege Emissionstätigkeit verzeichnen. Zum 10. Februar 2011 sind zehn Anleihen im Segment gelistet, die mittlerweile ein Volumen von fast 1 Mrd. EUR umfassen.

### Ausblick

Im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien (IPO) steckt der „IBO“ (Initial Bond Offering) von Mittelstandsanleihen noch in seinen Kinderschuhen. Dies gilt insbesondere für Volumina unter 150 Mio. EUR. Die wesentliche Hürde, die der Emittent nehmen muss, ist sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält er die Freiheit, sich unabhängiger in seiner Finanzierung aufzustellen und das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. Die Anleihenemission ist an keine bestimmte Rechtsform gebunden und verschafft damit den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt. Die Stuttgarter Börse hat mit „Bondm“ die Vorreiterstellung übernommen. Für den Mittelstand bedeutet diese Entwicklung eine interessante „Kapitalmarktalternative“ zur Bankenfinanzierung.

Tab. 1: Börseninitiativen im Überblick

					
<b>Mindestemissionsvolumen</b>	30–50 Mio.	25 Mio.	10 Mio.	entfällt	entfällt
<b>Mindeststückelung</b>	max. 1.000,--	max. 1.000,--	max. 1.000,--	max. 1.000,--	entfällt
<b>Wesentliche Zulassungsvoraussetzungen</b>	Unternehmensrating Bondm-Coach als Betreuer Wertpapierprospekt	3 Jahre Bestehen des Unternehmens Unternehmensrating Betreuung durch Emissionsexperten Wertpapierprospekt	Rating nicht älter als 12 Monate Rating mind. „BB“ bei Kapitalmarktneulingen Kapitalmarktpartner als Betreuer Wertpapierprospekt	Unternehmensrating Listing Partner Wertpapierprospekt	Wertpapierprospekt Coach (optional) Rating (optional) Factsheet
<b>Wesentliche Folgepflichten</b>	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating	Jahresabschluss Zwischenabschluss Quasi-Ad-hoc-Pflicht Folgerating
<b>Notierte Anleihen</b>	10 Anleihen <sup>1)</sup>	-	1 Anleihe	Start am 14.02.2011	-

<sup>1)</sup> inkl. der Zeichnung von Centrosolar Group AG  
Quelle: Angaben der Börsen, Stand: 10. Februar 2011



## TERMINE

### Finanzierungstrends für den Mittelstand

**Börsen-Zeitung, 17.2.2011**

Einen Überblick über aktuelle Entwicklungen rund um die Mittelstandsfinanzierung bietet das WM-Seminar „Neue Finanzierungstrends für mittelständische Unternehmen“. Es findet am 1. März 2011 in der Börse Stuttgart statt. Zu den Dozenten gehören Wolfgang Blättchen (Blättchen Financial Advisory) und Stephan Aibel (Gleiss Lutz). Neben Finanzierungsalternativen werden rechtliche Anforderungen hinsichtlich Strategie und Rating thematisiert. Abgerundet wird das Seminar durch einen Überblick über Zulassungs- und Folgepflichten im Anleiensegment der Stuttgarter Börse.

tb

# Anleihenemission mittelständischer Unternehmen

von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen | Uwe Nespethal

## I. Finanzierungsquellen des Mittelstands

Historisch bedingt orientiert sich der deutsche Mittelstand in seiner langfristigen Finanzierung stark am Hausbankenkredit. Ca. 80% des Finanzierungsvolumens stammen aus dieser Quelle und der Anteil ist seit Jahrzehnten nahezu konstant geblieben<sup>1</sup>. Nur wenige Unternehmen nutzen zusätzlich den Kapitalmarkt, indem sie im Fremdkapitalbereich Anleihen (Corporate Bonds) emittieren. Wie später gezeigt wird, handelt es sich dabei um einen kleinen Kreis ausgewählter Adressen, die oftmals bereits Kapitalmarkterfahrung in der Eigenkapitalfinanzierung über die Börse besitzen. Ursache für diese Kapitalmarktmüdigkeit liegt zum einen in dem traditionell und vergleichsweise sehr günstigen und einfachen Zugang zu Bankenkrediten. Die starke Stellung der Sparkassen und Landesbanken als öffentlich geförderte Anbieter von Fremdkapital trägt wesentlich dazu bei, dass Finanzierungsalternativen wie Eigenkapital oder Anleihenemissionen zu teuer erscheinen. Zum anderen konnte sich auf dieser Basis auch kein privates Investoreninteresse entwickeln, welches zu diesen Konditionen Kapital zu Verfügung stellt. Daher sind für den gehobenen Mittelstand als langfristige Fremdkapitalinstrumente für größere Finanzierungsvorhaben „Syndizierte Darlehen“ (einschließlich der sog. „Club Deals“) sowie die Ausgabe von *Schuldverschreibungen* von besonderer Relevanz<sup>2</sup>. In allen Fällen tritt eine Bank als Finanzintermediär aber auch als Investor auf.

Beim *syndizierten Darlehen* übernimmt i.d.R. eine nahestehende Bank des Unternehmens (Hausbank) die Rolle des Arrangeurs und des alleinigen Kreditzeichners (*Underwriter*). Für diese Funktionen wird eine entsprechende Arrangement- und Underwriting-fee berechnet, die je nach Stellung des Unternehmens und den geltenden Marktkonditionen zwischen 0,5% und 3,0% des zugesagten Volumens betragen kann<sup>3</sup>. Der Arrangeur übernimmt somit im ersten Schritt das gesamte zugesagte Kreditvolumen auf seine Bilanz, das hinsichtlich der Fristigkeiten und Konditionen in unterschiedlichen Paketen (Term Loan, Kontokorrentlinie) strukturiert wird. Im zweiten Schritt syndiziert bzw. verbrieft der *Underwriter* diese Pakete und transferiert sie nach Abschluss der Kreditverträge an ausgewählte Partner, d.h. die Kredite werden an andere Banken übertragen. Diese Darlehen unter-

liegen neben den üblichen Kreditkonditionen wie dem kapitalmarktabhängigen Zinssatz (EURIBOR) oder einer bonitätsabhängigen „Margin-Spread“ auch weitergehenden Zusicherungen des Emittenten. Dazu zählen v.a. die zum Teil anspruchsvollen Reportingpflichten gegenüber dem Arrangeur und die interim oder jährlich zu überprüfenden Zusagen hinsichtlich bestimmter Finanzkennzahlen (*financial covenants*). Eine Verletzung dieser Zusicherungen hat entsprechende Zinsanpassungen oder zusätzliche Begebung von Sicherheiten zur Folge. Grundsätzlich sind syndizierte Darlehen erst-rangig und dinglich besichert. Die Laufzeiten sind aufgrund der Finanzkrise deutlich zurückgegangen, so dass es derzeit üblich ist, eine Frist von maximal drei Jahren zu vereinbaren. Die Finanzkrise führte dazu, dass die beschriebene Syndizierung bzw. Verbriefung der Kreditpakete schwierig, zum Teil sogar unmöglich wurde. In jüngster Zeit sind wieder sogenannte „Club Deals“ in Mode gekommen, wonach sich unter Führung einer Leadbank, die i.d.R. wiederum die Hausbank ist, mehrere Banken für die Übernahme des benötigten Kreditvolumens finden. Jede dieser übernehmenden Banken versucht wiederum ihre gezeichnete Tranche vollständig oder teilweise an andere Banken weiterzureichen. Je größer jedoch das vom Unternehmen benötigte Volumen wird, desto größer wird der Aufwand einen „Club Deal-Kreis“ zu finden.

Ein zweites Instrument der langfristigen Fremdkapitalfinanzierung ist die Ausgabe von *Schuldverschreibungen*. Im Gegensatz zum syndizierten Darlehen tritt das Unternehmen bzw. der Emittent nicht nur gegenüber einer Bank oder weniger Banken als Gläubiger auf, sondern adressiert mehrere institutionelle Investoren. Die Platzierung eines Schuldscheins erfolgt über einen Arrangeur, der die Funktion der Emissionsbank einnimmt. Die Dokumentation für die Emission ist vergleichsweise standardisiert und unterliegt keiner Wertpapierprospektspflicht, da nur ausgewählte (qualifizierte) Investoren angesprochen werden. Als Investoren kommen Kapitalsammelstellen (Versicherer, Banken, Vermögensverwaltungen) in Frage. Grundvoraussetzung für die Platzierung eines Schuldscheins ist ein Investmentgrade-Status des Emittenten, was jedoch für viele mittelständische Unternehmen eine unüberwindliche Hürde darstellt. Darüber hinaus unterliegen Schuldscheine, wie beim syndizierten Darlehen, der Zusicherungspflicht des Emittenten, bestimmte *covenants* einzuhalten. Allerdings sind sie nicht dinglich besichert. Als Laufzeiten sind drei bis sieben Jahre üblich und als Mindestvolumen werden 20 Mio. € seitens der Banken und Investoren vorausgesetzt<sup>4</sup>.

1 Rudolf, S.: „Entwicklung im Kapitalmarkt in Deutschland“ in Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Habersack, Mülberr; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 10ff.

2 Die Sonderform Asset-Backed-Securities-Finanzierung als „off-balance sheet“ Instrument wird in diesem Beitrag nicht näher betrachtet. Detaillierte Ausführungen siehe Geiger, M.: Asset Backed Securities“ in Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Habersack, Mülberr; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 515ff.

3 Laut interner Umfrage ausgewählter Unternehmen im Zeitabschnitt 2009–2010.

4 Siehe Berghaus/Bardelmeier „Genussscheine“ in „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt“ Habersack, Mülberr; Schlitt (Hrsg.), 2008, S. 355 ff.

» AUTOREN Prof. Dr. W. Blättchen | U. Nespethal

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter, Uwe Nespethal ist Partner bei der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH (Leonberg). Beide Autoren haben maßgeblich an der Konzeptionierung und Implementierung des Segments „bondm“ der Stuttgarter Börse als Berater mitgewirkt und sind Gründungs-bondm Coach.

Unternehmensanleihen finden sich in den Bilanzen mittelständischer Unternehmen bisher nur sehr selten.

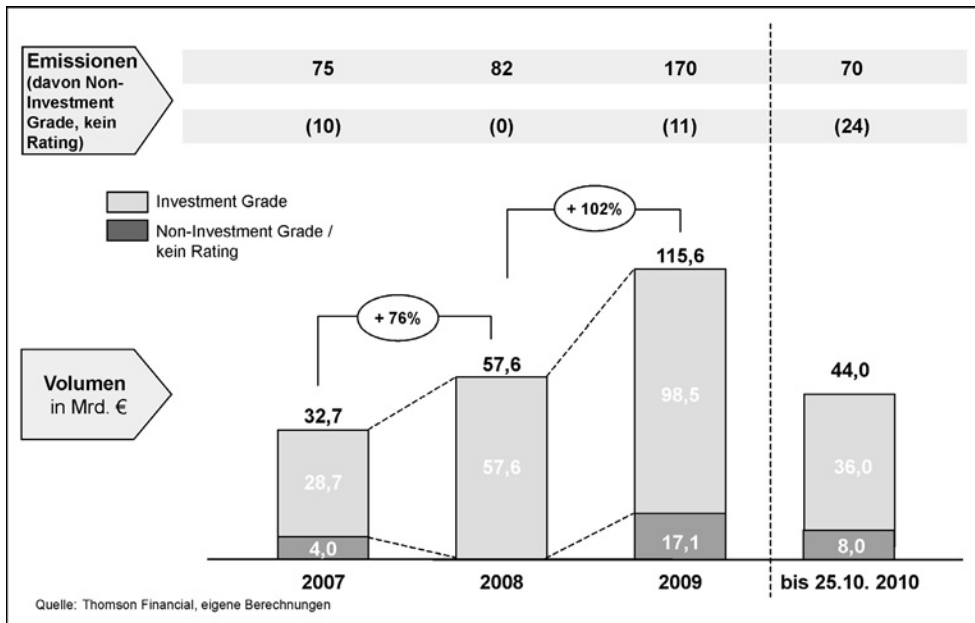


Abb. 1: Anleihenemissionsvolumen deutscher Emittenten (non-financials)

Eine wirkliche Kapitalmarktlösung über eine „Unternehmensanleihe“ findet sich in den Bilanzen mittelständischer Unternehmen nur sehr selten. Im folgenden Abschnitt wird dieses Instrumentarium der Finanzierungspraxis näher untersucht und es werden Gründe aufgezeigt, warum dieses Kapitalmarktinstrument im deutschen Mittelstand wenig Zuspruch gefunden hat. Schließlich zeigen wir, dass sich diese Ausgangslage derzeit mit dem Instrument der Eigenemission zugunsten mittelständischer Emittenten positiv verändert.

## II. Unternehmensanleihe – Ein gängiges Instrument für „Bluechip-Emittenten“

Im Gegensatz zum Eigenkapital existierte bis zum Start von bondm an der Stuttgarter Börse für mittelständische Unternehmen noch kein funktionsfähiger, organisierter und öffentlicher Kapitalmarktzugang für die Fremdmittelaufnahme. Nur im Segment der „Blue-Chip“-Unternehmen hat sich ein effizienter Kapitalmarkt für die Emission von Anleihen entwickelt, der jedoch ausschließlich auf die Interessen der institutionellen Investoren und Banken ausgerichtet ist. Im Jahr 2009 wurden laut unseren Recherchen von deutschen Emittenten („Non Financials“) insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. € bei Investoren platziert, die ein mittleres Anleihevolumen von 713 Mio. € (314 Mio. € im Median) aufweisen. Auch bis Oktober des laufenden Jahres (Stichtag 25.10.2010) bewegte sich das Volumen mit insgesamt 44 Mrd. € weiterhin auf hohem Niveau, wonach sich die mittlere Tranche der 70 platzierten Anleihen auf

630 Mio. € (Median 376 Mio. €) gering reduzierte<sup>5</sup>. Diese Größenklasse ab 500 Mio. € Volumina aufwärts wird in der Praxis als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von den Banken als auch von den Investoren entsprechend favorisiert. Daher liegt auch nach deren Auffassung das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe bei mindestens 200 Mio. €. Unter dieser Schwelle ergibt eine Platzierung wirtschaftlich keinen Sinn bzw. wäre ein Engagement zu risikoreich. Wie unsere Analyse zeigt, wird der Großteil der platzierten Unternehmensanleihen anschließend an der Luxemburger Börse zugelassen<sup>6</sup>. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken bevorzugte „Listingbörse“ und zählt damit zum führenden europäischen Marktplatz für die Erstzulassung von Anleihen<sup>7</sup>. Jedoch existiert hier aufgrund fehlender Maklerstrukturen kein liquider Sekundärmarkt. Sofern sich Makler finden, findet dieser „unkontrolliert“, d.h. ohne Einwilligung des Emittenten, an anderen Börsen statt. Unter diesen Rahmenbedingungen in einer von Banken und institutionellen Investoren dominierten „Fremdemissionswelt“ kann es auch nicht verwundern, dass sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch kein funktionsfähiger Kapitalmarktzugang für mittelständische Emittenten mit einem Anleihenvolumen deutlich unter der 200-Mio.-€-Schwelle herausbilden konnte.

Im Gegensatz zum Primärmarkt wird der öffentliche Sekundärmarkt von mittelgroßen und kleineren Vermögensverwaltern, aber auch zunehmend von Privatanlegern getragen. Hierbei haben v.a. die Börsenplätze Stuttgart und Frankfurt eine vorherrschende Rolle eingenommen<sup>8</sup>. Dabei beziehen die an den Börsen vertretenen Makler die originär an der Luxemburger Börse zugelassenen Anleihen in den Freiverkehr ein und ermöglichen damit einen öffentlichen Handel. Inwieweit ein liquider Sekundärmarkt für den Pri-

5 Eigene Berechnungen.

6 Unter den 170 Anleihenemissionen (deutscher Non-financials) des Jahres 2009 erfolgten 135 Zulassungen primär an der Luxemburger Börse. Im laufenden Jahr 2010 (Stichtag: 15.07.2010) erfolgten 32 Zulassungen an der Luxemburger Börse von insg. 43 Platzierungen.

7 Siehe Homepage der Luxemburger Börse: www.bourse.lu.

8 Quelle: Börsenzeitung 25.09.2010.

Emittentin	Branche	Umsatz im GJ 2009 (in Mio €)	EBIT im GJ 2009 (in Mio €)	Notierung in bondm	Volumen (in Mio €)	Zeichnungsfristen	Laufzeit	Emittenten-rating bei Emission	Anleihenstruktur	Kupon	Ausgabekurs
DÜRR AG	Anlagenbau/Automotive	1.184,7	5,7	18.05.2010 Rückkauf im Okt. 2010	100,0	Juli 2004	15.07.2011	BB- (S&P), Ba3 (Moody's)	unbesichert, nachrangig	9,75%	Transferemittent
Windreich AG	Windanlagen/Offshore	Gl: 19,8	12,2	19.07.2010	25,0	März 2010	01.03.2015	BBB (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,50%	Transferemittent
KTG Agrar AG	Landwirtschaft	32,3	9,2	07.09.2010	bis zu 25,0	02.09- 14.09.2010 (vorzeitig am 6.9.2010 geschlossen)	14.09.2015	BBB (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,75%	100,00%
DÜRR AG	Anlagenbau/Automotive	1.184,7	5,7	21.09.2010	150,0	13.09.2010- 24.09.2010 (vorzeitig am 13.09.2010 geschlossen)	28.09.2015	kein Rating	unbesichert, Senior	7,25%	100,00%
Nabaltec AG	technische Keramik	73,1	-2,7	12.10.2010	30,0	5.10.2010- 14.10.2010 (vorzeitig am 8.10.2010 geschlossen)	15.10.2015	BBB- (Creditreform)	unbesichert, Senior	6,50%	100,00%
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)	unbesichert, Senior	7,00%	100,00%
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	Kein Rating	unbesichert, Senior	8,50%	100,00%

Quelle: Unternehmensangaben, Stuttgarter Börse

Abb. 2: Überblick der gelisteten Anleihen in bondm

märmarkt an Bedeutung gewinnt, zeigt die zunehmende Bereitschaft der Emittenten, ihre Anleihenstückelung auf privatanlegerfreundliche 1.000 € vorzunehmen, um einen geringeren Liquiditätsabschlag bei der Erstplatzierung zu erzielen<sup>9</sup>. Neben dieser skizzierten, großen institutionellen Welt hat sich v.a. in 2009 ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßiger kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio. € erfolgreich an Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter platzieren. Ein weiteres Beispiel ist die Halloren Schokoladenfabrik, die ebenfalls 10 Mio. € innerhalb weniger Tage an Privatanleger verkaufte<sup>10</sup>. Zwar handelt es sich in diesen Fällen um „Graumarktemissionen“, da keine Börsennotierung beantragt wurde, jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Primärmarkt für Unternehmensanleihen bisher sowohl von der Emissions- als auch der Anlegerseite stark institutionell geprägt ist. Dementsprechend liegt das Anleihenvolumen in Größenordnungen von mindestens 200 Mio. € im Fokus der involvierten Akteure. Dabei hat sich die Luxemburger Börse als „Listingbörse“ für europäische Unternehmensanleihen etabliert, an der jedoch kein liquider Sekundärmarkt mangels fehlender Maklerstrukturen stattfindet. Dieser findet zunehmend an den deutschen Regionalbörsen Frankfurt und Stuttgart statt, an denen v.a. Privatanleger zu den aktiven Investoren gehören. Neben diesem institutionell geprägten Anleihenmarkt hat sich in den letzten Jahren ein „Graumarkt“

für kleinere Anleihenemissionen (< 50 Mio. €) entwickelt. Ein wesentliches Merkmal hierbei ist, dass die Platzierung in alleiniger Verantwortung des Emittenten in Form einer Eigenemission stattfindet und sich an die Zielgruppe der Privatanleger oder kleinere Vermögensverwalter richtet. Üblicherweise ist auch keine Börsennotierung vorgesehen. In der Konsequenz bedeutet diese Analyse, dass im Segment zwischen 150 und 50 Mio. € Emissionsvolumen in Deutschland bisher kein entwickelter bzw. organisierter Anleihenmarkt existiert und dass dieses Segment v.a. Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand betrifft.

### III. bondm der Stuttgarter Börse – Anleihenmarkt für mittelständische Emittenten

Am 17.05.2010 stellte die Stuttgarter Börse das neue Marktsegment „bondm“ für mittelständische Unternehmensanleihen der Öffentlichkeit vor. Es bietet Interessenten eine alternative Kapitalmarktlösung gegenüber der seit dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich schwieriger gewordenen Hausbankfinanzierung. bondm versteht sich als Primär- und Sekundärmarktplattform, auf der sich mittelständische Emittenten aus Industrie- und industrieservicenahen Bereichen zu Hause fühlen sollen, für die bisher aufgrund ihrer Größe kein entwickelter, organisierter Kapitalmarktzugang existierte. Als Zielbandbreite wird ein Anleihenemissionsvolumen zwischen 50 und 150 Mio. € von der Stuttgarter Börse genannt, das, wie im vorherigen Abschnitt aufgezeigt, bisher von den etablierten Emissionsbanken sowie von den typischen institutionellen Investoren kaum von Interesse war<sup>11</sup>. Daher zielt bondm auf den Angebot-/ Nachfrage-Ausgleich zwischen den Anleihen von Emittenten aus dem gehobenen Mittelstand der genannten Größenordnungen und der weit definierbaren Investorengruppe der Privatanleger, worunter

9 91% der Anleihenemissionen deutscher Non-financials in 2009 bis 15.07.2010 hatten eine 1.000 € Stückelung (Quelle: eigene Berechnungen).

10 Siehe dazu Wertpapierprospekt des Klett Verlags vom 09.06.2009 sowie Wertpapierprospekt der Halloren Schokoladenfabrik Prospekt vom 04.11.2009.

11 Siehe bondm Regelwerk der Stuttgarter Börse §§34ff.



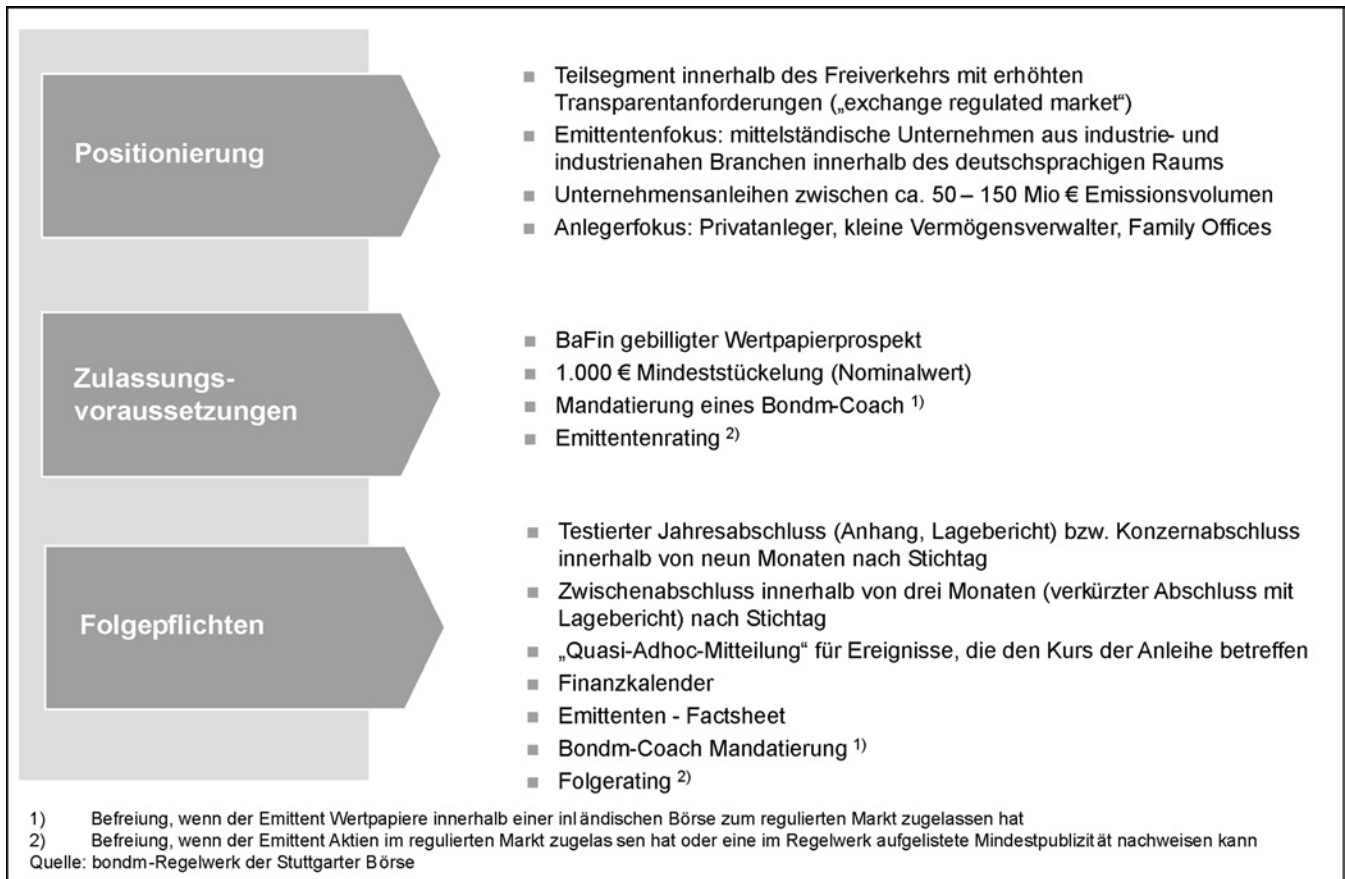


Abb. 3: Merkmale von bondm

auch kleinere Vermögensverwalter bzw. „Family Offices“ zählen. Da die Stuttgarter Börse bereits eine führende Rolle unter den deutschen Börsenplätzen sowohl im Anleihenhandel als auch beim Anteil der handelnden Privatanleger einnimmt<sup>12</sup>, kann bondm auf dieser Basis aufbauen, um sich zu einer deutschlandweiten Primär- und Sekundärplattform für mittelständische „Qualitätsanleihen“ zu entwickeln. Zur ersten handelbaren bondm-Anleihe gehört die bereits im Jahr 2004 emittierte und seitdem im Freiverkehr der Stuttgarter Börse notierte Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers Dürr AG. Als weiterer Kandidat für ein zeitnahes Listing in bondm wurde außerdem die Windreich AG vorgestellt, die mit Abschluss ihrer Primäremission am 18.07.2010 dem Segment beiträgt. Bis zum Stichtag 05.11.2010 notieren bisher fünf Anleihen mit einem Gesamtemissionsvolumen bei Notierungsaufnahme von rd. 350 Mio. €<sup>13</sup>. Zur erfolgreichsten Emission in bondm gehört die Neuauflage der DÜRR-Anleihe (DE000A1EWGX1) am 21.09.2010 mit einem Volumen von 150 Mio. €, die eine 100 Mio. €-Anleihe Ende Oktober ablöste.

#### IV. Zulassungs- und Folgepflichten

Bei der Konzeption dieses Segments wurde darauf Acht gegeben, dass die Belange mittelständischer Emittenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und des damit verbundenen Aufwands weitestgehend in Einklang mit den Min-

destanforderungen der Anleger gebracht werden. Um dies zu gewährleisten, wurde bondm aus regulatorischer Sicht als Teilsegment des Freiverkehrs mit speziellen Zulassungs- und Folgepflichten konzipiert und zählt damit zu den sog. „Exchange regulated markets“. Die Transparenzanforderungen von bondm entsprechen im Kern denen der bekannten deutschen börsenregulierten Marktsegmente für Eigenkapital (Entry Standard oder M:access), die ebenfalls die mittelständischen Emittenten im Fokus haben<sup>14</sup>. Die regelmäßige Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen nach HGB, das Publizieren von zeitnahen Zwischenabschlüssen oder von kursbeeinflussenden Tatsachen sind Anforderungen, die heute als Mindeststandard des öffentlichen Kapitalmarkts gelten und auch in bondm übernommen wurden<sup>15</sup>. Darüber hinaus ist für bondm ein anleihe-spezifisches Bewertungsinstrumentarium, das Rating, vorgesehen, um Anlegern eine bessere Einschätzung über Chancen/Risiken insbesondere bei bisher der Öffentlichkeit unbekanntem Unternehmen zu ermöglichen.

Grundsätzlich hat der Anleihenemittent einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt zu veröffentlichen und es darf die nominelle Anleihenstückelung den privatanlegerfreundlichen Betrag von 1.000 € nicht überstiegen werden. Ein weiteres bondm-Charakteristikum ist die Mitwirkung eines sog. „bondm-Coaches“, der innerhalb des bondm-Konzeptes zweierlei Funktionen wahrnehmen soll. Zum einen dient er als Berater für den Emittenten in den Themen der

12 Siehe EUWAX Geschäftsbericht 2009 sowie „Mittelstand setzt auf Anleihen“ in Börsen Zeitung Nr. 185 vom 25.09.2010, S. B4.

13 In der Zeichnungsfrist befindet sich die Anleihe von Air Berlin (WKN AB100A), für die eine Notierungsaufnahme in bondm für den 10.11.2010 vorgesehen ist.

14 Siehe Regelwerk des „Entry Standard“ der Deutschen Börse AG sowie Regelwerk des „M:access“ der Münchner Börse.

15 Siehe bondm Regelwerk der Stuttgarter Börse §§34ff.

Emissionsvorbereitung und der Notierungsaufnahme und prüft dessen Kapitalmarkttauglichkeit für den Primärmarkt. Diese Kapitalmarkttauglichkeit beinhaltet unter anderem Kriterien wie die Fähigkeit des Emittenten, die Zulassungs- und Folgepflichten von bondm nachhaltig zu erfüllen sowie die technische Infrastruktur für die Emission und Notierung sicherzustellen. Zum anderen übernimmt der bondm-Coach eine Kontroll- und Überwachungsfunktion für die Börse, wonach er den Emittenten regelmäßig über geänderte Kapitalmarkterfordernisse informiert und ihn auf Verstöße gegen die Folgepflichten aufmerksam macht und dies im Interesse des Anlegerschutzes unverzüglich der Börse mitteilt. Diese „Polizeifunktion“ des Coaches ist neben den Transparenz Anforderungen von bondm ein wesentlicher Baustein zur Qualitätssicherung. Ein weiteres Merkmal von bondm ist seine Privatanlegerorientierung. Gerade diese Gruppe ist es, die im Anleihenhandel wesentlich zur Liquidität beiträgt. Die Stuttgarter Börse möchte diese Anlegerschaft ebenfalls für den Primärmarkt nutzen und bietet den Emittenten im Rahmen einer Eigenemission ein ergänzendes Vertriebsstool („bondm-Zeichnungsbox“) für die Platzierung an. Die „bondm-Zeichnungsbox“ ist ein elektronisches Orderbuch, an dem über 100 zugelassene Handelsteilnehmer, wie Banken, Makler oder Onlinebroker, angeschlossen sind und über die interessierte Anleger ihre Zeichnungsorders abgeben können<sup>16</sup>. Ein weiteres Element von bondm ist die Gewährleistung eines organisierten Anleihenhandels innerhalb des elektronischen Handelssystems, in dem ein sogenannter „Quality-Liquidity-Provider“ (QLP) für eine faire Preisbildung sorgt<sup>17</sup>.

## V. Die Emission einer Unternehmensanleihe – Eigen- vs. Fremdemission

Die Platzierung einer Anleihe kann grundsätzlich auf zwei Wegen erfolgen. Zum einen beauftragt der Emittent ein Bankenkonsortium, das die Anleihe zu „best effort“, i.d.R. an institutionelle Investoren platziert. „Best effort“ bedeutet hierbei, dass die Bank bzw. das Konsortium keine Platzierungsgarantie gegenüber dem Emittenten abgibt. Dies ist der klassische und bisher übliche Vertriebsweg und wird auch Fremdemission genannt. Diese Fremdemission kann wiederum danach unterschieden werden, ob die beauftragte Bank als „Underwriter“ auftritt, d.h. dass die Anleihen für einen kurzen Moment seitens der Bank übernommen und anschließend an die zeichnungswilligen Investoren weiterverkauft werden. Im anderen Fall tritt die Bank als „Selling Agent“ auf, wonach die Anleihen für Kommission im Namen des Emittenten über die Bank veräußert werden. Im ersten Fall, dem Underwriting, tritt die emissionsbegleitende Bank gegenüber dem Investor als Verkäufer auf und übernimmt damit auch die entsprechenden Pflichten und Garantien. Diese Übernahmerisiken lässt sich die Bank zum einen durch die sogenannte „Underwriting-fee“ vergüten. Zum anderen versucht sie, diese Risiken so klein wie möglich zu halten. Dabei verlangt sie vom Emittenten eine Reihe von juristischen Dokumentationen, die inhaltlich und vom Umfang her weit über

den für ein öffentliches Angebot verpflichteten Wertpapierprospekt hinausgehen. Zu den üblichen Bestandteilen dieser Dokumentation zählen unter anderem eine „legal opinion“ und eine „disclosure opinion“, die von einer Anwaltskanzlei gegenüber der Bank abgegeben werden. Diese garantieren dass sämtliche während der Prüfung (Due Diligence) gefundenen, wesentlichen Tatsachen (wirtschaftliche, juristische etc.) im Prospekt bzw. im Prüfungsbericht (Due Diligence Bericht) korrekt und vollständig abgebildet sind<sup>18</sup>. Darüber hinaus hat der Emittent i.d.R. noch von einem Wirtschaftsprüfer sämtliche im Prospekt ausgewiesenen Finanzaufstellungen und dazugehörige Berichte prüfen zu lassen und die Richtigkeit durch einen *Comfort Letter* des Prüfenden bestätigen zu lassen. Da die Aktualität und damit die Aussagekraft der geprüften Finanzaufstellungen auf Basis der letzten Jahresabschlüsse bzw. Zwischenabschlüsse mit der Zeit schwindet, ist auch dieser *Comfort Letter* nur für eine bestimmte Frist gültig, in der der Wirtschaftsprüfer das Garant übernimmt. Diese Frist ist auf 135 Tage des zuletzt erstellten Abschlusses gültig, d.h. die Platzierung kann daher nur innerhalb dieses zeitlichen Korridors erfolgen. Wird dieser überschritten, ist ein erneuter Abschluss seitens des Emittenten zu erstellen. Sowohl die *Legal Opinion*, *Disclosure Opinion* als auch der *Comfort Letter* sind mit Kosten für den Emittenten verbunden, die je nach Volumen der geplanten Anleihe sowie Risikoklasse des Unternehmens hohe sechsstelligen Eurobeträge einnehmen können<sup>19</sup>. Darüber hinaus ist es üblich, dass der Emittent ein Rating von einem der etablierten Ratingagenturen (S&P, Moody's, Fitch) zu erstellen hat. Zahlreiche institutionelle Investoren sind aufgrund ihrer Regularien verpflichtet, Engagements nur unter der Prämisse eines Ratings und i.d.R. oftmals der genannten Agenturen eingehen zu dürfen. Dieses Rating umfasst sowohl ein Unternehmens- als auch Anleihenrating, das während der gesamten Laufzeit mindestens jährlich erneuert wird. Dennoch zeigt unsere Statistik, dass in jüngster Zeit immer mehr Emittenten eine Emission auch ohne Rating vornehmen mit dem Nachteil, bestimmte Investorengruppen auszuschließen sowie einen Preisabschlag zu riskieren. Im Jahre 2009 wurden 8% der platzierten Corporate Bonds ohne Rating vorgenommen. Im Jahr 2010 (Stichtag 15.07.2010) stieg dieser Anteil auf 29%<sup>20</sup>. Demnach scheint dieser Nachteil vertretbar gegenüber dem Aufwand für die Erstellung eines Ratings. Dennoch sei an dieser Stelle hervorgehoben, dass ein Rating bei Unternehmen ohne Kapitalmarkthistorie durchaus Sinn macht und der Verzicht gut überlegt sei. Die Mehrzahl der Emittenten ohne Rating sind daher oftmals börsennotierte Gesellschaften, die den hohen Publizitätspflichten nachkommen und dadurch für Investoren ein sogenanntes Schattenrating ermöglichen. Die Platzierung und Vermarktung der Anleihe erfolgt i.d.R. innerhalb einer sehr kurzen Zeitfrist (wenige Tage bis zum Teil wenigen Stunden), die ausschließlich institutionellen Investoren vorbehalten ist. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass der klassische Weg einer Unternehmensanleihe mittels Underwriting-Konsortium ein von den Investment-

16 Quelle: Homepage der Stuttgarter Börse (<https://www.boerse-stuttgart.de/>).

17 <https://www.boerse-stuttgart.de/de/handelssegmenteundhandelsinitiativen/bondm/derhandel.html>.

18 Grunewald/Schlitt: „Einführung in das Kapitalmarktrecht“ 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, S.76ff.

19 Grunewald/Schlitt: „Einführung in das Kapitalmarktrecht“ 2. Aufl., C.H. Beck Verlag, S.222ff.

20 Eigene Berechnungen.

banken und institutionellen Investoren beherrschtes Unterfangen ist und deren Spielregeln unterliegt.

Inwieweit diese Vorgehensweise Konsequenzen auf das v.a. an den Aktienmärkten beobachtete „Underpricing Phänomen“ hat, kann hier nicht weiter untersucht werden. Erste Forschungsarbeiten im institutionellen Anleihemarkt lassen darauf schließen und es ist offen, inwieweit ein höherer Privatanlegeranteil diesen Nachteil kompensieren kann<sup>21</sup>.

Eine „Selling Agent“-Emission ohne Übernahme der Anleihenplatzierung durch eine Bank findet i.d.R. als reines Private Placement an eine kleine Gruppe von institutionellen Investoren statt. Oftmals unterliegt diese Platzierung keiner aufwendigen Dokumentation und ist daher im Vergleich zur Underwriting-Platzierung deutlich unkomplizierter und natürlich günstiger. Jedoch ist diese Art der Eigenemission nur für kleinere Tranchen relevant und wird nur für Emissionen durchgeführt, bei denen der Emittent bereits bei den Investoren bekannt ist und über eine entsprechende positive Historie verfügt (z.B. Peri)<sup>22</sup>.

## 1. Die Technik der Eigenemission

Für Emittenten mit einem Anleihenvolumen mit deutlich weniger als die „kritische Masse“ von 200 Mio. € erschloss sich bisher nur die Möglichkeit der Platzierung im Rahmen einer Eigenemission an sogenannte Friends & Family (F&F). Darunter verstehen sich v.a. Anleger, die in geschäftlicher Beziehung mit Unternehmen verbunden sind wie Kunden oder Lieferanten. Ein gutes Beispiel dafür ist die Anleihenplatzierung des Stuttgarter Klett-Verlages, der im Jahre 2009 über die Direktansprache seiner Kundenklientel 50 Mio. € innerhalb weniger Wochen einsammeln konnte<sup>23</sup>. Zum einen nutzte das Unternehmen dafür seinen Bekanntheitsgrad in der Schulbranche. Zum anderen konnte der Emittent auf die bekannten Investoren zurückgreifen, die bereits vier Jahren zuvor eine Anleihe gezeichnet hatten. Die technische Abwicklung dieser Form der eigenverantwortlichen Platzierung erfolgt zum einen durch eine Vermarktung der Anleihe über öffentliche Medien (Zeitungen, Internetportale, TV) mit gezielten Maßnahmen (Anzeigen, Interviews), mit denen das breite Publikum der Privatanleger angesprochen wird. Zum anderen bedient sich der Emittent der direkten Ansprache größerer Investoren (Family Offices, Vermögensverwalter) im Rahmen sog. Roadshows bzw. one-on-ones, in der häufig externe Vertriebspartner („Selling Agents“) wie kleinere, spezialisierte Wertpapierhandelshäuser eingeschaltet werden. Diese Brokerhäuser bieten den direkten Zugang zu qualifizierten Investoren an und lassen sich ihre Vertriebsbemühungen durch eine entsprechende Gebühr bezahlen.

Die eigentliche Zeichnung der Anleihe wird über das *Online-Portal* des Unternehmens abgewickelt, auf der ein interessierter Anleger die notwendigen Dokumentationen wie Zeichnungsantrag, -schein, Wertpapierprospekt, Geschäftsberichte oder Informationsflyer herunterladen kann. Zudem

hat der Emittent Sorge zu tragen, dass die mit der Zeichnung verbundene Wertpapierabwicklung (technische Infrastruktur) reibungslos funktioniert. Hierzu gehört die Übertragung und girosammelfähige Einbuchung in Kundendepots, die Übertragung der Globalurkunde an Clearstream, die ordnungsgemäße Abrechnung der Zinscoupons und Rückzahlungsbeträge, die Behandlung der Abgeltungssteuer sowie die systematische Erfassung von Zeichnungs- und Geldübertragungsstände. Für die Implementierung der technischen Infrastruktur und für die Abwicklung werden spezialisierte Dienstleister eingeschaltet. Im Gegensatz zur beschriebenen Fremdemission auf institutioneller Ebene beträgt die Zeichnungsdauer oft mehrere Wochen sogar Monate. Die maximale Angebotsfrist für eine Eigenemission sind zwölf Monate ab dem Zeitpunkt der BaFin-Billigung des erforderlichen Wertpapierprospektes<sup>24</sup>. Auf der einen Seite ist eine schnelle Platzierung innerhalb weniger Tage oder Wochen sicherlich wünschenswert. Auf der anderen Seite erhält der Emittent die zeitliche Flexibilität mögliche Marktstörungen, die zu Beginn der Platzierung eintreten, auszusitzen. Zudem werden die Zeichnungseingänge täglich abgerechnet, so dass diese Form der Eigenemission im Gegensatz zur institutionellen Fremdplatzierung keine „eins oder null“ Entscheidung ist, sondern sich der Erfolg über die Laufzeit der maximal möglichen Zeichnungsfrist erstreckt.

## 2. bondm – Die synchronisierte Zeichnung über mehrere Vertriebswege

bondm der Stuttgarter Börse versteht sich sowohl als Primärmarkt (Emissionsplattform) als auch als Sekundärmarkt (Handelsplattform). Als Emissionsplattform bietet bondm den Emittenten nicht nur die zusätzliche Aufmerksamkeit gegenüber der Öffentlichkeit und v.a. gegenüber Investoren, sondern für die Platzierung einer Anleihe auch ein Vertriebsstool, das komplementär zu den vorgestellten Möglichkeiten einer Eigenemission (Online-Portal, Private Placement über Selling Agents) zu sehen ist. Dieser Vertriebskanal nennt sich „bondm Zeichnungsbox“ an der über 100 Handelsteilnehmer der Stuttgarter Börse angeschlossen sind<sup>25</sup>. Interessierte Anleger, die Depots bei diesen Handelsteilnehmern haben, können während einer Zeichnungsfrist von bis zu zwei Wochen ihre Zeichnungsorder abgeben. Während dieser Zeit können die Zeichnungen in der „bondm-Zeichnungsbox“ täglich gesammelt und mit den Zeichnungseingängen aus dem Online-Direktvertrieb über den Emittenten und den Vertriebsbemühungen der eventuell eingeschalteten „Selling Agents“ zusammengeführt, ausgewertet und nach Abstimmung mit dem Emittenten die Anleihenstücke zugeteilt werden<sup>26</sup>. Ebenfalls kann nach dieser Frist die Notierungsaufnahme der Anleihe im Freiverkehr bei gleichzeitiger Aufnahme in bondm erfolgen. Die „bondm-Zeichnungsbox“ ist ein elektronisches Orderbuch mit Schnittstellen zur EUWAX, die als zugelassener Handelsteilnehmer der Börse Stuttgart die Orderangebote seitens des Emittenten einstellt und mit den

21 Siehe auch Rohahn/Schyra „Underpricing deutscher Corporate Bond Emissionen“, CFB 2010 S. 123 (128) und generell Blättchen/Jacquillat „Börseneinführung – Theorie und Praxis“, Fritz Knapp Verlag, 1999 (Kap. 6).

22 Emission im August 2010 von 100 Mio. € mit 50.000 € Stückelung und einer Laufzeit bis 06.08.2015 (A1EWHDD).

23 Angaben des Unternehmens sowie Wertpapierprospekt vom Juni 2009.

24 §9 Abs. 2 des Wertpapierprospektgesetzes (WPPG).

25 <https://www.boerse-stuttgart.de/de/handelssegmenteundhandelsinitiativen/bondm/bondm-zeichnung.html>.

26 In der bisherigen Zeichnungspraxis (KTG Agrar, DÜRR) wurde täglich abgerechnet, wonach nach dem Prinzip „first come/ first serve“ verfahren wurde.



Emissionsvoraussetzungen	Vertriebskanal / -initiatoren	Tools	Zielinvestoren
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Kapitalmarktfähigkeit</li> <li>■ Formelle Zulassungsvoraussetzungen</li> <li>■ Technische Infrastrukturen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Wertpapierhandelshäuser / Broker</li> <li>■ EUWAX (Stuttgarter Börse) über zugelassene Handelsteilnehmer</li> <li>■ Emittent</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Private Placement (Fremdplatzierung)</li> <li>■ bondm-Zeichnungsbox</li> <li>■ Online-Zeichnungs-Portal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ „Qualifizierte Investoren“ (Family Offices, Vermögensverwalter)</li> <li>■ „Qualifizierte Investoren“</li> <li>■ Privatanleger</li> <li>■ „Friends &amp; Family“ (Kunden)</li> <li>■ Aktionäre sowie „aktive“ Privatanleger</li> </ul>

Abb. 4: Mögliche Vertriebswege bei einer Eigenemission in bondm

anderen Handelsteilnehmern (Privatbanken, Wertpapierhandelshäuser oder Direktbanken) verbunden ist. Wie gut dieses Tool in Kombination mit der direkten Zeichnung über das Unternehmen funktioniert, zeigen die erfolgreichen Platzierungen von KTG (25 Mio. €) und DÜRR (150 Mio. €), in denen binnen weniger Tage bzw. im Falle Dürr sogar weniger Stunden das komplette geplante Volumen platziert werden konnte. Der Emittent hat in Zusammenarbeit mit spezialisierten Dienstleistern (vornehmlich der Zahlstelle) sicherzustellen, dass dieses Zeichnungstool mit der für die Wertpapierabwicklung erforderliche Clearstreamfähigkeit funktionsfähig integriert wird.

Sollte während der fast vierzehntägigen Zeichnungsfrist das angestrebte Platzierungsvolumen nicht erreicht werden, so hat der Emittent bis zu insgesamt zwölf Monate die Möglichkeit über die beiden Direktvertriebswege (Online-Portal, Selling Agents) weitere Stücke bei interessierten Anlegern zu platzieren. Hierbei ist zu beachten, dass sich der Ausgabepreis der neuen Anleihestücke an dem Kurs orientieren muss, der tagesaktuell an der Börse gehandelt wird. Für den Erfolg der Platzierung ist es folglich notwendig, sich vorab ein realistisches Bild über die Platzierungswahrscheinlichkeiten der einzelnen Vertriebskanäle zu machen und sich geeignete Maßnahmen für das Marketing und den Vertrieb zu überlegen.

### 3. Projekt „Eigenemission einer Anleihe in bondm“

Die Eigenemission einer Anleihe („IBO“ oder Initial Bond Offering) bietet im Vergleich zu den vorgestellten Alternativen Fremdemission oder der klassischen Hausbankenfinanzierung zahlreiche Chancen für den Emittenten. Da die Eigenemission durch das emittierende Unternehmen erfolgt, hat dieses dafür Sorge zu tragen, dass die notwendigen Vorbereitungen und Maßnahmen in einer Projektstruktur stattfinden. Das Projekt der „Eigenemission einer Anleihe“ kann in drei Phasen eingeteilt werden: Grundsatzüberlegung/Situationsanalyse, Emissionsvorbereitung, Platzierungsdurchführung.

Im ersten Projektabschnitt der „Grundsatzüberlegung/Situationsanalyse“ steht die Prüfung und Herstellung der

Kapitalmarktreife im Vordergrund. Dabei wird zum einen wirtschaftliche Sinnhaftigkeit der Anleihenplatzierung untersucht, inwieweit diese in das langfristige Finanzierungskonzept des Unternehmens passt und welches Anleihenvolumen unter Berücksichtigung künftiger Investitionsvorhaben tragbar erscheint. Hierzu ist eine integrierte Mehrjahresplanung auf Basis der Unternehmensstrategie zu erstellen. Zum anderen werden die internen Strukturen in Bezug auf Leistungsfähigkeit des Rechnungs- und Berichtswesens unter die Lupe genommen sowie sind

die rechtlichen Gegebenheiten des Emittenten auf Kapitalmarkttauglichkeit zu prüfen. Anders als bei Aktienemissionen ist die Anleihenplatzierung unabhängig von der Rechtsform. Sofern die begebene Gesellschaft eine Aktiengesellschaft ist, bedarf die Anleihenemission keiner Zustimmung der Hauptversammlung und ist damit sehr flexibel gestaltbar. Entscheidend ist für die Anleihenplatzierung vielmehr die Strukturierung hinsichtlich der Rangfolge gegenüber bestehenden Gläubigern. Sind in diesen Punkten noch Schwachstellen vorhanden, so ist zu überlegen, ob und wie diese beseitigt werden können. Ist das Ergebnis des ersten Projektabschnittes positiv und passt die Anleiheplatzierung in das langfristige Gesamtfinanzierungskonzept des Emittenten, so kann in die Vorbereitungsphase eingetreten werden.

Zu den wesentlichen Aufgaben der „Vorbereitungsphase“ gehört die Herstellung der technischen Infrastruktur für die Emission, worunter im Allgemeinen die Wertpapierabwicklung (Clearstreamfähigkeit, Zahlstellenabwicklung) sowie die korrekte Anbindung der Zeichnungswege „bondm-Zeichnungsbox“ der Stuttgarter Börse und dem onlineportal des Emittenten beim Zahlstellabwickler zu verstehen ist. Ein weiterer Meilenstein ist die Erstellung des Wertpapierprospektes und dessen Billigung bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), wofür insgesamt mindestens zweieinhalb Monate kalkuliert werden sollten. Die Prospekterstellung ist aber im Vergleich zur Aktienemission weniger aufwendig, da unter anderem nur die letzten zwei Jahresabschlüsse im Prospekt aufzunehmen sind<sup>27</sup>. Die Vorbereitung und Durchführung des Unternehmensratings umfasst je nach Größe und Komplexität des Unternehmens einen zeitlichen Aufwand von rund zwei Monaten. Hierfür ist die Beauftragung einer mittelstandsorientierten Ratingagentur empfehlenswert, die auch die Besonderheiten des Unternehmens im Rating berücksichtigt. Für den Erfolg der Platzierung ist außerdem entscheidend, wie die drei möglichen Vertriebskanäle (online-portal des Emittenten, bondm-Zeichnungsbox und

<sup>27</sup> Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des europäischen Parlaments; Anhang IV, 13.1.



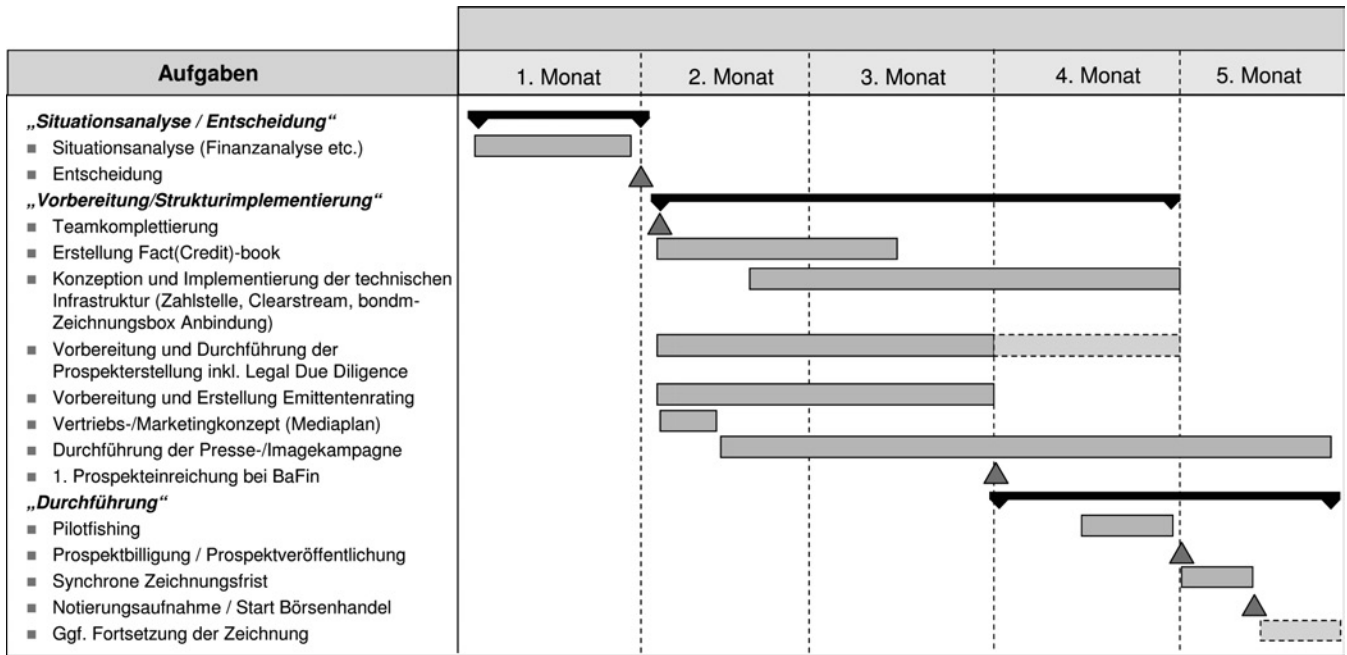


Abb. 5: Projektzeitplan einer Anleihenplatzierung in bondm

Private Placement bei ausgewählten institutionellen Investoren) hinsichtlich geeigneter Marketing- und Vertriebsmaßnahmen bearbeitet werden. Dazu ist im ersten Schritt zu analysieren, welche Anlegergruppen für den Emittenten grundsätzlich relevant sind und wie diese zielführend innerhalb eines Mediaplans angesprochen werden. Für viele Emittenten macht es Sinn, bereits vor der eigentlichen Angebotsfrist mit dem Imageaufbau in der Öffentlichkeit mit einer erfahrenen Agentur zu beginnen. Zeitgleich werden mit dem beauftragten bondm-Coach die Börsenzulassung an der Stuttgarter Börse vorbereitet und erste Gespräche mit Kerninvestoren über das Anleihenpricing („pilotfishing“) geführt.

Mit der Prospektbilligung durch die BaFin und der anschließenden Veröffentlichung des Prospektes beginnt der Projektabschnitt der *Platzierungsdurchführung*. Der erste Meilenstein bildet der Start der „synchronen Zeichnungsfrist“, in der auf der einen Seite die Orders interessierter Anleger über die bondm-Zeichnungsbox der Stuttgarter Börse und auf der anderen Seite die Zeichnungseingänge über das online-Portal des Emittenten bzw. über eventuell eingeschaltete Broker für die Privatplatzierung bei ausgesuchten institutionellen Anlegern innerhalb einer Frist von bis zu vier Wochen gesammelt werden. Nach Abschluss dieser Frist bzw. eines vorzeitigen Schließens der Orderbücher erfolgt die Notierungsaufnahme der Anleihen im Freiverkehr unter Einbeziehung in das Qualitätssegment bondm der Stuttgarter Börse. Sollte jedoch das Platzierungsziel innerhalb dieser ersten Frist nicht ganz erreicht werden, steht es dem Emittenten frei, die Zeichnungsfrist bis auf insgesamt zwölf Monate für den direkten Weg über den Emittenten zu verlängern. Mit der Börsennotierung der Anleihe in bondm beginnt auch das „Being Public“ des Emittenten, worunter v.a. die Einhaltung der Publizitätsfölpflichten gehört.

Für die Abwicklung des gesamten Projektes sind vier bis fünf Monate zu kalkulieren. Während des Projektlaufes treten eine Reihe externer Dienstleister auf, die es auszuwählen und zu koordinieren gilt. Daher ist die Implementierung eines Projektmanagements wesentlich für den Erfolg der Platzierung.

**VI. Fazit**

Um mittelständischen Unternehmen eine Fremdkapitalfinanzierungsalternative über den Kapitalmarkt zu bieten, hat die Stuttgarter Börse im Mai 2010 das neue Marktsegment „bondm“ für Mittelstandsanleihen der Öffentlichkeit vorgestellt. Im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien über die Börse (IPO) ist der „IBO“ (Initial Bond Offering) ein bisher noch unbeachtetes und am deutschen Kapitalmarkt sehr jungfräuliches Unterfangen. Dies gilt insbesondere für Emissionsvolumina unter 150 Mio. € Anders als bei der Aktienemission, bei der sich der Einfluss der Eigentümer verringert, ermöglicht eine Anleihe dem Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur. Die wesentliche Hürde, die der Emittent nehmen muss, ist sich der anonymen Anlegerschaft zu öffnen. Im Gegenzug erhält er die Freiheit, sich unabhängiger in der Finanzierung aufzustellen, und das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. 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. „Während der Markt für Börsengänge Schwächen zeigt, trifft die Börse Stuttgart mit bondm, ihrem Handelssegment für Unternehmensanleihen, offenbar den Nerv der Zeit<sup>28</sup>.“

<sup>28</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29.10.2010.

# Der Stuttgarter bondm

Kapitalmarktzugang für mittelständische Anleiheemittenten

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Geschäftsführer und Partner, Blättchen Financial Advisory

Der Kapitalmarkt als langfristige Finanzierungsquelle spielt in der deutschen Industrie eine untergeordnete Rolle. Sein Anteil an der Unternehmensfinanzierung beträgt weniger als 20% und liegt damit deutlich unter dem Niveau der führenden westlichen Industrienationen. Die unkomplizierte und zugleich sehr günstige Hausbankkreditfinanzierung führte dazu, dass sich der Kapitalmarkt als alternative Finanzierungsquelle in Deutschland nicht im gleichen Maß wie in den angelsächsischen Ländern entwickeln konnte. Dieser Umstand hat sich jedoch mit dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich verändert. Die Banken sind nunmehr angehalten, Kredite nicht mehr so leichtfertig und zu den bisherigen, attraktiven Konditionen zu vergeben. Basel III wird diesen Trend sicherlich noch verstärken. Zusätzlich sehen sich zahlreiche Unternehmen im Mittelstand kurzfristig damit konfrontiert, die bis ins Jahr 2007 rege aufgelegten Standard-Mezzanine-Programme abzulösen.

Um diesen Unternehmen eine Finanzierungsalternative über den Kapitalmarkt zu bieten, hat die Stuttgarter Börse am 17. Mai 2010 das im Freiverkehr angesiedelte Marktsegment „bondm“ für Mittelstandsanleihen der Öffentlichkeit vorgestellt. Im Gegensatz zur erstmaligen Emission von Aktien über die Börse (IPO) ist ein „IBO“ (Initial Bond Offering) ein bisher noch unbeachtetes und am deutschen Kapitalmarkt sehr seltenes Vorhaben. Dies gilt



Photo: © Börse Stuttgart

Die Stuttgarter Börse hat im Mai das im Freiverkehr angesiedelte Marktsegment „bondm“ für Mittelstandsanleihen der Öffentlichkeit vorgestellt.

In May, bondm – a part of the open market – was publicly presented by the Stuttgart stock exchange.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Blättchen Financial Advisory

insbesondere für Emissionsvolumen unter 150 Mio. EUR. Anders als bei der Aktienemission, bei der sich der Einfluss der Eigentümer verringert, ermöglicht eine Anleihe dem Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Gesellschafterstruktur. Die wesentliche Hürde, die der Emittent nehmen muss, ist, sich einer anonymen Anlegerschaft zu öffnen.

## Ausrichtung an Investorenbedürfnissen

Die Transparenzanforderungen, die bondm von seinen Emittenten verlangt, sind jedoch auf die Belange der Investoren und der Emittenten weitestgehend zugeschnitten. Die regelmäßige Veröffentlichung von Jahresabschlüssen und zeitnaher Zwischenabschlüsse nach HGB oder das Publizieren von kursbeeinflussenden Tatsachen bildet mittlerweile für viele Unternehmen keine Hürde mehr. Zudem ist das geforderte mittelstandsorientierte Rating für viele Mittelständler bereits zu einer gewohnten Übung geworden und bietet den Anlegern ein realistischeres Bild über die Bonität des Emittenten. Im Gegenzug erhält der Emittent die Freiheit, sich unabhängiger in der Finanzierung aufzustellen, aber auch das „Being Public“ konsequent für mögliche Folgeplatzierungen zu nutzen. Die Anleiheemission ist weder an eine bestimmte Rechtsform noch an eine Mindestkapitalausstattung gebunden und verschafft so-

mit auch den im Mittelstand üblichen Rechtsformen einen Zugang zum Kapitalmarkt.

## Primär- und Sekundärmarktplattform

bondm versteht sich als Primär- und Sekundärmarktplattform für mittelständische Emittenten aus Industrie- und Industrieservicenahen Bereichen mit einem Anleihenvolumen zwischen 50 und 150 Mio. EUR, das bisher für die großen institutionellen Investoren kaum von Interesse war. Daher zielt bondm auf die Gruppe der Privatanleger und kleinere Vermögensverwalter. Eine Besonderheit von bondm ist, dass der Emittent die Möglichkeit erhält, das „IBO“ in Form einer Eigenemission durchzuführen. Dabei substituiert das Unternehmen die emissionsverantwortliche Bank und entledigt sich einer Vielzahl mit dem Underwriting verbundener Restriktionen und geforderter Garantien. Die Emission im Freiverkehr und die Platzierung in Eigenregie ermöglichen dem Emittenten einen Wertpapierprospekt zu erstellen, der ungleich kostengünstiger ist als für eine institutionelle Fremdemission. bondm kommt dem erhöhten Bedarf im Mittelstand an Fremdkapital entgegen, stößt aber nicht überall auf Begeisterung, da es die Rolle der Banken als Emissionsbegleiter in Frage stellt. Der Platzierungserfolg hängt stark von der Reputation und Bonität des Emittenten ab. Als ergänzendes und zugleich schlag-



# Stuttgart Stock Exchange "bondm"

## Capital Market Access for Medium-Sized Bond Issuers

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Managing Partner, Blättchen Financial Advisory

The capital market as a long-term source of debt finance plays a subordinate role in German industry. Its share of corporate financing is less than 20% and thus lies significantly below the level of leading Western industrial nations. The uncomplained and at the same time very favourable house bank credit financing led to the capital markets not being able to develop into an alternative source of financing to the same extent as it did in Anglo-Saxon countries. This circumstance significantly changed however with the onset of the financial crisis. Banks have now stopped lending as lightly and at previous attractive conditions. Basel III will certainly increase this trend even more. In addition, numerous small and medium-sized companies are seeing themselves confronted in the short-term with replacing the standard mezzanine capital actively issued until 2007.

To offer these companies a financing alternative via the capital market, the Stuttgart stock exchange presented the "bondm" based in the regulated unofficial market segment for small business public bonds on 17th May 2010. In contrast to an initial issuance of shares on the stock exchange (IPO), an "IBO" (Initial Bond Offering) is a previously neglected and very rare event on the German capital market. This applies in particular to issue volumes below 150 million EUR. Unlike with the issue of shares, where the influence of owners diminishes, a bond allows the company access to the capital market without changing the shareholder structure. The important hurdle which the issuer must overcome, is to be open to an anonymous investment community.

### Addressing Investors' Needs

The transparency requirements which bondm demands of its issuers, are largely customised towards investors' and issuers' interests. The regular publication of financial statements

and timely interim financial statements in accordance with the German Commercial Code (Handelsgesetzbuch – HGB) or the publication of price influencing facts, in the meantime no longer pose any major obstacles for many companies. Also the required small and medium-sized focus rating has already become a practised exercise for many small and medium-sized businesses and offers investors a more realistic picture of the issuers' creditworthiness. In return, issuers have the freedom to position themselves more independently and also use "being public" logically for possible secondary offerings. The issue of bonds is not linked to any specific legal form or minimum capital requirement and thus also provides the usual legal forms in small and medium-sized business with access to the capital market.

### Primary and Secondary Market Platform

bondm is a primary and secondary market platform for small business issuers from

industry and service sectors related to industry with a bond volume between 50 and 150 million EUR, which was previously hardly of interest to large institutional investors. Therefore bondm is aimed at private investors and smaller asset managers. One particular feature of bondm is that the issuer has the possibility of carrying out the "IBO" without underwriter. In the process the company substitutes the bank responsible for the issue and disposes of a number of restrictions and required guarantees associated with underwriting. The issue on the regulated unofficial market and the placement under their own initiative enables issuers to compile a securities prospectus, which is much more cost-effective than for an institutional third-party issue. bondm meets the increasing demand for third-party capital in small and medium-sized business but is not met with enthusiasm everywhere, as it questions the role of banks as an underwriter. The success of placement depends greatly on the issuer's reputation and creditworthiness. Stuttgart stock exchange offers a so-called "bondm subscription box" as a supplementary and at the same time powerful sales tool, to which over 100 trading participants (incl. private and direct banks) are connected. The successful placement of KTG (25 million EUR) and Dürr (150 million EUR) within a few days or in the case of Dürr even a few hours show how well these sales channels work. The stock exchange's electronic trading system and active support by a market expert ("Quality and Liquidity Provider") guarantee a liquid secondary market which breaks away from the bonds market with no organised stock exchange dealing.

### Conclusion

bondm offers small and medium-sized companies a realistic chance of alternative third-party financing independent of the banks. The current low interest rate contributes to the discovery of the "bonds" capital market instrument. ■

kräftiges Vertriebsstool bietet die Börse Stuttgart eine sogenannte „bondm-Zeichnungsbox" an, an der über 100 Handelsteilnehmer (u.a. Privat- und Direktbanken) angeschlossen sind. Die erfolgreichen Platzierungen von KTG (25 Mio. EUR) und Dürr (150 Mio. EUR) innerhalb weniger Tage bzw. im Falle

Dürr sogar weniger Stunden zeigen, wie gut diese Vertriebskanäle funktionieren. Das elektronische Handelssystem der Börse und die aktive Betreuung durch einen Marktexperten („Quality and Liquidity Provider") stellen einen liquiden Sekundärmarkt sicher, der sich vom Anleihenmarkt ohne organisierten Börsenhandel absetzt.

### Fazit

bondm bietet mittelständischen Unternehmen eine realistische Chance auf eine alternative und bankenunabhängige Fremdfinanzierung. Das aktuelle Niedrigzinsniveau trägt dazu bei, das Kapitalmarktinstrument „Anleihe" zu entdecken. ■



# „Die Rahmenbedingungen außerhalb der Börsenverfassung sind schwieriger“

## Stimmungsumfrage unter IPO-Experten

*Auch im laufenden Jahr bewegt sich die Zahl der Börsengänge in Deutschland im einstelligen Bereich. Im Ausland sieht das teils deutlich anders aus. Was sind die größten Hürden für einen Börsengang und was müsste sich ändern, damit die IPO-Aktivität wieder in signifikantem Umfang anspringt? Mit unterschiedlicher Schwerpunktsetzung gingen fünf Experten diesen Fragen nach.*

**Prof. Dr. Wolfgang Blättchen,**  
Geschäftsführer von Blättchen Financial Advisory  
**Warum gehen Familienunternehmen nicht an die Börse?**

Seit dem Jahr 2008 sind nur 16 Unternehmen an die Börse gegangen. Dies lag natürlich vor allem an den schwierigen Rahmenbedingungen, die eine Eigenkapitalaufnahme über den Kapitalmarkt erschweren. Darunter waren aber auch Familienunternehmen: GK Software und SMA im Jahr 2008 und im laufenden Jahr Ströer, Joyou und Kinghero, dazu ist Tom Tailor zumindest noch teilweise in Familienbesitz. Wir denken, dass Familienunternehmen heute nicht mehr oder weniger an die Börse gehen als bisher. Die Rahmenbedingungen außerhalb der Börsenverfassung sind sicher schwieriger als früher – dies gilt insbesondere für das strengere, regulatorische Umfeld, die Corporate Governance-Themen und die steuerlichen Nachteile des Eigenkapitals. Allerdings gibt es z.B. im Entry Standard oder dem m:access für Familienunternehmen freundliche Rahmenbedingungen, insbesondere was die Rechnungslegung und kapitalmarktrechtliche Vorschriften angeht. Grundsätzlich steht bei der Börseneinführung von Familienunternehmen im Mittelpunkt aller Überlegungen der Wunsch der Investoren, sich an Nebenwerten aus dem deutschen Mittelstand zu beteiligen. Die Performance solcher Aktien ist gemessen am GEX derzeit besser als die von Standardwerten. Eine Renaissance dieser Qualitätsunternehmen an der Börse ist derzeit voll im Gange. Wenn der Sekundärmarkt funktioniert, sind IPOs schnell wieder salonfähig. Warum sollten Familienunternehmen diese Chancen 2011 nicht wieder nutzen?



Wolfgang Blättchen

**Gerald Diezel,**  
Managing Director der Equinet Bank AG  
**Was ist generell die größte Hürde für einen Börsengang in Deutschland?**

Bei dem typischen, noch vom Inhaber geführten Mittelstandsunternehmen, das einen Börsengang plant, ist neben den zahlreichen regulatorischen Anforderungen sicher das Thema Transparenz eine der größten Hürden, die übersprungen werden muss. Die bisherige häufig dominierende Strategie der Steueroptimierung über die Nutzung von Abschreibungswahlrechten oder Rückstellungsbildung muss zur Erzielung einer optimierten Bewertung diametral geändert werden. „Ertragsstärke und Wachstumspotenziale zeigen“, die „Braut schmücken“ heißen die Zauberworte für die Börse, dazu „sich öffnen“ gegenüber der „Financial Community“. Diese oft schmerzliche Metamorphose muss nicht nur für den eigentlichen Börsengang, sondern auch im eigentlichen Börsenleben nachhaltig praktiziert werden.



Gerald Diezel

**Thomas Stewens,**  
Corporate Strategy & Communication bei BankM  
**Wie kann man den Börsengang verändern, um diesen Weg attraktiver zu machen?**

Der Hauptgrund, warum sich zuletzt immer weniger Mittelständler für einen Börsengang entschieden haben, ist offenbar das beim klassisch konzipierten Börsengang vorhandene hohe Risiko des Scheiterns. Deshalb ist es sinnvoll, dieses Risiko des Misserfolgs durch eine Entkoppelung von Kapitalaufnahme und Börsengang auszuschließen. Die Kapitalaufnahme zum Zeitpunkt des Börsengangs sollte optional und nicht zwingend sein. In schlechten Marktphasen



Thomas Stewens





## GASTBEITRAG

# Bond-Eigenemissionen sind möglich

VON WOLFGANG BLÄTTCHEN

**Börsen-Zeitung, 29.9.2010**  
Am 17. Mai 2010 hat die Stuttgarter Börse ein neues Marktsegment „Bondm“ für mittelständische Unternehmensanleihen der Öffentlichkeit vorgestellt. In einer Zeit, in der die Banken Kredite nicht mehr so leichtfertig vergeben, sind auch standardisierte Mezzanine-Finanzierungen nicht mehr erhältlich. Um zeitnah refinanzieren zu können, ist eine Kapitalmarktlösung mit Anleihen im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine interessante Alternative. So wurden 2009 bereits 115,6 (i.V. 57,6) Mrd. Euro Unternehmensanleihen inländischer Nichtbanken platziert, darunter zahlreiche Erstemittenten aus der Kategorie Familienunternehmen.

Anders als beim Börsengang („IPO“), bei dem sich der Einfluss der bisherigen Unternehmenseigentümer verringert, ermöglicht eine Anleihe dem Unternehmen den unmittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt ohne Veränderung der Gesellschaftsstruktur. Diese Märkte waren dem Mittelstand in den letzten zwei Jahren verschlossen. Beim „IBO“ (Initial Bond Offering) sind die Voraussetzungen und damit der Aufwand für das finanzsuchende Unternehmen bei entsprechender Ausgestaltung im Freiverkehr deutlich geringer.

### Banken außen vor

Neu bei „Bondm“ als Primär- und Sekundärmarktplattform ist die Möglichkeit, Fremdkapital in Eigenemission aufzunehmen. Dies kommt dem erhöhten Bedarf im Mittelstand an Fremdkapital entgegen, stößt aber nicht überall auf Begeisterung, da es die Rolle der Banken als Emissionsbegleiter in Frage stellt. Während im Aktienbereich Eigenemissionen ohne Underwriter verbunden mit einem Auktionsverfah-

ren immer wieder diskutiert wurden, aber selbst in Hochzeiten des Privatanlegerinteresses („Technologie-Blase“) nie wirklich funktioniert haben, scheint diese Vorgehensweise bei Anleihen aussichtsreich.

Die Anleiheemission 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.

### Bekanntheitsgrad wichtig

Anstatt eine Emissionsbank zu beauftragen („Fremdemission“), verbleibt die Platzierung einer Mittelstandsanleihe in „Eigenemission“ im Verantwortungsbereich des Unternehmens. Die Transaktionssicherheit hängt entscheidend davon ab, dass dieses Unternehmen über genügend Bonität, Reputation und möglichst einen „Brandname“ verfügt. Angesprochen werden anders als im bisherigen Bondgeschäft vor allem Privatanleger und kleinere Vermögensverwaltungen. Diese typische Kundschaft der Stuttgarter Börse interessiert sich für ein „Mittelstandsprodukt“.

Um die Belange mittelständischer Emittenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und des damit verbundenen Aufwands weitestgehend in Einklang mit den Mindestanforderungen der Zielanlegergruppen zu bringen, wurde „Bondm“ aus regulatorischer Sicht als ein Teilsegment des Freiverkehrs mit speziellen Zulassungs- und Folgepflichten konzipiert. Die Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen nach

HGB, das Publizieren zeitnaher Zwischenabschlüsse und kursbeeinflussender Tatsachen sind mittlerweile für die Unternehmen keine Hürden mehr und orientieren sich an den Marktsegmenten für Eigenkapital.

Darüber hinaus gibt ein mittelstandsorientiertes Rating ein realistischeres Bild über die Bonität des Emittenten für die Belange der Privatanleger. Die Anleihennotierung im Freiverkehr und die Platzierung in Eigenregie ermöglichen dem Emittenten, einen Wertpapierprospekt zu erstellen, der ungleich kostengünstiger ist als für eine institutionelle Fremdemission. Das elektronische Handelssystem und die verbindliche Preisinformation ermöglichen einen liquiden Sekundärmarkt, der sich vom bisher wenig beachteten und verhältnismäßig kleinen Anleihenmarkt ohne institutionalisierten Marktplatz nicht börsennotierter Anleihen (z. B. Klett-Verlag, Halloren) absetzt.

### Kapitalmarktaffinität steigt

Kritisch bleibt die Transaktionssicherheit der Eigenemission gegenüber einer Fremdemission. Wenn das Experiment gelingt, wird die von Banken und institutionellen Investoren dominierte Fremdemissionswelt um eine weitere Alternative ergänzt, die mithelfen kann, den Anteil der Kapitalmarktfinanzierung deutscher Unternehmen von derzeit 20% endlich auf international vergleichbarere Maßstäbe zu heben. Voraussetzung ist sicher, dass Privatanleger in der Zeichnung und der Preisfindung weiter eine wichtige Rolle spielen.

.....  
Wolfgang Blättchen, Gründer, Partner und Geschäftsführer der Blättchen Financial Advisory GmbH in Leonberg



## IM BLICKFELD

# Firmenfinanzierung wird weiter externe Ratings benötigen

Von Bernd Weber, Stuttgart

Börsen-Zeitung, 4.9.2010

In den vergangenen Wochen und Monaten haben immer mehr Unternehmen Anleihen ohne Rating auf den Markt gebracht. Bekannte deutsche Namen sind darunter, wie Adidas, SAP, Celesio oder Stada. Aber auch im europäischen Ausland halten es Emittenten wie das französische Kaufhaus Galeries Lafayette oder der dänische Windrad-Hersteller Vestas offenbar für nicht mehr notwendig, ihre Finanzierung an ein Rating von Moodys, Standard Poors oder Fitch zu koppeln.

Natürlich hat es schon immer nicht geratete Bonds gegeben, aber speziell seit 2009 lässt sich ein deutlicher Zuwachs erkennen. Bei Emissionen von Firmenbonds in Euro oder Pfund Sterling ohne europäische Emittenten in US-Dollar (siehe Tabelle) entfielen 2009 dem Volumen nach 6 % auf nicht geratete Bonds, in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres waren es 8,3 %. Frappierender ist die Entwicklung beim Blick auf die reine Anzahl der Transaktionen. Im vergangenen Jahr erfolgten lediglich 4 % der Deals ohne Bonitätsnote, im bisherigen Jahresverlauf waren es fast 12 %.

Auch ein Blick auf den rein deutschen Markt unterstreicht die Entwicklung. Bis 15. Juli wurden nach einer Erhebung von Blättchen Financial Advisory von deutschen Industrieunternehmen (Non-Financials) 13 nicht bewertete Bonds im Volumen von insgesamt 4,4 Mrd. Euro verkauft. Der Zahl nach waren dies 29 % aller Emissionen, gemessen am Volumen 13 %. Zum Vergleich: 2009 wurden von deutschen Industrieunternehmen 18 (10 %) nicht geratete Bonds über insgesamt 6,8 Mrd. Euro (6 %) aufgelegt.

Emissionen von Unternehmensanleihen haben ganz allgemein stark zugenommen, seit die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2010 viele Banken dazu veranlasste, den Anteil ihrer Kredite an den Unternehmenssektor zu verringern. Dies hat viele Firmen dazu getrieben, nach neuen Finanzierungsquellen zu suchen.

### Erfolgsfaktor Marktlage

Die Überflutung der Märkte mit

Liquidität durch die Zentralbanken, die immer stärker fallenden Renditen sicherer Staatsanleihen und die hohe Volatilität an den Aktienmärkten taten ein Übriges, um die Investoren auf der Suche nach dem Extrapunkt Rendite den Emittenten aus dem Unternehmenslager in die Arme zu treiben. Nicht geratete Bonds sind ein Instrument, dessen Erfolg nicht unwesentlich von der Marktsituation abhängt, sagt dazu Joachim Heppe, Leiter Anleihe Syndikat der Commerzbank.

Die aktuelle Marktkonstellation

### Markt für Unternehmensanleihen

Emissionen in Euro oder Pfund Sterling; ohne europ. Emittenten in US-Dollar

	2010 *)	2009
Anzahl	181	434
Volumen (Mrd. Euro)	102	336
Emissionen ohne Rating	21	26
Emittenten ohne Rating	18	23
Volumen ohne Rating (Mrd. Euro)	8,4	13,3
Volumen ohne Rating (%)	8,3	6,0
Emissionen ohne Rating (%)	11,6	4,0

\*) erste 8 Monate  
Quellen: Bloomberg, IFR, S&P u. a. Börsen-Zeitung

unterstützt also Anleiheemissionen ohne Rating. Die umfangreiche Liquidität und die Suche nach Rendite hilft bei der Platzierung nicht gerateter Anleihen, heißt es dazu im Syndikat einer anderen deutschen Bank. Ein zweiter und ein dritter Faktor sind die Bekanntheit des Namens des Emittenten sowie seine nur seltenen Auftritte am Fremdkapitalmarkt, wie Thorsten Hinrichs, Geschäftsführer bei Standard Poors in Deutschland, sagt. Und last but not least spielt auch eine Rolle, dass solche Anleihen häufig auf Belange von Privatanlegern ausgerichtet sind; eine Investorengruppe, die weniger auf das Rating und mehr auf den Namen und den Kupon blickt.

Der größere Privatanlegeranteil bei solchen Emissionen ist gleichzeitig ein Grund, warum dem Markt für nicht extern geratetes Material zumindest kein überbordendes Wachstum vorhergesagt wird. Einmal ist die Retail-Investorenbasis relativ schmal, die sich auf dieses Material stürzt, zum anderen sorgen die Anla-

gebesschränkungen institutioneller Investoren sowie die Enge dieser Emissionen und des Sekundärmarktes bei nicht gerateten Bonds dafür, dass das Segment nicht überdurchschnittlich wachsen kann, erklärte Tom Chruszcz, bei der Ratingagentur Fitch Direktor des Unternehmensteams für die Region Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA), jüngst in einer Fachzeitschrift.

### Pipeline gut gefüllt

Weiteres Wachstum in der Nische ist dennoch zu erwarten, darauf deuten nicht nur die Zahlen des bisherigen Jahresverlaufes hin. Nach dem Erfolg der jüngsten Transaktionen werden sich Nachahmer finden, glaubt man den Aussagen aus den Konsortialabteilungen großer Banken. Nach Signalen aus diesem Kreis ist die Pipeline nicht extern gerateter Anleihen für die kommenden Wochen und Monate gut gefüllt.

Auch wenn die Emissionen von SAP oder Adidas als Gegenbeispiele taugen, Vorteile aus dem sich etablierenden Marktsegment schöpfen vor allem kleinere Unternehmen. Sie können sich nicht nur die Kosten für die Ratings sparen, sondern müssen auch keine Management-Ressourcen vorhalten, um den Rating-Prozess zu begleiten und anschließend fortzuführen. Nutznießer sind auch Gesellschaften, die nach einem Blick auf die Bilanzen eher ein Schattenrating im spekulativen Bereich erhalten würden. Von der Emission nicht gerateter Bond profitieren in der Tendenz Unternehmen, die nicht dem Investment-Grade-Universum zugeordnet werden. Sie müssten beim Vorliegen eines Ratings in aller Regel einen höheren Zins bieten als ohne Rating, sagt Heppe.

Zumindest für das Gros der Dax-Unternehmen – nur Adidas, Beiersdorf, Infineon und SAP fehlt ein Rating – zählen offenbar andere Argumente. Unternehmen, die sich maximalen Zugang zur internationalen Investorengemeinde verschaffen wollen, werden ein Rating benötigen, prognostiziert Christoph Zender, Leiter der Abteilung Corporate Debt Origination bei der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). Von Firmenseite wird das Argument gestützt. Für SAP sei die Einholung



eines Ratings nur sinnvoll, wenn man sich zusätzliche Investorengruppen erschließen und damit gegebenenfalls mehr Volumen platzieren könne, sagte Finanzvorstand

Werner Brandt vor kurzem der Börsen-Zeitung (vgl. BZ vom 7. August).

Das Fazit: Externe Bonitätsnoten werden bei aller Kritik an den Ratingagenturen auch in Zukunft eine wesentliche Rolle bei der Platzie-

rung von Anleihen spielen. Für kleinere und mittlere Unternehmen ist das Nichtvorhandensein eines Ratings aber immer weniger ein K.-o.-Kriterium beim Zugang zum Kapitalmarkt.

# Bondm

## „Missing Link“ für mittelständische Anleiheemittenten

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Am 17. Mai 2010 stellte die Stuttgarter Börse das neue Marktsegment „Bondm“ für mittelständische Unternehmensanleihen der Öffentlichkeit vor und reagierte damit auf die Appelle zahlreicher Unternehmen für eine alternative Lösung gegenüber der deutlich schwieriger gewordenen Hausbankenfinanzierung. Bondm versteht sich als Primär- und Sekundärmarktplattform, auf der sich mittelständische Emittenten aus Industrie- und industriedienstleistungsnahe Bereiche zu Hause fühlen sollen, für die bisher aufgrund ihrer Größe kein entwickelter, organisierter Kapitalmarktzugang existierte. Als Zielbandbreite wird ein Anleihenemissionsvolumen zwischen 50 und 150 Mio. EUR von der Stuttgarter Börse genannt, das bisher von den etablierten Emissionsbanken sowie von den typischen institutionellen Investoren kaum von Interesse war. Daher zielt Bondm auf den „Match“ zwischen den Anleihen von Emittenten aus dem gehobenen Mittelstand der genannten Größenordnungen und der weit definierbaren Investorengruppe der Privatanleger, worunter auch kleinere Vermögensverwalter bzw. „Family Offices“ zählen.

Da die Stuttgarter Börse bereits eine führende Rolle unter den deutschen Börsenplätzen sowohl im Anleihenhandel als auch beim Anteil der handelnden Privatanleger



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

einnimmt, kann Bondm auf dieser wertvollen Basis aufbauen, um sich zu einer deutschlandweiten Primär- und Sekundärplattform für mittelständische „Qualitätsanleihen“ zu entwickeln. Zur ersten handelbaren Bondm-Anleihe gehört die bereits im Jahr 2004 emittierte und seitdem im Freiverkehr der Stuttgarter Börse notierte Teilschuldverschreibung des mittelständischen Automobilzulieferers Dürr AG. Dürr ist sowohl in Bezug auf Unternehmenstypus als auch in Bezug auf Bekanntheitsgrad der ideale Emittent für dieses Segment. Als Kandidat für ein zeitnahes Listing in Bondm wurde außerdem die Windreich AG vorgestellt, die mit Abschluss ihrer Anleihenemission voraussichtlich im Juli 2010 dem Segment beitreten wird.

### Mittelständische Unternehmen im Fokus

Die Stuttgarter Börse hat bei der Konzeption dieses Segments besonders darauf acht gegeben, dass die Belange mittelständischer Emittenten hinsichtlich der zu liefernden Transparenz und des damit verbundenen Aufwands weitestgehend in Einklang mit den Mindestanforderungen der Anleger gebracht werden. Um dies zu gewährleisten, wurde Bondm aus regulatorischer Sicht als Teilsegment des Freiverkehrs mit speziellen Zulassungs- und Folgepflichten konzipiert und zählt damit zu den sogenannten „Exchange regulated markets“. Die Transparenzanforderungen von Bondm entsprechen im Kern denen der bekannten deutschen börsenregulierten Marktsegmente für Eigenkapital (Entry Standard oder M:access), die ebenfalls

ABB. 1: CHARAKTERISTIKA VON BONDM



1) Befreiung, wenn der Emittent Wertpapiere innerhalb einer inländischen Börse zum regulierten Markt zugelassen hat  
2) Befreiung, wenn der Emittent Aktien im regulierten Markt zugelassen hat oder eine im Regelwerk aufgelistete Mindestpublizität nachweisen kann

Quelle: Regelwerk der Stuttgarter Börse

die mittelständischen Emittenten im Fokus haben. Die regelmäßige Veröffentlichung von testierten Jahresabschlüssen nach heimischer Rechnungslegung, das Publizieren von zeitnahen Zwischenabschlüssen oder von kursbeeinflussenden Tatsachen sind Anforderungen, die heute als Mindeststandard des öffentlichen Kapitalmarkts gelten und auch in Bondm übernommen wurden. Darüber hinaus ist für Bondm ein anleienspezifisches Bewertungsinstrumentarium, das Rating, vorgesehen, um Anlegern eine bessere Einschätzung über Chancen/Risiken insbesondere bei bisher der Öffentlichkeit unbekanntem Unternehmen zu ermöglichen.

### Coach für Emittenten

Grundsätzlich hat der Anleihenemittent einen von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekt zu veröffentlichen sowie darf die nominelle Anleihenstückelung den privatanlegerfreundlichen Betrag von 1.000 EUR nicht übersteigen. Ein weiteres Bondm-Charakteristikum ist die Mitwirkung eines sogenannten „Bondm-Coaches“, der innerhalb des Bondm-Konzeptes zweierlei Funktionen wahrnehmen soll. Zum einen dient er als Berater für den Emittenten in den Themen der Emissionsvorbereitung und der Notierungsaufnahme und prüft dessen Kapitalmarkttauglichkeit. Diese Kapitalmarkttauglichkeit beinhaltet unter anderem Kriterien wie die Fähigkeit des Emittenten, die Zulassungs- und Folgepflichten von Bondm nachhaltig zu erfüllen sowie die technische Infrastruktur für die Emission und Notierung sicherzustellen. Zum anderen übernimmt der Bondm-Coach eine Kontroll- und Überwachungsfunktion für die Börse, wonach er den Emittenten regelmäßig über geänderte Kapitalmarkterfordernisse informiert und ihn bei Verstößen gegen die Folgepflichten aufmerksam macht und dies im Interesse des Anlegerschutzes unverzüglich der Börse mitteilt. Diese „Polizeifunktion“ des Coaches ist neben den Transparenzanforderungen von Bondm ein wesentlicher Baustein zur Qualitätssicherung.

Ein weiteres Merkmal von Bondm ist seine Privatanlegerorientierung. Gerade diese Gruppe ist es, die im Anleihenhandel wesentlich zur Liquidität bei-

trägt. Die Stuttgarter Börse möchte diese interessante Anlegerschaft ebenfalls für den Primärmarkt nutzen und bietet den Emittenten im Rahmen einer Eigenemission ein ergänzendes Vertriebstool, „Bondm-Zeichnung“, für die Platzierung an. „Bondm-Zeichnung“ ist ein elektronisches Orderbuch, an dem über 100 zugelassene Handelsteilnehmer, wie Banken, Makler oder Onlinebroker, angeschlossen sind, über die interessierte Anleger ihre Zeichnungsaufträge abgeben können. Ein weiteres Element von Bondm ist die Gewährleistung eines organisierten Anleihenhandels innerhalb des elektronischen Handelssystems, in der ein sogenannter „Quality-Liquidity-Provider“ (QLP) für eine faire Preisbildung sorgt.



Foto: Börse Stuttgart

### Fazit

Die Initiative der Stuttgarter Börse kommt aus unserer Sicht zum richtigen Zeitpunkt und bildet in der Tat den bisherigen „Missing Link“ in der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung mittelständischer Unternehmen. Eine börsennotierte Anleihe hat für den Emittenten zur Konsequenz, ein „Being Public“ über die Laufzeit der Anleihe vorzunehmen. Eine börsennotierte Anleihenemission kann die gleiche Wirkung im Publikum erzielen wie bei einem klassischen „Going Public“ im Aktienbereich. Der Emittent hat die Herausforderung, sich gegenüber dem öffentlichen Kapitalmarkt und dem sonstigen Publikum erfolgreich zu positionieren. Zugleich ermöglicht die Technik der Eigenemission in Kombination mit dem vorgestellten Vertriebstool der Stuttgarter Börse eine bankenunabhängige Fremdkapitalfinanzierung, die einen zusätzlichen Baustein in der Unternehmensfinanzierung bilden kann.

## Forschungsreihe des Deutscher Investor Relations Kreis (DIRK) e.V.

### Band 16

Juliane Heinz: Die Zusammenarbeit von Juristen und Kommunikatoren in erfolgskritischen Situationen von Unternehmen, Band 16, Mai 2010, broschiert, 39,- Euro



**JA,** Bestellcoupon  
ICH BESTELLE  
ZZGL. 3,50 EURO  
VERSANDKOSTEN

**JULIANE HEINZ**  
Die Zusammenarbeit von Juristen und  
Kommunikatoren in erfolgskritischen  
Situationen von Unternehmen  
DIRK Forschungsreihe, Band 16,  
39,- Euro

Name/Vorname .....

Postleitzahl/Ort .....

Straße/Nr. ....

Datum/Unterschrift .....

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Hofmannstr. 7a, 81379 München  
Tel. 089 - 2000 339-0  
www.goingpublic.de/buecher  
buecher@goingpublic.de

**FAX-ORDER**  
**089-2000339-39**

# Kolumne

*Eine Lücke, die es zu schließen gilt*

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Im Gegensatz zum Eigenkapital existiert für mittelständische Unternehmen noch kein funktionsfähiger, öffentlicher Kapitalmarktzugang über die Börse für die Fremdmittelaufnahme. Nur im Segment der „Blue-Chip“-Unternehmen hat sich ein effizienter Kapitalmarkt für die Emission von Anleihen entwickelt, der jedoch ausschließlich auf die Interessen der institutionellen Investoren und Banken ausgerichtet ist. Im Jahr 2009 wurden laut unseren Recherchen von deutschen Emittenten („Non Financials“) insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. EUR bei Investoren platziert, die ein mittleres Anleihevolumen von 713 Mio. EUR (314 Mio. EUR im Median) aufweisen. Auch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres bewegte sich das Volumen mit insgesamt 31 Mrd. EUR weiterhin auf hohem Niveau, wobei sogar noch die mittlere Tranche der 40 platzierten Anleihen auf 775 Mio. EUR (Median 541 Mio. EUR) gestiegen ist.

Diese Größenklasse ab 500 Mio. EUR Volumen aufwärts wird in der Praxis als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von den Banken als auch von den Investoren entsprechend favorisiert. Daher liegt auch nach deren Auffassung das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe mindestens bei 200 Mio. EUR. Unter dieser Schwelle ergibt eine Platzierung wirtschaftlich keinen Sinn bzw. wäre ein Engagement zu risikoreich. Wie unsere Analyse zeigt, wird der Großteil der platzierten Unternehmensanleihen anschließend an der Luxemburger Börse zugelassen. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken bevorzugte „Listingbörse“ und zählt damit zum führenden europäischen Marktplatz für die Erstzulassung von Anleihen. Jedoch existiert hier aufgrund fehlender Maklerstrukturen kein liquider Sekundärmarkthandel. Sofern sich Makler finden, geht dieser quasi „unkontrolliert“ an anderen Börsen vonstatten. Unter diesen institutionell geprägten Rahmenbedingungen – in einer von Banken und institutionellen Investoren dominierten „Fremdemissionswelt“ – kann es auch nicht verwundern, dass sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch kein funktionsfähiger Kapitalmarktzugang für mittelständische Emittenten mit einem Anleihenvolumen deutlich unter der 200-Mio.-EUR-Schwelle herausbilden konnte.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Im Gegensatz zum Primärmarkt wird der öffentliche Sekundärmarkthandel von mittelgroßen und kleineren Vermögensverwaltern, aber auch zunehmend von Privatanlegern getragen. Hierbei haben vor allem die Börsenplätze Stuttgart und Frankfurt eine vorherrschende Rolle eingenommen. Dabei beziehen die an den Börsen vertretenen Makler die originär an der Luxemburger Börse zugelassenen Anleihen in den Freiverkehr ein und ermöglichen damit einen öffentlichen Handel. Inwieweit ein liquider Sekundärmarkt für den Primärmarkt an Bedeutung gewinnt, zeigt die zunehmende Bereitschaft der Emittenten, ihre Anleihenstückelung auf privatanlegerfreundliche 1.000 EUR vorzunehmen, um einen geringeren Liquiditätsabschlag bei der Erstplatzierung zu erzielen.

Neben dieser skizzierten, großen institutionellen Welt hat sich jüngst ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßiger kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio. EUR erfolgreich an Privatanleger sowie Family Offices platzieren. Ein weiteres Beispiel ist die Halloren Schokoladenfabrik, die 10 Mio. EUR innerhalb weniger Tage an Privatanleger verkaufte. Zwar handelt es sich in diesen Fällen um „Graumarktemissionen“, jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorensseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt. Es wäre daher wünschenswert, zeitnah ein institutionelles Rahmenwerk zu schaffen, das einen öffentlichen und organisierten Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen ermöglicht und in dem Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter eine wesentliche Rolle spielen. Mittelstandsorientierte Lösungen wie der Entry Standard oder der m:access im Aktienbereich können dafür als „Blaupause“ dienen.