

Die Börsensegmente für Mittelstandsanleihen im Vergleich

Regelwerke bieten ähnliche Transparenzstandards, unterscheiden sich aber in Details

Text: Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle

Nach dem Erfolg der Börse Stuttgart mit ihrem Marktsegment Bondm für mittelständische Unternehmensanleihen haben die Börsen Düsseldorf, Frankfurt, München und Hamburg im Verbund mit Hannover ebenfalls spezielle Segmente für die Emission mittelständischer Unternehmensanleihen eröffnet. Inzwischen liegen von allen Börsen detaillierte Regelungen für die neuen Handelsplattformen vor, die nachstehend gegenübergestellt werden.

Handelsvoraussetzungen

Die Einbeziehungsvoraussetzungen der neuen Mittelstandssegmente gleichen sich weitgehend, es gibt jedoch auch entscheidende Unterschiede. Das zeigt sich schon bei den Anforderungen für das Mindestvolumen der Emission. Dies liegt in Stuttgart und München bei 25 Mio. Euro und in Düsseldorf bei 10 Mio. Euro, in Frankfurt und Hamburg/Hannover gibt es kein Mindestplatzierungsvolumen. Aus Gründen der Kleinanlegerfreundlichkeit darf die Stückelung der Anleihen an allen Börsen außer Hamburg/Hannover maximal 1.000 Euro betragen.

Alle Anleihe-segmente sehen vor, dass der Emittent einen Wertpapierprospekt veröffentlichen muss. Nach dem Regelwerk für m:access ist eine Prospektveröffentlichung entbehrlich, wenn dies gesetzlich nicht geboten ist. Stattdessen ist eine aktuelle Unternehmensdarstellung einzureichen. Somit ist eine prospektlose Privatplatzierung einer Anleihe mit anschließender Notierung im m:access möglich, was bei den anderen Börsen ausgeschlossen und unter Transparenzgesichtspunkten auch abzulehnen ist.

Außer in Hamburg/Hannover ist grundsätzlich ein Unternehmensrating erforderlich. Die Börse Düsseldorf setzt als einziges Segment ein Mindestrating von BB voraus. Im mittelstandsmarkt (Börse Düsseldorf) muss das Rating zwingend von einer gemäß der EU-Ratingverordnung zugelassenen Agentur (bislang nur Euler Hermes) erstellt werden. In Bondm (seit 2011) und Entry Standard kann alternativ dazu auch eine



Dr. Thorsten Kuthe

Rechtsanwalt und Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln



Madeleine Zipperle

Rechtsanwältin, Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

Agentur gewählt werden, die von der BaFin nach der Solvabilitätsverordnung zugelassen ist. Für Emittenten, deren Aktien zum Handel in einem Regulierten Markt zugelassen sind, kann im mittelstandsmarkt und im Entry Standard das Rating entfallen. Im Bondm kann darüber hinaus das Rating auch bei einer Freiverkehrsnotierung der Aktien entfallen, wenn Jahres- und Halbjahresabschlüsse innerhalb von drei bzw. sechs Monaten sowie Zwischenmitteilungen oder Quartalsberichte und wesentliche Unternehmensnachrichten publiziert wurden. Ob gerade für private Anleger durch die entsprechenden Veröffentlichungen tatsächlich ein adäquater Ersatz für einen Ratingbericht geschaffen wird, ist zu bezweifeln. Bislang haben auch fast alle Unternehmen einen Ratingbericht publiziert. Die Möglichkeit, ein spezielles Anleihe-Rating vorzulegen, das z.B. die etwaige Nachrangigkeit der Anleiheverbindlichkeiten einerseits oder deren Besicherungen andererseits berücksichtigt, wird explizit noch von keiner Börse eröffnet. Dies ist zu bedauern, da die Anleger den speziellen Vor- oder Nachteilen der jeweiligen Anleihe ausgesetzt sind und nicht nur den allgemeinen Unternehmenschancen und -risiken. Die Börse Düsseldorf hat daher nun angekündigt, im Einzelfall auch ein Anleihe-Rating berücksichtigen zu wollen.

Die Unternehmen müssen bei der Emission und auch in der Folgezeit grundsätz-

lich von einem erfahrenen Kapitalmarktexperten wie etwa einer Bank (in den meisten Fällen), einer IR-Agentur oder einer Rechtsanwaltskanzlei begleitet werden. Je nach Börsenplatz gelten zudem einige besondere Anforderungen. Im Münchener m:access bonds muss das Unternehmen seit mindestens drei Jahren bestehen. Düsseldorf lässt Nachrangigkeiten ausdrücklich zu, will hier aber bei der Platzierung deutlich auf diesen Umstand hinweisen. Im Entry Standard dürfen Anleihen nicht nachrangig sein. Ferner sind bestimmte Kennzahlen zu Kapitaldienstdeckung, Verschuldung und Kapitalstruktur anzugeben. Bei der Berechnung der Kennzahlen sollen die Mindeststandards für Bond-Kommunikation der DVFA gelten. Die Börse Düsseldorf lässt sich ebenfalls bestimmte Unternehmensdaten vorlegen, dies allerdings nur für Zwecke interner Prüfungen. Die Daten werden anders als im Entry Standard nicht veröffentlicht.

Folgepflichten

Um die durch die Einbeziehungsregeln geschaffene Transparenz auch während der Laufzeit der Anleihe zu gewährleisten, bestehen außerdem Folgepflichten für die Emittenten.

An allen Börsen ist der Unternehmensfinanzkalender jährlich zu aktualisieren. Dies gilt außer in Hamburg/Hannover auch für das Rating. Zudem sieht jeder Börsenplatz eine „Quasi-Ad-hoc-Pflicht“ vor, wonach we-

sentliche Informationen in Anlehnung an die Ad-hoc-Pflicht für den Regulierten Markt unverzüglich zu veröffentlichen sind.

Die Börsen in Düsseldorf, Frankfurt und Stuttgart fordern die Veröffentlichung eines (Konzern-)Jahresabschlusses, der jedoch nicht nach IFRS aufgestellt werden muss. In Düsseldorf, Frankfurt und Hamburg/Hannover muss der Abschluss innerhalb von 6 Monaten nach Geschäftsjahresende veröffentlicht werden, in Stuttgart innerhalb von 9 Monaten. Die Börsen Düsseldorf und Stuttgart fordern darüber hinaus die Veröffentlichung eines (verkürzten) Halbjahresabschlusses nach den Vorgaben für den regulierten Markt jeweils innerhalb von drei Monaten nach Halbjahresende. In Frankfurt kann innerhalb von drei Monaten ein Zwischenbericht veröffentlicht werden, der nicht dem Standard eines Abschlusses entsprechen muss. Ähnlich wie in Hamburg/Hannover, wo ein Halbjahresabschluss optional ist, verlangt das Münchener Anleihesegment nur die Veröffentlichung von Kernaussagen aus dem Jahresabschluss in einer Pressemitteilung, während Halbjahresinformationen auch dort nicht notwendig sind. Bei m:access bonds besteht dafür die Pflicht, jährlich an einer Analystenkonferenz teilzunehmen. Im Frankfurter Entry Standard müssen die zur Einbeziehung notwendigen Kapitalkennzahlen aktualisiert werden.

Platzierung

Ein Unterschied zwischen den Börsensegmenten ist bislang noch, dass nur Bondm, mittelstandsmarkt und Hamburg/Hannover die Emittenten aktiv bei der Platzierung unterstützen. Allerdings hat Frankfurt nun auch verlaublich, einen solchen Service anbieten zu wollen, so dass einzig München diese Leistung noch vermissen lässt. Die genannten Börsensegmente bieten den Emittenten Unterstützung bei der Vermarktung. Hierzu wird etwa die Anleihe beworben, eine Informationsverteilung über verschiedene Newsletter angeboten und Investoren können die Anleihe unmittelbar über die Börse zeichnen. Der mittelstandsmarkt beispielsweise arbeitet dabei mit verschiedenen externen Finanzportalen zusammen und bietet so einen Zugang zu etablierten Informationstools. Die Börsen berechnen

Erfordernis	Düsseldorf	München	Frankfurt	Stuttgart	Hamburg/ Hannover
Vertrag mit „Coach“	+	+	+	+	-
Factsheet/Kurzportrait	+		+	+	+
Zulässigkeit Nachranganleihen	+	+	-	+	+
Wertpapierprospekt	+	(+)	+	+	+
Rating	+	+	+	+	-
Unternehmenskennzahlen	-	-	+	-	-
Mindestvolumenvorgabe	+	+	+	+	-
Anleihestückelung maximal EUR 1.000	+	+	+	+	-
Sonstiges	-	Unternehmen muss seit 3 Jahren bestehen	-	-	Zusammenfassung des Prospekts erforderlich

hierfür eine Vergütung, die z.B. beim mittelstandsmarkt 0,5% des Zeichnungsvolumens beträgt. Bondm berechnet insgesamt 1,65% (einschließlich Zahlstelle, davon 0,75 % für die Platzierung über EUWAX).

Fazit:

Die einzelnen Börsensegmente für mittelständische Anleihen bieten grundsätzlich alle einen ähnlichen Level an Transparenz. Abgestimmt auf die Bedürfnisse mittelständischer Unternehmen liegt das unterhalb dessen, was im Regulierten Markt erforderlich ist. Die Erfahrung mit dem Entry Standard hat gezeigt, dass dies in der Praxis für Mittelständler und Investoren akzeptabel ist. Gerade mit Blick auf Privatanleger spielt

das Rating eine besonders wichtige Rolle, weswegen der Verzicht auf ein Rating in Hamburg/Hannover auffällt. Die verschiedenen nach dem Vorreiter Bondm eingeführten Segmente der anderen Börsen versuchen sich teilweise durch stärkere Qualitätsvorgaben (Mindestrating, Angabe von Unternehmenskennzahlen) hervorzuheben, teilweise mehr Flexibilität zuzulassen (geringeres/kein Mindestemissionsvolumen). Die komfortablen Zeichnungsmöglichkeiten bzw. eine Platzierungsunterstützung wie in Stuttgart und Düsseldorf wollen nun auch Hamburg/Hannover und Frankfurt anbieten. Anders als bei Aktien scheint hier ein echter Wettbewerb unter den Börsen zu entstehen mit noch ungewissem Ausgang.

Folgepflicht	Düsseldorf	München	Frankfurt	Stuttgart	Hamburg/ Hannover
Folgerating	+	+	+	+	-
Quasi-Ad-hoc	+	+	+	+	+
Jahresabschluss	+ (nach 6 Monaten)	- (nur Kernaussagen)	+ (mit Lagebericht)	+ (mit Lagebericht) nach 9 Monaten	+ (nach 6 Monaten)
Halbjahresabschluss	+ (Inhalt wie regulierter Markt; nach 3 Monaten)	-	Zwischenbericht nach 3 Monaten	+ (Inhalt wie regulierter Markt; nach 3 Monaten)	-
Finanzkalender	+	+	+	+	+
Jährliche Analystenkonferenz	-	+	-	-	-