

Bookbuilding bei Mittelstandsanleihen

Platzierungssicherheit kann erhöht werden

Text: Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle, HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Der Markt der Mittelstandsanleihen entwickelt sich seit seinem Start im Jahr 2010 zügig weiter. Die zunehmende Professionalisierung zeigt sich an verschiedenen Stellen. In der letzten Ausgabe des Bond Yearbooks hatten wir unter diesem Aspekt über die Aufnahme von Covenants in die Anleihebedingungen berichtet. Dies war bei den Mittelstandsanleihen zunächst nicht üblich, hat sich aber inzwischen, wie von uns erwartet, einheitlich durchgesetzt. Ein weiterer Aspekt der Fortentwicklung des Marktes ist die zunehmende Flexibilität in der Platzierungsstrategie. Hintergrund ist, dass die Platzierung von Mittelstandsanleihen zwar immer noch auf Interesse bei Investoren stößt, aber nicht mehr als Selbstläufer anzusehen ist. Zunehmend wichtig ist – neben einem überzeugenden Emittenten –, auf die jeweiligen Marktgegebenheiten zu reagieren. Demgemäß werden Platzierungsstrategien, die aus anderen Anlageklassen bekannt sind, aufgegriffen. Hierzu zählt auch das Bookbuilding. Während dies bei Aktienemissionen und auch bei Hybridemissionen wie etwa Wandelanleihen eine übliche Vorgehensweise ist, fand man diese bei Mittelstandsanleihen zunächst praktisch gar nicht. Anders hingegen bei den sogenannten Benchmarkanleihen, wo ebenfalls häufig ein Bookbuilding durchgeführt wird.

Beim Bookbuilding wird die Preisbildung im Platzierungsprozess vorgenommen, d.h. im Rahmen der Vermarktung der Anleihe stehen die wirtschaftlichen Eckdaten der Emission noch nicht alle fest. Bei Aktien geht es dabei um die Festlegung des Ausgabebetrags. Bei Mittelstandsanleihen hingegen erfolgte eine Platzierung bisher fast durchweg mit einem Ausgabebetrag von 100%. Die Preisbildung spielte sich über den Zinssatz ab. Welche Trends gibt es nunmehr diesbezüglich in der Praxis?



Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt und Partner bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln



Madeleine Zipperle ist Rechtsanwältin bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln

Prospekt ohne Zinssatz

Bei Benchmarkanleihen ist es nicht unüblich, dass der Ausgabebetrag zunächst offen gehalten wird. Prospektrechtlich funktioniert dies häufig so, dass ein billigungsfertiger Prospekt für eine Roadshow bei institutionellen Investoren genutzt wird. Später wird dann der Prospekt mit dem sich aus der Roadshow ergebenden Zinssatz gebilligt und die Anleihe platziert. Dies entspricht bei Mittelstandsanleihen teilweise ebenfalls der Praxis. Interessant ist gerade bei Mittelstandsanleihen daneben aber auch das öffentliche Bookbuilding, da die Mittelstandsanleihen auch bei Privatanlegern und Semiprofessionellen in erheblichem Umfang platziert werden. Eine von uns mit der BaFin für Mittelstandsanleihen abgestimmte Lösung ist, im Prospekt weder Zinssatz noch Ausgabebetrag festzulegen. Nur den Zinssatz alleine offen zu lassen, ist hingegen nicht möglich. Der Ausgabebetrag muss in jedem Fall offen gelassen werden, da das Prospektgesetz eigentlich nur die spätere Festlegung des Ausgabebetrags, nicht aber isoliert die des Zinssatzes vorsieht.

Unterstützung durch die Börse

Teilweise waren Mittelstandsanleihen gerade von Emittenten mit bekannten Marken in wenigen Stunden mehrfach überzeichnet. Diese Emittenten notieren bislang überwiegend am Mittelstandsmarkt der Börse Düsseldorf. Zuletzt haben wir einen entsprechenden Fall auch im Entry Standard an der Börse Frankfurt begleitet. Die Börse Düsseldorf hat diese schnellen Überzeichnungen zum Anlass genommen, für künftige Fälle auch eine Bookbuilding-Technik für die Platzierung über die Börse zu ermöglichen.

Die verschiedenen Mittelstandssegmente der deutschen Börsen bieten jeweils eine Zeichnung unmittelbar über die Börse an. Dies war ein maßgeblicher Baustein für den Erfolg der Mittelstandsanleihen seit 2010. Die Börse Düsseldorf hat nun die Option eröffnet, dass Zeichner mit einem Preislimit innerhalb einer vom Emittenten im Wertpapierprospekt vordefinierten Preisspanne Zeichnungsaufträge einstellen können. Durch die Börse erfolgt elektronisch eine Auswertung der vorliegenden Zeichnungsaufträge, und je nach Zuteilungspreis werden die Zeichnungen dann berücksichtigt oder auch nicht. Die Börse Düsseldorf will den Emittenten so ermöglichen, die Festlegung des Emissionspreises innerhalb der Grenzen einer Preisspanne den Investoren zu überlassen. Privatanlegern soll ein Renditerechner zur Verfügung gestellt werden, damit diese eine bessere Transparenz erhalten. Damit steht eine weitere Option zur Ausgestaltung einer Platzierung von Mittelstandsanleihen zur Verfügung. Diese kann ein interessantes Mittel sein, um auch in Zeiten, in denen der Kapitalmarktzugang aus Marktgründen häufig nicht ganz einfach ist, ein möglichst gutes Emissionsergebnis zu erzielen.

Fazit:

Insgesamt ist nach unserer praktischen Erfahrung der Markt für Mittelstandsanleihen weiterhin interessant. Aus der Begleitung sowohl von Anbietern mit bekannten Namen als auch eher unbekanntem Emittenten ist unser persönliches Fazit, dass bei guter Vorbereitung und entsprechenden Cashflows die Mittelstandsanleihe eine beachtenswerte Finanzierungsoption sein kann. Die Möglichkeit zum Bookbuilding kann die Platzierungssicherheit erhöhen und den Renditeerfolg verbessern.