

„Best Practice“ bei Anleiheemissionen

Deutsche Börse veröffentlicht einen Best Practice-Guide für Anleiheemissionen im Entry Standard

Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

Die Deutsche Börse hat in Zusammenarbeit mit verschiedenen Marktteilnehmern einen Best Practice-Guide für Anleiheemissionen im Entry Standard erarbeitet. Der Leitfaden für Anleiheemissionen ist eine Reaktion auf die Geschehnisse im Markt für Mittelstandsanleihen, in welchem die Zahl der Ausfälle aktuell überproportional hoch ist. Um den Folgen der „Flegeljahre“ des sich noch in der Entwicklung befindlichen Marktes entgegenzuwirken, enthält der Best Practice-Guide Empfehlungen für Emittenten und Emissionsbegleiter wie zum Beispiel Banken. Hierdurch soll die Qualität und Transparenz der Emissionen gesteigert werden. Die Frankfurter Börse stellt ausdrücklich klar, dass es sich lediglich um Empfehlungen handelt und nicht um zwingende Voraussetzungen für eine Anleiheemission im Entry Standard. Emissionen, die in ihrer Ausgestaltung hiervon abweichen, bleiben weiterhin möglich.

Der Best Practice-Guide hat verschiedene Kapitel, in denen sich Hinweise etwa in Bezug auf emissionsbegleitende Intermediäre, Deutsche Börse Listing Partner, Rechtsberater, den Ablauf einer Emission sowie Rating, Research und Kommunikation befinden. Die wesentlichen inhaltlichen Empfehlungen sind bereits im ersten Abschnitt über die Anforderungen an den Emittenten enthalten. Institutionelle Anleger zeichnen bei erfolgreichen Anleiheemissionen normalerweise den ganz überwiegenden Teil der Anleihe. Entsprechend spiegeln die Angaben im Guide größtenteils deren Ansprüche, wie wir sie aus der Praxis kennen, wider.

Die Größe

Die Emission soll zunächst ein tatsächlich platziertes Volumen von mindestens 25 Mio. Euro erreichen, insbesondere da ansonsten eine zu geringe Liquidität im Sekundärhandel zu erwarten ist. Der Emittent selbst soll ein über mehrere Jahre etabliertes Geschäftsmodell aufweisen, mit einem Jahresumsatz von mindestens 100 Mio. Euro beziehungsweise bei Immobilien- und Han-

delsunternehmen mit einer Bilanzsumme von mindestens 100 Mio. Euro. Außerdem soll der Emittent mindestens für die drei der Emission vorausgegangenen Geschäftsjahre ein positives Unternehmensergebnis vorweisen können. Daneben soll der Emittent selbst die wichtigste operative Gesellschaft sein oder die Anleihe soll durch die wesentliche operative Gesellschaft garantiert oder besichert sein. Dadurch soll verhindert werden, dass zum Beispiel der Name einer Unternehmensgruppe genutzt wird, um eine Emission einer finanziell wenig soliden Konzerngesellschaft zu ermöglichen.

Die Finanzen

Des Weiteren werden bestimmte Finanzkennzahlen genannt, deren Einhaltung vor und auch nach der Emission empfohlen wird. Dazu zählt etwa eine Eigenkapitalquote von mindestens 30% wirtschaftlichem Eigenkapital (bzw. mindestens 15% echtem Eigenkapital). Das Verhältnis zwischen den Nettoverbindlichkeiten (Total Net Debt) und dem EBITDA soll maximal 5,0 betragen beziehungsweise das Verhältnis zwischen der Bruttoverschuldung (Total Debt) und dem EBITDA maximal 7,5. Die EBIT Interest Coverage soll bei 1,5 liegen und die EBITDA Interest Coverage bei 2,5, um so die Fähigkeit zur Leistung der laufenden Zinszahlungen zu gewährleisten. Es steht zu erwarten, dass die entsprechenden Kennzahlen künftig als Covenants in den Anleihebedingungen aufgenommen werden, wenn ein Emittent den Anforderungen des Best Practice-Guides folgen und möglicherweise damit sogar werben will. Dabei weist die Börse darauf hin, dass für bestimmte Branchen wie Immobilien oder Handel andere sektorspezifische Kennzahlen herangezogen werden können. Das kann bei Immobilien etwa das Verhältnis zwischen dem Wert der Immobilien und der Darlehensbelastung (Loan to Value) sein.

Die Dokumentation

Auf der Dokumentationsseite wird gefordert, dass die emissionsbegleitenden Anwälte in den entsprechenden Transaktionen



Dr. Thorsten Kuthe,
Rechtsanwalt bei Heuking
Kühn Lüer Wojtek, Köln



Madeleine Zipperle,
Rechtsanwältin bei Heuking
Kühn Lüer Wojtek, Köln

erfahren sein sollen und eine Legal Opinion und gegebenenfalls auch eine Disclosure Opinion abgeben. Dies kann nach unserer Beobachtung bei den meisten Emissionen auch heute schon als Standard bezeichnet werden.

Laut Best Practice-Guide ist es überdies üblich, dass die Abschlussprüfer des Emittenten einen Comfort Letter abgeben. Dies entspricht nach unserer Erfahrung in vielen der bisherigen Fällen nicht der gelebten Praxis. Die Erstellung eines Comfort Letters führt oft zu einem erheblichen Zeit- und Kostenaufwand. Ob dem immer ein entsprechender Qualitätsgewinn gegenübersteht, sollte unserer Meinung nach anhand des jeweiligen Einzelfalls entschieden werden. Ein Comfort Letter auf das Zahlenwerk in einem Anleiheprospekt kann Sinn machen, muss er aber nicht. Anleiheprospekte enthalten anders als Aktienprospekte typischerweise keine Erläuterungen und Analysen der Abschlüsse, sodass die aus den Abschlüssen übernommenen Angaben oft sehr überschaubar sind. Wichtiger als der Comfort Letter ist nach unserer Ansicht

hingegen die Empfehlung, eine Financial Due Diligence durch die Emissionsbegleiter oder einen externen Dritten (z.B. einen Wirtschaftsprüfer) durchführen zu lassen. Im Rahmen einer solchen Financial Due Diligence wird insbesondere die Planungsrechnung einschließlich der künftigen Kapitaldienstfähigkeit verplausibilisiert. Das Ergebnis beziehungsweise die Erkenntnisse der Financial Diligence sollte dann gegebenenfalls in die Prospekterstellung (Risikofaktoren) einfließen oder zu Maßnahmen im Vorfeld der Emission führen, die etwaig festgestellte Schwachpunkte kompensieren können. Dies kann ein entscheidender Faktor für eine Qualitätssteigerung bei der Anleiheemission sein, der in der Vergangenheit nicht bei allen Emissionen zum Tragen kam.

Empfohlen wird zusätzlich, das begleitende Finanzinstitut auf dem Deckblatt des Prospekts (und in anderen Unterlagen) als Lead Manager oder Bookrunner zu benennen. Hierdurch wird die Reputation des Instituts nach außen mit der Emission und deren Qualität sowie dem Erfolg verknüpft. Da die explizite und prominente Nennung po-

tenziell auch das Prospekthaftungsrisiko der Bank erhöht, bleibt abzuwarten, wie der Markt hierauf reagiert.

In der Praxis gewinnt die Erstellung eines Research-Berichts für Anleiheemissionen seit einiger Zeit zunehmend an Bedeutung. Auch diese Tendenz könnte durch den Best Practice-Guide noch verstärkt werden. Es wird ausdrücklich als wünschenswert bezeichnet, dass sowohl das die Emission begleitende Institut als auch weitere unabhängige Research-Analysten entsprechende Berichte verfassen, auch nach der Emission.

Der Mehrwert

Der Best Practice-Guide zielt auf Anleiheemissionen von mittelgroßen, etablierten und wirtschaftlich stabilen Mittelständlern ab. Diese Gruppe der Emittenten an den Kapitalmarkt zu bringen, ist eine der Herausforderungen, vor denen alle Marktteilnehmer zurzeit stehen. Hierfür sind die Best Practice-Grundsätze ein sinnvoller, praktischer und praxisgerechter Leitfaden. Zu begrüßen ist auch der Ansatz, deutlich zu benennen, wie die Anforderungen an eine Emission mit einem bestimmten Größen- und Qualitätsanspruch lauten. Dabei stehen unseres Erachtens die hier zusammengefassten Eckpunkte im Vordergrund.

Daneben gibt es auch andere Emissionen, etwa von Unternehmen mit höheren Risiken, weil sie noch jünger oder kleiner sind oder soeben eine Restrukturierungsphase abgeschlossen haben. Auch diese Emittenten haben ihre Existenzberechtigung am – institutionellen! – Kapitalmarkt, wie nicht nur der High Yield Markt in den USA zeigt. Wichtig ist in solchen Fällen stets eines, und das kann nicht oft genug gesagt werden: Transparenz, Transparenz, Transparenz! Denn diese ermöglicht eine unterschiedliche Bepreisung der Risiken und führt damit zu einer sachgerechten Ausdifferenzierung des Marktes.

