

Die Unternehmensanleihe

Finanzierungsalternative für den Mittelstand?

Was es bei den ersten Schritten in Richtung Kapitalmarkt zu bedenken gilt und welche Hürden der Emittent locker nehmen, welche er aber lieber umgehen sollte, wurde am 06.04.2011 im Redaktionsgebäude der F.A.Z. in Frankfurt am Main und am 06.06.2011 im Redaktionsgebäude der F.A.Z. in Berlin diskutiert. Die beiden Roundtables von Deutschem AnwaltSpiegel, lindenpartners und RHL-Unternehmensberatung beschäftigten sich mit Fragen zum Thema „Unternehmensanleihen für den Mittelstand – wie und warum, rechtliche Rahmenbedingungen, Mehrwert durch Rating und die Chancen durch Börsenhandel“. Der Deutsche AnwaltSpiegel bat die Referenten nun noch einmal zum Gespräch.

Deutscher AnwaltSpiegel: Ist das klassische Hausbankprinzip des Mittelstands am Ende? Wenn ja, welche Alternativen gibt es?

Louis: Selbstverständlich werden die Hausbanken ihre Funktion beibehalten. Aus unserer Sicht wird sich allerdings eine gewisse Verschiebung bei der Finanzierung ergeben, was auch mit den Eigenkapitalanforderungen an die Banken im Sinn von Basel III zu tun hat. Dies wird in einem ersten Schritt dazu führen, dass die Banken zunehmend zurückhaltender bei der Vergabe von Krediten sein werden – unabhängig davon, über welche Bonität ein Unternehmen verfügt. Insofern stellt die Unternehmensanleihe eine Ergänzung, teilweise auch eine Alternative zur Bankfinanzierung dar. Das trifft insbesondere auf diejenigen Unternehmen zu, die Expansionspläne haben.

Was genau fällt eigentlich unter den Begriff „Unternehmensanleihe“?

Louis: Die Unternehmensanleihe ist eine Inhaberteilschuldverschreibung. Es handelt sich dabei um Fremdkapital, welches von Dritten (privaten und auch institutionellen Anlegern), üblicherweise ohne Sicherheiten, dem Unternehmen mit einer festen Laufzeit und einem festen Zinssatz zur Verfügung gestellt wird. Die derzeit üblichen Laufzeiten betragen fünf bis sechs Jahre. Die Zinszahlung erfolgt jährlich und die Rückzahlung in voller Höhe am Ende der Laufzeit. Wir sind davon überzeugt, dass immer mehr mittelständische Unternehmen dieses Produkt nutzen werden und dass diese Entwicklung zu Variationen führen wird, die das Finanzierungsinstrument für Privatanleger sowie für institutionelle Anleger immer attraktiver werden lässt.

Wie würden Sie in wenigen Worten die Vorzüge dieser Finanzierungsform erklären?

Heddergott: Eine Unternehmensanleihe bietet als Fremdfinanzierungsform für Unternehmen eine Vielzahl von Vorteilen, wie beispielsweise die völlig flexible Ausgestaltung der (Anleihe-)Bedingungen durch die Emittentin. Grundsätzlich erfolgt keine Sicherheitenstellung, es werden keine Covenants vereinbart, und die Anleger erhalten keine Einfluss- und Mitbestimmungsrechte. Dieses bankenunabhängige Finanzierungsinstrument wird in der Regel mit endfälliger Rückzahlung und jährlich nachträglicher Zinszahlung ausgestaltet und entlastet mit Blick auf die künftigen (restriktiven) Anforderungen der Banken aufgrund von Basel

III den klassischen Fremdfinanzierungsanteil durch Banken.

Unternehmensanleihe vs. Private Equity – welches Finanzierungsinstrument gewinnt und warum?

Heddergott: Mit den beiden Finanzierungsformen – der Unternehmensanleihe als Fremdkapital und Private Equity als Eigenkapital – werden unterschiedliche Anforderungen und Bedürfnisse bedient. Beide Formen bzw. eine Kombination beider Instrumente können je nach Unternehmenssituation geeignet sein. Die Anleihe ist insbesondere für Wachstumsphasen mit nachhaltigem Cashflow prädestiniert, Private Equity hingegen ist auch in schwierigen Unternehmensphasen ohne fest terminierte Rückzahlung geeignet. Naturgemäß sollte eine sinnvolle Leverage-Ratio (Verhältnis Fremd- zu Eigenkapital) beachtet werden.

Vor welchen Gefahren müssen Marktteilnehmer besonders auf der Hut sein?

Dr. Birkholz: Eine Unternehmensanleihe ist kein Bankkredit. Sicherlich muss ein Unternehmen seine finanzielle Situation auch gegenüber der betreuenden Bank offenlegen. Der Schritt auf den Kapitalmarkt bedeutet jedoch, die eigene wirtschaftliche Situation gegenüber einer Vielzahl von potentiellen Anlegern transparent zu machen, und zwar im Rahmen des Prospekts. Gerade Familienunternehmen empfinden das oft als einen gewöhnungsbedürftigen Paradigmen-

Fortsetzung: nächste Seite

↘ Rechtsprechungsspiegel

tet, im monatlichen Durchschnitt 150 Stunden zu arbeiten ...“ Der allgemeinverbindliche Manteltarifvertrag für das Wach- und Sicherheitsgewerbe in Nordrhein-Westfalen vom 08.12.2005 sieht für Vollzeitbeschäftigte eine Mindestarbeitszeit von 160 Stunden im Monat vor. Der Kläger, der in der Vergangenheit durchschnittlich 188 Stunden im Monat arbeitete, begehrt die Feststellung, dass seine monatliche Regelarbeitszeit dem tatsächlichen Beschäftigungsumfang entspricht, hilfsweise verlangt er von der Beklagten, seine regelmäßige Arbeitszeit zu erhöhen. Während das Arbeitsgericht der Klage dem Hauptantrag nach stattgegeben hat, hat das Landesarbeitsgericht die Beklagte lediglich nach dem Hilfsantrag verurteilt, das Angebot des Klägers insoweit anzunehmen, als er die Erhöhung der Arbeitszeit auf 160 Stunden fordert.

Der Neunte Senat hat die erstinstanzliche Entscheidung teilweise wiederhergestellt. Der arbeitsvertraglichen Arbeitszeitregelung sei nicht zu entnehmen, innerhalb welchen Zeitraums der Arbeitgeber den Arbeitnehmer mit durchschnittlich 150 Stunden im Monat beschäftigen muss. Deshalb bleibe der Arbeitnehmer über den Umfang seiner Beschäftigung im Unklaren. An die Stelle der unwirksamen Bestimmung trete die manteltarifvertragliche Regelung über die Mindestarbeitszeit von Vollzeitangestellten. Diese betrage 160 Stunden im Monat. Eine weitere Erhöhung der Arbeitszeit könne der Kläger nicht verlangen. Denn er sei nicht, wie § 9 TzBfG verlangt, teilzeitbeschäftigt (Quelle: BAG). (jb)



↳ Fortsetzung

wechsel. Und wenn unzutreffend oder unvollständig informiert wird, drohen eine zivilrechtliche Schadenersatzhaftung, im schlimmsten Fall auch strafrechtliche Sanktionen. Der seriöse Anbieter braucht davor jedoch kaum Angst zu haben, sobald ihm professionelle Berater zur Seite stehen, die insbesondere bei Prospekterstellung und Umgang mit der BaFin helfen. Wichtig ist dabei: Der Prospekt sollte nicht als Werbemittel für den Vertrieb missverstanden werden. Er ist vielmehr das Mittel zur Vermeidung späterer Haftung.

Unternehmensanleihen – ein Finanzierungsinstrument für jedermann? Wer sollte lieber die Finger davon lassen?

Dr. Birkholz: Unternehmensanleihen sind nicht für jedes Unternehmen und für jeden Anleger geeignet: Sie machen nur ab einem bestimmten Kapitalbedarf Sinn, ansonsten ist der Aufwand zu hoch. Und um sinnvoll zu sein, sind ein gut eingeführter Markenname und eine plausible Story erforderlich. Unternehmensanleihen sind daher in der Regel nichts für Start Ups. Wer dem Kapitalmarkt ebenfalls fernbleiben sollte: Anleger, die meinen, mit dem Versprechen hoher Zinsen ahnungslose Kleinanleger für ein dubioses Geschäftsmodell gewinnen zu können und diese darüber hinwegtäuschen, dass ihnen – zu Recht – sonst niemand mehr Kredit gibt. Anleger müssen sich darüber im Klaren sein, dass eine Unternehmensanleihe kein Sparbuch ist. Wie immer im Leben sind höhere Chancen auch stets mit höheren Risiken verbunden.

Wie sollte ein Unternehmen vorgehen, wenn es sich darüber informieren möchte, welche

Unternehmensanleihe am besten zur eigenen Firma passt?

Dierkes: Die meisten Unternehmer, die sich für eine Anleiheemission über die Börse interessieren, haben keine Erfahrungen mit dem öffentlichen Kapitalmarkt. Sie können häufig gar nicht richtig einschätzen, ob ihr Unternehmen kapitalmarktfähig ist oder die Ergänzung der Passivseite um eine Anleihe im konkreten Fall Sinn macht. Daher ist es wichtig, bereits in einem sehr frühen Stadium der Überlegungen einen Berater hinzuzuziehen, der über das erforderliche Know-how verfügt. Am Mittelstandsmarkt der Börse Düsseldorf sind mittlerweile mehr als 30 Kapitalmarktpartner zugelassen, die über vielfältige Erfahrungen bei der Begleitung von Anleiheemissionen verfügen. Bei diesen Adressen, zu denen neben Banken und Corporate Finance-Beratern auch renommierte Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften gehören, sind interessierte Unternehmer in besten Händen.

Wie haben sich die „Spreads“, also die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen gegenüber Staatstiteln, im ersten Halbjahr entwickelt? Sind Unternehmensanleihen immer noch so attraktiv?

Dierkes: Die Rendite für eine zehnjährige Bundesanleihe lag zu Beginn des Jahres bei knapp 3% und liegt – nach einem zwischenzeitlichen Anstieg auf ca. 3,5% – heute wieder unter 3%. Der Unterschied zu Unternehmensanleihen, bei denen derzeit durchschnittlich Zinssätze zwischen 7% und 8% gezahlt werden, macht diese damit durchaus zu interessanten Anlageobjekten. Allerdings muss sich der Zeichner darüber im Klaren sein, dass mit der deutlich höheren Rendite

auch ein erhöhtes Risiko einhergeht. Daher sollte er sich – wie bei jeder anderen Vermögensanlage auch – mit Emittent und Wertpapier beschäftigen. Dabei helfen ihm die auf der Internetseite des Mittelstandsmarkts bereitgestellten Informationen, zu denen unter anderem der Wertpapierprospekt und die letzten Jahresabschlüsse gehören. Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang dem Ratingbericht einer anerkannten Ratingagentur zu, in dem detaillierte Ausführungen zur Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten zu finden sind.

Das Börsensegment – Parkett für die ganz Großen? Oder lohnt hier eine Kapitalaufnahme auch für Mittelständler?

Dierkes: In der Vergangenheit waren Anleiheemissionen über die Börse tatsächlich den großen Playern vorbehalten. Im Jahr 2010 haben wir nun mit sogenannten Mittelstandsanleihen so etwas wie die Geburt einer neuen Assetklasse beobachten können. An verschiedenen Börsen wurden eigene Segmente für die Emissionen mittelständischer Unternehmen geschaffen. An der Börse Düsseldorf gibt es seit November letzten Jahres den Mittelstandsmarkt, wo mit Underberg und Valensina die ersten Transaktionen erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Am Mittelstandsmarkt können Emittenten, deren Unternehmensrating bei mindestens BB liegt, Anleihen ab einem Nominalvolumen von 10 Millionen Euro platzieren. ←

Das Gespräch führte Eva Roßner.

Personalspiegel

Kaye Scholer verstärkt mit Ingrid Kalisch und Sandra Pfister internationales Finanz- und Bankrechtsteam

Die hochangesehenen Bank- und Finanzrechtlerinnen Ingrid Kalisch und Sandra Pfister, beide bisher Partnerinnen der Anwaltskanzlei Simmons & Simmons in Frankfurt am Main, wechseln zum 01.07.2011 zu Kaye Scholer, Frankfurt am Main. Ingrid Kalisch leitete die Bankrechtspraxis bei Simmons & Simmons.

„Für die internationale Aufstellung von Kaye Scholer sind Ingrid und Sandra ein großer strategischer Gewinn“, so die Co-Managing-Partner von Kaye Scholer, Michael B. Solow (Chicago) und Barry Willner (New York). „Sie erweitern die Beratungskompetenz unseres Frankfurter Büros und verstärken unsere Schlagkraft bei der weltweiten Betreuung unserer Mandanten. Wir freuen uns sehr auf die Zusammenarbeit.“

Ingrid Kalisch, 52, ist spezialisiert auf Bankrecht und hier insbesondere auf Akquisitions- und Projektfinanzierung sowie auf die transaktionsgeprägte bankrechtliche Beratung. Sie berät bei gesicherten und ungesicherten sowie bei syndizierten und bilateralen Darlehen und auch bei der Restrukturierung dieser Transaktionen. Überdies ist sie sehr erfahren im Bereich der strukturierten Finanzierung, der Übertragung von Vermögenswerten, der steuereffizienten sowie der außerbilanziellen Finanzierung. Sie berät sowohl Verkäufer als auch Käufer bei notleidenden Krediten. Einen besonderen Schwerpunkt ihrer Beratung bilden Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien (insbesondere die Finanzierung von Windenergieprojekten) sowie der Infrastruktur (umfassender Track-Record im Bereich PPP-Projekte für Bundesautobahnen, öffentliche Gebäude und Gesundheit).

Sandra Pfister, 40, verfügt über umfassende Erfahrung bei der Beratung sowohl von Banken als

