

## Was kostet eine Mittelstandsanleihe?

(aus AnlegerPlusNews 5/2015) Viele Anleger fragen sich angesichts der aktuellen Entwicklungen am Anleihemarkt für Mittelstandsunternehmen, wie viel von ihrem eingesetzten Geld wirklich bei dem Unternehmen ankommt. Oder diese Frage anders gewendet: Wie hoch sind eigentlich die Kosten, die die Emission einer Mittelstandsanleihe verschlingt?

In Zeiten des Niedrigzinses und der geänderten Geschäftspolitik der Banken, die wieder verstärkt Bereitschaft zeigen, mittelständische Unternehmen zu finanzieren, stellt sich die Frage, ob der Nutzen einer begebenen KMU-Anleihe den Aufwand der Emission rechtfertigt.

### Geteilte Meinungen

Als die Börse Stuttgart im Jahre 2010 mit dem Segment Bondm die Mittelstandsanleihe aus der Taufe hob, verlief die Kreditvergabe an KMUs vor dem Hintergrund der anhaltenden Finanzkrise bekanntlich deutlich schleppender und eine neue Form der Mittelstandsfinanzierung war hoch willkommen. Heute verlautet von derselben Börse, dass das genannte Segment tot sei und lediglich für die Unternehmen interessant sei, die anderweitig kein Geld bekämen.

Dass diese Meinung nicht von allen Anbietern geteilt wird, zeigt nicht zuletzt der Marktführer Frankfurt. Dessen Entry Standard gibt mit der vorzeitigen Schließung des Orderbuchs bei der Emission der Anleihe der Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH eine positive Richtung für das Jahr 2015 vor.

### Kosten für Rating und Prospekt

Neben allen Vor- und Nachteilen, die die Ausgabe einer Mittelstandsanleihe mit sich bringen kann, sollten sich Unternehmen zunächst über die anfallenden Kosten im Klaren sein. Das Fachmagazin „Finanzierung im Mittelstand“ (01/2013) veröffentlichte vor einiger Zeit eine Untersuchung, nach der bei Begebung einer Mittelstandsanleihe – ausgehend vom durchschnittlichen Emissionsvolumen von 30 Mio. Euro (Median) – mit Emissionskosten von durchschnittlich 4,5 % des angestrebten Platzierungsvolumens bzw. rund 1,5 Mio. Euro zu rechnen sei. Dabei soll es sich jedoch nur um die direkten Kosten handeln. Unternehmensintern ist danach zusätzlich von einem jährlichen Aufwand von ca. 1,5 Mio. Euro auszugehen.

Vorliegend wird zwischen fixen und variablen Kosten unterschieden. Den Löwenanteil der Fixkosten macht die Erstellung des **Wertpapierprospektes** durch eine Rechtsanwaltskanzlei sowie des **Ratings** durch eine entsprechende Agentur aus. Die Preise für die Prospekterstellung hängen dabei von mehreren Faktoren ab. Abhängig von der Größe des Unternehmens, der Komplexität des Geschäftsmodells sowie etwaig bestehenden Unternehmensverträgen schwanken die Preise hierfür zwischen 50.000 Euro und 150.000 Euro. Hiervon umfasst ist zumeist auch die Legal Due Diligence sowie die Legal Opinion. Die Kosten für das Erstrating schwanken zwischen 30.000 Euro und 60.000 Euro.

Über die gesamte Laufzeit der Anleihe sind darüber hinaus an den meisten Handelsplätzen jährliche Folgeratings beizubringen, die über die aktuelle Bonität des Unternehmens Aufschluss geben sollen. Die Preise hierfür bewegen sich auf ähnlichem Niveau wie die des Erstratings und

Auf dem Seidenberg 5 D – 53721 Siegburg [www.rechtinfo.de](http://www.rechtinfo.de) + [www.kapital-rechtinfo.de](http://www.kapital-rechtinfo.de) Fon 02241 – 1733-0 Fax 02241 – 1733-44 eMail [info@rechtinfo.de](mailto:info@rechtinfo.de)  
Der Inhalt der Internetsite [kapital-rechtinfo.de](http://kapital-rechtinfo.de) und dieses Ausdrucks dient ausschließlich der allgemeinen Information für den persönlichen Interessenbereich des Benutzers und ist keine Finanzanalyse von Finanzinstrumenten i. S. d. § 37d WpHG. Jeder Benutzer ist für jegliche Art der (Nicht-)Nutzung der Informationen selbst verantwortlich. Die Information ist lediglich zur Kenntnisnahme für Benutzer innerhalb der Bundesrepublik Deutschland bestimmt und **ausdrücklich nicht** für Benutzer anderer Staaten vorgesehen. **Die Kanzlei Götdecke übernimmt keine Haftung für die Auswahl, Vollständigkeit, Aktualität oder Exaktheit der bereitgestellten Informationen als auch für die aus der Verwendung der Informationen durch den Benutzer resultierenden Ergebnisse.** Insbesondere werden keine rechtlichen, betriebswirtschaftlichen, steuerrechtlichen, vermögensbezogenen oder andere Empfehlungen oder Ratschläge in irgendeiner Form gegeben oder Mandatsbeziehungen begründet; dieses gilt sowohl für Regelungen etc., die für die Bundesrepublik Deutschland Anwendung finden als auch bzgl. anderer Rechtssysteme. Alle Informationen sind jedoch mit Sachkenntnis sowie großer Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erhoben worden.

Die bereitgestellten Informationen sind nicht auf besondere Bedürfnisse einzelner Personen, Personenmehrheiten oder Einrichtungen abgestimmt, weshalb die unabhängige Untersuchung, fachliche Beurteilung und individuelle Beratung durch fachlich versierte Berater (z. B. Anwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Vermögensberater), die auch u.a. die Einhaltung von Fristen prüfen, nicht ersetzt werden soll. Gesetze und Vorschriften ändern sich ständig und können nur auf konkrete Situationen angewandt werden. **Die dargestellte Information gibt den Stand zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder, sie wird nicht aktualisiert und kann bis zum Zeitpunkt ihrer Kenntnisnahme durch den Nutzer inhaltlich überholt sein.** Verwenden Sie daher die hier bereitgestellten Informationen niemals als Quelle für rechts- oder/und wirtschaftsbezogene Entscheidung(en).

stellen mithin einen erheblichen Kostenfaktor dar. Im Zuge der Neustrukturierung des Segments an der Börse Düsseldorf, die den Mittelstandsmarkt einstellt und im Primärmarkt eine Plattform speziell für Firmenanleihen schafft, fällt diese Pflicht zukünftig weg. Das dort inzwischen als Scheinqualitätssiegel angesehene Rating wird durch die generell höheren Publizitätspflichten ausgeglichen, was dem Anleger durch Einsichtnahme der Finanzkennzahlen höhere Sicherheit bieten soll. Ob und inwieweit die anderen Handelsplätze diesem Beispiel folgen und wie zukünftige Emittenten darauf reagieren, bleibt abzuwarten.

Schließlich sind die Kosten der **Roadshow** sowie der **Zulassung** zum Börsenhandel als feststehende Kosten mit einem Betrag von ca. 15.000 Euro zu erwähnen.

### **Banken verdienen mit**

Ein erheblich größerer Teil des Aufwands entfällt auf die variablen Kosten. An erster Stelle stehen hier die **Platzierungsprovisionen** der Bank, die je nach Institut und Handelsplattform zwischen 2,5 % und 5 % des Emissionsvolumens variieren. Gerade bei einem negativen Erstrating können diese Werte jedoch deutlich höher ausfallen. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch, ob die Bank die Aufgaben der **Zahlstelle** übernimmt und entsprechende Kosten bereits in der Platzierungsprovision inkludiert sind. Andernfalls ergeben sich weitere Kosten für den Zeichnungsprozess, die Auszahlung der Zinsen und die Tilgung in Höhe von ca. 1 % des Emissionsvolumens.

Darüber hinaus wird regelmäßig eine Anreizgebühr zwischen dem Emittenten und der Bank vereinbart. Die sogenannte **Incentive Fee** dient dazu, die Bank, bzw. das Konsortium, zu einer aus Sicht des emittierenden Unternehmens maximalen Leistung zu motivieren. Im Durchschnitt wird die Platzierungsprovision mithin um 0,5 % erhöht, wenn die Platzierung der Anleihe die Erwartungen des Unternehmens erfüllt.

### **Emissionsberater und Wirtschaftsprüfer bringen Know-how ein**

Des Weiteren fallen die Kosten des **Emissionsberaters** ins Gewicht. Die im Frankfurter Entry Standard beispielsweise als Listing-Partner bezeichneten Experten erstellen regelmäßig die Kapitalmarktstory und begleiten das emittierende Unternehmen bei Einhaltung der Einbeziehungs- und Folgepflichten. Die hierfür anfallenden Kosten belaufen sich auf ca. 1 % des Emissionsvolumens.

Im günstigsten Fall heben sich diese Kosten jedoch durch die erbrachte Leistung des erfahrenen Beraters auf. So ist dieser in der Lage, den zwischen emittierendem Unternehmen und der Investment Bank durch Informationsasymmetrien bestehenden Principal-Agent-Konflikt zu entschärfen.

Schließlich entstehen der Emittentin die Kosten für den sogenannten **Comfort Letter**. Damit bestätigt der Wirtschaftsprüfer des Unternehmens, dass die im Wertpapierprospekt enthaltenen Kennzahlen, welche aus den Jahresabschlüssen stammen, der Realität entsprechen.

Der hierfür erforderliche Aufwand besteht nicht nur aus der Erstellung des Jahresabschlusses und des Comfort Letters selbst, sondern auch und vor allem aus den Kosten für die Versicherung, die der Abschlussprüfer eingehen muss, um eine etwaige Prospekthaftung abzudecken. In der Regel besteht eine Haftpflicht in Höhe der Hälfte des Emissionsvolumens. Unter Zugrundelegung dessen durchschnittlicher Höhe von 30 Mio. Euro ergeben sich an dieser Stelle Kosten in Höhe von ca. 150.000 Euro.

### Kleinstanleihen sind meist unrentabel

Die Aufwendungen, die sich aus der Begebung einer Mittelstandsanleihe ergeben, machen ein Mindestvolumen, unter dem sich diese Art der Finanzierung nicht rentiert, unumgänglich. Zu beachten sind insbesondere die – im Vergleich zur Darlehensfinanzierung – hohen Fixkosten sowie die höheren Publizitätspflichten, welche ebenfalls mit Folgekosten verbunden sind.

Daneben sollte sich jedes Unternehmen selbstverständlich auch darüber im Klaren sein, ob es sich eine durchschnittliche Nominalverzinsung von 7,08 % im Jahr 2014 überhaupt leisten kann. Die Erfahrung von insgesamt 24 Anleihe-Ausfällen seit Gründung des Segments im Jahre 2010 lehrt leider Gegenteiliges.

Frühzeitig muss auch die Refinanzierung der Anleihe sichergestellt werden, welche im schlimmsten Fall die Insolvenz des Unternehmens nach sich ziehen kann. Bereits in diesem und im nächsten Jahr werden mehrere Anleihen fällig und es wird sich zeigen, welches Unternehmen die angefallenen Kosten seriös kalkuliert hat. Bis 2019 – davon gehen Experten aus – dürften fast 6,9 Mrd. Euro aus Mittelstandsanleihen an Anleger zu leisten sein.

Für die Unternehmen heißt es dann: entweder Rückzahlung oder neue Geldquellen anzapfen. Für die Anleger heißt es am Zahltag ganz besonders: hinsehen, welches Unternehmen dann noch ihr Geld wert sein wird.

Quelle: Aufsatz in AnlegerPlusNews – 05 / 2015

15. Juni 2015 (Rechtsanwalt Hartmut Götdecke)