

Credit Research im Rahmen der Anleihenemission

Wichtiges Instrument zur erfolgreichen Investorenansprache

Von Manuel Hölzle, Chefanalyst, GBC AG

In jüngerer Zeit nutzen immer mehr mittelständische Unternehmen die Möglichkeit, sich über Corporate Bonds Fremdkapital zu beschaffen und damit am Kapitalmarkt zu finanzieren. Hierbei rückt im Vorfeld der Anleihenemission das Thema Investorenansprache und -information plötzlich und konkret ins Blickfeld des Emittenten. Neben dem rechtlich verbindlichen Wertpapierprospekt und dem mittlerweile von nahezu allen Börsen vorgeschriebenen Ratingbericht stellt ein Credit Research Report ein weiteres wichtiges Instrument dar.

Unterlässlich für eine erfolgreiche Investorenansprache und damit erfolgreiche Anleiheemission ist damit aber auch eine transparente Kommunikations- und Informationspolitik gegenüber Investoren. Und zwar sowohl gegenüber institutionellen Investoren als auch gegenüber Retailinvestoren, also der breiten Gesamtheit an interessierten Privatinvestoren. Wird eine Anleiheemission gut strukturiert vorbereitet und berücksichtigt aktiv die Investorenbedürfnisse, so ergeben sich für den Emittenten gute Erfolgchancen.

Möglichkeit zur Risikoeinschätzung besonders wichtig

Um Investoren zu überzeugen und für die Zeichnung der eigenen Anleihen zu gewinnen, muss der Emittent den Anlegern die Risikoeinschätzung des Unternehmens und des Corporate Bonds ermöglichen – und dies möglichst transparent, einfach und schnell.

Hierfür sollte der Emittent den Investoren u.E. folgende drei Unterlagen zur Verfügung stellen:

- ◆ Wertpapierprospekt (zur rechtlichen Risikoeinschätzung)
- ◆ Ratingbericht (zur Bonitätseinschätzung auf Basis historischer Daten)
- ◆ Credit-Research-Bericht (zur zukunftsgerichteten Bonitätseinschätzung auf Basis von Analystenprognosen)

Anleger sollten den Wertpapierprospekt zur Anleihe zur Verfügung gestellt bekommen. Dieser ermöglicht eine gute Risikoeinschätzung aus rechtlicher Perspektive. So sind hier beispielsweise Eigentumsverhältnisse klar beschrieben, mögliche Rechtsstreitigkeiten aufgeführt



Manuel Hölzle

und die Anleihenbedingungen detailliert erläutert. Bei öffentlichen Anleihenemissionen ist ein Wertpapierprospekt sogar gesetzlich vorgeschrieben.

Des Weiteren schreiben mittlerweile fast alle Börsen die Bereitstellung eines Emittentenratings vor. Im Rahmen dessen nimmt eine Ratingagentur den Emittenten intensiv unter die Lupe, beurteilt schließlich die Bonität und vergibt ein Rating auf Basis einer Ratingskala. Dem Anleger wird damit eine schnelle Risikoeinschätzung ermöglicht und er erhält die Sicherheit, dass das Unternehmen bereits von externer Seite begutachtet wurde. Wichtig ist dabei, dass dem Anleger nicht nur die Rating-Note (wie z.B. BBB), sondern zumindest ein Auszug, möglichst aber sogar der gesamte Ratingbericht als Information zur Verfügung gestellt wird.

Beide Unterlagen (Wertpapierprospekt, Rating-Bericht) sind aus unserer Sicht äußerst wichtig und notwendig, aber noch nicht ausreichend für eine gute Transparenz bei der Anleihenemission. Denn weder das eine noch das andere beinhaltet i.d.R. Prognosen über die weitere Unternehmensentwicklung, die aber für Investoren u.E. essenziell wichtig sind.

Und auch die Analyse und Einordnung der Ausstattungsmerkmale der Anleihe (z.B. Höhe des Zinskupons, Anleihe-

TAB. 1: BEISPIEL – SCHÄTZUNGEN ZUR HELMA EIGENHEIMBAU AG

Konsensschätzungen (Mio. €)	2010e	Δ 09/10e	2011e	Δ 10e/11e
Umsatz	80,20	+28,4 %	91,10	+13,6 %
EBITDA	4,35	+84,3 %	6,00	+37,9 %
EBIT	3,10	+181,8 %	4,75	+53,2 %
EAT	1,70	+844,4 %	3,00	+76,5 %
GBC-Schätzungen (Mio. €)	2010e	Δ 09/10e	2011e	Δ 10e/11e
Umsatz	79,87	+26,3 %	90,00	+14,1 %
EBITDA	4,37	+85,2 %	6,65	+52,2 %
EBIT	3,09	+190,9 %	5,35	+73,1 %
EAT	1,69	+838,9 %	3,53	+108,9 %

Quelle: Thomson Reuters, GBC AG

laufzeit, Zinszahlungsintervalle, Kündigungsrechte etc.) und der Vergleich zu am Markt bereits gehandelten oder kürzlich begebenen Anleihen werden durch den Wertpapierprospekt und das Rating nicht ermöglicht.

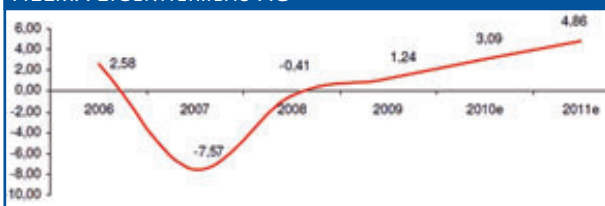
Hier setzt ein Credit-Research-Bericht an, wie wir ihn definieren. Ein Credit Research verarbeitet neben Prospekt und Rating auch zusätzliche eigene Informationen und Erkenntnisse aus Recherchen und Gesprächen mit dem Management des Anleihenunternehmens. So beinhaltet es schließlich auch insbesondere klare Prognosen und Schätzungen über die weitere Unternehmensentwicklung.

Zukünftige Bonität des Emittenten besonders wichtig

Gerade eine fundierte Einschätzung zur weiteren Unternehmensentwicklung ist für den Anleiheninvestor hierbei selbstredend von besonderer Bedeutung. Denn insbesondere aus dem zukünftigen operativen Gewinn muss das Unternehmen die Zinszahlung und auch (falls nicht vorzeitig prolongiert wird) die zukünftige Rückzahlung tragen können. Hierbei ist der Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio) beispielsweise von entscheidender Bedeutung. Dadurch lässt sich auf Basis der Prognosen eine „zukünftige Bonität“ bestimmen.

Vor diesem Hintergrund analysiert unser Haus (ähnlich wie im Aktienbereich) in jüngster Zeit zunehmend mittelständische Anleihenemittenten und deren Anleihen durch Credit-Research-Analysen und stellt diese inklusive der Schätzungen als Investoreninformation zur Verfügung. Im Credit Research ist zudem die geplante Mittelverwendung aus der Emission ein besonders wichtiger Faktor.

ABB. 1: BEISPIEL – ZINSDECKUNGSGRAD DER HELMA EIGENHEIMBAU AG



Quelle: GBC AG

Und schließlich ist auch die Einordnung und Bewertung der Anleihe im Marktvergleich eine gute Entscheidungsvorbereitung für den Investor.

Ein Credit Research zur Anleihenemission enthält im Überblick ähnlich einer IPO-Studie beim Börsengang eines Unternehmens i.d.R. folgende Teile:

- ◆ Beschreibung des Unternehmens und Analyse der Unternehmensstrategie
- ◆ Analyse des Marktfeldes und der Positionierung des Unternehmens im Wettbewerb
- ◆ Analyse der historischen Unternehmensentwicklung und der Finanz- und Bilanzkennzahlen
- ◆ Prognose der zukünftigen Unternehmensentwicklung unter Berücksichtigung der geplanten Mittelverwendung aus der Anleihenemission
- ◆ Analyse der Ausstattungsmerkmale der Unternehmensanleihe und Marktvergleich mit anderen Unternehmensanleihen; Analyse des Chance/Risikoverhältnisses
- ◆ Fazit und Einschätzung zur Attraktivität der Anleihe selbst und im Marktvergleich („Überdurchschnittlich“, „Durchschnittlich“, „Unterdurchschnittlich“) ggf. mit Handlungsempfehlung („Kaufen“)

Fazit

Insgesamt ist für Anleiheninvestoren eine aktive Investor-Relations-Aktivität des Emittenten äußerst wichtig. So müssen anleihenemittierende Unternehmen eine erhöhte Publizität bieten und Investoren transparent informieren. Hierzu zählen neben einer guten Anleihenwebseite mit allen wichtigen Informationen und Unterlagen (Wertpapierprospekt, Rating, Credit Research) auch die Präsentation auf Investorenkonferenzen, die Durchführung von Telefonkonferenzen etc. Es geht wie bei Aktiengesellschaften um die Vertrauensgewinnung und den anschließenden Vertrauenserhalt durch eine gute Investorenpflege. Und im Erfolgsfall eröffnet sich dem Unternehmen dann auch nachhaltig die Möglichkeit zur Finanzierung über den Kapitalmarkt.