

S | I | R | N

Scientific
Investor Relations
Network

Prof. Dr. Heinrich Degenhart, Prof. Dr. Dirk Schiereck

Fremdkapital Investor Relations

ERWEITERTE KOMMUNIKATIONS-
ANFORDERUNGEN NACH DER KRISE

Das wissenschaftliche Netzwerk des

D | I | R | K

Deutscher
Investor Relations
Verband

Bearbeitet von:

Prof. Dr. Heinrich Degenhart

Prof. Dr. Dirk Schiereck

Redaktion:

Peter List

Impressum

© 2011, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.,
Baumwall 7, 20459 Hamburg
T. +49 (0)40.4136 3960, F. +49 (0)40.4136 3969, www.dirk.org

Titel, Satz:

Whitepark GmbH & Co., Unternehmenskommunikation
www.whitepark.de

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

1. Auflage Mai 2011

Disclaimer

Wichtiger Hinweis / Haftungsausschluss:

Diese Veröffentlichung erfolgt ausschließlich zu dem Zweck, bestimmte Themen anzusprechen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Komplexität und der ständige Wandel der Rechtsmaterie machen es notwendig, die Haftung und Gewähr für den Inhalt dieser Veröffentlichung und ihre Nutzung auszuschließen.

Diese Veröffentlichung stellt keine Rechtsberatung dar.

Sie kann eine ggf. erforderliche konkrete und verbindliche rechtliche Beratung unter Einbeziehung der im Einzelnen bestehenden rechtlichen und tatsächlichen Gegebenheiten auch nicht ersetzen. Weder der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. noch die Autoren übernehmen daher die Verantwortung für Nachteile und/oder Schäden, die auf der Verwendung dieser Veröffentlichung beruhen.

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-------|--|----|
| | VORWORT | 04 |
| I. | EINFÜHRUNG: DIE FREMDKAPITALMÄRKTE SEIT DER KRISE | 06 |
| II. | GRUNDLAGEN: INSTRUMENTE DER KAPITALMARKTNAHEN FREMDFINANZIERUNG | 08 |
| | KREDITE | 08 |
| | GENUSSSCHEINE | 10 |
| | COMMERCIAL PAPERS | 10 |
| | ANLEIHEN | 11 |
| III. | TRENDS IM EINSATZ VON FREMDKAPITALPRODUKTEN | 12 |
| | DER ZUSAMMENBRUCH DES MARKTES FÜR SYNDICATED LOANS | 13 |
| | BANKENREGULIERUNG OHNE IR POSITION | 14 |
| | AUSLAUFEN VON STANDARD-MEZZANINE | 14 |
| | ANLEIHEN OHNE RATING | 14 |
| | STABILITÄT DER AKTUELLEN FINANZIERUNGSSTRUKTUREN | 17 |
| IV. | HERAUSFORDERUNGEN UND ERSTE HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN FÜR FIIR | 17 |
| | DEFIZITE IN DER LANGFRISTIGEN AUSRICHTUNG VON FIIR | 18 |
| | VERGLEICHBARE INFORMATIONEN FÜR EIGEN- UND FREMDKAPITALGEBER | 18 |
| | VERÄNDERTE BEDEUTUNG DES TREASURY | 19 |
| V. | FALLSTUDIEN ZUR FREMDKAPITALKOMMUNIKATION | 20 |
| | UNTERSUCHUNGSDESIGN | 20 |
| | FALLSTUDIE CLAAS KGAA MBH | 20 |
| | FALLSTUDIE FRANZ HANIEL & CIE. GMBH | 22 |
| | FALLSTUDIE RHEINMETALL AG | 24 |
| | FALLSTUDIE RWE AG | 27 |
| VI. | SCHLUSSFOLGERUNGEN UND FORSCHUNGSFRAGEN | 30 |
| VII. | LITERATUR | 32 |
| VIII. | ÜBER DEN DIRK/WAS WIR BIETEN | 37 |
| IX. | SIRN – SCIENTIFIC INVESTOR RELATIONS NETWORK | 38 |

Vorwort

Die vorliegende Analyse über Fremdkapital Investor Relations wurde vom DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. als eine Vorstudie in Auftrag gegeben. Ziel dieser Vorstudie ist es, auf wesentliche Defizite und Entwicklungspotenziale in der Praxis aber auch in der Forschung hinzuweisen, die bei der Implementierung einer effektiven Finanzkommunikation mit Fremdkapitalgebern aktuell zu beobachten sind. Die hier abgeleiteten Erkenntnisse belegen einerseits die gestiegene Bedeutung von Fremdkapital Investor Relations in den letzten Jahren und andererseits die nach wie vor bestehenden Defizite einer effektiven Finanzkommunikation, obwohl es bereits viele Anleitungen – insbesondere auch seitens des DIRK – für eine gute Implementierung gibt.

Die meisten nachfolgend präsentierten Ergebnisse werden für viele erfahrene Investor Relations-Verantwortliche nicht gänzlich neu sein, haben aber selbst die Verfasser doch in ihren Dimensionen und ihrer Akutheit überrascht. Daraus folgt auch eine große Dringlichkeit, sich diesem Aufgabenfeld schnell und sehr intensiv anzunehmen, denn Defizite bei einzelnen Emittenten können sehr negative Spill-over-Effekte auf andere Unternehmen bewirken. Es geht somit auch um eine grundlegende Hygienearbeit, um Schaden und Ansteckungen von einem Markt abzuwenden, der für viele Unternehmen inzwischen kritische Relevanz besitzt aber von Investorensseite vielfach noch so jung und wenig erwachsen ist, dass die positiven Entwicklungen der letzten zwei Jahre wieder komplett zunichte gemacht werden können. Die Verfasser verstehen die Vorstudie deshalb auch als einen Anstoß für die Praxis, die Professionalisierung der Fremdkapital Investor Relations weiter voranzubringen, um im Corporate Bond-Markt eine nachhaltige Kultur der Transparenz und Kontinuität in der Kapitalmarktkommunikation zu etablieren, wie sie auf Seiten der Aktien Investor Relations bereits heute existiert.

Um diese Ziele zu erreichen, werden nachfolgend zunächst die aus Sicht der Verfasser wichtigsten Änderungen skizziert, die sich in der Folge der Finanzkrise für den Bereich der Fremdkapital Investor Relations abzeichnen, sowie die sich daraus ableitbaren Herausforderungen für die Finanzkommunikation. Im Blickpunkt stehen dabei produkt- bzw. kapitalmarktseitige Fragen. Entsprechend werden die wichtigsten Instrumente zur Fremdfinanzierung mit ihren für die Finanzkommunikation bedeutsamsten Charakteristika kurz erläutert, um darauf basierend abzuleiten, warum die Anleihefinanzierung nachhaltig an Bedeutung gewinnt. Hinzu kommt: Durch das aktuell zu beobachtende und – aus Sicht der Verfasser – unerwartet große Interesse von Privatanlegern an Investments in Corporate Bonds ist die Zahl der Emittenten sehr dynamisch gerade auch mit solchen Unternehmen gewachsen, für die aufgrund ihrer historischen Kapitalmarktferne und ihrer eher kleinen Finanzierungsvolumina das Instrument Unternehmensanleihe noch Anfang 2010 grundsätzlich ungeeignet erschien. Gerade aus dieser Gruppe, die sich häufig auch durch eine vergleichsweise niedrige Erfahrung in der regelmäßigen, fortgesetzten Finanzkommunikation auszeichnen, wurden viele Platzierungen vorgenommen und für die nähere Zukunft in Aussicht gestellt. Umso mehr sehen

die Verfasser durchaus akuten Handlungsbedarf, die neuen Emittenten auf ihrer Erfahrungskurve in der Finanzkommunikation zu begleiten und zu einer schnellen Implementierung professioneller guter Standards zu bringen. Wir wünschen uns gerade auch für diese Emittenten gute Erfolge in der Fremdkapital Investor Relations, um das Vertrauen in die Anlageklasse der Corporate Bonds nachhaltig zu stärken. In der Konsequenz lassen sich erste Handlungsempfehlungen herleiten.

Vier konkrete Fallstudien zeigen positive, je nach Börsennotierung, Emissionsaktivität und Größe unterschiedliche Beispiele für Fremdkapital Investor Relations. Ein zentrales Problem wird aber in der detaillierten Analyse der Emittentenbeispiele deutlich, nämlich die organisatorische Verankerung der Fremdkapital Investor Relations. Typischerweise sind es eben nicht die Investor Relations-Verantwortlichen, die in den meisten Unternehmen die Kommunikation mit den Fremdkapitalgebern steuern, sondern der Treasurer. Die Strukturen und Verantwortlichkeiten bei den Emittenten müssen dieser Aufgabenteilung, die grundsätzlich sehr sinnvoll sein kann, Rechnung tragen. Hier herrschen noch konkrete Wissensdefizite und Forschungslücken, die bspw. durch die Aufdeckung von Best Practice Solutions und konsequentes Benchmarking angegangen werden können.

Die lange Beschäftigung mit den Herausforderungen für Anleiheemittenten im Bereich der Finanzkommunikation hat wieder einmal gezeigt, dass wesentliche Gestaltungsaufgaben zeitlos überlegene Lösungen bieten können, dass aber die Bedeutung der verschiedenen Herausforderungen auf den Prioritätenlisten der Finanzvorstände stark schwanken kann. Während das Grundverständnis über die Ziele dieser Vorstudie im Laufe des gesamten Untersuchungszeitraums von fast 12 Monaten stabil geblieben ist, gilt dies (leider) nicht für das Finanzierungsumfeld deutscher Unternehmen. Daraus leitet sich die Notwendigkeit einer weiteren Professionalisierung der Fixed Income Investor Relations in der gesamten Breite des Marktes ab, wobei sowohl der DIRK insgesamt mit praktischer Hilfestellung als auch das Scientific Investor Relations Network (SIRN) mit wissenschaftlicher Untermauerung gefordert sind. Auf dieser Grundlage ist es das erklärte Ziel des DIRK und des SIRN, einer positiven Entwicklung der Kapitalmarktkommunikation auf der Fremdkapitalseite mit weiteren Studien sowie Hilfestellungen aus der Praxis für die Praxis immer wieder Impulse zu geben.

Wir danken zahlreichen Gesprächspartnern, insbesondere den Mitgliedern des SIRN und des DIRK für hilfreiche Diskussionen. Besonderer Dank gilt den Finanz- und IR-Verantwortlichen der vier Emittenten, die uns bei der Anfertigung der Fallstudien unterstützt haben.

Hamburg im Mai 2011,

Heinrich Degenhart
Leuphana Universität Lüneburg

Mitglied des Wissenschaftlichen
Beirates des DIRK

Dirk Schiereck
Technische Universität Darmstadt

Mitglied des Wissenschaftlichen
Beirates des DIRK

I. Einführung: Die Fremdkapitalmärkte seit der Krise

Bringt das kommende Jahrzehnt auch für den deutschen Mittelstand das Ende der traditionellen Hausbankfinanzierung? Vieles spricht dafür, und aktuelle Beobachtungen zeigen, dass diese Entwicklung anscheinend mit einer bemerkenswerten Sorglosigkeit von den Fremdkapital suchenden Unternehmen zur Kenntnis genommen wird. Ein Übermaß an nach Anlagen suchenden liquiden Mitteln auf Seiten von institutionellen Investoren aber auch von Privatanlegern und ein historisch niedriges Zinsniveau schaffen aktuell ein attraktives Finanzierungsumfeld an den Anleihemärkten auch für Unternehmen, deren Eigenkapital nicht börsennotiert ist oder die ihre Fremdfinanzierungen bislang doch überwiegend durch Bankkredite sichergestellt haben. Einige Emissionsbeispiele für die Mittelaufnahme über verschiedene Kapitalmarktprodukte der letzten zwei Jahre unterstreichen dies:

- **Schuldscheindarlehen:** Die Robert Bosch GmbH, begleitet von der LBBW als Sole Lead Manager und Sole Bookrunner, kündigt im April 2009 an, erstmals ein Schuldscheindarlehen über 500 Mio. Euro mit Laufzeiten von fünf bis zehn Jahren zu begeben (o. V. 2009a). Im April 2010 nimmt der Klinikkonzern Sana, unterstützt von Deutscher Bank und Unicredit, als Schuldscheindarlehen 200 Mio. Euro bei knapp 50 Investoren auf, ein Viertel davon kommt aus dem Ausland (o. V. 2010a). Mit HSBC Trinkhaus & Burkhardt und Nord/LB nimmt die Hochtief AG im Mai 2010 über 240 Mio. Euro auf. Geplant waren 100 Mio. Euro, wegen der starken Nachfrage wurde das Volumen massiv aufgestockt (o. V. 2010b).
- **Anleihen (ohne Rating):** In den ersten neun Monaten des Jahres 2010 haben viele Unternehmen erstmals in ihrer Geschichte Anleihen am Markt platziert. KTG Agrar bspw. hat ausgestattet mit einem BBB-Rating von Creditreform 25 Mio. Euro aufnehmen wollen, wegen großer Nachfrage aber dann auf 50 Mio. Euro aufgestockt (o. V. 2010c; o. V. 2010d). Auch die Stada Arzneimittel AG war mit dem ersten Bond der Unternehmensgeschichte sehr erfolgreich. Unter Begleitung von Commerzbank, Deutscher Bank, DZ Bank und Royal Bank of Scotland wurden 350 Mio. Euro platziert bei siebenfacher Überzeichnung. (o. V. 2010e).¹⁾

Nicht als erstmalige Emission aber als ein Beispiel für einen aktuellen Trend kann die neue Anleihe der Dürr AG gelten. Sie wurde zum einen ohne Benotung

durch eine Ratingagentur an den Markt gebracht, zum anderen erfolgte die Platzierung in Eigenregie. Anstelle der ursprünglich geplanten 100 Mio. Euro wurden 150 Mio. Euro emittiert, nachdem das Buch innerhalb weniger Stunden eine dreizehnfache Überzeichnung dokumentierte (o. V. 2010f; o. V. 2010g). Wegen des grandiosen Erfolgs wurden dann im Dezember 2010 im freien Verkauf über die Börse weitere 75 Mio. Euro platziert. Schließlich gibt Asklepios im September 2010 ein Beispiel für eine erstmalige Emission ohne Rating. Ähnlich wie bei Dürr sollen die neuen Mittel zur Ablösung älterer Verbindlichkeiten dienen (o. V. 2010h).

- **Wandelanleihen:** Auch getrieben von der Entscheidung des Bundesgerichtshofes, Vorständen selbständig das Recht einzuräumen, den Ausgabebetrag von neuen Aktien festzulegen, die zur Bedienung von Wandlungsrechten und -pflichten ausgegeben werden, war bereits im Jahr 2009 ein regelrechter Emissionsboom auf den europäischen Wandelanleihemärkten ausgebrochen mit zahlreichen auch mittelgroßen Emittenten wie Air Berlin, Klöckner und Salzgitter. Eigene Veranstaltungen für diese Emittentengruppe wie das jährliche Convertible-Symposium der Vermögensverwaltung Salm-Salm & Partner zeugen von der Etablierung des Segments (o. V. 2009b).
- **Optionsanleihen:** Wenn auch in einer sehr spezifischen Transaktion, aber nichtsdestotrotz unbedingt bemerkenswert, kommt auch das Instrument der Optionsanleihe wieder zum Einsatz, bspw. angekündigt im September 2010 von der Träger Medizintechnik zur Finanzierung eines Rückkaufs von Siemens (o. V. 2010i).

Dieser Trend von der Bank- zur Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt ist, wie die weiteren Ausführungen zeigen werden, einerseits nicht nur nachhaltig, sondern wahrscheinlich in seiner Dynamik noch längst nicht voll entfaltet. Andererseits setzt dieser Trend in einer Zeit an, in der es offensichtlich recht leicht ist, Anleger vom Kauf von Fixed Income-Produkten zu überzeugen. Die zahlreichen erstmaligen Auftritte am Anleihemarkt, der häufige Verzicht auf ein Rating und die Beispiele für Platzierungen in Eigenregie zeugen davon.

Eine stärkere Hinwendung zum Kapitalmarkt hat aber nicht nur kurzfristige Konsequenzen als Niederschlag in der Emissionsstatistik, sondern sie verändert längerfristig wohl irreversibel das Anforderungsprofil an die Finanzkommunikation der Unternehmen auf der Fremdkapitalseite. Beide Aspekte werden nachfolgend kurz skizziert und später ausführlich erläutert.

¹⁾ Im Oktober 2010 erläutert Stada-CFO Helmut Kraft im Interview mit der Börsen-Zeitung, dass weitere Anleiheplatzierungen folgen werden, obwohl die Finanzierungskosten dabei höher als bei Bankkrediten ausfallen. Diese

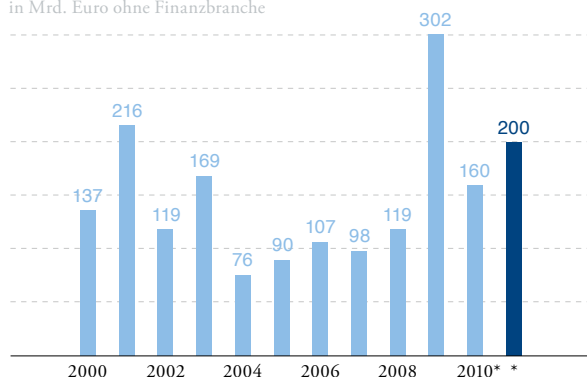
Kostennachteile werden bewusst in Kauf genommen, um über den Kapitalmarkt eine höhere Finanzierungsstabilität zu erreichen. Vgl. Waldewitz (2010). Die konkrete Logik dieser erwarteten höheren Stabilität bleibt unerläutert.

Absehbare Entwicklung bei den Anleiheemissionen

Nach dem Allzeithoch bei den Emissionsvolumina für Unternehmensanleihen im Jahr 2009, als jenseits der Finanzbranche 302 Mrd. Euro emittiert wurden, ist die Emissionstätigkeit auch 2010 überaus rege geblieben und wird wohl mit einem Gesamtvolumen von etwa 160 Mrd. Euro zum Jahresende 2010 den zweithöchsten Wert seit 2003 erreicht haben.

Neuemissionen von Unternehmensanleihen

in Mrd. Euro ohne Finanzbranche



© Börsen-Zeitung, *Schätzung, Quelle Bloomberg, DZ Bank

Abbildung 1:
Emissionsvolumina für Unternehmensanleihen (Quelle: Fernandez 2010)

Für 2011 wird mit einer Steigerung dieses Wertes um etwa 25 % auf dann ca. 200 Mrd. Euro gerechnet (vgl. Fernandez 2010). Maßgeblicher Treiber dieser überaus regen Emissionsaktivität dürfte neben auslaufenden und zur Prolongation anstehenden Anleihen (ca. 113 Mrd. Euro) vor allem die schwierige Situation am Markt für syndizierte Kredite sein. Hier laufen 2011 große Volumina aus, und Prolongationen können sich angesichts der angespannten Eigenkapital-situation bei vielen Banken vielfach schwierig gestalten.

Bei Anleiheplatzierungen über die Börse wird der Gläubigerkreis unmittelbar anonym, wenn sich größere Paketkäufer nicht freiwillig zu erkennen geben. Auch bei Änderungen der Gläubigerstruktur sind die Emittenten auf Informationen durch die Anleihekäufer angewiesen. Diese Erkenntnis ist für die Kommunikation auf der Eigenkapitalseite banal. Für die Fremdkapitalseite ist diese Erfahrung aber teilweise sehr neu. Denn die Geschichte der deutschen Hausbankbeziehung ist gekennzeichnet von langfristigen persönlichen Bindungen. Wenn diese Bindungen sich lockern oder sogar lösen, ändern sich Kommunikationsgrundlagen. Zumindest eine zunehmende Anonymität bei bereits länger laufenden Kreditengagements ist seit einigen Jahren zu beobachten. Denn auch Bankkredite müssen inzwischen nicht grundsätzlich in den Büchern der ursprünglichen Gläubigerbank bleiben, sondern werden zunehmend auch weitergereicht. Wie sind die Unternehmen darauf eingestellt?

Anforderungen an die Finanzkommunikation

Eine regelmäßige Kommunikation mit Fremdkapitalgebern im Rahmen einer Fixed Income Investor Relations (FIIR) setzt zunächst einmal die Kenntnis der Kommunikationsempfänger voraus. Bereits hier zeichnen sich aber große Defizite ab, wie eine Erhebung der Forschungsgruppe Finanzkommunikation an der European Business School unter großen deutschen Publikumsgesellschaften zeigt, deren Ergebnisse Schiereck, Mathée und Haake (2008) zusammenfassen. Die Transparenz bezüglich der Fremdkapitalgeber erscheint im Vergleich zur Eigenkapitalseite niedrig: Nur 54 % der Befragten kennen die Gläubiger ihrer Verbindlichkeiten. 37 % der Aktiengesellschaften müssen zugeben, dass sie über keinerlei Erkenntnisse verfügen, wer hinter den Verbindlichkeitsposten in ihrer Bilanz steht.

Zukünftige Relevanzeinschätzung der Kenntnis über Fremdkapital

in %

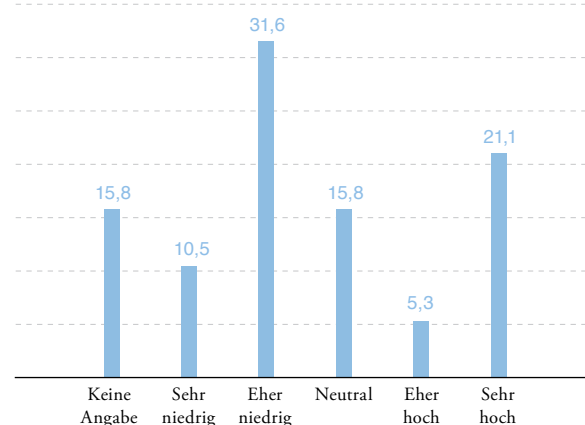


Abbildung 2

Je größer das Unternehmen, umso geringer ist das Wissen um die Gläubigerstruktur. Bei den kleineren börsennotierten Unternehmen kennen immerhin 86 % die wesentlichen Gläubiger. Hinzu kommt, dass damals nur gut 25 % der Unternehmen davon ausgingen, dass die Nähe zu den Fremdkapitalinvestoren zukünftig eine große Bedeutung haben wird. Über 40 % der börslich notierten Gesellschaften messen der Thematik eine sehr niedrige oder eher niedrige Relevanz bei. Für die Bewertung dieser Aussagen ist jedoch zu beachten, dass die Befragung vor den Turbulenzen an den Kreditmärkten durchgeführt wurde. Eine aktualisierte Erhebung erscheint hier aber dringend geboten, denn offensichtlich nimmt die Furcht vor Kreditverkäufen seit der Finanzkrise deutlich zu (Schauber 2008).

Steigende Relevanz des Anleihemarktes als Finanzierungsquelle

Mit der Lockerung der in Deutschland historisch gegebenen engen Beziehungen zwischen Hausbank und Unternehmen sowie mit der Einführung restriktiverer Eigenkapitalrichtlinien für Banken – Stichwort Basel II – verschlechterten sich die Rahmenbedingungen am deutschen Kreditmarkt für die Unternehmen schon vor einigen Jahren. Mit den neuen Regulierungsschritten – Stichwort Basel III – wird die durch die Finanzkrise schon angespannte Eigenkapitalsituation vieler Kreditinstitute weiter belastet und das Schlagwort vom ‚Asset Meltdown‘ macht die Runde. Viele Banken werden zur Entlastung ihrer Eigenkapitalunterlegungsfristen den Abbau von Bilanzaktiva nicht vermeiden können.

Als alternative Finanzierungsinstrumente entwickelten sich nicht komplexe verbriefte Fremdkapitaltitel, sondern vor allem einfache Anleihestrukturen, die den Unternehmen eine hohe Flexibilität unter Beibehaltung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen sicherten. Mittlerweile haben nicht nur nahezu alle DAX-30 Unternehmen Anleihen emittiert, sondern auch etwa 40 nicht mit Eigenkapitaltiteln an der Börse notierte Gesellschaften (Grohe, Claas etc.). Aber auch für Investoren haben diese Fremdkapitaltitel gegenüber Aktieninvestments einen entscheidenden Vorteil: Gerade in turbulenten Börsenzeiten bieten festverzinsliche Wertpapiere meist vergleichsweise präzise planbare und stabile Zinszahlungen.

Damit stellt sich die Situation für zukünftige Finanzierungsentscheidungen zusammenfassend wie folgt dar: Die Struktur der Fremdkapitalaufnahme hat sich in den letzten zwölf Monaten dramatisch und wohl auch nachhaltig geändert. Traditionelle Bankprodukte scheinen durch verschiedene, meist einfach strukturierte, kapitalmarktorientierte Finanzierungsinstrumente, insbesondere Anleihen und Schuld-scheindarlehen ersetzbar zu sein. Die kapitalsuchenden Unternehmen erfahren dadurch zunehmende Handlungs- und Entscheidungsfreiräume, die von vielen bereits auch intensiv genutzt wurden. Dabei sind aber erste Indikatoren klar beobachtbar, dass die Investor Relations für diese neuen Kapitalmarktfinanzbeziehungen bislang nur rudimentär vorhanden sind. Oftmals scheint auch die Einsicht zu fehlen, dass in der Kommunikation mit den Fixed Income Investoren Handlungsbedarf besteht und was unternommen werden muss.

Im weiteren Vorgehen dieser Vorstudie zur Fixed Income Investor Relations werden vor diesem Hintergrund konsequenterweise zunächst noch einmal die Handlungsalternativen zur Fremdkapitalfinanzierung kompakt vorgestellt (Kapitel II). Dann geht Kapitel III auf die bereits kurz adressierten aktuellen Trends am Kapitalmarkt intensiver ein und

leitet schließlich in Kapitel IV einige Handlungsempfehlungen ab, denen in Kapitel V anhand mehrerer Fallstudien exemplarisch praktisch gelebte Finanzkommunikation gegenüber gestellt wird. Kapitel VI schließt dann mit dem Aufzeigen der aktuell offensichtlichen Forschungslücke und einem möglichen Arbeitspaket, das diese Forschungslücke schließen kann.

II. Instrumente der kapitalmarktnahen Fremdfinanzierung

Die Präferenzen in den Finanzabteilungen Kapital suchender Unternehmen für bestimmte Finanzierungsinstrumente und Finanzierungspartner sind zu erheblichen Teilen historisch gewachsen und waren deshalb über einen sehr langen Zeitraum ausgesprochen stabil. Umgekehrt galten Banken hier in der Vergangenheit auch nicht als übermäßig innovativ. Durch die Finanzkrise sind diese lang gelebten Strukturen erschüttert worden. Es ist aber für das gelebte Kommunikationsverständnis sehr wichtig, sich die Herkunft der Kommunizierenden immer wieder vor Augen zu führen, um Probleme adäquat adressieren zu können.

Das gelebte Kommunikationsverständnis wird von den traditionellen Kommunikationspartnern und den traditionellen Produkten determiniert. Deshalb werden nachfolgend zunächst eben diese klassischen Kreditfinanzierungsalternativen für bilaterale und multilaterale Bankfinanzierungen vorgestellt, bevor in den weiteren Abschnitten neuere verbriefte Produkte mit Kapitalmarktbezug skizziert werden. Das besondere Augenmerk liegt dabei jeweils auf den für diese Instrumente üblichen Kommunikationsmaßnahmen.

Kredite

Bilaterale Kredite

Kredite werden in bilateralen Verträgen bei einzelnen Kreditinstituten, manchmal auch direkt bei Kapitalsammelstellen aufgenommen. Vor der Kreditzusage und jährlich nach Zusage sind die für Kreditentscheidungen banküblichen Informationen zu liefern, in der Regel Dokumente, fast immer ergänzt durch mündliche Informationen. Übliche Informationen sind: Geschäftsberichte / Zwischenberichte evtl. Prüfungsberichte, ergänzende Zahlen aus Planung und Controlling, interne Dokumente wie Satzung / Gesellschaftsverträge / Organigramme. Hinzu kommen Gespräche der Bankmitarbeiter mit dem Finanzbereich des Unternehmens und der Geschäftsleitung. Dabei geht es um Informationen zu Strategie, Geschäftsfeldern, Aufträgen, Investitionen und Kreditlinien.

Ein Kredit-Rating einer anerkannten Agentur ist weder üblich noch erforderlich. Die meisten Kreditinstitute stützen ihre Kreditentscheidungen auf eigene „interne“ Ratingverfahren, in denen die verschiedenen Informationen über Kreditnehmer verarbeitet werden und eine Ausfallwahrscheinlichkeit für die eingeräumten Kredite berechnet wird. Ein gewisser Marktbezug besteht hier durch die zahlreichen Dienstleister, die als Ratingberater kreditsuchende Unternehmen in der Kommunikation mit der Bank unterstützen und bereits auf den Umfang und die Struktur der Informationen hinweisen, die später auch Fremdkapitalinvestoren am organisierten Kapitalmarkt wünschen.

Die verfügbaren Kreditvolumina hängen außer von der Bonität und der Art und dem Umfang des Geschäfts des Kredit nachfragenden Unternehmens auch von der Höhe des Eigenkapitals und der Risikobereitschaft der jeweiligen Kreditinstitute ab. Übliche Obergrenzen bei den im Großkundengeschäft tätigen Banken liegen bei 100 Mio. Euro. Einige größere Banken zeigten in jüngerer Zeit jedoch auch schon bei 50 Mio. Euro Zurückhaltung. In Ausnahmefällen bei sehr guten und sehr großen Adressen oder bei speziellen Transaktionen sind auch größere Beträge möglich.

Bilaterale Kredite werden häufig „bis auf weiteres“ eingeräumt und bei einer Befristung traditionell bis zum Ende der Laufzeit gehalten. Verlängerungen sind üblich. Verkäufe von Krediten kommen eher selten vor. Erst in den letzten Jahren konnten – meist im Zusammenhang mit einer Verbriefung des Kreditportfolios – Verkäufe vermehrt beobachtet werden. Im Falle des Weiterverkaufs erhält der Käufer vom Schuldner die vertraglich vereinbarten und ansonsten die üblichen, meist öffentlichen Informationen.

Syndicated Loans

Daneben gibt es bei größeren Kreditvolumina multilaterale Kreditvereinbarungen, sog. Syndicated Loans. Üblich sind Volumina zwischen 30 und 1.000 Mio. Euro, aber auch deutlich größere Beträge kommen vor. Die Kredite werden von wenigen Banken arrangiert (Mandated Lead Arranger) und bei vielen Banken platziert. An der Transaktion können bei sehr großen Beträgen auch mehr als 50 Banken beteiligt sein. Da die arrangierenden Banken selbst Übernahmezusagen gegeben haben (Final Take), erfolgt in den jeweiligen führenden Banken für diese Beträge die kreditübliche Prüfung mit den kreditüblichen Informationen vor Vertragsabschluss. Die nicht führenden Banken werden von den arrangierenden Banken angesprochen und erhalten ein kurzes Informationsmemorandum. Auf dessen Basis und ergänzt durch öffentliche Information und bei Bedarf durch Nachfragen bei den führenden Banken müssen diese Banken meist sehr schnell Teilnahmeentscheidungen treffen. Nach der Zeichnung der Kredite organisiert eine der führenden Banken den für die fortlaufende Kreditüberwachung

vereinbarten Informationsfluss. Die Informationen beinhalten meist eine standardisierte Variante der auch für bilaterale Kredite erforderlichen Daten.

Die übernommenen Teilbeträge können von den Banken weitergegeben werden. Solche Verkäufe sind gerade bei großen Konsortien nicht unüblich. Käufer entscheiden auf Basis der vom Verkäufer vorgelegten Kreditdokumentation und der von diesen zusammengestellten Firmeninformationen sowie auf Basis der vom Schuldner veröffentlichten Informationen.

Syndicated Loans laufen meist 3 bis 7 Jahre, manchmal auch 10 Jahre. Neben endfälligen und Tilgungsdarlehen sind auch zugesagte Kreditlinien (z. B. als Stand By- oder Back Up-Linien), z.T. mit revolvingender Ausschöpfung verbreitet.

Nachrangige Darlehen

Normale Darlehen können durch einen Nachrang in eine Eigenkapital ähnliche Haftungsposition kommen (nachrangige Darlehen). Vereinbart ist bei solchen Darlehen, dass die Gläubiger im Insolvenzfall erst nach den übrigen Gläubigern befriedigt werden (vertraglicher Nachrang). Daneben gibt es noch Schuldinstrumente mit einem strukturellen Nachrang. Das ist dann der Fall, wenn die Gläubiger auf Vermögenswerte, die sich in nachgeordneten oder ausgelagerten Gesellschaften befinden, kraft Gesellschaftsrecht erst nach den Gläubigern dieser Gesellschaften zur eigenen Befriedigung zugreifen können.

Da die Gläubiger bei einem Nachrang ein deutlich höheres Ausfallrisiko übernehmen, werden außer erhöhten Rendite- auch höhere, über bankübliche Informationen hinausgehende Anforderungen gestellt. Insbesondere zur Bewertung, Begrenzung oder Vermeidung eines strukturellen Nachrangs sind bei Konzernschuldnern umfangreiche vertragliche Regelungen und sehr weitgehende Informationen über die einzelnen Konzerngesellschaften und den Konzernverbund erforderlich.

Schuldscheindarlehen

Schuldscheindarlehen sind Darlehensverträge, die über den Inhalt normaler Kreditverträge hinaus mit der dokumentierten Absicht der Übertragung der Darlehen in einer Summe oder in Teilbeträgen an Dritte abgeschlossen werden. Dahinter stand ursprünglich die Idee der Verbriefung der Darlehensverpflichtungen in einem besonderen Papier, dem „Schuldschein“, der aber rechtlich kein Wertpapier, sondern eine Beweisurkunde ist. Heute wird häufig auf das Papier, das die Bezeichnung Schuldschein trägt, verzichtet. Wirtschaftlich ist das Schuldscheindarlehen ein Substitut für normale Kredite und für Schuldverschreibungen. Schuldscheine werden auf dem deutschen Finanzmarkt gerne eingesetzt. Im angelsächsischen Ausland treten an die Stelle der Schuldscheindarlehen privat platzierte Anleihen.

Der Schuldner schließt den Darlehensvertrag meist unter Einschaltung einer Bank als Vermittler oder direkt mit dem Investor oder den Investoren. Die arrangierende Bank sucht die Investoren, tritt manchmal auch selbst in den Vertrag ein und platziert die Beträge dann später. Es ist auch nicht unüblich, dass sich in umgekehrter Initiative Investoren oder Banken an die Unternehmen wenden und Schuldscheindarlehen in Abstimmung mit den Investoren gestaltet werden. Manchmal übernimmt die arrangierende Bank auch einen Teilbetrag in das eigene Kreditportfolio.

Die Schuldscheindarlehen sind mittel- bis langfristige Finanzierungsinstrumente. Die Laufzeiten betragen zumeist 3 bis 7 Jahre, manchmal bis 10 Jahre. Die Beträge liegen regelmäßig zwischen 50 und 500 Mio. Euro. Es hat auch schon Schuldscheindarlehen mit mehr als 1.000 Mio. Euro gegeben. Schuldscheindarlehen werden von Kreditinstituten, Versicherungen, Pensionsfonds und großen Privatvermögen gekauft. Bei den Kreditinstituten investieren zumeist Banken und Sparkassen, die Anlagen suchen, aber mindestens keine Kernbank des Schuldners sind. 40 bis 50 Investoren sind durchaus übliche Größenordnungen. Es gibt aber auch sehr große Einzelinvestoren, die schon einmal ein für sie maßgeschneidertes Schuldscheindarlehen über 50 Mio. Euro geben. Die Investoren beabsichtigen, die Anlagen in der Regel bis zum Ende der Laufzeit zu halten, legen aber trotzdem Wert darauf, die Anlagen bei Bedarf verkaufen zu können. Schuldscheindarlehen haben für die Anleger den Vorteil, dass es für diese Darlehen keine Marktpreise gibt und sie daher in der Bilanz anders als Anleihen nicht zu Marktpreisen angesetzt werden müssen.

Der Schwerpunkt der Investorenkommunikation liegt in der Verhandlungsphase. Partner der Kommunikation ist zunächst die arrangierende Bank, in einer späteren Phase der Platzierung sind es auch die hinter dem Bankangebot stehenden Investoren. Nach der Auszahlung des Darlehens begnügen sich Banken und Investoren meist mit den ohnehin öffentlichen Informationen. Eine sehr gute Bonität des Schuldners wurde in der Vergangenheit am Markt regelmäßig verlangt, aber das Rating einer Agentur war nicht nötig. Durch die zunehmende Anzahl von Anleiheplatzierungen ohne Rating scheint dieser Vorteil aber zu verwässern. Eine IFRS-Bilanzierung des Schuldners ist im Gegensatz zu öffentlich gehandelten Anleihen beim Schuldschein nicht vorgeschrieben. Überhaupt sind die Dokumentationsumfänge, Publizitäts- und Zulassungserfordernisse für Schuldscheine viel niedriger als für Anleihen. Dafür ist beim Schuldschein mit einem Syndizierungszeitraum von mindestens drei Wochen auszugehen. Zudem schränken hier Financial Covenants die Handlungsfreiheiten des Emittenten weitaus stärker ein als selbst bei riskanten Bondemissionen im High-Yield-Bereich (vgl. Gibis und Aldenrath 2009; Krolak et al. 2009; Steinmetz 2010; Theilacker 2010).

Genussscheine

Ein besonderes Instrument der langfristigen Kapitalaufnahme sind Genussscheine oder Genussrechte. Diese Instrumente gibt es nur in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Genussrechte sind nicht explizit rechtlich geregelt und daher in der Ausgestaltung sehr flexibel. Sie können sehr unterschiedliche Rechte beinhalten, z. B. Nutzungsrechte, aber auch Gläubigerrechte auf Zins- und Kapitalzahlungen. Genussrechte zur Geldaufnahme und deren verbrieft Form Genussschein sind rechtlich Darlehen und damit Fremdkapital. Durch eine geeignete vertragsrechtliche Gestaltung können diese Instrumente Merkmale des Eigenkapitals aufweisen, so dass sie aus bilanzieller Sicht (HGB oder IFRS), der Sicht der anderen Gläubiger oder aus Sicht von Ratingagenturen Eigenkapitalcharakter haben. Solche Instrumente gehören in die Kategorie der Mischformen der Finanzierung (Mezzanine).

Genussscheine sind Wertpapiere. Sie können an der Börse gehandelt werden. In diesem Fall sind die Emittenten „kapitalmarktorientiert“ mit den entsprechenden Bilanzierungspflichten nach IFRS konfrontiert. Bei einem öffentlichen Angebot greifen auch die für börsennotierte Schuldverschreibungen geltenden Informationspflichten. Die Emission selbst bedarf bei Aktiengesellschaften der Zustimmung der Hauptversammlung (3/4-Mehrheit) gemäß § 221 Abs. 3 AktG. Die Emission von Genussscheinen ist aber nicht an eine bestimmte Rechtsform des Emittenten gebunden.

Commercial Papers (CP)

Commercial Paper sind rechtlich Schuldverschreibungen mit einer kurz- bis mittelfristigen Laufzeit, in Deutschland in der Regel mit einer Laufzeit unter einem Jahr. Sie werden fast immer im Rahmen eines Programms (CP-Programm) begeben. Das Programm selbst hat eine mehrjährige Laufzeit. Der Emittent eines CP muss eine sehr gute Bonität haben, belegt durch ein entsprechendes Kurzfrustrating einer Agentur. CP werden im Telefonhandel der Banken gekauft und verkauft. Eine Börsennotierung ist nicht üblich, aber möglich.

Ein CP-Programm wird von einer oder mehreren Banken arrangiert (Arranger). Daneben gibt es für das laufende Geschäft eine zweite Gruppe von Banken (Dealer). Beide Bankengruppen haben die Aufgabe der Platzierung und des Handels dieser Titel, eine Pflicht zum Kauf besteht normalerweise nicht. Emittenten, die die Liquidität sichern wollen, halten zusätzlich bzw. ergänzend Kreditlinien (Back Up Facilities).

Die Finanzmarktkommunikation findet in der Platzierungsphase statt. CP sind stark standardisiert, Laufzeit und Volumen sind flexibel, der Preis ergibt sich am Markt. Die Emittenten stellen über die Dealer unverbindliche Angebote, welche Volumina sie zu welchem Preis und welchen Laufzeiten aufnehmen wollen. Es ist aber durchaus üblich, dass Investoren, die die Existenz des Programms kennen, sich mit ihren Anlagewünschen über die Bank (oder auch direkt) an den Emittenten wenden.

Sofern die Banken Platzierungsgarantien oder ähnliche Finanzierungszusagen geben, ist bankintern eine kreditmäßige Ordnung erforderlich. Falls die dafür erforderlichen Informationen nicht ohnehin aus der laufenden Bankverbindung heraus vorhanden sind, müssen die für Kredite üblichen Informationen geliefert werden. Für die Investoren kann ein Informationsmemorandum erstellt werden, oder es wird auf die öffentlichen Informationen verwiesen. Die individuelle Kommunikation zwischen Emittent und Investoren erfolgt nur bei Bedarf und in der Regel in beiden Richtungen über die Dealer des Programms. Das Kreditrating einer anerkannten Agentur ist nötig. Erwartet wird ein gutes kurzfristiges Investment-Grade-Rating.

Eine Sonderform der CP sind sogenannte Asset Backed Commercial Papers (ABCP). Das sind kurzfristige Wertpapiere mit Laufzeiten von meist 90 bis 270 Tagen, die im Zuge einer Verbriefung von Forderungen (Asset Securitisation) von einer Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) begeben werden. Die ABCP sind durch die angekauften Forderungen gedeckt. Der Forderungsverkäufer ist verpflichtet, Forderungseingänge an das SPV zur Tilgung der ABCP weiterzuleiten. Die Finanzmarktkommunikation unterscheidet sich grundsätzlich nicht von der bei CP. Jedoch sind vor allem Informationen zur Qualität und zur Zusammensetzung des Forderungsportfolios nötig. Das CP-Rating bezieht sich hier auch nur auf das Forderungsportfolio und die Konstruktion, nicht auf den Forderungsverkäufer.

Anleihen

Anleihen sind Schuldverschreibungen mit einer (Ursprungs-) Laufzeit von mindestens 1 Jahr. Sie werden entweder isoliert (Stand Alone-Basis) oder im Rahmen eines Emissionsprogramms, meist eines so genannten Medium Term Notes (MTN)-Programms begeben. MTN-Programme sind Vereinbarungen zwischen arrangierenden Banken und Emittent über Rahmenbedingungen einer Platzierung von Anleihen. Im Rahmen eines MTN-Programms können Anleihen in unterschiedlichen Tranchen (Betrag, Währung, Laufzeit) emittiert werden.

Anleihen werden entweder öffentlich angeboten oder privat platziert (Private Placement). Sie können nach der Emission zum Börsenhandel (amtlicher Handel, geregelter Markt oder Freiverkehr) zugelassen sein. Häufig wird die Börse Luxemburg für die offizielle Notierung gewählt. Privat platzierte Anleihen ähneln im Einsatz weitgehend den Schuldscheindarlehen.

Als spezielle Anleiheformen gibt es Asset Backed Securities (ABS), Hochzinsanleihen, Nachrang-Anleihen, Wandel- und Optionsanleihen sowie hybride Anleihen. ABS sind die langfristigen Varianten der bei ABCP schon erwähnten Verkäufe mit anschließender Verbriefung von Vermögenswerten über Einzweckgesellschaften. Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) sind normale Anleihen von bonitätsmäßig schwächeren Schuldner. Die Anleihen haben ggf. ein Non-Investment-Grade-Rating. Im europäischen Kontext sind dies häufig auch Anleihen mit so genanntem strukturellem Nachrang aus der Finanzierung von M&A-Transaktionen. Wandelanleihen gewähren zusätzlich ein Recht auf Umtausch in die Aktien des Emittenten. Optionsanleihen sind normale Anleihen mit einem zusätzlichen Bezugsrecht auf die Aktien des Emittenten. An die Stelle der Aktien des Emittenten können in Ausnahmefällen auch andere Aktien treten.

Hybride Anleihen sind Schuldverschreibungen, die Eigenkapital ähnliche Merkmale aufweisen. Bei bestimmten Ausprägungen dieser Merkmale werden die Anleihen nach IFRS in der Bilanz unter Eigenkapital ausgewiesen, von den Ratingagenturen mindestens teilweise zum Eigenkapital gerechnet (Equity credit), aber auch von den Steuerbehörden als Eigenkapital angesehen mit der Folge, dass die Entgeltzahlungen steuerlich keine Betriebsausgaben mehr sind. Hybridanleihen haben bei weitestgehender Annäherung an das Eigenkapital eine unbegrenzte Laufzeit bei fehlender Kündigungsmöglichkeit der Investoren, Klauseln zur Aussetzung von Zinszahlungen und zur Reduktion der Forderungshöhe bei einer schlechten Unternehmenssituation und stehen im Nachrang gegenüber den Rückzahlungsanforderungen anderer Gläubiger im Falle der Liquidation / Insolvenz.

Anleihevolumina gehen von 20 Mio. Euro bis zu mehreren Milliarden Euro. Üblich sind Beträge zwischen 100 und 1.000 Mio. Euro. Von Benchmarkanleihen wird gesprochen, wenn das Anleihevolumen so groß ist – meist über 500 Mio. Euro –, dass die Anleihe in die üblichen Anleihen-Indices aufgenommen wird. Bei den genannten Sonderformen sind die Beträge unter sonst gleichen Umständen meist deutlich kleiner.

Die Emission am Kapitalmarkt öffentlich angebotener Anleihen ähnelt den Abläufen bei einer Aktienemission. Üblich ist die Einschaltung einer oder mehrerer Banken für die Strukturierung und die anschließende Platzierung. Bei der Vorbereitung der Emission sind Erstellung und ggf. Verbreitung eines Verkaufsprospekts, bei Börsenzulassung auch eines Börsenprospekts nötig. Während der Platzierung sind Roadshows mit One-on-ones üblich. Nach der Platzierung werden Firmeninformationen vielfach über Roadshows, Telcos, Ad-hoc-Meldungen verbreitet. Bei MTN-Programmen erfolgt eine jährliche Aktualisierung der Prospektinformationen. Hinzu kommen die üblichen öffentlichen Firmeninformationen, insbesondere Geschäftsberichte/Jahresabschlüsse in Verbindung mit Bilanzpressekonferenzen und z.T. Zwischenberichte. Diese Anforderungen unterscheiden sich bei den oben genannten Sonderformen grundsätzlich nicht. Lediglich im Hinblick auf Häufigkeit, Intensität und Tiefe der Information sind wegen der erhöhten Kapitaldienststrisiken zusätzliche Anforderungen seitens der Investoren denkbar.

Weitere Bonitätsinformationen gibt ggf. das externe Rating anerkannter Ratingagenturen. Außer für sehr bekannte Adressen ist bei Anleiheemissionen ein solches Rating üblich. Dies gilt umso mehr, je größer das Anleihevolumen ist und je internationaler platziert werden soll. Häufig wird ein Investment-Grade-Rating erwartet, weil viele Investoren – von begrenzten Ausnahmen abgesehen – nur solche Anleihen zeichnen dürfen. Dies betrifft sogar Hybrid Bonds, die generell 1–2 Notches schlechter bewertet werden als normale Anleihen. Aktuell geht der Trend allerdings dahin, auf externe Ratings zu verzichten.

Käufer der Anleihen sind Versicherungen, Fonds, große Privatvermögen, z. T. Banken, wenig private Kleinanleger. Die Investoren haben ihren Sitz meist in Europa und den USA. Neuere Anleiheemissionen sprechen allerdings gezielt Kleinanleger an.

Am US-Markt kann langfristiges Fremdkapital über sogen. US Private Placements (US-PP) aufgenommen werden. Dahinter stehen nach US-Regeln privat platzierte Anleihen. Die Losgrößen liegen zwischen 100 und 1.000 Mio. USD. Investoren sind rund 50 größere Versicherungsgesellschaften. Die Laufzeiten liegen zwischen 3 und 15 Jahren, auch Tranchen mit 30 Jahren sind möglich.

Sehr gute Bonität des Schuldners (Investment Grade Niveau) wird verlangt. Das Rating einer anerkannten Ratingagentur ist aber im Gegensatz zu öffentlich platzierten Anleihen nicht erforderlich bzw. wird durch ein spezielles Rating einer vergleichbaren Einrichtung (NAIC), das nachträglich auf Basis des Informationsmemorandum erstellt wird, ersetzt. Auch die für öffentliche Anleihen in den USA notwendigen Berichtspflichten entfallen.

Für die Strukturierung und Platzierung wird regelmäßig eine Bank beauftragt. Als Informationsbasis dient ein Informationsmemorandum, meist ergänzt durch Präsentationen auf Investoren-Roadshows. Die Informationsanforderungen können dabei über die sonst veröffentlichten Informationen hinausgehen. Für die Erstellung des Informationsmemorandums führt die arrangierende Bank eine umfassende Prüfung durch, die über die übliche jährliche Kreditprüfung der Banken hinausgeht.

Typische US-PP-Investoren planen, die Anleihe bis zur Fälligkeit zu halten, auch wenn Verkäufe nicht ausgeschlossen sind. Was die Kommunikation betrifft, verhalten sie sich in der Regel passiv und begnügen sich mit den vertraglich vereinbarten Berichten. Dies gilt mindestens so lange, wie die üblichen Covenants eingehalten werden.

III. Trends im Einsatz von Fremdkapitalprodukten

Nachfolgend werden vier aktuelle Entwicklungen kurz umrissen, die als Indikator gewertet werden können für einen Bondmarkt, der viele neue Emittenten sehen wird, aber auch viele kommunikative Herausforderungen offensichtlich kaum identifiziert, geschweige denn adressiert hat. Die Analyse stützt sich dabei insbesondere auf eine umfassende aktuelle Presserecherche unter Einbeziehung von Studien, die in jüngster Zeit von Beratungsgesellschaften und Banken herausgegeben wurden, denn der Niederschlag von Strukturbrüchen und Finanzinnovationen in die akademische Literatur dauert meist mehr als ein Jahr.

Die Sammlung von einzelnen Finanzierungsentscheidungen und Stellungnahmen einzelner Marktteilnehmer hat zur Konsequenz, dass kein völlig widerspruchsfreies Bild entsteht und viele Urteile auch durch Partikularinteressen getrieben werden. Dies wird vielleicht in den Artikeln der Börsen-Zeitung besonders deutlich. So wird von Emittentenseite am 18.12.2010 der Finanzvorstand von MAN, Frank Lutz, mit der Aussage zitiert: „Firmen entkoppeln sich von den Banken“ (o. V. 2010). Diese Position wird von den deutschen Geschäftsbanken in dieser Form nicht uneingeschränkt geteilt. So verkündet Thomas Löcker (2011a) von der WGZ Bank eine Renaissance des Hausbankprinzips und Roland Böhm von der Commerzbank sieht keinen Wettbewerb zwischen Bonds und Loans, aber Treiber für den Markt der Konsortialkredite (Johannsen 2011a). Ähnlich äußerte sich zuvor schon die BayernLB (Godenrath 2010). Derartige interessengetriebene Einschätzungen erschweren die klare Beschreibung der aktuellen Finanzierungstrends. Es werden auch immer Finanzierungsentscheidungen zu beobachten sein, die einem Grundtrend widersprechen,

aber es zeichnen sich doch einige offensichtliche Tendenzen ab, die nachfolgend erläutert werden und die zunehmende Bedeutung von FIIR unzweifelhaft aufdecken.

Der Markt für börsennotierte Fremdkapitalprodukte ist in 2011 eher gewachsen denn stagniert. So erfreuen sich Anleihen mit kleineren Volumina weiterhin großer Beliebtheit sowohl bei mittelständischen Emittenten als auch bei Privatanlegern. Von Marktbeobachtern wird erwartet, dass monatlich etwa drei bis vier Emittenten Anleihen begeben werden, wobei das durchschnittliche Anleihevolumen und damit auch die Investorenbasis tendenziell steigen dürften. So werden für das laufende Jahr Durchschnittsvolumina von etwa 75 Mio. Euro erwartet, während in 2010 auch Anleihen über gerade einmal 25 Mio. Euro platziert werden konnten (Becker 2011). Ein nicht zu unterschätzender Treiber in diesem Markt sind die Börsen. Fast alle haben inzwischen spezielle Segmente für Unternehmensanleihen eingerichtet, bewerben diese intensiv und bieten auch verschiedene kostengünstige Dienstleistungen an, um hier Geschäft zu generieren.

Der Erfolg eines Finanzierungsinstruments hängt in aller Regel auch mit der Attraktivität bzw. dem Bedeutungsverlust anderer Instrumente zusammen. Die wachsende Bedeutung der Anleihefinanzierung resultiert in nicht unerheblichem Ausmaß auch aus dem Bedeutungsverlust der Schuldscheindarlehen, den Unsicherheiten im Bereich der Prolongation von Mezzanine-Finanzierungen und aus dem Kollaps des Angebots an Syndicated Loans. Diese Verschiebungen in der relativen Attraktivität einzelner Finanzierungsprodukte können rationale Ursachen haben, wenn bspw. regulatorische Eingriffe die Kosten der Kreditfinanzierung erhöhen, oder auch ein psychologisch getriebenes Phänomen sein, wenn temporär Risiken nur unzureichend in geforderten Renditen eingepreist werden und dadurch Fehlbewertungen auftreten (Bewertungsblasen). Für beide Fälle zeichnen sich schwierige Herausforderungen für die Finanzkommunikation ab, bei Regulierungsfragen ist die Lobbyarbeit des Verbands gefordert, bei Bewertungsblasen stellt sich die Frage, wann und wie eine Kommunikation aufgebaut wird, um das Platzen der Blase proaktiv begleiten zu können.

Der Zusammenbruch des Marktes für Syndicated Loans

Wie oben in Abschnitt II bereits erläutert, werden syndizierte Kredite überwiegend von großen, global agierenden Kreditinstituten mit entsprechenden Bilanzsummen arrangiert. Die bei der Syndizierung übernommenen Kredittranchen sind grundsätzlich handelbar, wobei Verkäufe nicht unbedingt dem Kreditnehmer mitzuteilen sind. Während der Sekundärmarkt für Kredittranchen nach wie vor

unübersichtlich erscheint, ist das Primärmarktsegment der Syndicated Loans in den letzten Jahren sehr viel transparenter geworden. Die Veröffentlichung von ‚Tombstones‘ ist heute die Regel, einige Finanzierungsdetails sind damit öffentlich verfügbar, und entsprechend bietet dieser Markt für Syndicated Loans (im Gegensatz auch zur traditionellen Kreditbeziehung über die Hausbanken) öffentlich verfügbare Daten für statistische Auswertungen.

Vor gerade einmal zwei Jahren war der globale Markt für syndizierte Kredite zur langfristigen Unternehmensfinanzierung noch wesentlich bedeutsamer als die Kapitalaufnahme über Anleihen. Im Jahr 2009 standen 1,8 Bil. US-\$ ausstehendes syndiziertes Kreditvolumen 1,5 Bil. US-\$ in Form begebener Anleihen gegenüber. (Vgl. zu diesem Abschnitt insb. Chui et al. 2010). Dabei zeichnen sich Syndicated Loans durch durchschnittlich viel niedrigere Credit Spreads gegenüber Anleihen aus, was die Attraktivität dieses Marktes erklärt. Die Finanzkrise sorgte im zweiten Halbjahr 2008 für eine Reduktion der Neukreditvergabe der syndizierten Kredite um 67% bei gleichzeitiger extremer Ausweitung der Credit Spreads (vgl. auch Gleske und van Aerssen 2010).

Dieser fast totale Stopp des Neugeschäfts geht einher mit einer noch extremeren Reduktion der Vergaben durch die Banken im Auslandsgeschäft, das in Deutschland traditionell eine wichtige Rolle bei syndizierten Krediten spielt. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers bauten die bei der Bank for International Settlements (BIS) berichtspflichtigen Banken in den sechs Monaten bis März 2009 ihre ausländischen Forderungsbestände um insgesamt 3,7 Billionen US-\$ ab. Während der Anleihemarkt sich inzwischen sehr positiv entwickelt hat und deutlich günstigere Konditionen als Anfang 2009 bietet, hat sich der historische Kostenvorteil der Syndicated Loans auch Mitte 2010 nicht wieder eingestellt. Die Credit Spreads sind relativ zu denen bei Bonds recht hoch geblieben, das Primärmarktvolumen erholt sich nur sehr langsam.

Auch strukturell ändert sich der Markt deutlich. Während vor der Finanzkrise der Markt für syndizierte Kredite von den global agierenden westlichen Banken dominiert wurde, ist aktuell ein deutlicher absoluter Anstieg beim Primärmarktgeschäft von Banken aus Emerging Markets zu beobachten, der einhergeht mit wachsenden Marktanteilen dieser Institute.

Die starke Reduzierung bei den Kreditvergaben schlägt sich natürlich auch auf die gefühlten Bankbeziehungen nieder. Einer aktuellen Studie der Commerzbank zufolge erleben immer mehr Unternehmen einen erschwerten Zugang zu neuen Krediten, und nur wenige Unternehmen sind begeistert über die Geschäftsbeziehungen zu ihren Bankpartnern (Neubacher 2010). Änderungen sind kaum in Sicht. Die nur

langsame Erholung des Marktes für syndizierte Kredite hat einen wesentlichen Grund in den hohen Wertberichtigungen und damit einhergehenden Verlusten der bisherigen Marktführer in diesem Segment. Citigroup war Ende 2008 der mit Abstand größte Kreditgeber für Syndicated Loans. Mit den Verlusten und der Reduktion der Eigenkapitalbasis der großen Banken wurden die internationalen Regulierungsgrenzen zunehmend enger und schränkten die Kreditvergabemöglichkeiten nachhaltig ein. Diese Regulierungsgrenzen werden weiter steigen.

Bankenregulierung ohne IR Position

Im September 2010 wurden vom Baseler Ausschuss die ersten konkreten Beschlüsse zur Reform in der Bankenaufsicht gefasst (auch als Basel III bezeichnet). Konkret ist vorgesehen, die Mindestkernkapitalquote der Banken ab dem Jahr 2015 auf 6 % zu erhöhen und den Begriff des Kernkapitals dabei deutlich enger zu definieren.

Nach offiziell nicht bestätigten Meldungen geht die Deutsche Bundesbank davon aus, dass durch diese neuen Vorschriften ein zusätzlicher Kapitalbedarf von 90 bis 100 Mrd. Euro ausgelöst wird. Treffend stellt dazu Kaserer (2010) fest: „Man muss kein Prophet sein, um vorauszusagen, dass viele Institute ihren zusätzlichen Kapitalbedarf dadurch begrenzen werden, dass sie den Umfang der Risikoaktiva, also etwa ihre Kreditausreichungen, reduzieren werden.“

Doch es wird nicht bei dieser Kreditvergaberestriktion durch Basel III bleiben. Spätestens ab 2018 werden die Banken erstmals auch harmonisierte Liquiditätskennziffern einzuhalten haben. Nach aktuellem Stand der Beratungen bedeutet das, dass es ab dann Banken nicht mehr erlaubt sein wird, Investitionskredite mit einer Laufzeit von über einem Jahr durch kurzfristige Interbankverbindlichkeiten zu refinanzieren. Außerdem stehen sowohl auf der nationalen wie auch auf der europäischen politischen Agenda noch die Einführung von Bankenabgabe und Finanzaktivitätssteuer. Beide Instrumente werden die Gewinne der Banken einschränken und damit auch die Stärkung der Eigenkapitalbasis durch Gewinnthesaurierung begrenzen.

Offensichtlich haben all diese angedachten und bereits beschlossenen Maßnahmen erhebliche Konsequenzen für die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken und werden entsprechend intensiv in den verschiedenen Gremien der Kreditwirtschaft intensiv diskutiert. Bemerkenswerterweise finden diese Diskussionen aber aktuell nahezu vollständig unter Ausschluss der Kreditnachfrager statt. Bankenregulierung wird als reines Bankenthema betrachtet, nicht als Herausforderung für die Unternehmensfinanzierung (Arons 2010).

Eine Sensibilisierung der Finanzvorstände durch ihre Treasurer und Investor Relations Verantwortlichen wäre wünschenswert, wenn zumindest diese realisiert haben, was an künftigen Herausforderungen in den Kreditbeziehungen zu erwarten ist. Auf jeden Fall treibt die Bankregulierung auch die Förderung der Anleihefinanzierungen.

Auslaufen von Standard-Mezzanine

Nicht nur aus dem Bereich der bankbasierten Fremdfinanzierung und dem Schuldscheinsegment drängt Kapitalnachfrage an den Anleihemarkt. Auch aus dem Bereich der Standard-Mezzanine-Programme gibt es erheblichen Refinanzierungsbedarf, allerdings mit sehr heterogenen Ausrichtungen, wie eine Erhebung vom Bankhaus Hauck & Aufhäuser zeigt. Aufgrund der Laufzeitstruktur (starr auf 7 Jahre fixiert) der aktuell offenen 17 Mezzanine-Programme (Preps u. ä.) müssen zahlreiche Unternehmen von Mai 2011 an das aufgenommene Kapital endfällig tilgen; das Refinanzierungsvolumen beläuft sich auf insgesamt 4,5 Mrd. Euro (o. V. 2010j), von denen allerdings schon 500 Mio. Euro ausgefallen sind (Kullrich und Hippin 2010). Nur ein Teil der Unternehmen wird eine Ablösung des Mezzanine-Kapitals durch Anleihen anstreben, aber einige hundert Mio. Euro stehen auch hier zur Disposition (Schauber 2010a).

Anleihen ohne Rating

Es gilt aktuell als ein quasi emanzipatorischer Schritt: Emittenten befreien sich von den großen amerikanischen Ratingagenturen und zum Teil auch von Emissionsbanken, um Anleihen in Eigenregie zu platzieren. Eines der jüngsten Beispiele für (potentielle) Emittenten ist hier die Egger Holzwerkstoffe, die ohne Rating begleitet durch Erste Group und Unicredit Bank Austria eine siebenjährige Anleihe platzieren will und am 22.02.2011 die ersten Investorenpräsentationen in Wien abgehalten hat (Johannsen 2011b).

Passend titelt die Börsen-Zeitung ‚Maschinenbau will sich von Banken emanzipieren‘ und zitiert den Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbauer (VDMA), der in seiner Mitgliederzeitschrift erläutert ‚Wenn durch die verschärfte Regulierung der Banken deren Möglichkeiten zur Kreditvergabe zurückgehen, stellt sich die Frage, ob dann Unternehmen ihren Finanzierungsbedarf aus anderen Quellen befriedigen können‘ (o. V. 2010v). Es war aber nicht nur das sehr enge Eigenkapitalkorsett vieler Banken, die Vermögenspositionen abbauen und auch langjährige Kreditkunden ziehen lassen mussten. Dadurch wurde zunächst nur Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen erzeugt.

Das Kapitalangebot, das den Anleiheprimärmarkt erst zum Ausgleich bringt, stammt zu erheblichen Teilen von privaten Anlegern. Optisch hohe Kupons locken gerade in der Niedrigzinsphase, so dass auch sehr kleinvolumige Anleihen (o. V. 2010) von neuen und seltenen Emittenten zu sehr attraktiven Konditionen platziert werden konnten (Johannsen 2010). Sogar angeschlagene Unternehmen konnten große Summen aufnehmen, wenn auch dafür hohe Zinsen gefordert wurden (Schauber 2010b), Experten sprechen hier bereits von einem Hype und sehen Grund zur Besorgnis, dass es in diesem Fixed Income-Segment zu einer neuen Bewertungsblase kommt (Golland 2011).

Heterogene Gruppe von Anleiheemittenten

Die Bewertung der ohne Rating emittierten Unternehmensanleihen ist offensichtlich sehr differenziert vorzunehmen. Sie hängt maßgeblich von der Größe und Kapitalmarktnähe des Emittenten ab. Eine SAP AG konnte 2010 insgesamt vier auf Euro denominated Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 2,2 Mrd. Euro ohne Rating platzieren und damit das Verschuldungsportfolio diversifizieren (o. V. 2010m). Dabei half sowohl der Markenname als auch die exzellente Bonität. Zudem verwies man bereits bei der Emission darauf, das Rating nachzureichen. Ähnlich erfolgreich ohne Rating waren andere große Adressen wie bspw. adidas, Celesio und Fraport. Bei diesen Emittenten richtet sich der Investorenfokus klar auf große institutionelle Anleger, die selbst erhebliche Erfahrung in der Bewertung von Anleihen besitzen und zusätzlich regelmäßig mit Analystenberichten der großen Investmentbanken beliefert werden.

Dieser Hinweis ist insofern von einiger Relevanz, als die verstärkte Emissionstätigkeit von Anleihen ohne Rating in eine Zeit fällt, in der Creditreform für Deutschland vor einer allgemeinen Bonitätserosion warnt (o. V. 2010n) und auch in den USA beobachtet wird, dass Unternehmen verstärkt darauf verzichten, ihre Finanzkraft für die Beibehaltung hoher Ratings einzusetzen (o. V. 2010o). Die Zusammenschau der Einzelbeobachtungen – vermehrte Emissionen ohne Rating, Verschlechterung der Schuldnerbonität, Bedeutungsverlust guter Unternehmensratings – signalisiert eine abnehmende Risikoaversion im Markt. Derartige Umfelder sind aus Sicht der Emittenten ‚Windows of Opportunities‘ mit Kapitalaufnahmemöglichkeiten zu attraktiven Konditionen. Vergleichbare Szenarien für Eigenkapitalmärkte bringen regelmäßig eine größere Zahl von Börsengängen mit sich. Es gilt daher zu bedenken, dass das aktuelle Umfeld nicht als typischer Durchschnitt, sondern als außerordentlich positiv einzuordnen ist und Emissionen, die aktuell gut platzierbar sind, in anderen Zeiten ohne Rating nicht verkaufbar sein können. Und dennoch bilden auch aktuell unter guten Bedingungen Emissionen ohne Rating eine vergleichsweise kleine Minderheit bei den neu begebenen Anleihen, die allerdings recht dynamisch wächst. Waren 2009 nur 4% aller Bondemissionen ohne Rating, stieg die Quote in 2010 auf 12% (Weber 2010).

In diesem Zusammenhang ist auch auf die Unterschiede zwischen Emittentenrating und Anleiherating zu achten. Die meisten Unternehmen, die auf das Rating ihres Bonds verzichten, verfügen nichtsdestotrotz über ein Rating als Unternehmen.

Beispiele von ungerateten Unternehmensanleihen im Jahr 2010

| Datum | Emittent | Volumen (Mio. Euro) | Laufzeit (Jahre) | Launch-Spread (bps über Mid-Swap) | Stückelung (Euro) |
|-----------|----------------------------|---------------------|------------------|-----------------------------------|-------------------|
| 21.9.2010 | Asklepios Kliniken | 150 | 7 | 165 | 1.000 |
| 29.7.2010 | SAP | 600 | 2 | 50 | 1.000 |
| 29.7.2010 | SAP | 600 | 3 | 60 | 1.000 |
| 30.6.2010 | Casinos Austria | 140 | 7 | 260 | |
| 16.4.2010 | Celesio | 500 | 7 | 180 | 1.000 |
| 15.4.2010 | Thomas Cook | 400 | 5 | 445 | |
| 14.4.2010 | Stada | 350 | 5 | 160 | |
| 31.3.2010 | SAP | 500 | 4 | 45 | 1.000 |
| 31.3.2010 | SAP | 500 | 7 | 70 | 1.000 |
| 30.3.2010 | Swietelsky Baugesellschaft | 75 | 7 | 260 | 500 |
| 10.2.2010 | Egger Holzwerkstoff | 120 | 7 | 290 | 500 |
| 14.1.2010 | Solarworld | 400 | 7 | 305 | 1.000 |
| 13.1.2010 | Novomatic | 200 | 5 | 190 | 500 |

Abbildung 3: In 2010 emittierte Unternehmensanleihen ohne Rating (Quelle: BayernLB)

Mittelstandsanleihen mit überschaubaren Platzierungsvolumina

Dies gilt insbesondere für die Mittelstandsanleihen, die entsprechend dem Emittenten eher ein kleines bis mittelgroßes Emissionsvolumen aufweisen, das typischerweise einen kleinen dreistelligen Millionenbetrag nicht übersteigt. Hier treten sowohl Unternehmen mit börsennotiertem Eigenkapital und zusätzlich langjähriger Erfahrung als Anleiheemittent auf, wie auch vermehrt privat gehaltene Unternehmen ohne jede Kapitalmarkthistorie aktiv werden. Die Praktiker Bau- und Heimwerkermärkte Holding AG ist seit langer Zeit börsennotiert und hat bspw. kein Rating einer namhaften Agentur, wurde aber in Bankenkreisen auf ‚BB‘ eingestuft, als sie ihre Anleihe über 250 Mio. Euro in kleiner Stückelung ab 1.000,- Euro sehr erfolgreich platzierte (o. V. 2011b).

Der Anlegerfokus von Mittelstandsanleihen ist überwiegend auf Privatanleger und kleinere institutionelle Investoren ausgerichtet, die zunächst einen langen Investmenthorizont aufweisen und durch einen eher illiquiden Börsenhandel (Matke 2010) aktuell nicht abgeschreckt werden. Gefördert wird dieses Anlegerinteresse durch die zahlreichen neuen Unternehmensanleihe-segmente, die inzwischen an fünf deutschen Börsenplätzen eingerichtet wurden. Besonders erfolgreich ist die Plattform Bondm der Börse Stuttgart, wo ein Anleiherating nicht zwangsläufig vorliegen muss, Unternehmen die Anleihen direkt an Privatanleger verkaufen und Anleger vor dem Start des Börsenhandels Kaufgebote für neue Anleiheemissionen abgeben können.²⁾ Die Börse Stuttgart sieht sich in diesem Börsensegment als First Mover und verweist auf einen Marktanteil von 70 % im Handel von Unternehmensanleihen (vgl. Interview mit Traub 2010). Aber auch die Deutsche Börse in Frankfurt, M:access bonds der Börse München, der Mittelstandsmarkt der Börse Düsseldorf und die Mittelstandsbörse Deutschland der Börsen Hamburg und Hannover bieten hier Dienstleistungen an und versuchen sich mit spezifischen Vorteilen für Emittenten gegenüber ihren Wettbewerbern abzugrenzen (Kalbhenn 2010, o. V. 2010k, o. V. 2010l).

Die Vielfalt an Notierungsmöglichkeiten kann einen Emittenten am Anleiheprimärmarkt sicherlich erfreuen. Der Wettbewerb unter den Börsenplattformen sorgt für günstige Notierungskosten und zahlreiche Dienstleistungsangebote. Mittelfristig kann diese Zersplitterung der Börsenlandschaft aber auch erhebliche Gefahren bergen. Da die Anleihevolumina oft nur überschaubar groß sind, ist das natürliche Börsenhandelsvolumen daraus ebenfalls überschaubar. Bislang hat noch keine Börse beweisen müssen, dass sie in der Lage ist, auch in schwierigen Marktlagen einen liquiden Handel aufrechtzuerhalten. Zweifel sind hier sicherlich angebracht. Wenn absehbar inflationsbedingt das allgemeine Zinsniveau

steigt, die Kurse der Anleihen (die vielleicht aktuell sowieso schon überhöht sind) einbrechen und Verkaufsdruck generieren, kann Illiquidität sehr viel schlechte Presse auch für die Emittenten bedeuten. Es gibt keine Anzeichen, dass sich die Emittenten darauf bereits eingestellt haben.

Darüber hinaus muss auch gefragt werden, ob der Emittent den Umgang mit einem Rating nicht gerade in einer Zeit, wo es für die Anlageentscheidung von geringerer Bedeutung ist, besonders gut üben kann und Fehler in der Kommunikation weniger schwer wiegen. Denn zwei wesentliche Aspekte werden von den Unternehmen, die sich gerade dem Rating verschließen, vernachlässigt. Erstens kann ein Rating die regelmäßige Kapitalmarktkommunikation in allen Bereichen erleichtern (Leitner 2010), und zweitens zeigt bspw. eine aktuelle wissenschaftliche Studie der Universität Frankfurt, dass eine börsennotierte Anleihe mit Rating die Konditionen für zusätzlich aufgenommene Mittel über Syndicated Loans signifikant verbessert (Fischer 2010).

Emissionen in Eigenregie

Mit dem verbreiteten Verzicht auf ein Rating wurden in jüngster Zeit eine zunehmende Zahl an Emissionen vom Unternehmen auch ganz ohne Platzierungsbank oder Bankenkonsortium im Eigenvertrieb vermarktet. Diese Konstruktion ist vor allem kostengetrieben. Ein Emissionsbegleiter fordert in der Regel zwischen 4 % und 6 % des Emissionsvolumens als Provision, Vermittler und Direktbanken als reine Dienstleister sind hier wesentlich günstiger (Dentz 2009, Kirchmann 2010).

Ein wenig bekanntes aber sehr erfolgreiches Beispiel ist die PCC SE, eine Holdinggesellschaft mit 90 Töchtern, Sitz in Duisburg und Geschäftsfeldern in den Bereichen Energie, Chemie und Logistik. PCC hat seit den späten 1990er Jahren über 20 Anleihen mit kleineren zweistelligen Emissionsvolumina am Markt platziert und über 100 Mio. Euro aktuell ausstehen (Döbler 2009). Ähnlich kann die in Eigenregie platzierte Anleihe der Ernst Klett AG über 30 Mio. Euro (in einer ersten Tranche) eingeordnet werden. Auch hier gab es schon Erfahrungen aus einer in Eigenregie begebenen Anleihe aus dem Jahr 2005. Wiederum war der Marketingaufwand bei der Platzierung offensichtlich überschaubar (vgl. das Interview mit Arthur Zimmermann 2009). Von den in dieser Vorstudie vorrangig betrachteten Unternehmen unterscheidet sich PCC allerdings in mehrerer Hinsicht. Das Unternehmen ist quasi Daueremittent, nutzt vor allem das direkte Umfeld bei der Investorensuche, wo es weniger Intransparenz gibt, und ist nicht auf die Börse angewiesen.

²⁾ Bemerkenswerterweise äußern sich in Interviews selbst Geschäftsführer von verhinderten Emittenten, die es nicht geschafft haben, zu platzieren, positiv über Bondm. Vgl. das Interview mit Gutekunst von der Rena GmbH (2010).

Für alle Unternehmen, die kleinere Volumina vor allem bei Privatanlegern platzieren wollen, bietet die Börse Stuttgart mit dem Segment Bondm Dienstleistungen, die das Verkaufen von Anleihen in Eigenregie erleichtert, wobei dieses Handelsegment gleichzeitig versucht, über die Zulassung zur Plattform Reputation für den Emittenten zu generieren (Blättchen 2010, Lammersdorf 2010). Auch bei dieser sehr auf niedrige Kosten fokussierten Platzierungsstrategie bieten spezialisierte Kommunikationsagenturen Unterstützungsleistungen an, die bei der Entwicklung eines Marketingkonzepts für die Emission beginnen, aber auch die Überprüfung der aktuellen Unternehmensstory mit den zentralen Kernbotschaften zur Verwendung des Emissionserlöses, die Entwicklung von Kommunikationsmaterialien (Flyer, Werbeanzeigen usw.) und sogar die Einrichtung von digitalen Zeichnungsmöglichkeiten auf der Homepage des Emittenten umfassen können (Kirchmann 2010). Gerade Emittenten, die Schwierigkeiten mit der Kreditaufnahme über Banken haben, aufgrund von Rentabilitätsproblemen die Konsortialprovisionen für Emissionsmandate (o. V. 2010p) vermeiden wollen, aber zugleich dringend auf den Erfolg der Anleihebegebung angewiesen sind, ist die Hinzuziehung eines Finanzkommunikationsberaters oft eine attraktive Option.

Stabilität der aktuellen Finanzierungsstrukturen

Um weitergehenden Forschungsbedarf und zusätzliche Dienstleistungsangebote des DIRK zu rechtfertigen, sollten die aktuellen Trends zur Anleihefinanzierung eine gewisse Nachhaltigkeit besitzen. Es gibt gute Gründe, davon auszugehen.

Die Unternehmensfinanzierung über den Bankkredit wird auch nach Einschätzung führender Kreditmanager dauerhaft an Bedeutung verlieren, weil Kreditinstitute nach Finanzkrisen allgemein immer sehr lange gebraucht haben, um sich neu aufzustellen (Burkert 2010). Verschärfte Regulierungsvorschriften mit höheren Eigenkapitalerfordernissen verstärken diesen Trend. Zudem wurden bereits seit Sommer 2007 die Vertragsbedingungen für Kredite verschärft, so dass bspw. durch Kündigungsrechte die Flexibilität des Managements stärker eingeschränkt wird als bei anderen Finanzierungsformen (vgl. Interview mit Winfried Carli 2009). Dadurch werden alternative Finanzierungsquellen dauerhaft an Bedeutung gewinnen, was auch den Unternehmensanleihen zugute kommen wird. Innerhalb der Kreditfinanzierungsalternativen werden die Perspektiven der bilateralen Bankkredite kritischer gesehen als die der syndizierten Kredite, wobei allerdings für die Zukunft eine geringere Zahl an Mitgliedern bei den Konsortialbanken erwartet wird (Voglis 2009).

Darüber hinaus werden auch viele andere Finanzierungsformen als Alternative zum Bankkredit nachhaltig wichtiger, bspw. Leasing, Factoring aber auch Verbriefungen, die aktuell ein sehr schwieriges Marktumfeld haben (Cerveny und Bechtold 2010), und ebenfalls einer Kapitalmarkt-kommunikation bedürfen. Ähnliche Herausforderungen gelten auch für den Schuldscheinmarkt. Nach seinem Einbruch in 2010 (Neugeschäft von 5 Mrd. Euro) und vielen kritischen Erfahrungen bei den Emittenten (Dentz 2010) scheint der Schuldscheinmarkt wieder an das Volumen des Jahres 2009 (Neugeschäft 16 Mrd. Euro) heranwachsen zu können (Becker 2009, o. V. 2011). So verkündete jüngst die Allianz, ihre Kreditvergabe über Schuldscheindarlehen ausbauen zu wollen (Flämig 2011).

Die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen darüber hinaus, dass Unternehmen, die einmal Anleihen begeben haben, um langfristigen Kapitalbedarf zu decken, ganz überwiegend bemüht sind, die Refinanzierung dieser Anleihen durch die Ausgabe neuer Bonds zu sichern. Damit werden aus Gelegenheits- dann Daueremittenten. Die dauerhafte günstige Finanzierung über den Kapitalmarkt setzt aber eine dauerhafte Kommunikation mit dem Kapitalmarkt voraus. Aus der Kombination und Aggregation all dieser Einzelbeobachtungen kann der Schluss gezogen werden, dass der Anleihemarkt eine dauerhafte, nachhaltige Aufwertung erfahren hat, die eine intensive Beschäftigung mit den Kommunikationsanforderungen auf diesem Markt unbedingt rechtfertigt.

IV. Herausforderungen und erste Handlungsempfehlungen für FIIR

Literatur mit Ratschlägen, wie eine effektive Finanzkommunikation mit Fremdkapitalgebern zu gestalten ist und welche kritischen Erfolgsfaktoren unbedingt zu beachten sind, findet sich zahlreich. Grunow und Oehm (2004), Lowis und Streuer (2006) und Mast (2009) sind nur drei vielleicht besonders prominente Beispiele, die in diesem Bereich viele normative Erkenntnisse zusammengetragen haben. Es gibt also grundsätzlich Vorlagen, wie eine Finanzkommunikation für Anleiheemittenten erfolgsversprechend aufgesetzt werden kann. Vor diesem Hintergrund ist es auch nicht das Ziel dieser Vorstudie, diese allgemeinen Erkenntnisse weiter zu ergänzen. Vielmehr richten sich unsere Hinweise an drei Zielgruppen.

Erstens ist für die erfahrenen Emittenten und Kapitalmarktteilnehmer die Frage zu klären, wie mit Anleihen ohne Rating dauerhaft umzugehen ist. Ein Rating entspricht nach wie vor dem Standard, und bei Abweichungen vom Standard gilt ‚Comply or Explain.‘ Für die neu auf den Markt kommenden Mittelstandsemittenten sind die Herausforderungen offensichtlich grundsätzlicherer Natur. Und generell bedeutet eine quasi neue Anlageklasse mit vielen neuen Investoren auch gestiegene Kommunikationsanforderungen, die in den meisten Fällen nicht von der eigentlichen IR-Abteilung/ dem IR-Verantwortlichen zu bewältigen sind, sondern andere Bereiche im Unternehmen einbeziehen müssen, also ein klassisches Schnittstellenproblem. Zu diesen Bereichen soll hier nur kurz einige bekannte Probleme skizziert werden. Zusätzlich stellt sich die Frage der Vorbereitung auf potentielle größere Schocks am Anleihemarkt insgesamt, bspw. in Verbindung mit der Euroschuldenkrise.

Defizite in der langfristigen Ausrichtung von FIIR

Gerade die Marktturbulenzen im vierten Quartal 2010 haben gezeigt, dass auch Fremdkapitalinvestoren ihre Asset Allocation in breiteren Risikoklassen unter Einbeziehung von PIGS Bonds vornehmen und insgesamt kritischer geworden sind. Dadurch wird die Planung von gut geeigneten Emissionszeitfenstern gerade für die eher unerfahrenen Mittelstandsemittenten schwieriger, und das Bedürfnis nach umfassender offener Informationsvermittlung steigt. Faktoren wie Glaubwürdigkeit und Offenheit in der Kommunikation des Emittenten scheinen verstärkt Einfluss auf Investmententscheidungen der Marktteilnehmer zu haben.

Emittentenseitig beschränkt sich Fixed Income Investor Relations – entsprechend die Kommunikation mit Fremdkapitalgebern – noch häufig auf kurzfristig angelegte Maßnahmen im Vorfeld von Kapitalmaßnahmen (allein schon bedingt durch knappe personelle Ressourcen), wobei die Verantwortung oft organisatorisch getrennt von der Investor Relations beim Treasurer des Emittenten liegt. Sobald die benötigten Volumina untergebracht sind, flaute der enge Informationsaustausch mit den Kapitalgebern schnell ab oder schlief sogar vollständig ein. Bei einem häufig bestehenden Vertrauens- und Glaubwürdigkeitsvorschuss, den das Unternehmen sich durch die Investor Relations anderweitig aufgebaut hat, blieb diese nachgeordnete und nur sporadische Informationsversorgung bislang meist ohne direkte negative Auswirkungen. Begünstigt wird das Stillhalten durch den aktuell wahrgenommenen langfristigen Anlagehorizont der meisten Privatanleger.

In Zeiten großer Investitionszurückhaltung finden sich aber – genau wie bei Eigenkapitalgebern – einige Anhaltspunkte, dass die Investoren auf der Fremdkapitalseite insgesamt immer weniger bereit sind, zusätzliche (überflüssige) Risiken aus subjektiv wahrgenommener, mangelnder Transparenz und informationaler Benachteiligung hinzunehmen. So können Situationen entstehen, in denen trotz objektiv attraktiver Fundamentaldaten durch Schwächen in der Kommunikation Unternehmensanleihen von den Investoren mit einem Risikoaufschlag belegt werden, der angesichts gegebener operativer und finanzieller Risiken als überhöht erscheint. Die Forderung nach einer höheren Verzinsung und die darin zum Ausdruck kommende geringere zuerkannte Bonität des Unternehmens treiben die Kapitalkosten des Unternehmens nach oben. Die jüngste Vergangenheit war allerdings eher von der gegenläufigen Beobachtung geprägt, dass insbesondere Privatanleger – offensichtlich ohne adäquat risikoadjustierte Benchmark – Anleihen zu Konditionen gezeichnet haben, die auf eine Überbewertung der Anleihepreise hindeuten. Hier liegt eher die Gefahr in nachhaltiger Enttäuschung dieses Investorensegments, wenn sich im Zeitablauf die Anleihepreise den allgemein am Markt gegebenen Rendite-Risiko-Relationen anpassen.

Auch wenn Fremdkapitalinvestoren bislang noch seltener intensiven Einfluss auf das Management genommen haben als manche Aktionärsaktivisten, erlebten immerhin 10% der von der Forschungsgruppe Finanzkommunikation befragten Unternehmen bereits, dass von Fremdkapitalinvestoren konkrete Änderungen in der Finanzierungsstruktur des Unternehmens eingefordert wurden. In der Gesamtbetrachtung zeichnet sich damit ein Bild von der Finanzkommunikation börsennotierten deutscher Großunternehmen ab, das insgesamt durch intensive Investor Relations, aber eher sporadische FIIR gekennzeichnet ist. In einem solchen Umfeld haben die Unternehmen, die sich intensiv auch ihrer FIIR widmen, noch gute Chancen, sich positiv von ebenfalls Kapital suchenden Konkurrenten zu differenzieren und ihre Position im Wettbewerb um Fremdkapital durch die Einbeziehung von FIIR in die Unternehmenskommunikation entscheidend zu verbessern. Ansatzpunkte dafür sind absehbar.

Vergleichbare Informationen für Eigen- und Fremdkapitalgeber

Die Schnittmenge an Informationen, die für Eigen- wie Fremdkapitalgeber bewertungsrelevant und identisch interpretierbar sind, ist recht umfangreich. Hierzu zählen zunächst Auskünfte, die allen Kapitalgebern ein klares Bild von der aktuellen Situation und der strategischen Perspektive des Unternehmens vermitteln, also bspw. die historischen, aktuellen und erwartete Finanzdaten, die kurz-,

mittel- und langfristige strategische Ausrichtung sowie die Positionierung des Unternehmens im Markt- und Wettbewerbsumfeld. Auf diesen Informationen begründet sich auch die Equity Story des Unternehmens, die jede Investor Relations-Abteilung regelmäßig kommunikativ aufbereitet haben sollte. Entsprechend lassen sich auf dieser Basis die etablierten Investor Relations-Maßnahmen zu einer integrierten Kommunikationsstrategie ausweiten, die die Sichtweise der Fremdkapitalgeber einschließt. In der praktischen Umsetzung ergeben sich daraus bspw. Empfehlungen, während einer Roadshow zusätzlich zu den Eigenkapitalinvestoren auch Fremdkapitalinvestoren einzuladen, Fremdkapitalgeber ebenfalls in den Presseverteiler aufzunehmen und mit aktuellen Unternehmensinformationen zu versorgen. Derartige Maßnahmen stellen keinen großen Aufwand dar, bieten aber einen erweiterten Service, mit dem die Kreditoren eine erhöhte Aufmerksamkeit und Wertschätzung erfahren.

Dennoch dürfen die unterschiedlichen Ziele und Perspektiven von Fremd- und Eigenkapitalinvestoren niemals außer Acht gelassen werden und Botschaften sind immer wieder aus den Perspektiven beider Investorentypen zu beleuchten. So müssen Aktienrückkäufe oder Eigenkapitalerhöhungen differenziert kommuniziert werden: Im Fall des Aktienrückkaufes erhöht sich der Eigentumsanteil des Aktionärs am Unternehmen und damit letztlich der Wert seines Investments; aus Sicht des Fremdkapitalgebers jedoch wird dadurch liquides Vermögen dem Zugriff der Gläubiger entzogen und so das Risiko erhöht, dass das Unternehmen seinen Zins- und Tilgungszahlungen nicht nachkommen kann. Auch wenn der Informationsbedarf von Fremd- und Eigenkapitalinvestoren sehr ähnlich ist, ist es nicht sinnvoll, die Fremdkapitalgeber nur mit den auf die Eigenkapitalseite zugeschnittenen Kommunikationsmitteln zu versorgen.

Selbst Daueremittenten mit einem eingeführten Qualitätsprodukt müssen in ihrer Selbsteinschätzung erhebliche Defizite im Bereich der FIIR eingestehen. Wie Leinberger und Schiereck (2007) am Beispiel der deutschen Hypothekenbanken und des Pfandbriefs (noch vor der Finanzkrise) dokumentieren, wird als zentrale Stärke der FIIR hier (erstaunlicherweise) nicht auf spezifische Aktivitäten des Emittenten sondern regelmäßig nur auf das hervorragende Produkt verwiesen. Der Pfandbrief besitzt einen sehr hohen Bekanntheitsgrad und meist ein sehr starkes Rating bei entsprechender Bonität.

In Bezug auf die direkte Kommunikation mit aktuellen und potentiellen Investoren sehen nahezu alle Hypothekenbanken selbstkritisch eine zu geringe Nähe zu ihren Investoren oder eine zu geringe Kontaktfrequenz. Auch in der Kooperation mit den beauftragten Intermediären wird ein

intensiverer Kontakt gewünscht. Damit einhergehend geben viele Banken, die über keine Investor Relations-Abteilung verfügen, einen konkreten Bedarf nach der Einrichtung einer solchen Abteilung an. Banken hingegen, die über eine für Fixed Income Investor Relations verantwortliche Investor Relations-Abteilung verfügen, bemängeln den niedrigen Grad an Transparenz bei der Erfassung der Wünsche ihrer Investoren und wünschen hier eine Standardisierung, wie sie im Shareholder-Bereich zum Beispiel zu finden ist. Zudem betonten diese Hypothekenbanken auch, dass die Qualität der eigenen Zusammenarbeit zwischen Treasury und Investor Relations einer hohen personellen Abhängigkeit unterliegt.

Generell sind die meisten IR-Abteilungen in Deutschland stark auf die Kommunikation mit der Eigenkapitalseite ausgelegt. Die Kommunikation mit Fremdkapitalgebern erfolgt durch das Treasury, wie auch die Fallstudien im nächsten Kapitel unterstreichen. Diese Erkenntnisse sind nicht auf Deutschland zu beschränken, sondern können als quasi globales Resultat festgestellt werden. So berichtet BNY Mellon in ihrem 6. Survey Analysis of IR Practices Worldwide – Global Trends in Investor Relations – im Oktober 2010:

„Overall the majority of investor relations departments (64 %) do not proactively target the fixed income community, and 46 % of these companies have no plans to actively pursue this audience in the future.“

Schnittstellenmanagement zur Sicherstellung einer einheitlichen Kommunikation ist deshalb gefordert. Dazu ist insbesondere eine Aufwertung und Neuausrichtung des Treasury wichtig.

Veränderte Bedeutung des Treasury

Die höheren Anforderungen an die Finanzkommunikation, die durch die stärkere Kapitalmarktorientierung bei der Fremdkapitalaufnahme für die Emittenten entsteht, hat natürlich auch Konsequenzen für die Personen, die die zusätzlichen neuen Aufgaben im Unternehmen wahrzunehmen haben. Hier ist, wie insbesondere auch die Fallstudien im folgenden Kapitel V. noch zeigen werden, in den meisten Unternehmen die Finanzabteilung vor allem in Person des Treasurers gefragt. Dessen Berufsbild und Bedeutung kann deutlich aufgewertet werden, wenn es ihm gelingt, seine zusätzlichen Aufgaben sichtbar gut umzusetzen (Wnuck 2008, Bellin 2010, Hughes 2010, Lorenz 2010).

Der Treasurer kann häufig davon profitieren, dass seine Glaubwürdigkeit bei den langjährigen Bankpartnern sehr hoch ist. Defizite könnten am ehesten gegeben sein, wenn eine umfassende Debt Story bzw. Bond Story proaktiv und transparent verkauft werden muss (Robeck 2010). Weder war bislang proaktives ganzheitliches Kommunizieren gefordert, noch musste in bilateralen Kreditverhandlungen auf einheitliche, transparente Informationsbereitstellung geachtet werden. Als gelungenes Beispiel einer überzeugenden Bond Story gilt die Anleiheemission der KTG Agrar AG im September 2010, wo mit wenigen prägnanten Botschaften erfolgreiche Kommunikationsarbeit geleistet wurde. Die Medienresonanz mit TV-Beiträgen war sehr positiv, der Bekanntheitsgrad des Unternehmens wurde gesteigert (Kirchmann 2011). Eine allgemeine Übersicht über die Kapitalmarktorientierung des Treasury steht aber noch aus.

V. Fallstudien zur Fremdkapitalkommunikation

Untersuchungsdesign

Die Befragung ausgewählter Unternehmen aus dem DIRK-Mitgliederkreis sollte der Ableitung praxisorientierter Forschungsfragen im Bereich der Fremdkapitalkommunikation dienen. Um die Diversität der Fragestellung erfassen zu können, sind vier Unternehmen unterschiedlicher Größe und Kapitalmarktorientierung befragt worden. Die mittelgroße Claas KGaA mbH ist neben dem umsatzstärkeren Haniel-Konzern nicht börsennotiert. Spiegelbildlich waren die Rheinmetall AG und die weitaus größere RWE AG als börsennotierte Gesellschaften ausgewählt worden. Die Interviewpartner waren jeweils leitende Mitarbeiter aus dem Finanz- und dem Investor Relations- oder Kommunikationsbereich. Die Ergebnisse der strukturierten Expertengespräche sind nachfolgend als kurze Fallstudien zusammengefasst.

Fallstudie Claas KGaA mbH

Mit einem Umsatz von 2,5 Mrd. Euro (2010) und 8.968 Mitarbeitern am Bilanzstichtag 2010 gehört die CLAAS KGaA mbH zu den mittelgroßen Unternehmen Deutschlands. CLAAS ist mit seinen Aktien nicht börsennotiert. Wie börsennotierte Kapitalgesellschaften nutzt CLAAS als – nach eigener Darstellung – „kapitalmarktorientiertes Familienunternehmen“ jedoch zur Finanzierung den Kapitalmarkt. Dabei kommt die gesamte Bandbreite der Instrumente zum Einsatz: Es wurden in der jüngeren Vergangenheit

börsennotierte Anleihen (Senior Bonds und Subordinated Perpetuals), privat platzierte Anleihen (US-PP) und Schuldscheine gegeben. Außerdem existieren ein größerer syndizierter Kredit und mehrere ABCP-Programme. Auch mit Genussscheinen gibt es bereits Erfahrungen. Die Anleihen haben kein Rating.

Finanzverbindlichkeiten der CLAAS KGaA mbH zum 30.09.2010

in Mio. Euro

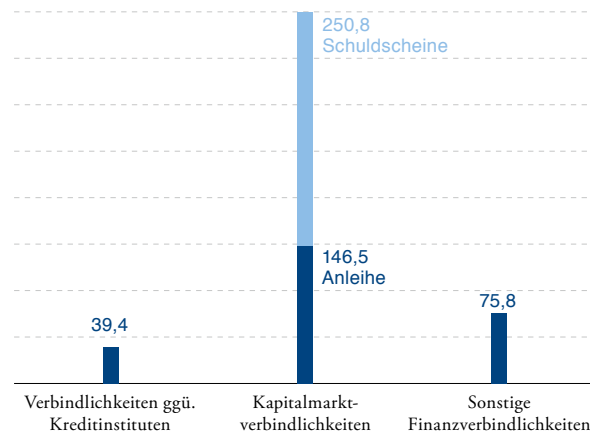


Abbildung 4

Adressaten der Finanzmarktkommunikation sind außer den (Kern-)Banken auch institutionelle Investoren in Deutschland, Europa und den USA. Für private Kleininvestoren gibt es durch die Mindeststückelungen faktisch sehr begrenzten Zugang. Im Innenverhältnis sind auch Einkauf und Vertrieb im Hinblick auf die dahinter stehenden Lieferanten und Vertriebspartner Adressaten der Finanzkommunikation. Aus der Rechtsform der KGaA ergibt sich die besondere Stellung des Gesellschafterausschusses (als Pendant zum Aufsichtsrat der Publikums-AG).

Die Finanzmarktkommunikation wird bei CLAAS organisatorisch und konzeptionell von den drei Bereichen Treasury/Finanzierung, Public Relations und Rechnungswesen/Controlling getragen. Faktisch gibt es eine enge Abstimmung zwischen PR und Treasury/Finanzierung. Investorenanfragen kommen entweder direkt bei Treasury/Finanzierung an oder werden zumindest von dort aus beantwortet. Der direkt messbare zeitliche Aufwand der Banken- und Investorenbetreuung, der fast ausschließlich im Bereich Treasury/Finanzierung anfällt, macht 50 bis 60% einer Vollzeitstelle aus.

Treasury/Finanzierung berichtet an den CFO, Public Relations an den CEO. CEO und CFO engagieren sich in der Finanzmarktkommunikation, die einzelnen Investorgespräche werden jedoch fast ausschließlich vom Leiter

Treasury/Finanzierung geführt. Die Adressaten Banken, Finanzinvestoren, Kreditversicherungen und Kreditauskunftfeien werden direkt von Treasury/Finanzierung aus gepflegt, die Presse (auch Wirtschaftspresse) wiederum primär von Public Relations, mindestens aber arbeitet Treasury/Finanzierung zu. Lieferanten und Abnehmerorganisationen gelten ebenfalls als Adressaten der Finanzmarkt-kommunikation und werden von Treasury/Finanzierung indirekt durch geeignete Unterstützung der Bereiche Einkauf und Vertrieb betreut.

Zentrale Finanz-Kommunikationsevents sind die Bilanzpressekonferenz mit der Vorlage des Geschäftsberichts und das jährliche Finanzpartnertreffen. Beide Ereignisse und der Geschäftsbericht werden in einem Team aus Treasury/Finanzierung, Rechnungswesen/Controlling und Public Relations vorbereitet. Das Finanzpartnertreffen selbst steht in der Verantwortung von Treasury/Finanzierung. CEO, CFO und die Geschäftsführung Vertrieb spielen eine aktive Rolle bei dieser Veranstaltung. PR und Controlling sind eingebunden. Am Finanzpartnertreffen nehmen die Relationship-Manager der Kernbanken mit ihrer jeweiligen Führungsebene teil. Ein Tag nach dem Finanzpartnertreffen findet die Bilanzpressekonferenz unter der Regie von PR statt. Die Schuldschein-Investoren werden am Tag der Bilanzpressekonferenz über eine Telefonkonferenz informiert, wie auch die Investoren des US-PP. Beide Telefonkonferenzen werden von Treasury/Finanzierung durchgeführt.

und Analysten kommen gelegentlich vor, um Informationen zum Markt für Landmaschinen und deren Produzenten auszutauschen. Die Investorengespräche und Präsentationen liegen in der Verantwortung von Treasury/Finanzierung. Betriebsbesichtigungen für Investoren und Bankvertreter werden von Treasury/Finanzierung im Rahmen der verschiedenen Kontakte durchgeführt. In der nicht persönlichen Finanzkommunikation sind bei CLAAS die Geschäftsberichte von besonderer Bedeutung. In diesen Berichten hat der Finanzbereich traditionell einen herausgehobenen Stellenwert. Verantwortlich für den Geschäftsbericht ist Public Relations, während Treasury/Finanzierung und Rechnungswesen/Controlling die Veröffentlichungspflichten steuern und die Leitlinien (Konzernabschluss und -lagebericht, Bericht des AR) gestalten. Zwischenberichte werden nicht veröffentlicht. Für Pressemitteilungen und den Internet-Auftritt, auch für die IR-Seiten ist der Bereich Public Relations zuständig. Die Weitergabe nicht öffentlicher Finanzinformationen liegt in der Kompetenz von Treasury/Finanzierung. Guidance spielt bei CLAAS naturgemäß eine geringe Rolle.

Für CLAAS ist wichtig, dass alle internen Nutzer über abgestimmte Basisfirmeninformationen verfügen. Alle Adressaten innerhalb einer Adressatengruppe sollen gleich informiert werden, es soll auch keine Widersprüche in den Aussagen gegenüber verschiedenen Gruppen geben. Um



Abbildung 5: IR-Internetauftritt der CLAAS KGaA mbH

Darüber hinaus gibt es mit den Banken laufende Kontakte und Einzelgespräche je nach wechselseitigem Bedarf. Außerhalb der Banken finden Einzelgespräche mit Investoren statt, aber eher selten und auf Wunsch. Um den Kontakt zu den Investoren des US-PP zu halten, werden auch Investorenbesuche in den USA durchgeführt. Auf Investoren-Konferenzen wird gelegentlich und ohne aktuellen Anlass zur Marktpflege präsentiert. Gespräche mit Equity-Investoren

dies sicher zu stellen, verfügt CLAAS für die Finanzmarkt-kommunikation über ein umfangreiches Fact Book, zu dem die verschiedenen internen Informationslieferanten, insb. Rechnungswesen/Controlling und Public Relations zuliefern, und das im Bereich Treasury/Finanzierung gepflegt und vorgehalten wird. Finanzdaten werden von Treasury/Finanzierung und Rechnungswesen/Controlling erzeugt, gepflegt und bei Rechnungswesen/Controlling vorgehalten.

Verantwortlichkeiten bei der Nutzung von Informationsinstrumenten bei der CLAAS KGaA mbH

Instrumente der direkten Information

| | Bankentreffen | Bilanzpresse-konferenzen | Analysten-Calls | Roadshows / One-on-ones | Debt-Investor Relations-Konferenzen | Betriebs-besichtigungen |
|-------|---------------|--------------------------|-----------------|-------------------------|-------------------------------------|-------------------------|
| PR/IR | + | ++ | 0 | 0 | 0 | ++ |
| TR/FI | ++ | + | ++ | ++ | ++ | ++ |

Instrumente der indirekten Information

| | Geschäfts-berichte | Presse-mitteilungen | Ad-hoc-Meldungen | Internet-auftritt | Fact Book | Nicht öffent-liche Infos | Guidance |
|-------|--------------------|---------------------|------------------|-------------------|-----------|--------------------------|----------|
| PR/IR | ++ | ++ | ./. | ++ | 0 | 0 | ./. |
| TR/FI | + | 0 | ./. | + | ++ | ++ | ./. |

Abbildung 6: (IR = Investor Relations-Abteilung, PR = Public Relations, TR/FI = Finanz-/Treasury-Abteilung, ++ = hauptverantwortlich, + = mitwirkend, 0 = kein Anteil)

Fallstudie Franz Haniel & Cie. GmbH

Die Duisburger Haniel-Gruppe ist ein dezentral organisierter Mischkonzern in Familienbesitz, dessen rund 800 Einzelgesellschaften im Jahr 2010 durchschnittlich 58.141 Mitarbeiter beschäftigten. Der Gesamtumsatz dieses Zeitraums belief sich auf insgesamt 27,4 Mrd. Euro. Die vollkonsolidierten Tochterunternehmen sind in den Geschäftsfeldern der Pharmadistribution, der Berufsbekleidung und Waschraumhygiene, im Rohstoffhandel sowie im B2B-Spezialversand tätig. Durch die Beteiligung an der börsennotierten METRO Group hat darüber hinaus auch der Warenhandel einen bedeutenden Anteil am Konzerngeschäft. Die Holding Franz Haniel & Cie. GmbH nimmt überwiegend die Aufgaben einer strategischen Portefeuilleverwaltung wahr und erfüllt dabei weniger die Funktion eines klassischen Stammhauses. In ihr sind die Kompetenzen der strategischen und finanziellen Führung sowie des konzernübergreifenden Personalmanagements gebündelt.

Die Bankverbindlichkeiten wurden seit dem Berichtsjahr 2009 um 42,4% reduziert. Auf der anderen Seite erhöhten sich die Kapitalmarktschulden um 46,2%, so dass deren Umfang nun mehr als das Doppelte der Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten ausmachen (Abb. 7). Letztere werden größtenteils bilateral, teils zentral, teils seitens der Tochtergesellschaften, hier aber unter Hilfestellung durch die Holding, eingegangen. Diese Unterstützung umfasst – auch im Rahmen der Kapitalmarktmissionen – jedoch lediglich begleitende Koordinierungsaufgaben sowie die Betrachtung und Steuerung des Gesamtexposures der Gruppe. Grundsätzlich sollen alle Tochtergesellschaften unabhängig von der Muttergesellschaft finanziert werden.

Das MTN-Programm hat ein Volumen von 2,0 Mrd. Euro. Daneben gibt es ein CP-Programm über 0,5 Mrd. Euro. Haniel hat ein Langfristrating von BBB- bei S&P und Ba1 bei Moody's.

Finanzverbindlichkeiten Haniel-Gruppe zum 31.12.2010 in Mio. Euro

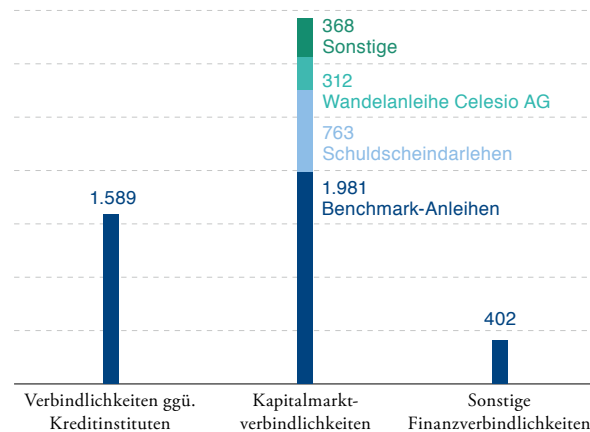


Abbildung 7

Sämtliche Finanzschulden der Franz Haniel & Cie. GmbH sind unbesichert. Die Fremdkapitalinvestoren und die übrigen Gläubiger auf der Holdingebene werden bewusst gleichrangig behandelt. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sind auf rund 30 Kernbanken der gesamten Gruppe zuzüglich ca. zehn weiterer Kernbanken, die nur bei den Töchtern aktiv werden, verteilt. In die Anleihen investieren vorwiegend Pensions- und sonstige Fonds sowie auch



Abbildung 8: Investor Relations-Internetauftritt der Franz Haniel & Cie. GmbH

Banken. Letztere reichen einen Großteil ihrer Investments über die Private Wealth-Sparten an private Anleger weiter. Schuldscheine werden üblicherweise ab einem Mindestvolumen von 50 Mio. Euro begeben und – außerhalb der Kernbanken – seitens eines größeren Bankenkreises gehalten. Sie erreichen somit Fremdkapitalgeber, mit denen eine bilaterale Kreditverhandlung nicht sinnvoll darstellbar wäre. Vor diesem Hintergrund werden Schuldscheine durchaus auch auf Basis einer Reverse Inquiry ausgegeben. Versicherungen treten in Anbetracht des Ba1-Ratings (Moody's) seltener als Anleihe- oder Schuldscheininvestoren auf. Commercial Papers werden über vier der Kernbanken emittiert, welche die Instrumente vorwiegend im deutschen Mittelstand platzieren.

Der Investorenkontakt der Haniel-Gruppe ist stets im Kontext ihres geschlossenen Eigentümerkreises und der stark diversifizierten Struktur der gesamten Gruppe zu betrachten. Insbesondere Ersterer ist ursächlich für die Tatsache, dass ihre Holding keine Abteilung mit ausschließlicher Investor Relations-Kompetenz vorhält. Die börsennotierten Töchter haben jeweils ein selbständiges Investor Relations-Management. In der Holding wird diese Funktion gemeinschaftlich seitens der Finanz- und der Kommunikationsabteilung wahrgenommen. Die Aufgabenverteilung orientiert sich dabei an den Kernkompetenzen des jeweiligen Bereichs: Die zentrale Finanzabteilung verantwortet neben den operativen Treasuryfunktionen und dem Finanzrisikomanagement vor allem auch die Erarbeitung einer optimalen Finanzierungsstrategie. Im Rahmen dieser Tätigkeit obliegt ihr der regelmäßige und vorrangige Kontakt zu den Fremdkapitalinvestoren. Sie wird von der Kommunikationsabteilung unterstützt, deren Hauptaufgabe in der Sicherstellung eines einheitlichen Außenauftritts des Gesamtunternehmens liegt. Während die zentrale Finanzabteilung dem CFO zugeordnet ist, untersteht die Kommunikationsabteilung dem CEO: Die Zusammenarbeit der beiden Abteilungen

erfolgt in direkter und überwiegend informeller Weise. Die fachliche Vorarbeit der Finanzabteilung wird dabei von den Kommunikationsverantwortlichen zielgruppengerecht ausformuliert. Von den 15 Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen des Finanzbereichs sind vier mit der Finanzmarktkommunikation befasst, allerdings nicht mit der vollen Arbeitszeit. Etwa die Hälfte des Zeitaufwands für Finanzmarktkommunikation entfällt auf die Kapitalmarktinvestoren. Die andere Hälfte dient der bilateralen Kommunikation. Von 30 Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen der Kommunikationsabteilung sind fünf für externe Kommunikation zuständig, vor allem für die Pressearbeit.

Banken, Investoren, Analysten und Kreditversicherungen werden vom Finanzbereich betreut. Wichtige Adressaten sind zunächst die Banken und hier primär deren Relationship-Manager. Kreditanalysten der Banken sind nur selten Gesprächspartner. Schuldschein gläubiger sind weit aus weniger Adressaten als die Anleihen-Investoren. Bei den Anleihen sind neben vereinzelt Fondsmanagern vor allem Buy-Side-Analysten, deren alleiniger Fokus auf Anleihen liegt, mit Informationen zu bedienen. Ratinganalysten werden ebenfalls als Adressaten der Finanzmarktkommunikation angesehen. Wichtige Adressaten sind im Hinblick auf die Notenbankfähigkeit der Haniel-Verbindlichkeiten und Schuldtitel als Sicherheit bei der Bundesbank auch die Analysten der Deutschen Bundesbank. Der Kontakt zu anderen Intermediären ist weniger stark ausgeprägt. Mit den Kreditversicherungen wird ausschließlich zur koordinierten Unterstützung der Tochtergesellschaften und deren Absatzfinanzierungen kommuniziert. Anfragen seitens der Kreditauskunfteien werden prinzipiell von der Kommunikationsabteilung bearbeitet. Auch der Kontakt zur Wirtschaftspresse ist ihr redaktionell zugeordnet. Nur bei rein finanziellen Fragestellungen werden im Bedarfsfall Informationen von der Finanzabteilung eingeholt. Im Rahmen

Verantwortlichkeiten bei der Nutzung von Informationsinstrumenten bei der Franz Haniel & Cie GmbH

Instrumente der direkten Information

| | Bankentreffen | Bilanzpressekonferenzen | Analysten-Calls | Roadshows/ One-on-ones | Debt-IR-Konferenzen |
|-------|---------------|-------------------------|-----------------|------------------------|---------------------|
| KO | + | ++ | + | + | + |
| FI/TR | ++ | + | ++ | ++ | + |

Instrumente der indirekten Information

| | Geschäfts-berichte | Pressemitteilungen | Ad-hoc-Meldungen | Internetauftritt | Fact Book |
|-------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------|
| KO | ++ | ++ | ++ | ++ | ++ |
| FI/TR | + | + | + | + | + |

Abbildung 9

(KO = Abteilung Externe Kommunikation, FI/TR = Abteilung für Treasury und Finanzierung, ++ = hauptverantwortlich, + = mitwirkend, 0 = kein Anteil)

der Gesellschafterdarlehen wird auch der Familienkreis als Adressatengruppe für Fremdkapital-Kommunikation betrachtet und bedient. Während der Abschluss dieser Darlehen naturgemäß von der Finanzabteilung arrangiert wird, ist der regelmäßige Folgekontakt im Aufgabenspektrum der Kommunikationsabteilung angesiedelt. Darüber hinaus gehende Informationsbedürfnisse der Anteilseigner werden durch ein spezielles Intranet befriedigt, dessen Pflege ebenfalls durch die Kommunikationsabteilung erfolgt.

Die Kommunikation mit den Banken findet neben den bilateralen Gesprächen auf dem Bankers Day statt. Für diese Veranstaltung ist die Finanzabteilung federführend, die Kommunikationsabteilung ist beteiligt. Der Großteil der Kommunikation zu den Anleiheinstrumenten findet in der Platzierungsphase unter Verantwortung der Finanzabteilung statt. Die sich anschließende Folgekommunikation wird unter anderem im Rahmen von jährlichen europaweiten Investorenpupdates als Non Deal Roadshow mit Einzel- und Gruppengesprächen unter primärer Zuständigkeit der Finanzabteilung und Teilnahme des CFO und ggf. des Leiters Externe Kommunikation wahrgenommen. Zusätzliche Telefonkonferenzen für Investoren werden von Haniel bei Bedarf angeboten. Während die Bilanzpressekonferenz selbst seitens der Kommunikationsabteilung durchgeführt wird, sind für den sich anschließenden Analysten-Call die Finanzverantwortlichen zuständig. Am Analysten-Call nehmen auch der Finanzvorstand, Vertreter relevanter Fachabteilungen (Controlling, Recht, Konzernentwicklung) sowie der Leiter Externe Kommunikation teil. Diese Konferenz findet nur für die angemeldeten Investoren statt. Neben jenen quasi-öffentlichen Veranstaltungen werden auch Einzelgespräche mit investierten Gläubigern durchgeführt. Aufgrund des geringen täglichen Handelsvolumens der Haniel-Anleihen ist das Interesse potenzieller Investoren an einem kurzfristigen Anteilsaufbau gering. An Präsentationen

auf Debt-Investor-Relations-Veranstaltungen besteht Interesse, allerdings gebe es noch zu wenig geeignete Konferenzen. Equity-Konferenzen werden nicht besucht.

Auch im Rahmen der indirekten Informationsinstrumente lässt sich eine durchgängige Kooperation zwischen den Finanz- und Kommunikationsverantwortlichen feststellen. Sowohl die Geschäftsberichte als auch der Internetauftritt, die Pressemitteilungen und Ad-hoc-Meldungen werden von der Kommunikationsabteilung unter Mitwirkung anderer Stabsstellen, wie den Finanzen, dem Rechnungswesen, Controlling oder der Rechtsabteilung, vorbereitet und verantwortet. Ein als solches definiertes Fact Book gibt es noch nicht, da der Kreis von mit dem Außenauftritt betrauten Personen auf wenige Fachabteilungsleiter und den Vorstand beschränkt ist. Bislang existieren themenbezogene Unterlagen (Q&A) für die Bilanzpressekonferenzen und den Halbjahresbericht. Diese werden zweimal jährlich fortgeschrieben und aktualisiert.

Fallstudie Rheinmetall AG

Der Düsseldorfer Automobilzuliefer- und Rüstungskonzern Rheinmetall erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2010 mit 20.079 Mitarbeitern einen Gesamtumsatz von etwa 4,0 Mrd. Euro. Die 108 vollkonsolidierten Tochterunternehmen und 27 weitere Beteiligungen sind umsatzbezogen je zur Hälfte im Defence- und im Automotive-Bereich tätig. Das Auslandsgeschäft umfasst etwa 69 % des Konzernumsatzes. Die Aktien der Rheinmetall AG werden an verschiedenen deutschen Börsenplätzen gehandelt und sind im MDAX gelistet. Die Marktkapitalisierung lag am 31.12.2010 bei knapp 2,4 Mrd. Euro. Die Aktien befinden sich – abzüglich der Aktien im Eigenbesitz von etwa vier Prozent – im Streubesitz.

Die Rheinmetall-Gruppe wurde von der Ratingagentur Moody's auf ein Baa3-Rating mit stabilem Ausblick eingestuft; das Kurzfrist-Rating ist P-3. Die gesamten Finanzschulden beliefen sich im Jahr 2010 auf 705 Mio. Euro. Zum Bilanzstichtag war der Konzern zu 91 % über den Kapitalmarkt fremdfinanziert. Lediglich 7 % der Verbindlichkeiten bestanden – jeweils etwa hälftig über einen kurz- oder langfristigen Zeitraum – gegenüber Kreditinstituten. Das Kernprodukt der Kreditbeziehungen bildet eine syndizierte Kreditlinie von 400 Mio. Euro unter Beteiligung von zwölf Banken, die zum 31.12.2010 ungenutzt war. Darüber hinaus bestehen diverse bilaterale Beziehungen zu weiteren Banken, die überwiegend zur Abdeckung des Bedarfs an Avalen dienen. Rheinmetalls vormals ausstehende Anleihe in Höhe von 325 Mio. Euro war im Juni 2010 fällig und bereits 2009 durch eine Kombination aus bilateralen Rahmenkreditlinien über 200 Mio. Euro und mehreren Schuldscheinendarlehen in Gesamthöhe von 149 Mio. Euro refinanziert worden. Im September 2010 platzierte die Rheinmetall AG eine 500 Mio. Euro Benchmark-Anleihe bei einer Vielzahl europäischer Investoren. Der Konzern verfügt des Weiteren über ein Commercial Paper- und ein ABS-Programm mit Volumina von 500 Mio. bzw. 170 Mio. Euro. Außerdem hat Rheinmetall verfügbare Avallinien mit einem Gesamtvolumen von über einer Mrd. Euro.

Finanzverbindlichkeiten der Rheinmetall AG vom 31.12.2010 in Mio. Euro

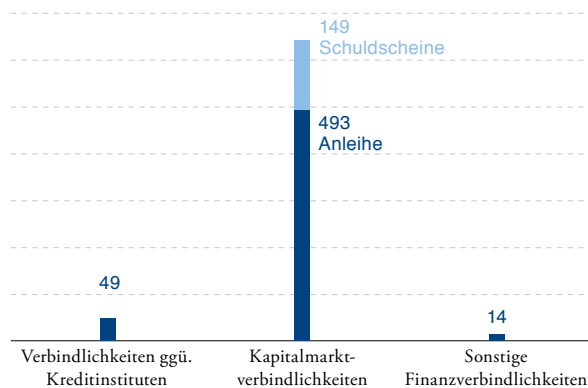


Abbildung 10

Die Anleihen 2005 und 2010 wurden hauptsächlich von institutionellen Investoren, wie Versicherungsgesellschaften und Fonds, gezeichnet. Unter den – infolge der geringen Marktliquidität – überwiegenden Buy-and-Hold-Investoren befanden sich zum Laufzeitende inzwischen vermehrt auch Kleinanleger, welche jedoch maximal zehn Prozent der Anlegerschaft ausmachten. Private Investoren stellen

ausdrücklich keine direkte Vermarktungszielgruppe dar. Die Kommunikation zu den Bondholdern beschränkt sich auf die Emissionsphase. Sie liegt in dieser Zeit in der Verantwortung der Abteilung Treasury & Finanzierung. An der über eine Bank organisierten, Deal-bezogenen Roadshow haben neben Treasury & Finanzierung, CEO, CFO und Investor Relations teilgenommen. Letztere hat bei der Vorbereitung der Unterlagen für die verschiedenen Gespräche mit Analysten und Investoren mitgewirkt. Während der Halteperiode sind bei Investor Relations nur sehr selten Informationswünsche seitens der Investoren wahrgenommen worden. Investoren der Schuldscheine sind ebenfalls Versicherer und Fonds sowie kleinere Banken, die nicht zum Kernbankenkreis von Rheinmetall gehören. Schuldscheine sollen neben der Diversifizierung der Finanzierungsinstrumente auch zur Verbreiterung der Investorenbasis dienen. Die Schuldscheinemission liegt im Verantwortungsbereich von Treasury & Finanzierung, Investor Relations unterstützt bei den Investoren-Präsentationen. Abgesehen von der regelmäßigen Berichterstattung wird wegen des fehlenden Bedarfs keine Folgekommunikation gepflegt. Die Commercial Paper-Emissionen werden in der Regel von Corporates gezeichnet, aus Ratinggründen weniger seitens der Versicherer oder Pensionsfonds. Im Rahmen dieser Finanzierungsform wird lediglich auf individueller Basis kommuniziert, wobei nicht mehr als ein Drittel der CP-Käufer dem Treasury bekannt sind. Eine systematische Identifikation der Bondholder oder CP-Investoren während der Halteperiode wurde nicht angestrebt.

Die Finanzierungskompetenz des Rheinmetallkonzerns liegt bei der zentralen Treasury- und Finanzierungsabteilung der Konzernholding Rheinmetall AG. Sie ist direkt dem CFO der Rheinmetall AG zugeordnet, während die Investor Relations-Abteilung zum Zentralbereich Kommunikation gehört. Letzterer ist seinerseits dem CEO unterstellt und bündelt neben Investor Relations auch Presse-, Marketing- und gewisse Strategiethemata. Hintergrund dieser Zuordnung ist die weitgehende Übereinstimmung der Analystenkommunikation zur Arbeit mit Journalisten und weiteren Intermediären. Allerdings findet die abteilungsübergreifende Kooperation von Investor Relations zu etwa 70 % mit dem Finanzbereich statt. Treasury & Finanzierung beschäftigt derzeit zehn Mitarbeiter/innen, die Investor Relations-Abteilung drei. Im Falle einer Fremdkapitalaufnahme am Kapitalmarkt liegt die konzeptionelle Führung bei Treasury & Finanzierung. Investor Relations wird im fortgeschrittenen Stadium aufgrund seines Wissens zur Ansprache bei Investoren und seiner Kompetenz im informationellen Umgang mit ihnen aktiv und unterstützt das Treasury bei den Investorengesprächen.



Abbildung 11: IR-Internetauftritt der Rheinmetall AG

Kreditanalysten, Firmenkundenbetreuer sowie die relevanten Führungskräfte bis zum Vorstand der Banken sind für die Finanzmarktkommunikation von Rheinmetall sehr wichtig. Verantwortlich für den Kontakt ist Treasury & Finanzierung, gleiches gilt für die Zusammenarbeit mit Ratingagenturen. Der Kontakt zu Bond-Fondsmanagern und -Analysten wird nicht aktiv gepflegt. Der gelegentliche Kommunikationsbedarf ihnen gegenüber wird von Investor Relations im Rahmen der Equity-Roadshows bedient. Das Treasury bzw. der gesamte Finanzbereich vermitteln den Ratinganalysten die benötigten Informationen und bauen dabei zum Großteil auf den Equity-Vorlagen aus dem Investor Relations-Bereich auf. Kreditauskunfteien werden ebenso wie die Kreditversicherer vom Treasury auf bilateralem Wege über die steten Veränderungen im Konzern aufgeklärt. Die Kommunikation mit der Wirtschaftspresse erfolgt direkt über den Leiter des Zentralbereichs Kommunikation.

Rheinmetall organisiert für seine Konsortialbanken jährlich eine Konferenz, die jeweils wenige Tage nach der Bilanzpressekonferenz unter Teilnahme des CFO stattfindet. Die übrigen Banken werden in der Folge bilateral und über dieselben Inhalte informiert. Diese bilaterale Kommunikation sowie allgemeine Kontakte zu Kreditanalysten und Firmenkundenbetreuern werden seitens Treasury & Finanzierung wahrgenommen, ferner wird auch Wert auf regelmäßige Vorstandskontakte gelegt. Bilanzpresse- und die sich anschließenden Analystenkonferenzen werden durch die Unternehmenskommunikation bzw. durch Investor Relations vorbereitet. Die von Investor Relations erstellten Unterlagen sind für beide Veranstaltungen nahezu identisch. Die Verantwortung für die beiden Konferenzen liegt beim Zentralbereich Kommunikation. Innerhalb des Zentralbereichs Kommunikation ist Investor Relations für die Telefonkonferenzen mit den Analysten zuständig.

Das Treasury nimmt an den Telefonkonferenzen teil. Die Telefonkonferenzen finden auch jeweils zu den Veröffentlichungsterminen der Quartalsberichte statt. Um eine ausreichende Informationstiefe und Qualität der Aussagen auf Analystenkonferenzen bieten zu können, werden prinzipiell nur eingeladene Teilnehmer zugelassen. Der gesamte Teilnehmerkreis beläuft sich etwa auf 50 Personen, von denen maximal zehn aus dem Fremdkapitalbereich und von der Ratingagentur kommen. Investoren und Fondsmanager nehmen im Gegensatz zu Analysten vergleichsweise selten teil. Auf der Hauptversammlung, die ebenfalls unter der Verantwortung des Kommunikationsbereichs und hier vor allem des Marketing-Teams steht, sorgt Investor Relations für die Investorenbetreuung und informiert sich im Vorfeld über deren Teilnahme. Für die Anleihen 2005 und 2010 wurde von Treasury & Finanzierung im Vorfeld eine Roadshow durchgeführt, ebenso für die Emission der Schuldscheine. An der Roadshow für die Schuldscheine hat Investor Relations im Gegensatz zur Roadshow für die Anleihe nicht teilgenommen. Nicht Deal-bezogene weitere Einzelgespräche mit Analysten und Investoren finden nur für die Equity-Seite statt. An den Equity-Roadshows, in deren Rahmen gelegentlich auch Fragen seitens der Fremdkapitalinvestoren behandelt werden, nehmen Vertreter des Treasury nicht teil. Investoren- und Analystenkonferenzen der Banken für die Debt-Seite wurden bisher nicht besucht. Rheinmetall veranstaltet in der Zuständigkeit von Investor Relations jährlich einen Kapitalmarkttag für die Equity Analysten. Treasury & Finanzierung ist an dieser Veranstaltung nicht beteiligt. Sowohl Investor Relations als auch Treasury nutzen Betriebsbesichtigungen als Kommunikationsinstrument für ihre jeweilige Zielgruppe.

Verantwortlichkeiten bei der Nutzung von Informationsinstrumenten bei der Rheinmetall AG

Instrumente der **direkten** Information

| | Bankentreffen | Bilanzpresse-konferenzen | Analysten-Calls | Roadshows / One-on-ones | Debt-IR-Konferenzen | Betriebs-besichtigungen |
|-------|---------------|--------------------------|-----------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|
| IR | + | + (Presse) | ++ | ++ | 0 | ++ |
| FI/TR | ++ | 0 | 0 | 0 | 0 | ++ |

Instrumente der **indirekten** Information

| | Geschäfts-berichte | Presse-mitteilungen | Ad-hoc-Meldungen | Internet-auftritt | Fact Book | Nicht öffent-liche Infos | Guidance |
|-------|--------------------|---------------------|------------------|-------------------|-----------|--------------------------|----------|
| IR | ++ ¹⁾ | 0 (Presse) | ++ | ++ | ++ | 0 | ++ |
| FI/TR | + | 0 | 0 | + | 0 | ++ | 0 |

Abbildung 12¹⁾ Zwischenberichte, sonst Kommunikation

(IR = Investor Relations-Abteilung, FI/TR = Finanz-/Treasury-Abteilung, ++ = hauptverantwortlich, + = mitwirkend, 0 = kein Anteil)

Indirekte Informationsmedien sind fast ausschließlich im Kompetenzfeld des Zentralbereichs Kommunikation angesiedelt. Die Geschäftsberichte werden unter fachlicher Mitwirkung seitens Investor Relations und Treasury von der Kommunikationsabteilung erstellt. Zwischenberichte hingegen liegen eher bei Investor Relations mit Unterstützung des Rechnungswesens. Allgemeine Pressemitteilungen werden von der Presseabteilung heraus gegeben und Ad hoc-Meldungen durch Investor Relations sowie fallweise in Zusammenarbeit mit der Rechtsabteilung veröffentlicht. Zum Investor Relations-Internetauftritt liefert Treasury & Finanzierung nur die Rating-Information zu. Social Media werden aktuell für die Finanzmarktkommunikation nicht genutzt. An Stelle eines Fact Books im engeren Sinne treten momentan die öffentlich zugänglichen Investorenpräsentationen von Investor Relations. Die Entwicklung eines niedergeschriebenen Unternehmensprofils von Seiten Investor Relations ist geplant. Soweit erforderlich gehen nicht öffentliche Informationen über das Treasury an die Rating-Agentur. Eine Guidance speziell für die Fremdkapitalgeber existiert nicht. Die Abteilung Treasury & Finanzierung versucht, den Banken eine Guidance entsprechende Orientierung zu geben.

Fallstudie RWE AG

Die RWE AG mit Sitz in Essen sowie ihre 579 Tochtergesellschaften und direkten Beteiligungen beschäftigten im Jahresdurchschnitt 2010 insgesamt 70.856 Mitarbeiter. Als zweitgrößter Energiekonzern Deutschlands deckt RWE die komplette Leistungskette von der Gas- und Ölförderung

über Stromerzeugung und -vertrieb bis hin zum Unterhalt der Versorgungsnetze ab. Im Geschäftsjahr 2010 erwirtschaftete die Gruppe einen Gesamtumsatz in Höhe von 53,3 Mrd. Euro. Die in Frankfurt, Zürich und New York notierte RWE AG wies zum Geschäftsjahresende 2010 eine Marktkapitalisierung von 26,1 Mrd. Euro aus.

Die RWE-Gruppe ist sowohl lang- als auch kurzfristig überdurchschnittlich gut geratet (Moody's: A2/P-1; S&P: A/A-1; beide negativer Ausblick). Die konsolidierten Finanzschulden betragen zum 31.12.2010 etwa 19,8 Mrd. Euro. Davon entfiel nur ein sehr geringer Anteil auf Bankkredite, wohingegen 85 % der Fremdmittel über den Kapitalmarkt aufgenommen worden sind. Der Kapitalmarktfinanzierung dienten bislang ausschließlich Anleihen sowie in kleinerem Umfang ein Commercial Paper-Programm im Maximalvolumen von 5,0 Mrd. US-Dollar (Abb. 10). Im September 2010 begab RWE die mit 1,75 Mrd. Euro größte Hybrid-Anleihe, welche jemals von einem europäischen Industrieunternehmen emittiert worden ist. Diese richtet sich mit einer Stückelung von 1.000 Euro auch an Privatinvestoren und hat keine befristete Laufzeit, kann jedoch erstmals nach 5 Jahren zurückgezahlt werden. Derzeit werden im Rahmen des Debt Issuance-Programms mit einem Maximalvolumen von 30,0 Mrd. Euro 16 Anleihen öffentlich an der Luxemburger Börse gehandelt und weitere vier sind privat platziert. Weitere 4,0 Mrd. Euro sind in Form einer syndizierten Kreditlinie zur Liquiditätssicherung verbindlich zugesagt und stehen dem Unternehmen für 5 Jahre oder nach Verlängerungsantrag bis maximal 2017 zur Verfügung.

Erfahrungen mit Schuldscheindarlehen bestehen. Sie bieten aktuell keinen Nutzen in Hinblick auf das Fälligkeitsprofil, die Erreichbarkeit von Investoren oder die Kostenstrukturen.

Finanzverbindlichkeiten der RWE AG vom 31.12.2010

in Mio. Euro

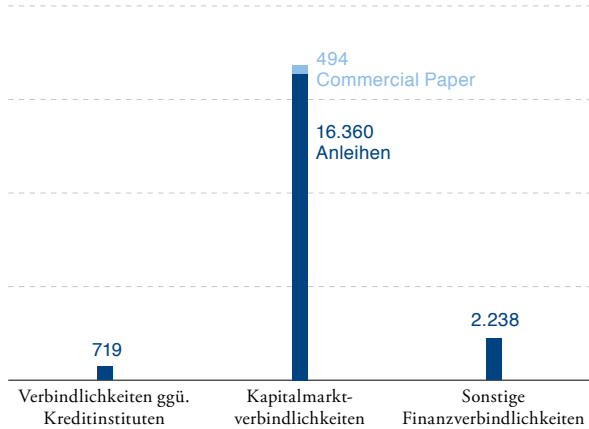


Abbildung 13

Investoren der RWE-Anleihen sind vor allem die Banken, Investmentgesellschaften, Versicherungen und Pensionsfonds sowie in geringerem Maße spezielle, fremdkapitalorientierte Themenfonds im Bereich Sustainability sowie Kleinanleger im Sekundärmarkt. Auch deutsche Kommunen mit Finanzüberschüssen können zu den Anleihekäufern gehören. Unter den Commercial Paper-Investoren befinden sich vorwiegend Banken, andere Corporates und unter Umständen auch Fonds mit einem Fokus auf diese Investments. Die Fremdkapitalinvestoren werden nicht – wie im Equity-Bereich bei der RWE üblich – über externe Dienste identifiziert, sondern vorrangig über die Orderbücher oder langjährige Erfahrungen der Investor Relations-Abteilung ermittelt. Auf dieser Informationsbasis werden Roadshows geplant. Anlässlich dieser Roadshows werden die Teilnehmer regelmäßig zu ihrem Investitionsgrad in RWE-Anleihen befragt. Darauf aufbauend führt die Investor Relations-Abteilung eine interne Liste der Top-50- bis Top-100-Bondholder, die fortlaufend aktualisiert wird. Seitens der Konzernfinanzen wird vermutet, dass ein Großteil der Investoren die Wertpapiere langfristig im Bestand hält. In Folge guter Kursentwicklungen der großen, jüngeren Emissionen sind diese aber auch attraktiv für Handelsgeschäfte. Anleihen, die dichter an der Fälligkeit oder generell weniger volatil sind, befinden sich dagegen stärker in den Portefeuilles von sogenannten Buy-and-Hold-Investoren.

Organisatorisch sind sowohl die Konzernfinanzen als auch die Investor Relations-Abteilung unter der direkten Verantwortung des CFO angesiedelt. Die Kommunikationsabteilung

hingegen agiert im Aufgabenbereich des CEO. Trotz der formellen Unterschiede in der Aufbaustruktur werden Sprachregelungen in der Außenkommunikation kooperativ und in direkter Weise geklärt. Die Investor Relations-Abteilung pflegt eine regelmäßige Verbindung zum CEO. Sie beschäftigt derzeit elf Mitarbeiter, von denen vier als Assistenz tätig sind. Ein Manager der Abteilung befasst sich ausschließlich mit dem Kontakt zu den Fixed Income-Investoren des Konzerns. Die Abteilung Konzernfinanzen der RWE AG hat 50 Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen, von denen acht im Treasury Front Office tätig sind und dort den kurz- bis mittelfristigen Geld- und Devisenhandel sowie sämtliche Emissionen betreuen. RWE hat sich bewusst für die strukturelle Ansiedlung des Kompetenzfeldes ihres Fixed Income Relationship-Managers in der Investor Relations-Abteilung entschieden, da die Kommunikationsinhalte dieser Position neben den finanziellen Aspekten auch das Geschäft des Konzerns an sich umfassen und damit im klassischen Aufgabenbereich des Investor Relations liegen.

Aufgrund der Tatsache, dass der RWE-Konzern im bilateralen Bereich lediglich eine syndizierte Kreditlinie als Back-Up für das Commercial Paper-Programm hält, ergeben sich kaum Kontakte zu bankinternen Kreditanalysten. Erster Ansprechpartner auf Holdingebene ist im direkten Bankgeschäft stets der Leiter Konzernfinanzen. Im Rahmen einer Anleiheemission laufen die Bankauswahl, Vorgespräche und Syndizierungsverhandlungen ebenso über diese Abteilung. Die Investor Relations-Abteilung wird ab dem Zeitpunkt der Konsortienfindung in den Prozess und demnach im Anschluss an die Überlegungen zu Produktdesign und -strukturen eingebunden: Sie gibt Marktinformationen zur Platzierbarkeit in den Entscheidungsprozess und übernimmt in der Platzierungsphase und nach Abschluss der Platzierung sowohl die Kommunikation gegenüber Fondsmanagern als auch gegenüber Zwischenzielgruppen wie Buy Side- und Sell Side-Analysten. Klassische Ratinganalysten werden hingegen von der Finanzseite aus betreut. Investor Relations nimmt an den jährlichen Analystengesprächen mit den Rating-Agenturen teil und liefert allgemeine und strategische Informationen in den Kommunikationsprozess ein. Das Rating wird bei RWE eher als Steuerungs- und weniger als Kommunikationsinstrument angesehen. Aus diesem Grunde wird angenommen, dass diese Kompetenz am zweckmäßigsten in der entsprechenden Fachabteilung anzusiedeln ist. Kreditauskunfteien haben wegen des hohen Grades an Transparenz keine besondere Bedeutung im externen Kommunikationsprozess. Ebenso wenig kommen Kreditversicherungen als regelmäßige Adressaten für die direkte Kommunikation in Betracht. Die Wirtschaftspresse wird seitens der Kommunikationsabteilung mit Informationen versorgt. Die Kommunikationsabteilung wendet sich

nötigenfalls in finanziellen oder gesamtwirtschaftlichen Fragestellungen, wie der Auswirkung von Zinsveränderungen, mit Rückfragen an das Finanzressort und/oder Investor Relations.

Die Investor Relations-Abteilung trägt in der Folgekommunikation die Verantwortung für die meisten direkten und indirekten Informationsmedien. Abweichende Verantwortlichkeiten gibt es nur bei einem Bankers Day und der Bilanzpressekonferenz. Das Treffen mit den Relationship-Banken liegt in der Zuständigkeit von Konzernfinanzen. Investor Relations ist hier nicht beteiligt. Bei Bilanzpressekonferenzen unterstützen Investor Relations und Konzernfinanzen die hier primär verantwortliche Kommunikationsabteilung. Für die Anleihen-Investoren werden von Investor Relations mit Beteiligung von Konzernfinanzen europaweite, Non Deal Roadshows an etwa zehn Tagen im Jahr durchgeführt. Die Märkte, in denen RWE keine speziellen Fixed Income Roadshows anbietet, werden so weit wie möglich über die Equity-Veranstaltungen bedient. Die Broker werden beauftragt, zu diesen Veranstaltungen auch Fremdkapitalinvestoren einzuladen. Die früher üblichen Deal Roadshows wurden von Non Deal Roadshows abgelöst. Fixed Income-spezifische Telefonkonferenzen wurden – unter Verantwortung von Investor Relations – mehrfach durchgeführt, werden aber nicht mehr als lohnend angesehen, da die Transparenz und Informationsversorgung sehr hoch ist. Auch spezielle Fixed Income Calls im direkten Anschluss an die allgemeinen Analystenkonferenzen wurden aufgrund der geringen Nachfrage und der starken inhaltlichen Überschneidung obsolet. Das Thema wird von Investor Relations im Rahmen der Equity Calls mit abgedeckt. Den Besuch von extern veranstalteten Fixed Income-Konferenzen betrachtet RWE als wenig zweckmäßig. Die zusätzlichen Informationen, welche ausschließlich das Anleihenportfolio betreffen, werden regelmäßig von Investor Relations

auf den Equity-Konferenzen mit vermittelt. Es findet darüber hinaus unter Führung von Investor Relations und mit Beteiligung von Konzernfinanzen ein RWE-eigener Credit Day im Stile einer Analystenkonferenz statt, mit dem primär Fremdkapitalinvestoren angesprochen werden sollen. Aus Gründen der Transparenz steht die Teilnahme an der Veranstaltung aber dem gesamten Kapitalmarkt offen.

Während Pressemitteilungen vollständig im Kompetenzbereich des Kommunikationsbereichs liegen, werden Ad-hoc-Meldungen von dem zuständigen Investor Relations-Manager unter Einbeziehung der Rechtsabteilung verantwortet. Sowohl der investorenorientierte Internetauftritt als auch das unternehmenseinheitliche Fact Book werden unter der Verwaltung der Investor Relations-Abteilung sowie Zuarbeit und Prüfung seitens der Fachabteilungen, u.a. auch Konzernfinanzen, gepflegt. Social Media spielen zurzeit eine eher untergeordnete Rolle. Für die Geschäftsberichte ist Investor Relations zuständig, Konzernfinanzen liefert selektiv zu. Nicht öffentliche Informationen hingegen – ausschließlich die Ratingagenturen als autorisierte Insider betreffend – werden über das Finanzressort in Zusammenarbeit mit Investor Relations kommuniziert. Zusätzlich kommt bei RWE auch im Rahmen der Fremdfinanzierung der Investor Guidance eine große Bedeutung zu. Das Investor Relations trennt prinzipiell nicht zwischen Equity und Debt Story sondern bietet den Investoren eine allgemeine Corporate Guidance, die auch fremdfinanzielle Leitziele, wie etwa den Verschuldungsfaktor oder ein Rating Commitment, vermitteln. Diese Informationen werden nur nach Abstimmung mit anderen Stabsabteilungen herausgegeben. So wird etwa seitens der Finanzabteilung regelmäßig die Anpassung der Verschuldungsrahmen im Zusammenhang mit den Ratingvorgaben geprüft und dem Fixed Income-Manager des Investor Relations-Ressorts zur externen Kommunikation vorgeschlagen.



Abbildung 14: Internetauftritt Fixed Income-IR der RWE AG

Verantwortlichkeiten bei der Nutzung von Informationsinstrumenten bei der RWE AG

Instrumente der **direkten** Information

| | Bankentreffen | Bilanzpresse- konferenzen | Analysten- Calls | Roadshows / One-on-ones | Debt-IR- Konferenzen | Betriebs- besichtigungen |
|-------|---------------|------------------------------|---------------------|----------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| IR | 0 | + | ++ | ++ | ++ | ++ |
| FI/TR | ++ | + | 0 | + | + | 0 |

Instrumente der **indirekten** Information

| | Geschäfts- berichte | Presse- mitteilungen | Ad-hoc- Meldungen | Internet- auftritt | Fact Book | Nicht öffent- liche Infos | Guidance |
|-------|------------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|-----------|------------------------------|----------|
| IR | ++ | 0 (KO) | ++ | ++ | ++ | + | ++ |
| FI/TR | + | 0 | 0 | + | + | ++ | + |

Abbildung 15 (IR = Investor Relations-Abteilung, FI/TR = Finanz-/Treasury-Abteilung, KO = Kommunikationsabteilung, ++= hauptverantwortlich, + = mitwirkend, 0 = kein Anteil)

VI. Schlussfolgerungen und Forschungsfragen

Die vorliegende Studie verdeutlicht einerseits eine massive Verschiebung der Finanzierungslandschaft auf der Fremdkapitalseite, die bereits in der Vergangenheit zu einem starken Anwachsen von Corporate Bond-Emissionen geführt hat. Die Finanzmarktkrise hat diese Entwicklung zusätzlich beflügelt. Dabei ist ein fließender Übergang zwischen kapitalmarktnahen Instrumenten wie Syndicated Loans und Schuldscheinen zu reinen Kapitalmarktinstrumenten, insbesondere Anleihen erkennbar. Für die Zukunft ist zu erwarten, dass die kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierung weiter an Bedeutung gewinnen wird. Diese Entwicklung wird positiv gestützt durch eine zunehmende Öffnung von Börsenplattformen, die auch kleineren mittelständischen Unternehmen einen Zugang zum Kapitalmarkt verschaffen, so dass auch Bond-Emissionen deutlich unter 100 Mio. Euro möglich sind. Mit dem Absenken der Eintrittsschwelle ist allerdings auch eine gewisse Hemdsärmeligkeit im Umgang mit den neuen Möglichkeiten zu beobachten. Dies betrifft vor allem die Professionalität der Kapitalmarkt-kommunikation. Hier sehen wir heute noch ein sehr differenziertes Bild: Auf der einen Seite stehen sehr professionell aufgestellte IR-Abteilungen, insbesondere bei bereits börsennotierten

großen Unternehmen, die die Fixed Income IR bereits seit längerem in ihre Kapitalmarkt-kommunikation auf der Aktienseite integriert haben. Auf der anderen Seite finden sich Emittenten, die teilweise sehr erfolgreich das „window of opportunity“ mit einem minimalen Kommunikationsaufwand nutzen konnten. Mit Blick auf eine dauerhafte Präsenz am Kapitalmarkt und den üblichen Volatilitäten, die auch die Bondmärkte bewegen, ist dies eine problematische Diskrepanz. Es ist aus Sicht der Verfasser eine wesentliche Aufgabe der IR-Community – und damit nicht zuletzt des DIRK – den Reifeprozess der Kapitalmarkt-kommunikation auch auf der Fremdkapitalseite aktiv zu begleiten.

Die Vorstudie hat ferner ergeben, dass zwar bereits Standards für Fremdkapital Investor Relations vorhanden sind: Die Umsetzung der Standards unterscheidet sich aber je nach Größenklasse, Emissionsvolumen und Börsennotierung selbst bei gut kommunizierenden Adressen. Praxiserfahrungen scheinen zu belegen, dass solche Unterschiede sinnvoll sein können, diese Unterschiede aber im Hinblick auf Mindeststandards hinterfragt werden müssen.

Die Studie zeigt exemplarisch und ansatzweise auch, dass die Finanzmarktkommunikation im Fremdkapitalbereich noch verbessert werden könnte. Chancen ergeben sich in der gesamten Breite der Finanzmarktkommunikation insbesondere bei nicht börsennotierten Firmen und Erstemittenten. Vor allem bei Gelegenheitsemitenten und Unternehmen mit kleineren Emissionsvolumen könnten die Kapitalmarktchancen in der laufenden Betreuung von Investoren erheblich verbessert werden.

Die Vorstudie kann zwar nur Trendindikatoren und Ansatzpunkte für vertiefte Fragestellungen liefern. Aus Analysen und Gesprächen außerhalb der vorgestellten Fallstudien entsteht jedoch der Eindruck, als ob die Firmen die Investoren auf der Fremdkapitalseite bei Kapitalmarktinstrumenten und kapitalmarktnahen Instrumenten deutlich schlechter kennen als die Investoren auf der Aktienseite und eine Verbesserung dieser Situation auch nicht für nötig halten. Angesichts des zu beobachtenden Unternehmensverhaltens wird zu hinterfragen sein, ob man die Fremdkapitalinvestoren genauso gut kennen muss wie die Eigenkapitalinvestoren bzw. wie weit man sie kennen muss. Ist die Kenntnis der Fremdkapitalinvestoren jedoch wichtig, so bedarf es erheblicher Anstrengungen, zu erfahren, welche Typen von Investoren es gibt und wie sich die verschiedenen Investorentypen am Kapitalmarkt verhalten. Im Gegensatz zu Aktien ist auch noch relativ wenig bekannt, welche Ereignisse oder Informationen welche Wirkungen auf die Umsätze oder Kurse von Anleihen haben.

Vor diesem Hintergrund sehen die Verfasser erheblichen Forschungsbedarf. Dies betrifft vor allem folgende Bereiche:

- Wir wissen heute noch wenig über das Verhalten und die perspektivische Bedeutung von Privatanlegern als Investoren von Corporate Bonds. Entsprechende Studien können helfen, das Potenzial und die Kommunikationsanforderungen mit Blick auf diese Investorengruppe besser zu erschließen.
- Die Bedeutung des externen Ratings für eine „solide“ Präsenz am Markt für Corporate Bonds ist in der Praxis durchaus strittig. Erfolg oder Misserfolg der jüngst stark steigenden Platzierungen ohne Rating werden sich erst in den kommenden Jahren zeigen. Langfriststudien über die Performance von Anleihen mit und ohne Rating können hier mehr Gewissheit darüber verschaffen, inwieweit das Rating ein kritischer Erfolgsfaktor für einen professionellen Auftritt am Corporate Bond-Markt darstellt.

- Offen ist, welchen Einfluss Art, Umfang und Qualität der Kommunikation auf die Platzierbarkeit der Schuldtitel, hier insbesondere auf Volumen und Preise der Mittelaufnahme und auf die Erreichbarkeit von bestimmten Investorengruppen hat. Dies wäre speziell im Hinblick auf einzelne Kommunikationsinstrumente zu prüfen.
- Der Einfluss der Kommunikation auf die Liquidität der Schuldtitel, auf die Kurse bzw. Renditen ist in Deutschland nur wenig bekannt. Speziell zu prüfen wäre dies im Hinblick auf ausgewählte Kommunikationsinstrumente.
- Die kommunikativen Spielregeln für verschiedene Typen von Unternehmen und Beschaffungsvolumina können sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Hier wäre zu überlegen, wie Unterschiede bei Erstanbietern, Gelegenheitsanbietern, Daueremittenten, bei großen oder kleinen Firmen, großen oder kleinen Volumina, privaten oder institutionellen Anlegern aussehen könnten oder sollten.

Die kapitalmarktorientierte Unternehmensfremdfinanzierung wird in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Der DIRK hat diese Entwicklung bereits seit einigen Jahren im Fokus. Die Ergebnisse der vorliegenden Studie bestätigen eindrucksvoll, dass für die Kapitalmarktkommunikation auf der Fremdkapitalseite noch ein weites Feld zu erschließen ist. Letztlich muss es das Ziel der zukünftigen Forschungsbemühungen sein, den Zusammenhang zwischen einer transparenten, kontinuierlichen und stets aktuellen Kommunikation auf der einen Seite und einer erfolgreichen Präsenz von Unternehmen auf den Kapitalmärkten für Fremdkapitaltitel auf der anderen Seite zu ergründen. Der DIRK als Berufsverband der Investor Relations-Tätigen kann darauf aufsetzen, wenn es darum geht, die Standards für eine professionelle Fixed Income Investor Relations weiterzuentwickeln und damit einen maßgeblichen Beitrag zur Förderung der Kapitalmarktkultur zu leisten. Allein dies ist schon ein wichtiger Schritt, um für die Unternehmen ein breites Spektrum an Finanzierungsalternativen auch am Kapitalmarkt zu fördern und zu pflegen. Durch die Förderung der Forschung auf dem Gebiet der Fixed Income Investor Relations bietet der DIRK interessierten Kommunikationsprofis neben praxisorientierten Publikationen, Ausbildung und Workshops auf diesem Gebiet einen weiteren Baustein, um die Weiterentwicklung dieses Themenfeldes in der Praxis zu unterstützen.

VII. Literatur

Alphéus, Ingo (2004):

Kommunikation mit Fremdkapitalgebern als integrierter Bestandteil der Investor Relations, in: DIRK e.V. (Hrsg.), Handbuch Investor Relations (2004), S. 267 – 280.

Arons, Steven (2010):

Wo seid ihr?, in: Finance, Heft September 2010, S. 8 – 12.

Balz, Ulrich / Bordemann, Heinz-Gerd / Tönnies, Wolf-Achim / Baumann, Stefan (2004):

Kommunikation als Schwachpunkt in der Geschäftsbeziehung zwischen Banken und Firmenkunden. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Der Betrieb, 57. Jg. (2004), Nr. 21, S. 1.112–1.114.

Bassen, Alexander / Königs, Anke / Schiereck, Dirk (2008):

Aktionärsstrukturabhängige Investor Relations bei deutschen Großunternehmen, in: Zeitschrift für Corporate Governance 3. Jg.(2008), S. 101 – 105.

Becker, Walther (2011):

Mittelstand drängt am Anleihemarkt, in: Börsen-Zeitung, 12.02.2011, S.9.

Becker, Walther (2010):

Mini-Anleihe statt Striptease bei der Bank, in: Börsen-Zeitung, 08.10.2010.

Becker, Walther (2009):

Liquiditätsvorsorge treibt Schuldscheinmarkt – Großkonzerne verbreitern Investorenbasis, in: Börsen-Zeitung, 21.03.2009, S. 1.

Bellin, Martin (2010):

Die dritte Säule der Finanzabteilung, in: Finance-Sonderbeilage ‚Der Treasurer‘, Heft April 2010, S. 12.

Blättchen, Wolfgang (2010):

Bond – Eigenemissionen sind möglich, in: Börsen-Zeitung, 29.09.2010.

Böhm, Wigbert (2004):

Investor Relations der Emittenten von Unternehmensanleihen. Notwendigkeit, Nutzen und Konzeption einer gläubigerorientierten Informationspolitik, Diss. Hohenheim 2004.

Börner, Christoph / Grichnik, Dietmar / Reize, Frank (2010):

Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmer- Einflussfaktoren der Fremdfinanzierung deutscher KMU, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, März 2010, S. 227–250.

Burkert, Uwe (2010):

Unternehmensfinanzierung stärker am Kapitalmarkt orientieren, in: Börsen-Zeitung, 26.10.2010.

Cervený, Frank / Bechtold, Hartmut (2010):

Verbriefungen – aktuelle Lage und Perspektiven des Marktes, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 13 (2010), S. 436–439.

Chui, Micheal / Domanski, Dietrich / Kugler, Peter / Shek, Jimmy (2010):

The collapse of international bank finance during the crisis: evidence from syndicated loan markets, in: BIS Quarterly Review September 2010 (2010), Nr. 21, S. 39–49.

Dentz, Markus (2010):

Vertreibung aus dem Paradies, in: Finance, Heft März 2010, S. 58–61.

Diegelmann, Michael / Schömig, Peter Noel (2004):

Einfluss der Ratingveränderung auf die fundamentale Unternehmensbewertung, in: Handbuch Investor Relations (2004), S. 443–457.

Döbler, Yvonne (2009):

Der Firmen-Händler, in: Private Wealth, Heft 1 2009, S. 32–37.

Duffé, Andreas (2005):

Creditor Relations. Das neue Geschäftsfeld in der Finanzkommunikation, Frauenfeld 2005.

Fernandez, Monica (2010):

Firmen nutzen 2011 verstärkt den Bondmarkt, in: Börsen-Zeitung, 14.10.2010, Nr. 198, S. 17.

Fischer, Markus (2010):

Corporate Cost of Borrowing: TRACE on Syndicated Loans, Working Paper, Goethe University Frankfurt (2010).

Gibis, Kerstin/Aldenrath, Thomas (2009):

Alternative Schuldscheindarlehen, in: Unternehmeredition „Mittelstandsfinanzierung“, (2009), S. 70–71.

Flämig, Michael (2011):

Wir wollen Kreditvergabe über Schuldscheindarlehen ausbauen, in: Börsen-Zeitung, 14.01.2011, Nr. 9, S. 4.

Gleske, Christoph/van Aerssen, Rick Georg (2010):

Neues Recht hilft High-Yield-Emittenten, in: Börsen-Zeitung, 21.07.2010, S. 2.

Godenrath, Björn (2010):

BayernLB sieht steigenden Kreditbedarf der Konzerne, in: Börsen-Zeitung, 06.07.2010, Nr. 126, S. 3.

Golland, Frank (2011):

Der neue Hype um Mittelstandsanleihen, in: Börsen-Zeitung, 18.01.2011.

Grunow, Hans-Werner G./Oehm, Georg F.(2004):

Credit Relations – Erfolgreiche Kommunikation mit Anleiheinvestoren, Frankfurt 2004.

Heinz, Juliane (2010):

Die Zusammenarbeit von Juristen und Kommunikatoren in erfolgskritischen Situationen von Unternehmen, Hamburg 2010.

Hughes, Kathleen (2010):

A Path to Better Policies, in: Finance, Heft Februar 2010, S. 38–39.

Johannsen, Kai (2011a):

Unternehmen bleiben bei Emissionen aktiv, Börsen-Zeitung, 19.02.2011.

Johannsen, Kai (2010):

Neue und seltene Namen gehen an den Markt, in: Börsen-Zeitung, 08.10.2010.

Kalbhenn, Christopher (2010):

Börsen stürzen sich auf den Mittelstand, in: Börsen-Zeitung, 20.11.2010.

Kaserer, Christoph (2010):

Basel III – Eine Herausforderung für die Unternehmensfinanzierung, in: Der Betrieb, 63. Jg. (2010), Nr. 41, S. M1.

Kirchmann, Fabian (2011):

Bei Eigenemissionen ist eine gute „Bond Story“ ein entscheidender Erfolgsfaktor, in: Bond Magazine, Heft Dezember 2010 – Januar 2011, S. 22–23.

Kirchmann, Fabian (2010):

Unternehmensanleihen – eine Chance für den Mittelstand, in: Going Public, 13. Jg. (2010), Nr. 12, S. 66–67.

Krolak, Thomas/Morzfeld, Kurt/Remmen, Jan-Dominik (2009):

Financial Covenants als Instrument der Krisenfrüherkennung und der normierten Krisenbewältigung, in: Der Betrieb, 62. Jg. (2009), S. 1.417–1.422.

Königs, Anke/Schiereck, Dirk (2008):

Aktiv und anonym? – Zur Bedeutung aktiver Aktionäre bei deutschen Großunternehmen, in: *Going Public*, 11. Jg. (2008), Heft 3, S. 64–65.

Königs, Anke/Schiereck, Dirk (2007):

Transparenz von Eigen- und Fremdkapitalgebern bei deutschen Großunternehmen, in: *Status: Recht*, o. Jg.(2007), S. 317.

Kullrich, Antje/Hippin, Andreas (2010):

Mezzanine-Programmen droht ein dickes Ende, in: *Börsen-Zeitung*, 03.11.2010, Nr. 212, S. 11.

Lammersdorf, Christoph (2010):

Mittelstand setzt auf Anleihen, in: *Börsen-Zeitung*, 25.09.2010, Nr. 185, Sonderbeilage, S. B2.

Leinberger, Thomas/Schiereck, Dirk (2007):

Fixed Income Investor Relations bei deutschen Hypothekenbanken, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 60Jg.(2007), S. 574–576.

Leitner, Markus (2010):

Was ein Rating leisten kann, in: *Finance*, Heft November 2010, S. 10.

Lorenz, Sven (2010):

Strategie Treasurer, in: *Finance-Sonderbeilage* ‚Der Treasurer‘, Heft April 2010, S. 16.

Lowis, Stephan/Streuer, Olaf (2006):

DIRK White Paper. Fixed Income Investor Relations: im Dialog mit den Kapitalmärkten, Hamburg 2006.

Mast, Hans-Jörg (2009):

Creditor Relations als Erfolgsfaktor für die Fremdkapitalfinanzierung, in: Kirchhoff, Klaus R. (Hrsg.): *Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation*. 2., überarb. und erw. Aufl. Wiesbaden 2009, S. 475–490.

Mathée, Lucia/Schiereck, Dirk (2007):

Erste Studie der Forschungsgruppe Finanzkommunikation – Fest etabliert und deutlich ausbaufähig, in: *Kommunikationsmanager*, o. Jg. (2007), Heft März, S. 54–57.

Mattke, Sascha (2010):

Ein Markt im Dunklen, in: *Die Zeit*, 21.01.2010, Nr. 4, S. 28.

Neubacher, Bernd (2010):

Nabelschau im Corporate Banking, in: *Börsen-Zeitung*, 14.10.2010, Nr. 198, S. 4.

Nolte, Barbara (2004):

Creditor Relations. Die zentrale Rolle der Credit-Analysten bei der Kapitalmarktkommunikation, in: *GoingPublic*, 7. Jg. (2004), Nr. 5, S. 50–51.

Paul, Stephan/Stein, Stefan (2009):

Gute Finanzkommunikation zahlt sich aus, in: *Die Bank*, 109. Jg. (2009), Nr. 2, S. 46–49.

Robeck, Andreas (2010):

Die Debt Story richtig verkaufen, in: *Finance*, Heft März 2010, S. 24.

Schauber, Daniel (2010):

Im Mezzanine wird es langsam ungemütlich, in: *Börsen-Zeitung*, 18.11.2010, Nr. 223.

Schauber, Daniel (2010b):

Hochzinsanleihen liegen voll im Trend,
in: Börsen-Zeitung, 19.10.2010.

Schauber, Daniel (2008):

Maschinenbau fürchtet Kreditverkäufe,
in: Börsen-Zeitung, 26.03.2008.

Schiereck, Dirk/Mathée, Lucia/Haake, Birgit (2008):

Der Fremdkapitalgeber – das unbekannte Wesen,
in: Börsen-Zeitung, 04.07.2008, Nr. 127, S. 20.

Steinmetz, Uwe (2010):

Schuldschein oder Anleihe?, in: Finance, November 2010,
S. 14–15.

Streuer, Olaf (2006):

Anforderungen an die Kapitalmarktkommunikation,
in: Immobilien & Finanzierung, 57. Jg. (2006), Nr. 9,
S. 300–301.

Theilacker, Bertram (2010):

Covenants – Fluch oder Segen?, in: Zeitschrift für das
gesamte Kreditwesen, 63. Jg.(2010), S. 504–506.

Voglis, Andreas (2009):

Die Zukunft der Finanzierung, in: Finance,
Heft November 2009, S. 34.

Weber, Bernd (2010):

Firmenfinanzierung wird weiter externe Ratings benöti-
gen, in: Börsen-Zeitung, 04.09.2010.

Wnuck, Corinna (2008):

Global Player, in: Finance, Heft Mai.2008, S. 50.

Verzeichnis der zitierten o. V.-Zeitungsartikel**o. V. (2011a):**

Boom zu Zeiten der Finanzkrise,
in: Börsen-Zeitung, 14.01.2011.

o. V. (2011b):

Praktiker hätte Anleihe zweimal verkaufen können,
in: Börsen-Zeitung, 09.02.2011.

o. V. (2010a):

Sana platziert Schuldschein,
in: Börsen-Zeitung, 15.04.2010.

o. V. (2010b):

Hochtief platziert Schuldschein,
in: Börsen-Zeitung, 27.05.2010.

o. V. (2010c):

KTG Agrar begibt erstmals Anleihe,
in: Börsen-Zeitung, 02.09.2010.

o. V.(2010d):

KTG Agrar sammelt 50 Mill. Euro ein,
in: Börsen-Zeitung, 22.09.2010.

o. V. (2010e):

Stada sammelt 350 Mill. Euro am Anleihemarkt ein,
in: Börsen-Zeitung, 15.04.2010

o. V. (2010f):

Dürr-Anleihe kommt ohne Rating,
in: Börsen-Zeitung, 24.08.2010

o. V. (2010g):

Dürr-Anleihe stößt auf große Resonanz,
in: Börsen-Zeitung, 14.09.2010.

o. V. (2010h):

Asklepios sucht ihr Heil am Kapitalmarkt,
in: Börsen-Zeitung, 10.09.2010.

o. V. (2010i):

Dräger begibt Optionsanleihe,
in: Börsen-Zeitung, 02.09.2010.

o. V. (2010j):

Wenn die Refinanzierung die Existenz gefährdet,
in: Börsen-Zeitung, 22.10.2010.

o. V. (2010k):

Börse Düsseldorf umwirbt Mittelstand,
in: Börsen-Zeitung, 12.11.2010.

o. V. (2010l):

Deutsche Börse öffnet Entry Standard für Anleihen,
in: Börsen-Zeitung, 24.11.2010, Nr. 227, S. 11.

o. V. (2010m):

Für SAP hat Rating keine Priorität,
in: Börsen-Zeitung, 10.12.2010.

o. V. (2010n):

Creditreform warnt vor Bonitätserosion,
in: Börsen-Zeitung, 08.09.2010.

o. V. (2010o):

Unternehmen legen aufs Rating weniger Wert,
in: Börsen-Zeitung, 19.10.2010.

o. V. (2010p):

Investmentbanken kämpfen um Anleihemandate,
in: Börsen-Zeitung, 08.07.2010.

o. V. (2010u):

Firmen entkoppeln sich von den Banken,
in: Börsen-Zeitung, 18.02.2010.

o. V. (2009a):

Bosch zapft Kapitalmarkt an,
in: Börsen-Zeitung, 07.04.2009.

o. V. (2009b):

Wandelanleihen helfen Firmen aus der Kreditklemme,
in: Börsen-Zeitung, 20.10.2009

Verzeichnis der zitierten Interviews in Zeitungsartikeln

Bozicevic, Falko (2010):

Interview mit Jürgen Gutekunst: Bondm ist eine sehr interessante Möglichkeit, ohne großen Aufwand eine Anleiheplatzierung zu bewerkstelligen, in: Going Public, 13. Jg. (2010), Heft 12, S. 70.

Dentz, Markus (2009):

Sorgen um die Kreditgeber,
in: Finance, Heft Juli / August 2009, S. 60–61.

Waldewitz, Sabine (2010):

Interview mit Helmut Kraft: Stada will sich von Bankkrediten unabhängiger machen,
in: Börsen-Zeitung, 16.10.2010, Nr. 200, S. 11.

Waldewitz, Sabine (2009):

Interview mit Winfried Carli: Verschärfte Vertragsbedingungen für Kredite,
in: Börsen-Zeitung, 22.04.2009.

Weber, Bernd (2010):

Interview mit Sabine Traub: Die Resonanz ist sehr positiv,
in: Börsen-Zeitung, 20.11.2010.

VIII. Über den DIRK

Der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Als Sprachrohr der IR Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus fördert er die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 300 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst nahezu sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren. Zunehmend sind auch an der Kapitalmarktkommunikation interessierte natürliche Personen Mitglied im DIRK. Weitere Informationen unter **www.dirk.org**

DIRK – Was wir bieten

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl hochkarätiger Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten. Dazu gehören:

- die jährliche DIRK-Konferenz (www.dirk-konferenz.de) mit Top-Keynote-Sprechern, Vorträgen, Expertenrunden, Workshops und Fachmesse sowie der Verleihung des „Deutschen Investor Relations-Preises“
- halbjährliche Mitgliederversammlungen mit Fachvorträgen und praxisnahen Berichten
- regelmäßige regionale Treffen und Praxis-Workshops zu aktuellen Themen
- der CIRO – Certified Investor Relations Officer: erster und einziger funktionspezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- die enge Zusammenarbeit und der regelmäßige Austausch mit kapitalmarktrelevanten Institutionen
- die Veröffentlichung von Praxisratgebern, Studien, Umfragen, Forschungsarbeiten und wissenschaftlichen Publikationen im IR-Bereich
- die Zusammenarbeit mit ausgesuchten Hochschulen zur Förderung des IR-Nachwuchses
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- die DIRK-Website (www.dirk.org) mit umfassenden Informationen rund um IR
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika
- DIRS – Database of Investor Relations Services: Einzige umfassende und funktionspezifische IR-Dienstleisterdatenbank im deutschsprachigen Raum.

IX. SIRN – Scientific Investor Relations Network

Der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Als Sprachrohr der IR-Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Darüber hinaus setzt er Maßstäbe für die professionelle Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland.

Die primäre Aufgabe des DIRK besteht darin, die Entwicklung des Berufsstandes zu fördern, Maßstäbe für den Berufsstand zu setzen, die Mitglieder des Berufsstandes zu qualifizieren und die Berufsbedingungen für IR-Professionals zu verbessern. Dazu gehört auch die Förderung und Unterstützung der wissenschaftlichen Lehre und Forschung auf dem Gebiet der Kapitalmarktcommunication.

Seit 2002 arbeitet der DIRK an der wissenschaftlichen Etablierung der IR. Im Jahre 2006 wurde der Wissenschaftliche Beirat des DIRK gegründet. Neben der bestehenden DIRK-Forschungsreihe werden regelmäßig Bücher, erste wissenschaftliche Publikationen und Studien veröffentlicht. Regelmäßige Vorträge auf unterschiedlichsten DIRK-Veranstaltungen runden das Bild ab.

Im Rahmen seines Engagements für die kontinuierliche Weiterentwicklung der IR in der Wissenschaft hat der DIRK im Februar 2010 das Scientific Investor Relations Network, kurz: SIRN, gegründet. In diesem Netzwerk

sind deutschsprachige Lehrstühle zusammengeschlossen, die sich im wissenschaftlichen Alltag mit dem Thema IR beschäftigen. Ziel dieses Zusammenschlusses ist der disziplinübergreifende Austausch untereinander sowie die Veröffentlichung praxisrelevanter Forschungsergebnisse. Erstmals werden im deutschen Sprachraum konkrete IR-relevante Forschungsprojekte vergeben, die Lehre im Rahmen ausgewählter Studiengänge mit IR-Bezug unterstützt und regelmäßige IR-Publikationen etabliert. Diese Entwicklung sieht der DIRK als maßgeblichen Schritt in Richtung der perspektivisch angestrebten Einrichtung eines eigenen Lehrstuhls mit spezifischen IR-Lehrprogramm und eigenständiger Forschung.

Die vorliegende Studie ist das Ergebnis des zweiten Forschungsprojektes des SIRN. Sie gibt einen Einblick in die aktuellen Entwicklungen des Einsatzes von kapitalmarktnahen Fremdfinanzierungsinstrumenten und die Kommunikation mit den Investoren dieser Instrumente.

Ich freue mich, Ihnen dieses Werk präsentieren zu können und wünsche Ihnen eine interessante Lektüre mit wertvollen Erkenntnissen für die Implementierung einer effektiven Finanzkommunikation mit Fremdkapitalgebern.

Hamburg im Mai 2011

Peter List
Geschäftsführer
Deutscher Investor Relations Verband

Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirates:

- Prof. Dr. Alexander Bassen
- Kay Bommer
- Prof. Dr. Heinrich Degenhart
- Stefan Gruber
- Anke Linnartz
- Prof. Dr. Miriam Meckel
- Gundolf Moritz
- Prof. Dr. Dirk Schiereck
- Dr. Olaf Streuer

Im SIRN zusammengefasste Lehrstühle:

- Finanzierung und Finanzwirtschaft (Leuphana Universität Lüneburg)
- Kapitalmärkte und Unternehmensführung (Universität Hamburg)
- Medien- und Kommunikationsmanagement (Universität St. Gallen)
- Unternehmensfinanzierung (Technische Universität Darmstadt)



Ziel dieser Studie ist es, auf wesentliche Defizite und Entwicklungspotenziale in der Praxis aber auch in der Forschung hinzuweisen, die bei der Implementierung einer effektiven Finanzkommunikation mit Fremdkapitalgebern aktuell zu beobachten sind. Die hier abgeleiteten Erkenntnisse belegen einerseits die gestiegene Bedeutung von Fremdkapital Investor Relations in den letzten Jahren und andererseits die nach wie vor bestehenden Defizite einer effektiven Finanzkommunikation, obwohl es bereits viele Anleitungen für eine gute Implementierung gibt.

Die vorliegende Studie beschreibt die wesentlichen Instrumente der kapitalmarktnahen Fremdfinanzierung im Hinblick auf die damit verbundenen Kommunikationsanforderungen. Sie verdeutlicht die massive Verschiebung der Finanzierungslandschaft auf der Fremdkapitalseite, die bereits in der Vergangenheit zu einem starken Anwachsen von Corporate Bond-Emissionen geführt hat. Erste Handlungsempfehlungen werden abgeleitet. Die Studie hat auch ergeben, dass zwar bereits Standards für Fremdkapital Investor Relations vorhanden sind. Vier konkrete Fallstudien zeigen gute Praxisbeispiele, zugleich aber auch, dass sich die Umsetzung der Standards je nach Größenklasse, Emissionsvolumen und Börsennotierung selbst bei gut kommunizierenden Adressen unterscheidet.

Die kapitalmarktorientierte Unternehmensfremdfinanzierung wird in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Die Ergebnisse der vorliegenden Studie bestätigen eindrucksvoll, dass für die Kapitalmarktkommunikation auf der Fremdkapitalseite noch ein weites Feld zu erschließen ist.