

Unternehmensanleihen als Ausgangspunkt verbriefter Formen langfristiger Kreditfinanzierung

LERNZIELE:

- Den Begriff der Unternehmensanleihe abgrenzen,
- die Möglichkeiten der Anleihefinanzierung zur Überwindung von Interessenkonflikten zwischen Kapitalgebern und -nehmern aufzeigen,
- die verbrieften Rechte von Anleihegläubiger (Obligationär) und Aktionär unterscheiden,
- die Ausstattungsmerkmale von Unternehmensanleihen darstellen,
- die Effektivverzinsung einer Anleihe näherungsweise berechnen,

Das klassische Instrument der langfristigen Kreditfinanzierung von Unternehmen stellt die Emission von **Unternehmensanleihen** (= Industrieobligationen) dar. In Europa erfolgt die Emission solcher Anleihen inzwischen vorzugsweise am Euro-Kapitalmarkt (vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2012, S. 427 ff.). Verglichen damit hat die Anleihefinanzierung im Inland bis zum Ende der 1990er Jahre ein Schattendasein geführt, allerdings ohne ihre **grundsätzliche Bedeutung** – auch als Ausgangspunkt für innovative Anleihe- und so genannte Zwischenformen der Finanzierung – zu verlieren.

Definition

Unter einer **Unternehmensanleihe** ist ein langfristiges festverzinsliches Darlehen in wertpapiermäßig verbriefter Form zu verstehen, das über eine organisierte Plattform (Börse) bei einer Vielzahl von Kreditgebern (Anleihegläubigern) aufgenommen wird (vgl. Süchting, 1995, S. 150).

Überwindung von Interessenkonflikten

Wenn zur Finanzierung einer langfristigen Großinvestition Fremdkapital in einer Höhe und über einen Zeitraum aufgenommen werden muss, die die Möglichkeiten einzelner Kapitalgeber übersteigen, bietet die Emission einer Anleihe einen möglichen Weg zur Überwindung dieser Interessenkonflikte. Durch Zerlegung des vom Emittenten nachgefragten Kreditbetrages in **Teilschuldverschreibungen**, d.h. durch Stückelung der Gesamtsumme (regelmäßig mindestens 100 Mio. EUR) in kleinere Teilbeträge (z.B. 100 oder 1 000 EUR/Stück), können sich neben institutionellen Investoren (wie Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften) auch private Anleger an einer Kreditvergabe beteiligen (**Mobilisationsprinzip**). Die Verbriefung der Teilschuldverschreibungen in (Inhaber-)Wertpapieren ermöglicht zudem die **einfache Übertragbarkeit** und den Handel der Papiere über die Börse. Unterschiedliche Vorstellungen über die Kapitalüberlassungsdauer zwischen Kapitalgeber und -nehmer können insofern dadurch überwunden werden, dass jeder Obligationär die Möglichkeit hat, das Kreditverhältnis für

Übersicht

sich persönlich durch Verkauf seiner Teilschuldverschreibung am Sekundärmarkt für Anleihen zu beenden. Bei den kreditnehmenden Unternehmen führt dies zu keinem Mittelabfluss, da der Käufer des Papiers in das bestehende Schuldverhältnis eintritt.

Rechtsformunabhängigkeit

Im Gegensatz zu Aktien verbriefen Unternehmensanleihen (Corporate Bonds), die grundsätzlich keine spezielle Rechtsform voraussetzen, **Gläubiger- und keine Eigentumsrechte**, d.h. die Obligationäre haben unabhängig vom Erfolg des Emittenten einen **festen Anspruch** auf Zinszahlungen und auf Rückzahlung des nominalen Darlehensbetrages zum vereinbarten Zeitpunkt. Aus der befristeten Überlassung von Fremdkapital leiten sich darüber hinaus weder Haftungsverpflichtungen – im Gegenteil ist der Obligationär als Gläubiger Haftungsberechtigter – noch Stimmrechte oder andere (Mit-)Leistungsansprüche ab.

Ausstattung

Zur Überwindung der zwischen Anleiheemittent und -investor existierenden Marktwiderstände kann ersterer mit einer entsprechenden Ausstattung der Anleihe beitragen. Zu den zentralen **Ausstattungsmerkmalen**, über deren Ausgestaltung er befinden muss, gehören neben der bereits erwähnten Stückelung der Gesamtemission

- (Nominal-)Zinssatz,
- Ausgabekurs/Rückzahlungskurs,
- Laufzeit,
- Tilgung/Kündigung sowie
- Besicherung.

Verzinsung

Die **Verzinsung** einer Unternehmensanleihe ist im Allgemeinen konstant über die gesamte Laufzeit und unabhängig von der Erfolgssituation des Anleiheschuldners, d.h. die Gläubiger haben einen festen Anspruch auf Zinszahlungen, deren Höhe sich aus der Anwendung des (durch den Zinskupon festgelegten) Nominalzinssatzes auf den Nennbetrag der gehaltenen Teilschuldverschreibungen ergibt. Von der **Nominalverzinsung** ist die **Effektivverzinsung** zu unterscheiden, die letztlich maßgeblich für die Rendite der Kapitalgeber bzw. die Kapitalkosten des Schuldners ist.

Während man sich mit der Festlegung der Nominalverzinsung, die mit einigem Vorlauf vor dem Emissionszeitpunkt zu bestimmen ist, nur grob dem herrschenden oder erwarteten Marktzinsniveau anpassen kann (z.B. indem man eine 2½%-er-, 2¾%-er- oder 3%-er-Anleihe wählt), erfolgt die Feinabstimmung über die Gestaltung von **Ausgabe- und Rückzahlungskurs**. Der Nennbetrag (100%), auf den die Teilschuldverschreibungen lauten, muss weder mit dem Ausgabekurs noch mit dem Rückzahlungsbetrag übereinstimmen. Vielmehr sind neben Emissionen bzw. Rückzahlungen zu pari (100%) auch solche unter (<100%) oder über pari (>100%) denkbar. Ein Ausgabekurs unter dem Rückzahlungskurs bedeutet ein **Disagio**, der umgekehrte Fall ein **Agio**. Ersteres erhöht, letzteres senkt ökonomisch den Preis für die überlassenen Kreditmittel. Die Effektivverzinsung einer Anleihe ist nicht nur vom Nominalzinssatz abhängig, sondern wird auch von der Höhe des Ausgabe- und Rückzahlungskurses beeinflusst.

Übersicht

Beispiel

Unterstellt sei eine Anleihe mit folgender Ausstattung: Nominalzins (Z): 6%, Ausgabekurs (K_0): 98%, mittlere Laufzeit (n): 10 Jahre, Rückzahlungskurs (K_n): 100%. Sieht man von den Emissionskosten ab, so ergibt sich für die Unternehmung folgende effektive Zinsbelastung (bzw. für den Anleger folgende effektive Rendite):

$$r_{\text{eff.}} = \frac{6 + \frac{100 - 98}{10}}{98} \cdot 100 = 6,33 \% \text{ nach der Formel:}$$

Näherungsweise Effektivverzinsung

$$r_{\text{eff.}} = \frac{Z + \frac{K_n - K_0}{n}}{K_0} \cdot 100$$

Die obenstehende Formel stellt nicht die mathematisch exakte Berechnung der Effektivverzinsung dar, liefert jedoch vergleichsweise genaue Ergebnisse, die zumindest ausreichen, um sich einen ersten Überblick zu verschaffen. Die exakte Berechnung des Effektivzinses erfolgt, indem mit Hilfe investitionsrechnerischer Verfahren auf der Basis der Zahlungsströme der Anleihe (Einzahlung bei Emission, laufende Zinszahlungen, Tilgungsauszahlung) der **interne Zinsfuß** berechnet wird.

Laufzeit

Die **Laufzeit** von Unternehmensanleihen liegt zuletzt schwerpunktmäßig zwischen 8 und 15 Jahren. Gerade in der anhaltenden Niedrigzinsphase zu Beginn des 21. Jahrhunderts haben Emittenten indes zunehmend versucht, sich die günstigeren Preise für Kapitalüberlassungen durch längerfristige Emissionen mit Laufzeiten von 30 Jahren und mehr zu sichern. Für Investoren bergen diese Titel das Risiko, dass es bei wieder ansteigenden Zinsen zu (zunächst nur buchmäßigen) **Kursverlusten** kommt, die der Obligationär im Falle der vorzeitigen Liquidierung seiner Anlage (durch Verkauf zum aktuellen Kurs an der Börse) aber tatsächlich realisiert.

Tilgungsmodalitäten

Für die **Tilgungsmodalitäten** einer Unternehmensanleihe existieren verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten:

- endfällige Tilgung in einem Betrag am Ende der Laufzeit,
- Tilgung in einem Betrag nach Kündigung,
- Ratentilgung (gleichbleibender Tilgungs-, rückläufiger Zinsanteil),
- Tilgung durch gleichbleibende Annuitäten (steigender Tilgungs-, abnehmender Zinsanteil) oder
- Tilgung durch freihändigen Rückkauf an der Börse unter Verwendung von Mitteln aus einem speziellen Tilgungsfonds.

Übersicht

Die Tilgung in einem Betrag bewirkt eine erhebliche Liquiditätsbelastung zu einem Zeitpunkt; insofern ist eine Form der ratenweisen Tilgung vorzuziehen. Dabei muss durch Auslosung bestimmter Serien oder Nummernkreise ermittelt werden, welche Teilschuldverschreibungen konkret getilgt werden. Für den Obligationär resultiert aus der damit verbundenen Variabilität der effektiven Laufzeit ein **Auslosungsrisiko** (Steiner/Uhlir, 2001, S. 52 ff.) infolge des für ihn unsicheren Tilgungszeitpunkts, die resultierende Veränderung der Effektivrendite aus der Anleihe und ein Wiederanlagerisiko speziell in Niedrigzinsphasen. Demgegenüber sind die Tilgungszahlungen aus Emittentensicht im Vorhinein bekannt.

Der freihändige Rückkauf an der Börse bietet sich nicht nur zu Zwecken der Kurspflege, sondern vor allem dann an, wenn die Anleihe (nach zwischenzeitlichen Zinssteigerungen) unter dem Rückzahlungskurs notiert; in diesem Fall können außerordentliche Erträge erzielt werden. Analog umgekehrte Anreizeffekte bestehen für den Emittenten, ein ihm einseitig zustehendes Recht (**Schuldneroption**) auf vorzeitige Kündigung auszuüben: Sind die Zinsen gesunken, könnte er sich umschulden, also frische Mittel aufnehmen und mit diesen die ursprüngliche Anleihe tilgen. Die Anleiheinvestoren hingegen verlieren ihre eigentlich geplante Cashflow-Quelle und müssen die verfrüht zurückerhaltenen Mittel zu niedrigeren Zinsen als zuvor wieder anlegen (vgl. zu einhergehenden Bewertungsfragen Horsch/Sturm, 2007, S. 292 ff.).

Besicherung

Zur Ausstattung von Unternehmensanleihen gehört ferner die Art ihrer **Besicherung**. Typische Sicherungsformen sind insbesondere Grundschulden, Bürgschaften der öffentlichen Hand. Speziell die Bedeutung letzterer hat im Zuge der Finanzmarktkrise rapide an Bedeutung gewonnen, da ohne sie Anleihen zeitweise gar nicht oder nur zu sehr hohen Zinskosten platzierbar gewesen wären. Zunehmende Verwendung hatten zuvor Sicherungsklauseln (**Covenants**) gefunden. Sie verpflichten den Anleiheschuldner zur Einhaltung bestimmter Kennzahlen (z. B. einer Mindesteigenkapitalquote) oder Regeln (z. B., dass kein anderer gegenüber dem Anleihegläubiger nachträglich bevorzugt werden darf), deren Verletzung dem Anleihegläubiger Nachverhandlungsrechte verschaffen (vgl. Berk/DeMarzo, 2011, S. 747 ff.).

Finanzinnovationen auf der Basis der Unternehmensanleihe

Neben ihrer eigenständigen Bedeutung als Finanzierungsform fungiert die Grundform der Unternehmensanleihe – der Straight (Corporate) Bond – als Plattform für verschiedenste Abwandlungen, die an den besprochenen Ausstattungsmerkmalen ansetzen. Eine Auswahl bedeutender Varianten wird im Folgenden vorgestellt.

Floating Rate Notes

Was bedeutet „festverzinslich“?

Kennzeichnendes Merkmal dieser verzinsungsgerichteten Variation ist die regelmäßige (z. B. halbjährliche) Anpassung des Nominalzinssatzes an den in den Anleihebedingungen genannten **Referenzzinssatz** (z. B. Euribor). Floating Rate Notes (FRN, Floater) sind damit variabel verzinsliche Anleihen, gehören aber dennoch – wie Straight Bonds auch – zu den festverzinslichen Wertpapieren. Dies ist ein nur vermeintlicher Widerspruch, da „festverzinslich“ nicht mit „konstant über die Laufzeit“, sondern mit „unbeeinflusst von schwankenden oder ausfallenden Gewinnen des Emittenten“ zu übersetzen ist.