

Mitherausgeber



FINPAIR

Intelligence rethought.



DIGITALE SCHULDSCHEINPLATTFORMEN

Treiber für den Schuldscheinmarkt

Aus der Reihe: Innovation in Corporate Finance

November 2019

Förderer

Linklaters **MOODY'S**

INHALT

DAS KONZEPT.....	3
DIE VORDENKER.....	4
DAS THEMA	5
DIE THESEN.....	6
DIE ERLÄUTERUNGEN.....	8

DAS KONZEPT

„Innovation in Corporate Finance“ ist eine Veranstaltungsreihe und White Paper Series des FINANCE Think Tanks Corporate Banking & Finance. In dieser Reihe untersucht der Think Tank relevante Themen der Corporate Banking & Finance Community.

Der Think Tank geht von der Annahme aus, dass ein Thema aus allen relevanten Perspektiven beleuchtet werden sollte, um ein tiefes und umfassendes Verständnis zu entwickeln. Darum versammeln wir eine sorgfältig ausgewählte Gruppe exzellenter Vordenker, um in einer mehrstündigen Brainstorming Session über das gewählte Thema zu diskutieren.

Im Anschluss an die Diskussionsrunde erstellt der Think Tank ein White Paper, das der interessierten Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt wird.

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung der Mitherausgeber und Förderer wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Der Think Tank sieht das White Paper als Gedanken- und Diskussionsanstoß und will damit eine Debatte beginnen oder fortführen. Darum ist jede kritische Rückmeldung höchst willkommen. Nur gemeinsam erlangen wir die Erkenntnis, die der Markt für eine erfolgreiche Entwicklung benötigt.



Bastian Frien

Gründer und Geschäftsführer
FINANCE Think Tank

✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

DIE VORDENKER

Andreas Becker, Head of Clients & Products, ING Wholesale Banking

Andreas Beitzen, Head of Business Development SME & MidCaps, Euler Hermes Rating

Uwe Falk, Head of Treasury, BayWa

Bastian Frien, Geschäftsführer, FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance

Stefan Fromme, Geschäftsführer, vc trade

Olaf Hugenberg, Head of Corporate Finance, NordLB

Michael Jonker, Geschäftsführer, finpair

Dr. Daniel Hildebrand, Partner, Roland Berger

Dr. David Klein, Partner, Taylor Wessing

Dr. Helge Kortz, Partner, Gleiss Lutz

Paul Kuhn, Head of DCM Origination Corporates, BayernLB

Miriam Kumerle, Deputy Head of Corporate Treasury, BayWa

Heiko Möhringer, Schuldschein Specialist Debt Markets EMEA, BNP

Tobias Müssig, Prokurist, finpair

Sascha Röber, Head of Financial Management, Schön Klinik

Jens Schmidt-Bürgel, Geschäftsführer, Moody's Deutschland

Thomas Schneider, Head of European Corporate Loans, Allianz Global Investors

Dietmar Schubert, Deputy Head of European Corporate Loans, Allianz Global Investors

Dr. Christian Storck, Partner, Linklaters

Anmerkungen:

Die in dem White Paper formulierten Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansicht der einzelnen Vordenker und auch nicht zwingend die Einschätzung der Mitherausgeber und Förderer wider. Für die Formulierung und inhaltliche Begründung der Thesen zeichnet ausschließlich der FINANCE Think Tank Corporate Banking & Finance verantwortlich.

Die genannten Positionen hatten die Vordenker zum Zeitpunkt der Teilnahme an der Diskussionsrunde am 27. Juni 2019 inne.

DAS THEMA

Digitale Schuldscheinplattformen erfreuen sich seit einigen Jahren in Fachmedien und in der Fachöffentlichkeit einer enormen Aufmerksamkeit, die weit über ihre aktuelle Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung hinausgeht.

Heute wird im Markt nicht mehr die Frage gestellt, ob sich Plattformen durchsetzen, sondern welche und mit welchem Geschäftsmodell. Digitale Plattformen eignen sich ideal für den stark standardisierten Schuldscheinmarkt, auf dem einer großen dreistelligen Zahl von potenziellen Emittenten eine ähnlich große Zahl von interessierten Investoren gegenübersteht. Die Effizienzvorteile einer strukturierten Vermittlung, Anbahnung und Abwicklung sind zu gewaltig, um handgestrickten Lösungen Raum zu lassen. Außerdem ist der Preisdruck auf die klassisch arbeitenden Arranger so stark, dass auch sie ein Interesse an Plattformlösungen haben, um ihre Kosten zu reduzieren.

Der Think Tank Corporate Banking & Finance versucht auf zwei zentrale Fragen Antworten zu geben:

- ❓ Werden die Plattformen den Markt grundlegend – also disruptiv – verändern oder ihn lediglich optimieren?
- ❓ Welche Geschäftsmodelle der Plattformen werden sich durchsetzen?

Für die Darstellung haben wir folgende Gliederung gewählt:

- ➔ TRENDVERSTÄRKUNGEN
- ➔ MARKTVERÄNDERNDE ELEMENTE
- ➔ DISRUPTIONSPOTENZIAL
- ➔ GESCHÄFTSANSÄTZE VON PLATTFORMEN



DIE THESEN

TRENDVERSTÄRKUNGEN

These 1 - Plattformen verstärken im Schuldscheinmarkt vor allem bestehende Trends.

- 1.1. Die Margen für die arrangierenden Banken erodieren.
- 1.2. Die Abwicklung wird effizienter.
- 1.3. Die Investorenlandschaft diversifiziert sich.
- 1.4. Der Schuldscheinmarkt wird internationaler.
- 1.5. Die Emissionen werden kleinteiliger.
- 1.6. Die durchschnittliche Bonität im Schuldscheinmarkt beginnt sich zu verschlechtern.

MARKTVERÄNDERNDE ELEMENTE

These 2 - Plattformen ermöglichen neue Modelle der Risikobewertung.

These 3 - Die Plattformen begünstigen Standardisierung.

**These 4 - Plattformen können einen lebendigen Sekundärmarkt abbilden -
aber nicht beim Schuldschein.**

DISRUPTIONSPOTENZIAL

These 5 - Plattformen können den Schuldscheinmarkt für schwache Risiken öffnen – das wäre eine disruptive Veränderung.

- 5.1. Der Schuldscheinmarkt ist zweigeteilt, ein drittes Segment entsteht gerade.
- 5.2. Alle Zeichen stehen auf Wachstum.
- 5.3. Der Preis: eine massive Verschlechterung der Bonität.
- 5.4. Noch beschwören die Marktteilnehmer das Hochqualitätssegment offiziell als sakrosankt – es wird vergeblich sein.
- 5.5. Der Schuldscheinmarkt kann ein Auffangbecken für schwächere Risiken werden – aber damit ändert er sich fundamental.
- 5.6. Der Schuldschein eignet sich strukturell nur bedingt für schlechte Risiken.
- 5.7. Für das Crossover-Segment und darunter muss die Dokumentation angepasst werden.
- 5.8. Plattformen können den Weg aus der Bankenlastigkeit ebnen.

GESCHÄFTSANSÄTZE VON PLATTFORMEN

These 6 - Die Erwartungen von Emittent und Investor werden noch nicht alle erfüllt.

These 7 - Die Zahl der Plattformen muss und wird sich reduzieren.

These 8 - Es kann Plattformen mit und ohne Einbindung von Arrangern geben.

These 9 - Der Schuldscheinmarkt ist kein typischer Anwendungsfall für die Blockchain.

These 10 - Die erfolgreichen Plattformen werden mehr als nur Schuldscheine vermitteln.

DIE ERLÄUTERUNGEN

TRENDVERSTÄRKUNGEN

THESE 1 - PLATTFORMEN VERSTÄRKEN IM SCHULDSCHEINMARKT VOR ALLEM BESTEHENDE TRENDS.

Der Schuldscheinmarkt unterliegt seit mehreren Jahren verschiedenen Trends. Alle diese Trends sind derzeit intakt und würden auch ohne Plattformen weiter fortgeführt. Die Plattformen verstärken diese Trends aber – zum Teil massiv.

1.1. Die Margen für die arrangierenden Banken erodieren.

In den vergangenen Jahren sind Gebühren für die Banken dramatisch gesunken. Angesichts eines enormen Wettbewerbs waren alle Häuser zu großen Zugeständnissen bereit. Derzeit arbeitet vermutlich kein Haus im Schuldscheingeschäft kostendeckend. Damit werden heute im klassischen Schuldscheinmarkt bereits „digitale Preise“ bezahlt.

Die Rolle der Plattformen: weiterer Druck auf die Preise.

Die Plattformen verstärken den Druck auf die Gebühren. Die Emittenten erwarten von einer Plattform geringere Kosten, obwohl eine Plattform, die mit einem Arranger zusammenarbeitet, zusätzlich eine Gebühr erhält. Wenn die Plattform ohne Arranger arbeitet, bietet sie einen günstigeren Preis und setzt die Platzhirsche damit unter Zugzwang.

1.2. Die Abwicklung wird effizienter.

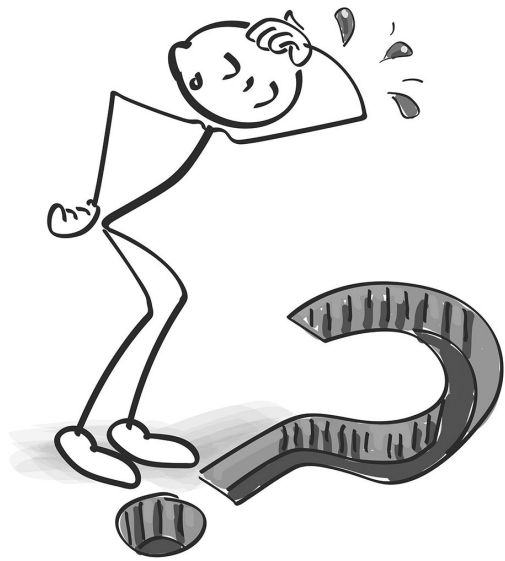
In früheren Jahren war der Schuldscheinmarkt für die Banken als Arranger ein auskömmliches Geschäft. Wie in anderen Bereichen auch zementierten hohe Margen ineffiziente, oft händische Prozesse. Durch den Margenverfall und den allgemeinen Ertragsverfall in den Banken ist der Druck gestiegen, die Prozesse zu verschlanken.

Die Rolle der Plattformen: Tool für Effizienzgewinne.

In der Abwicklung der Transaktionen haben die Plattformen neben der effizienten Ansprache von Investoren ihren wesentlichen Hebel. In der Praxis sind Plattformen und klassische Schuldschein-Desks damit nicht zwangsläufig Wettbewerber, sondern potenziell auch Partner. Zwar nehmen die Plattformen den Arrangern einen Teil ihrer Arbeit ab, doch sie sind für die klassischen Schuldschein-Desks auch eine Chance, weil sie den eigenen Aufwand in der Strukturierung und Abwicklung deutlich reduzieren können. Allerdings gilt das nur für Plattformen, die Arranger einbinden.

1.3. Die Investorenlandschaft diversifiziert sich.

Traditionell wurden Schuldscheine bei den Sparkassen und Genossenschaftsbanken untergebracht. Nur wenige andere Investoren wie große Versicherer waren in dem Markt aktiv. Seit einigen Jahren ist das Interesse von institutionellen Investoren wie kleineren Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen, aber auch ausländischen Geschäftsbanken sprunghaft gestiegen. Auch wenn nach wie vor der Löwenanteil der Schuldscheine im Portfolio kleinerer Banken liegt, ist der Anteil der Institutionellen deutlich gewachsen.



Die Rolle der Plattformen: Verbreiterung der Investorenbasis.

Der kostengünstige und effiziente Zugang zu einer beliebigen Zahl an Investoren ist ein wesentlicher Vorteil der Plattformen gegenüber dem klassischen Vertrieb. Neue Investoren werden lieferfähige Plattformen gern nutzen und wiederum Emittenten anziehen, die ihre Investorenbasis verbreitern wollen.

1.4. Der Schuldscheinmarkt wird internationaler.

Traditionell ist der Schuldscheinmarkt deutsch. Das hat sich geändert. Sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorensseite treten immer mehr internationale Spieler auf das Feld. Im ersten Halbjahr 2019 war erstmals die Hälfte aller Emittenten ausländischen Ursprungs. Das hat auch damit zu tun, dass in Deutschland operierende ausländische Banken das Schuldscheingeschäft für sich entdeckt haben.

Die Rolle der Plattformen: Sie erleichtern die Internationalisierung.

Plattformen sind ihrem Wesen nach nicht an Ländergrenzen gebunden. Sie definieren ihre Märkte nicht eng, sondern setzen auf einen Pull-Effekt, der Nachfrage in Regionen generiert, die mit einem klassischen Vertriebsansatz gar nicht angesprochen wird. Damit können Plattformen ein wesentlicher Treiber der Internationalisierung des Schuldscheinmarkts werden.

1.5. Die Emissionen werden kleinteiliger.

Traditionell begeben große Mittelständler Schuldscheine im kleinen dreistelligen Millionenbereich. Seit der Finanzkrise gibt es auch einige wenige Milliardentransaktionen. In den vergangenen Jahren hat es aber zunehmend kleinere Emission mit bis zu niedrigen zweistelligen Millionenbeträgen gegeben. Der Wettbewerb unter den Arrangern und großer Appetit auf Investorensseite machten diese Transaktionen möglich.

Die Rolle der Plattformen: Der minimale Vertriebsaufwand ermöglicht Kleinteiligkeit in zwei Dimensionen.

Plattformen können mit ihrem Geschäftsmodell in zwei Richtungen wirken: Sie erleichtern durch die effiziente, kostengünstige Ansprache von Investoren kleinere Emissionsvolumina und eröffnen damit Unternehmen den Weg in den Schuldscheinmarkt, die bislang zu klein waren. Außerdem können Emissionen in kleinere Tranchen unterteilt und damit zeitlich passgenau auf die Finanzierungsbedürfnisse der Emittenten abgestimmt werden.

1.6. Die durchschnittliche Bonität im Schuldscheinmarkt beginnt sich zu verschlechtern.

Der Schuldscheinmarkt ist traditionell ein Hochqualitätssegment. Der Markt hat allerdings in den vergangenen 24 Monaten bereits eine Reihe von Emissionen im Crossover-Segment gesehen. Das zeigt: Die Investorenbasis für schlechtere Risiken ist ebenso vorhanden wie die Bereitschaft der Banken, solche Unternehmen in den Schuldscheinmarkt zu begleiten.

Die Rolle der Plattformen: Wachstumstreiber mit oder ohne Gatekeeper-Funktion?

Die Plattformen haben zwar Interesse an einem stabilen Marktsegment, aber natürlich auch an Marktwachstum. Die Banken stehen durch sinkende Margen und starken Wettbewerb unter den Arrangern unter großem Druck, Deals zu generieren und im Zweifel auch einmal Emittenten in den Markt zu führen, die den klassischen Kriterien eher nicht entsprechen. Gilt das auch für die Plattformen?

Es gibt durchaus gute Argumente für die Annahme, dass die Plattformen ihre Gatekeeper-Funktion sehr ernst nehmen. Einer im Markt etablierten Bank wird der Ausfall eines von ihr begleiteten Emittenten durchaus einmal verziehen. Die Plattformen dagegen haben sich diesen Vertrauensvorschuss noch nicht aufgebaut und müssen fürchten, mit Ausfällen auch gleich ihre Geschäftsgrundlage zu verlieren. Das ist ein sehr starker Anreiz, im Zweifelsfall auch einmal Nein zu sagen.

Auf der anderen Seite müssen die Plattformen aber Geschäft machen. Sie ermöglichen durch kleinteilige Emissionen kleineren Unternehmen den Zugang zum Schuldscheinmarkt. Kleinere Unternehmen sind tendenziell von schlechterer Bonität. Außerdem sprechen die Plattformen grundsätzlich alle platzierbaren Emittenten an und ziehen zusätzliche Investoren in den Markt, die andere Leitlinien verfolgen können als die traditionellen Investoren. Damit wächst die Aufnahmefähigkeit auch für schwächere Risiken. Am Ende müssen die Plattformen entscheiden, wie wichtig ihnen die Gatekeeper-Funktion ist und ob sie befürchten müssen, dass Ausfälle ihnen die Geschäftsgrundlage entziehen oder der Markt in dieser Hinsicht im Gegenzug für höhere Renditen toleranter wird.

MARKTVERÄNDERNDE ELEMENTE

Auch wenn die Plattformen vorwiegend Trends verstärken, so haben sie doch auch das Potenzial, einige Marktregeln zu verändern.

THESE 2 - PLATTFORMEN ERMÖGLICHEN NEUE MODELLE DER RISIKOBEWERTUNG.

Jede Investition lässt sich nur im Verhältnis zum damit verbundenen Risiko einschätzen. Die Risikobewertung ist daher das zentrale Thema für institutionelle Investoren. Der Schuldscheinmarkt in seiner traditionellen Form hatte an dieser Stelle kein Problem: Nur beste Risiken gingen an den Markt, die Investoren aus dem Sparkassen- und Genossenschaftssektor hatten in der Regel Zugriff auf das Rating einer arrangierenden Bank. Mit der Ausweitung des Schuldscheinmarkts um institutionelle Investoren und schwächere Risiken stellt sich das Thema ganz neu – und dringlich.

Externe Ratings sind derzeit nicht relevant. Nur eine fundamentale Marktkrise könnte daran etwas ändern.

Zwar verfügen einige Emittenten im Schuldscheinmarkt über ein externes Rating, allerdings nutzen die Emittenten dieses Rating für den Anleihemarkt – für den Schuldschein selbst werden keine Ratings beauftragt.

Die Investoren müssen sich daher eine eigene Meinung zur Bonität des Emittenten bilden. Eine Besonderheit existiert im Sparkassen- und Genossenschaftssektor: Hier können die investierenden Sparkassen das interne Rating einer arrangierenden Landesbank nutzen. Für Genossenschaftsbanken gilt eine analoge Regelung für das Rating der DZ Bank. Auch aus diesem Grund landet von der Stückzahl her der Großteil der Schuldscheine bei den Sparkassen und Genossenschaftsbanken.



Institutionelle Investoren wünschen aber externe Risikoeinschätzungen.

Anderen Investoren stehen die bankinternen Ratings nicht zur Verfügung. Zwar müssen viele Investoren sich wegen regulatorischer oder interner Vorgaben ohnehin ein eigenes Urteil zur Bonität bilden. In der Praxis fällt das aber bei Mittelstandsrisiken insbesondere den kleineren Investoren schwer, sodass sie gern zusätzlich auf eine externe Risikobewertung zurückgreifen. Ohne externe Risikoeinschätzungen werden weiterhin grundsätzlich sehr interessierte institutionelle Investoren dem Markt fernbleiben.

Damit könnte ein Markt für Risk Assessments entstehen.

Dass sich die aus dem Anleihemarkt bekannten externen Ratings der großen Agenturen auch im Schuldscheinmarkt etablieren, ist unwahrscheinlich. Insbesondere für kleinere Volumina von kleineren Emittenten ist der finanzielle und interne Aufwand nicht attraktiv, solange Schuldscheinemissionen ohne Rating möglich oder Finanzierungsalternativen verfügbar sind.

Etablieren könnten sich dagegen sogenannte Risk Assessments, die kein vollwertiges Rating darstellen, aber nach derselben Methodik erarbeitet werden und – über ein großes Portfolio hinweg – eine trennscharfe Prognose über Ausfallwahrscheinlichkeiten geben sollten. Die Risk Assessments können von den Plattformen problemlos eingebunden werden. Bereits heute gibt es abgestufte Angebote, die von einem ersten Scoring bis zu einem vollwertigen Rating reichen.

Der Markt für US Private Placements gibt mit den NAIC Ratings grundsätzlich einen Weg vor. Allerdings ist die Skala mit nur sechs Stufen sehr grob und basiert ausschließlich auf Vergangenheitszahlen. Für Investoren könnte sie aber ausreichen, um zu klären, ob sich eine nähere Beschäftigung mit der Emission lohnt.

Es ist aber nicht klar, wer für die Risk Assessments zahlt.

Unklar bleibt, wer für die Kosten der Risk Assessments aufkommt. Das klassische Modell der großen Ratingagenturen sieht vor, dass die Emittenten für das Rating bezahlen. Verfügen die Investoren über keine verlässliche Bewertung, ist der Schuldschein entweder nicht platzierbar oder der Emittent muss eine Unsicherheitsprämie bezahlen. Emittenten werden also nur für das Rating aufkommen, wenn sich dadurch das Pricing verbessert oder das Unternehmen ein großes Interesse an der Verbreiterung der Investorenbasis hat, insbesondere außerhalb des Bankensektors.

Ebenso gut ist denkbar, dass interessierte Investoren die Risikoeinschätzungen als eine Art verlängerte Werkbank ihrer Analyseabteilung einkaufen. Immerhin ist mit den Vorgaben von MiFID II bereits der Boden für eine Zahlungsbereitschaft für Research bereitet worden, auf den Ratingagenturen möglicherweise bauen können.

Eher unwahrscheinlich ist die Variante, dass die Plattformen selbst die Kosten für das Risk Assessment übernehmen, weil sie sich davon eine größere Attraktivität für Investoren und damit eine höhere Abschlusswahrscheinlichkeit versprechen. In eine solche Vorleistung werden die am Markt agierenden Plattformen aller Voraussicht nach nicht treten.

Die Risikobewertung ist nicht nur vor der Emission wichtig.

Die Prüfung des Risikos ist eine zentrale Voraussetzung für die Investitionsentscheidung. Aus Sicht der Investoren ist die Informationslage während der Haltedauer aber ebenso wichtig. Hier können Plattformen einen wesentlichen Beitrag liefern, weil sie aktuelle Nachrichten technologisch simpel und komfortabel sowie zeitnah und effizient zur Verfügung stellen können. Insbesondere Informationen über das Zahlungsverhalten der Emittenten wären sehr wertvoll und könnten zusätzlich eingebunden werden.

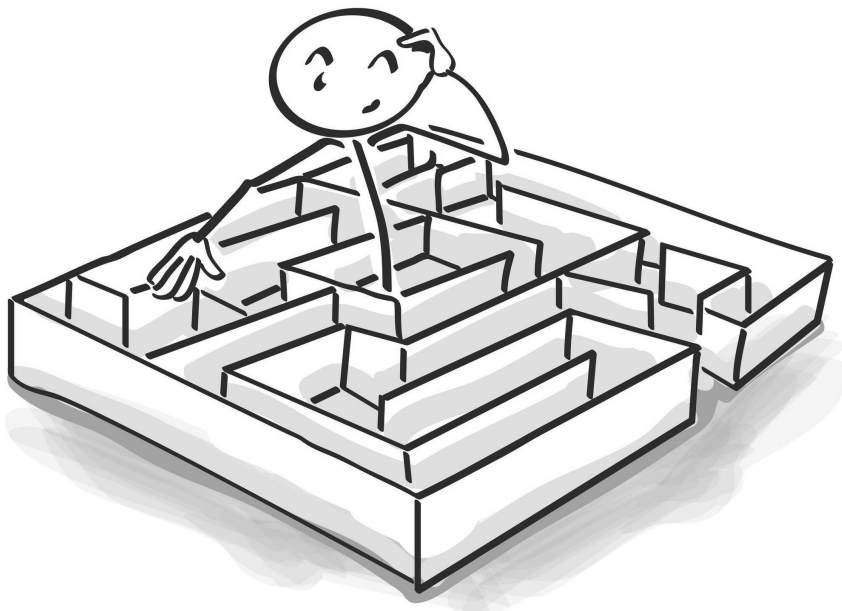
THESE 3 - DIE PLATTFORMEN BEGÜNSTIGEN STANDARDISIERUNG.

Derzeit ist der Schuldscheinmarkt ein Emittentenmarkt: Attraktive Emittenten stoßen auf großes Interesse bei Investoren und lassen sich zunehmend professionell beraten. Damit können die Unternehmen relativ frei Bedingungen vorgeben, zu denen sie einen Schuldschein emittieren und sich von Standards – insbesondere Covenants – lösen, wenn es ihnen wichtig ist.

Trotzdem ist der Schuldschein grundsätzlich bereits ein stark standardisiertes Finanzierungsinstrument. In der Praxis haben die arrangierenden Banken allerdings unterschiedliche Dokumente, mit denen sie als Vorlage arbeiten. Darüber hinaus gibt es seit einiger Zeit einen LMA-Standard, der bislang jedoch nur selten genutzt wird, weil die aktuelle Marktverfassung vielen Emittenten den Verzicht auf wesentliche, lange Zeit übliche Standardklauseln erlaubt. Entscheidend ist aber: Materiell unterscheiden sich die verschiedenen Verträge kaum.

Unterschied zwischen gleichen Formulierungen und gleichen materiellen Bestimmungen.

In der Diskussion über Standards müssen zwei Aspekte unterschieden werden: gleiche Formulierungen für gleiche Sachverhalte und gleiche materielle Bestimmungen. An einer Angleichung der Formulierungen haben grundsätzlich alle Parteien ein Interesse, weil sie das Verständnis und damit die Arbeit erleichtert. Emittenten wie Investoren sind aber sehr daran interessiert, materielle Vereinbarungen individuell aushandeln zu können. Auch dafür sind wiederum standardisierte Bausteine denkbar („tick the box“).



Die Angleichung von Formulierungen und die materielle Standardisierung sind damit theoretisch strikt getrennt. Allerdings liegt es im Wesen einer Standarddokumentation, dass sie einen „Normalfall“ definiert. Ein Abgleich des Vertrags mit dem Standarddokument legt alle Abweichungen effizient offen. Abweichungen müssen definiert und begründet werden. Damit wirkt faktisch auch eine nur als Angleichung von Formulierungen gedachte Standardisierung zusätzlich in die Richtung einer materiellen Angleichung.

Plattformen setzen Standards.

Aus Sicht der Plattform sind standardisierte Formulierungen sehr wünschenswert. Wenn jeder Emittent oder Arranger seine eigene Dokumentation mitbringt, sinken die Vorteile. Plattformen können auch selbst zur Standardisierung beitragen, auch wenn nicht sofort jeder Standard einer Plattform vom Markt akzeptiert werden dürfte. Auf längere Sicht aber wird das Beharren einer Plattform auf einer – zumindest bei den Formulierungen – vereinheitlichten Dokumentation zu einer stärkeren Standardisierung führen.

Große, erfahrene Investoren schätzen die individuell ausgehandelten Dokumentationen. Standardisierte Dokumentationen über Plattformen werden aber mehr kleinere Investoren in den Markt locken, weil die Eintrittshürden niedriger sind und die inhaltliche Prüfung einfacher wird.

THESE 4 - PLATTFORMEN KÖNNEN EINEN LEBENDIGEN SEKUNDÄRMARKT ABBILDEN – ABER NICHT BEIM SCHULDSCHEIN.

Plattformen sind prädestiniert, nicht nur Emissionen, sondern auch den weiteren Handel mit Finanzierungsinstrumenten abzubilden. Allerdings dürfte die Nachfrage im Schuldscheinsegment überschaubar sein, weil die meisten Investoren Schuldscheine bis zum Ende der Laufzeit behalten wollen.

Außerdem behindert eine Informationsasymmetrie den Sekundärmarkt im Schuldscheinmarkt: Solange die Schuldscheine zu einem großen Teil in Bankportfolios liegen, werden viele institutionelle Investoren eher misstrauisch auf ein Verkaufsangebot reagieren. Sie unterstellen den Banken, dass diese (negative) Informationsvorsprünge ausnutzen.

Darüber hinaus haben zahlreiche Investoren kein Interesse an den möglichen Nebeneffekten eines vitalen Sekundärmarkts. Niemand strebt einen regulierten Handel und einen Wandel des Schuldscheins vom Kredit zum Wertpapier an. Das hat neben regulatorischen Gründen aufseiten der Arranger und der Plattformen auch bilanzielle Gründe aufseiten der Investoren: Bisher können Schuldscheine über die Laufzeit hinweg zum Anschaffungswert ausgewiesen werden. Wenn für Schuldscheine aktuelle Marktpreise verfügbar sind, spricht viel dafür, dass die Papiere künftig zum Marktwert (mark to market) bilanziert werden müssen. Insbesondere Versicherungen, die nach Solvency II zum Fair Value bilanzieren müssen, wenn es Marktpreise gibt, haben daran kein Interesse – ein wesentlicher Vorteil gegenüber Anleihen ginge damit verloren.

Abtretungen allerdings gibt es bereits heute und wird es weiter geben. Hier können Plattformen ihre Vorteile mit Blick auf Effizienz und Transparenz ausspielen.

DISRUPTIONSPOTENZIAL

THESE 5 - PLATTFORMEN KÖNNEN DEN SCHULDSCHEINMARKT FÜR SCHWACHE RISIKEN ÖFFNEN - DAS WÄRE EINE DISRUPTIVE VERÄNDERUNG.

Der Schuldscheinmarkt zeigt im Pricing gewisse Anzeichen einer Überhitzung. Er teilt diese Eigenschaft aber mit vielen anderen Assetklassen. Es spricht wenig dafür, dass er in den kommenden Jahren an Attraktivität verliert.

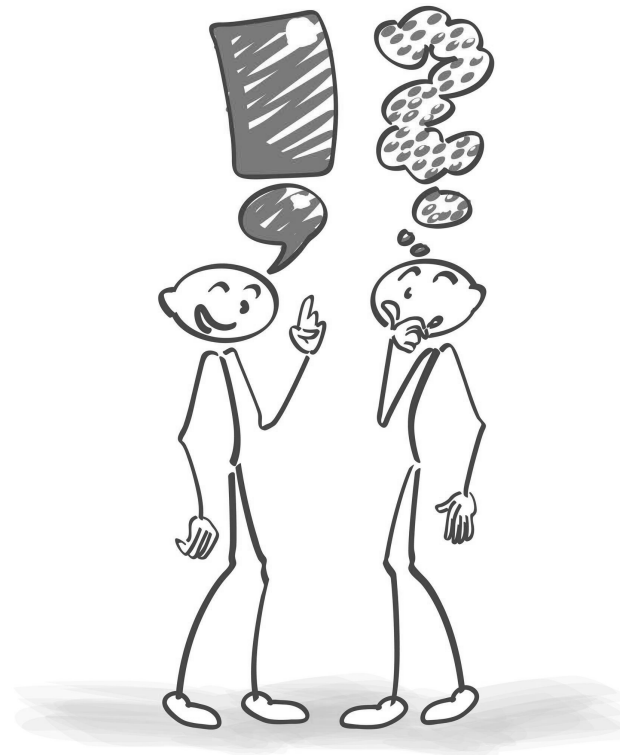
Sollten sich die konjunkturellen Befürchtungen bewahrheiten und/oder die Banken ihre Ertragsprobleme nicht in den Griff bekommen und – auch regulatorisch gezwungen – im Langfristkredit auf die Bremse treten, dann könnte der Schuldscheinmarkt von der Nische zum Hoffnungsträger avancieren – allerdings mit beträchtlichen Risiken für seine Stabilität.

5.1. Der Schuldscheinmarkt ist zweigeteilt, ein drittes Segment entsteht gerade.

Offiziell gibt es im Schuldscheinmarkt keine Segmente. In der Praxis haben sich aber zwei gänzlich unterschiedliche Gruppen von Emittenten herausgebildet. Traditionell werden viele Schuldscheine von größeren mittelständischen Unternehmen emittiert, für die das Finanzierungsinstrument oft den ersten Berührungspunkt mit dem Kapitalmarkt darstellt.

Spätestens seit der jüngsten Finanzkrise sind aber auch Großkonzerne aus der DAX-Liga auf den Geschmack gekommen. Als der Anleihemarkt vorübergehend nicht aufnahmefähig war, wurden ersatzweise Schuldscheine mit Volumen von über einer Milliarde Euro begeben. Mittlerweile ist es für viele Standard geworden, Schuldscheine als Beimischung zu Anleihen zu emittieren. Die Großkonzerne verfügen praktisch alle über ein öffentliches Rating.

Ein noch relatives junges, aber stark wachsendes Segment sind die ausländischen Emittenten. Sie machen mittlerweile in manchen Quartalen in der Anzahl über die Hälfte des Markts aus. Hier ist die Bonitätsbewertung für die Investoren eine besondere Herausforderung – daher ist ein externes Rating für die meisten ausländischen Unternehmen Voraussetzung.



5.2. Alle Zeichen stehen auf Wachstum.

Der Schuldscheinmarkt besteht im Wesentlichen aus vier Spielertypen: Emittenten, Investoren, arrangierende Banken und Plattformen. Daneben haben auch Anwälte und Finanzierungsberater einen gewissen Einfluss, ob Unternehmen den Schuldschein als Finanzierungsinstrument wählen und welche Vertragsbedingungen sie auszuhandeln versuchen.

Die arrangierenden Banken und die Plattformen haben ein geschäftliches Interesse an Marktwachstum. Die Schuldschein-Desks sind überbesetzt, die Margen niedrig – eine klassische Konstellation für verstärkte Vertriebsaktivitäten. Unter den Emittenten steigt das Interesse, solange der Schuldschein im Vergleich zu anderen Finanzierungen attraktiv ist. In einem Umfeld, in dem Banken sich mit langfristigen Finanzierungen schwerer tun und der Anleihemarkt große Volumen und Transparenz verlangt, wird die Attraktivität des Schuldscheinmarkts weiter steigen. Die Investoren wiederum sehen in einer Phase von Niedrigzinsen und Liquiditätsdruck im Schuldscheinmarkt eine Gelegenheit, Großkonzern- und Mittelstandsrisiken zu vergleichsweise attraktiven Konditionen zu erwerben.

In Summe weisen alle Indikatoren auf ein Marktwachstum hin – solange der Finanzierungsbedarf der potenziellen Emittenten nicht dramatisch sinkt.

5.3. Der Preis: eine massive Verschlechterung der Bonität.

Das Marktpotenzial an deutschen Unternehmen im Investmentgrade-Segment ist nicht unerschöpflich. Ein guter Teil der infrage kommenden Unternehmen hat bereits einen Finanzierungsmix im langfristigen Bereich, in dem Schuldscheine einen nennenswerten Anteil ausmachen.

Weiteres starkes Wachstum im Hochqualitätssegment kann sich daher nur aus drei Quellen speisen: aus einer massiven Umschichtung von Anleihen und Krediten in Schuldscheine durch die Großkonzerne, aus einem stark erhöhten Finanzierungsbedarf der bestehenden Emittenten oder aus bonitätsstarken ausländischen Emittenten.

Alle drei Quellen sind voraussichtlich relativ wenig ergiebig. Großkonzerne nutzen den Schuldscheinmarkt nur ergänzend oder opportunistisch. Daran wird sich auch nichts ändern, weil der Anleihemarkt deutlich tiefer ist. Dass der Finanzierungsbedarf der bestehenden Emittenten in Summe stark steigt, ist ebenfalls nicht zu vermuten, weil die Liquiditätsbasis stark und die Wachstumsaussichten eher gering sind. Ausländische Emittenten werden vermutlich verstärkt auf den Schuldscheinmarkt kommen, allerdings limitieren alternative Angebote wie etwa US Private Placements und französische Privatplatzierungen eine Konzentration auf den sehr deutsch geprägten Markt.

Starkes Wachstum kann daher nur aus der Hinwendung zu schlechteren Risiken kommen.

5.4. Noch beschwören die Marktteilnehmer das Hochqualitätssegment offiziell als sakrosankt – es wird vergeblich sein.

Der Trend der Qualitätsverschlechterung hat bereits eingesetzt, obwohl die meisten Marktteilnehmer darauf beharren, dass der Schuldscheinmarkt ein Hochqualitätssegment ist und bleiben soll. Die Realität sieht anders aus. Der Markt hat in den vergangenen 24 Monaten bereits eine Reihe von Emissionen im Crossover-Segment gesehen. Das zeigt: Die Investorenbasis für schlechtere Risiken ist ebenso vorhanden wie die Bereitschaft der Banken, solche Unternehmen in den Schuldscheinmarkt zu begleiten. Allerdings sind einige große institutionelle Investoren dazu übergegangen, Emittenten direkt anzusprechen, weil sie eine präferierte Zuteilung erhalten und die Trends zur Aufweichung der Vertragsbedingungen und zur Standardisierung nicht mitmachen wollen – dazu sind von ihrer eigenen Aufstellung her aber nur die wenigsten Investoren in der Lage.

5.5. Der Schuldscheinmarkt kann ein Auffangbecken für schwächere Risiken werden – aber damit ändert er sich fundamental.

Dieser Trend kann sich beschleunigen, wenn sich die Konjunktur weiter nach unten bewegt, die Bankenratings sich auf breiter Front verschlechtern und die Banken somit zunehmend zurückhaltender in der Langfristfinanzierung werden. Damit erhöht sich die Attraktivität von alternativen Finanzierungsinstrumenten wie dem Schuldschein.



Allerdings pflegt der Schuldscheinmarkt nach wie vor sein Image als Hochqualitätssegment. Es besteht die Gefahr, dass eine größere Zahl echter Ausfälle, bei denen eine Restrukturierung nicht gelingt, den Markt nachhaltig erschüttert. Dagegen spricht, dass es auch früher bereits Ausfälle gegeben hat, die allerdings wegen der insgesamt geringeren Bedeutung des damals deutlich kleineren Schuldscheinmarkts kaum wahrgenommen wurden.

Die Befürchtung, der Schuldscheinmarkt könne analog zum Markt für Mittelstandsanleihen nach einigen Ausfällen implodieren, ist unbegründet, weil im Anleihemarkt fast ausschließlich Privatanleger engagiert waren, während im Schuldscheinmarkt institutionelle Investoren mit einem Verständnis für den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite aktiv sind. Trotzdem sind Überreaktionen und ein vorübergehendes Austrocknen des Markts nicht auszuschließen.

5.6. Der Schuldschein eignet sich strukturell nur bedingt für schlechte Risiken.

In seiner heutigen Ausgestaltung ist der Schuldschein ein „Schönwetterinstrument“. In der finanziellen Restrukturierung wird er oft zum Problemfall, weil sich für viele der aktuellen Investoren aufgrund der oft eher geringen im Feuer stehenden Summen eine eingehende Beschäftigung oft nicht lohnt und die Investoren in der Regel über den Schuldschein hinaus keine weitere geschäftliche Verbindung mit dem Emittenten haben.

Außerdem verhindern die vertraglichen Regelungen eine einfache Restrukturierung. Auch im LMA-Standard sind Einzelkündigungsrechte vorgesehen, Regelungen zu Abstimmungsmechanismen und Mehrheitsklauseln fehlen dagegen weiterhin. Über Cross Default entstehen darüber hinaus Nachzieheffekte, die weitere Schwierigkeiten verursachen.

Gleichwohl wurden in der jüngsten Krise zahlreiche Schuldscheine restrukturiert, allerdings mit großen Mühen und hohen Kosten für Berater. Entscheidende Voraussetzung für eine erfolgreiche Restrukturierung ist, dass die Investoren bekannt sind.

5.7. Für das Crossover-Segment und darunter muss die Dokumentation angepasst werden.

In der derzeitigen Ausgestaltung der Dokumentation ist der Schuldschein kein geeignetes Instrument, um auf breiter Front die Langfristfinanzierung des Mittelstands sicherzustellen. Viele Marktteilnehmer streben diese Rolle für das Segment auch nicht an, weil sie einen marktverändernden Charakter mit entsprechenden Risiken hätte. Sollte der Trend trotzdem in diese Richtung gehen, weil Emittenten und Investoren sich bei diesem Zwitter zwischen Kredit (der rechtlich ein Schuldscheindarlehen ist) und Wertpapier gut aufgehoben fühlen, dann muss die Dokumentation dringend krisenfest gemacht werden.

5.8. Plattformen können den Weg aus der Bankenlastigkeit ebnen.

Plattformen verstärken alle Trends, die zur Ausweitung des Schuldscheinmarkts führen. Die nächste Krise wird zeigen, ob sich der gehobene deutsche Mittelstand tatsächlich – wie seit Langem prognostiziert – auf dem Weg von der stark bankenlastigen Finanzierung zu einem eher angelsächsisch geprägten Modell befindet. Der Schuldschein könnte in einer überarbeiteten Variante ein erstes Kapitalmarktelement für deutlich mehr Unternehmen sein als bislang. Die Marktteilnehmer streben das bislang nicht an – es sind aber auch keine Tendenzen erkennbar, es zu verhindern.

Mit der Ausweitung steigen auch die Ausfälle – in Zahlen, aber auch prozentual. Der Markt ähnelt dann mehr dem Anleihemarkt, auch ohne dass sich sofort ein High-Yield-Segment etabliert. Dafür braucht es Investoren, die für ein angemessenes Risiko-Rendite-Profil auch Ausfälle akzeptieren. Und es braucht eine gewisse Markttiefe, die Granularität im Portfolio erlaubt. Der neue Typus Investor kann über Plattformen effizient erschlossen werden, die Markttiefe wächst mit jeder Transaktion.

Erfolgreiche Plattformen könnten daher in Kooperation mit den Banken durchaus den Weg in die breitere Finanzierung des deutschen Mittelstands über Schuldscheine befördern, wenn die Dokumentation angepasst wird. Ein Auffangbecken für schwächelnde Unternehmen, deren Finanzierung die Banken nicht mehr übernehmen wollen, wird der Schuldscheinmarkt aber auf absehbare Zeit nicht.

GESCHÄFTSANSÄTZE VON PLATTFORMEN

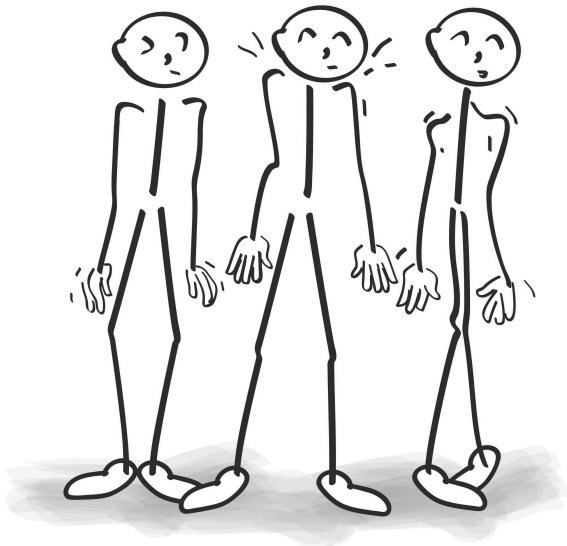
THESE 6 - DIE ERWARTUNGEN VON EMITTENT UND INVESTOR WERDEN NOCH NICHT ALLE ERFÜLLT.

Es gibt keine klar definierten Anforderungen an eine digitale Schuldscheinplattform. Vereinfachungen im Prozess inklusive effizienter KYC-Verfahren stehen aber an oberster Stelle. Eine direkte Anbindung z.B. an Treasury-Management-Systeme oder automatische Reminder für Compliance-Zertifikate sind praktisch, aber nicht aus Sicht aller Emittenten Pflicht.

Umgekehrt wünschen sich auch Investoren mehr Komfort wie etwa eine komplette Dokumentation für das Monitoring, im Zentrum stehen aber – wie im traditionellen Geschäft – Preis und Vertragsbedingungen. Klar ist aber, dass Investoren über Plattformen nicht weniger Informationen erhalten dürfen als bislang über die Banken. Im Fokus der Investoren steht aber das Thema Risikobewertung.

THESE 7 - DIE ZAHL DER PLATTFORMEN MUSS UND WIRD SICH REDUZIEREN.

Wie in zahlreichen Plattformanwendungen gilt auch für den Schuldscheinmarkt grundsätzlich das Prinzip „The winner takes it all“. Emittenten, Investoren und Arranger teilen das Interesse, den Markt auf möglichst wenige Plattformen zu konzentrieren. Ein Monopolist dagegen dürfte langfristig nicht im Interesse der Parteien liegen, weil dann der Preis- und der Innovationsdruck fehlen.



Die derzeitige Zahl an Plattformen ist eindeutig zu hoch – die Freischaltung auf einer Plattform bedeutet für Investoren einen großen internen Aufwand. Auch die Emittenten haben wenig Interesse an einer fragmentierten Plattformwelt. Da aber einige wenig erfolgreiche und schwach finanzierte Anbieter im Markt unterwegs sind, wird die Bereinigung nicht lange auf sich warten lassen. Noch ist nicht ausgeschlossen, dass der Sparkassen- und Genossenschaftssektor eigene Lösungen umsetzen wird. Solche Vorhaben könnten zu einer Verzögerung der Marktkonsolidierung führen und auch den Erfolg der Plattformen insgesamt verzögern, weil der Vorteil für Emittenten und Investoren gegenüber dem klassischen Emissionsverfahren geringer ausfiele.

THESE 8 - ES KANN PLATTFORMEN MIT UND OHNE EINBINDUNG VON ARRANGERN GEBEN.

Im Markt gibt es zwei grundsätzlich unterschiedliche Ansätze: Die eine Variante setzt auf die enge Kooperation mit den klassischen Arrangern, Emittenten können die Plattform nicht ohne sie nutzen. Die andere Variante setzt darauf, den Arranger überflüssig zu machen. Für beide Ansätze gibt es plausible Argumente.

Das Marktsegment ohne Arranger eignet sich vor allem für Daueremittenten.

Daueremittenten, die einen festen Stamm an Investoren haben und mit Marktusancen und Marktbedingungen gut vertraut sind, können durchaus im Alleingang platzieren. Ein mittelgroßes Unternehmen wie Schott hat vorgemacht, dass auch erfahrene mittelgroße Banken auf Arranger verzichten können.

Nach wie vor allerdings ist die Regel, dass Emittenten nicht nur bei Debüt-Transaktionen auf eine Bank als Arranger zurückgreifen. Manch ein Unternehmen schätzt das Underwriting einer Bank, also die garantierte Übernahme der ausstehenden Kreditsumme. Auch die intime Kenntnis der aktuellen Marktbedingungen und der oft persönliche Zugang zu Investoren sprechen für die Einbindung einer Bank – über beides verfügen die meisten Unternehmen nicht. Angesichts stark gefallener Gebühren im Schuldscheinmarkt sinkt außerdem der finanzielle Anreiz, auf die Unterstützung eines Arrangers zu verzichten, zumal viele Häuser eine solche Rolle im Rahmen ihrer Kernbankbeziehung im Gegenzug für günstige Kredite aktiv einfordern.

Die Anzahl an Emittenten, die auf einen Arranger verzichten werden, ist damit zwar strukturell begrenzt. Je mehr Unternehmen allerdings wiederholt emittieren und je ausgereifter die Services der Plattformen sind, desto mehr Unternehmen dürften sich im Zeitverlauf für eine eigenständige Emission entscheiden.

Banken verlieren ihre Funktion in der Krise.

In der Vergangenheit waren viele Emittenten froh, mit dem Arranger jemanden an der Seite zu haben, der in der Krise zur Seite steht. Insbesondere bei den Landesbanken kam es durchaus vor, dass Schuldscheine von „Wackelkandidaten“, die bei Sparkassen platziert worden waren, in das eigene Portfolio genommen wurden. Diese Praxis ist selten geworden. Außerdem mehren sich die Stimmen, dass die arrangierenden Banken in krisenhaften Situationen keine Führungsfunktion mehr übernommen haben (die sie laut vertraglicher Vereinbarungen auch nie übernehmen mussten).

Sollte sich die konjunkturelle Krise ausweiten, wovon die Banken nicht nur in ihrem Schuldscheinportfolio, sondern im gesamten Kreditbuch betroffen wären, spricht viel dafür, dass sie sich anders als früher auch von den Schuldscheinen trennen, die sie als Arranger ins Buch genommen haben. Der Abschwung verändert damit das Verhältnis zwischen Bank, Emittent und Investor nachhaltig.

Plattformen können selbst Arranger-Funktionen übernehmen.

Traditionell liegen Marktkenntnis und Investorenzugänge bei den arrangierenden Banken. Die Plattformen verbreitern den Investorenkreis und ersetzen an dieser Stelle eine wichtige Leistung des Arrangers. Die Kenntnis des aktuellen Marktsentiments ersetzen sie dagegen nicht. Viele Emittenten wollen auf dieses Wissen aber nicht verzichten – vor allem bei unerwarteten Marktereignissen während der Emissionsphasen schätzen sie einen Experten an ihrer Seite.

Diese Rolle muss aber nicht zwingend der Arranger übernehmen. Grundsätzlich ist denkbar, dass ein Plattformanbieter über die notwendige Marktkenntnis und das Beratungs-Know-how verfügt. Ein Team aus erfahrenen Schuldscheinexperten kann den Arranger ersetzen und dem Emittenten im Bedarfsfall zur Seite springen. Mit jeder Transaktion steigt das Wissen und damit die Beratungskompetenz der Plattform.

THESE 9 - DER SCHULDSCHEINMARKT IST KEIN TYPISCHER ANWENDUNGSFALL FÜR DIE BLOCKCHAIN.

Im Markt für Unternehmensfinanzierungen hat der Schuldscheinmarkt sehr viel Aufmerksamkeit für Plattformlösungen erhalten. Die ebenfalls stark gehypte, aber komplexe Blockchain-Technologie eignet sich für dieses Marktsegment allerdings kaum, weil Emittenten und Investoren sich typischerweise kennen (wollen) und darum der zentrale Vorteil der Blockchain entfällt, unbekannte Marktteilnehmer risikolos zusammenzuführen.

THESE 10 - DIE ERFOLGREICHEN PLATTFORMEN WERDEN MEHR ALS NUR SCHULDSCHEINE VERMITTELN.

Das geschäftliche Potenzial im Schuldscheinmarkt ist für Plattformen überschaubar. Bei einem Marktvolumen von 30 Milliarden Euro liegen die erzielbaren Erlöse im mittleren einstelligen Millionenbereich – das ist zu wenig für umfassende Investitionen in Technologie. Einige verwandte Finanzierungsinstrumente – vor allem Commercial Papers (CP) und Medium-term Notes (MTN) – eignen sich in ähnlicher Weise für eine Plattformlösung. Die Emittenten sind in vielen Fällen dieselben, bei den Investoren gibt es zumindest Überschneidungen. Auch der Markt für syndizierte Kredite ist potenziell plattformtauglich, auch wenn die Struktur dieses Markts sich deutlich unterscheidet.

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

FINANCE Think Tank
Corporate Banking & Finance

Eine Initiative der Targecy GmbH
Rathenauplatz 2-8 | 60313 Frankfurt am Main
www.finance-thinktank.de

Ansprechpartner: Bastian Frien
☎ +49 69 256 279-20
✉ bastian.frien@finance-thinktank.de

MITHERAUSGEBER

finpair GmbH
Friedrichswall 10 | 30159 Hannover
www.finpair.de

Ansprechpartner: Michael Jonker
☎ +49 511 874 561-0
✉ jonker@finpair.de

FÖRDERER

Linklaters LLP
Taunusanlage 8 | 60329 Frankfurt am Main
www.linklaters.com

Ansprechpartner: Dr. Christian Storck
☎ +49 69 710 03-0
✉ christian.storck@linklaters.com

Moody's Deutschland GmbH
An der Welle 5 | 60322 Frankfurt am Main
www.moody's.com

Ansprechpartner: Jens Schmidt-Bürgel
☎ +49 69 707 30-700
✉ jens.schmidt-buergel@moodys.com

HAFTUNGS AUSSCHLUSS

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr.