

# Gehätschelte Aktionäre – vernachlässigte Obligationäre

Von-Roll-Geschichte rückte Obligationäre ins Rampenlicht – Auch Gläubiger brauchen Pflege – Chance zur Differenzierung

Von Jan Gregor

Für die institutionellen Investoren ist der Markt der Unternehmensanleihen in den vergangenen Monaten attraktiver geworden. Die Obligation als Garant für eine konstante Zinszahlung geniesst in Zeiten sinkender Aktienkurse erhöhte Aufmerksamkeit. Die Obligationäre rückten jüngst unverhofft ins Rampenlicht: Sie mussten über die Zukunft des Schweizer Traditionsunternehmens Von Roll befinden. Bedrängt von Management und Verwaltungsrat, sollten die Fremdkapitalgeber der Umwandlung ihrer Anleihen in Eigenkapital der Gesellschaft zustimmen. Die Obligationäre stimmten knapp zu, und der Konzern wurde vorerst gerettet.

Das Beispiel veranschaulicht ein häufig unterschätztes Risikopotenzial der Unternehmen mit ausstehenden Anleihen: In den Boomjahren wurden Obligationäre von den Unternehmen als Investoren zweiter Klasse behandelt. Sie wurden weder zielgerichtet informiert, noch hatten sie den gleichen Zugang zum Management wie die Aktionäre – ungeachtet dessen, dass die Fremdkapitalgeber ebenfalls unternehmerische Risiken tragen. Die Vernachlässigung verursacht höhere Kapitalkosten, die sich jedoch während der Jahre, in denen die Konjunktur blühte, leicht verschmerzen liessen.

## Plötzlich wahrgenommen

Der Stellenwert der Obligationäre ist infolge der veränderten Kapitalmarktlage deutlich gestiegen. Unternehmen beginnen, ihre internen Kommunikationsgrundsätze zu überdenken. Die Beziehung zu den Gläubigern zu stärken, steht dabei im Vordergrund. Viele Firmen realisieren,

dass sie eines Tages auf das Wohlwollen der Fremdkapitalgeber angewiesen sein könnten, sei es in Krisensituationen oder im Fall erhöhten Kapitalbedarfs. Darüber hinaus versprechen sich Unternehmen eine Reduktion der Fremdkapitalkosten.

Oft tut sich das Management schwer, die Unternehmensinformationen so aufzubereiten, dass sie den Ansprüchen der Obligationäre gerecht werden. Zwei Fragen drängen sich auf: Zum einen ist zu klären, welche Informationen für Obligationenbesitzer relevant sind und wie sich ihre Bedürfnisse von denen der Aktionäre unterscheiden. Zum anderen stellt sich die Frage, in welche bestehenden Kommunikationsplattformen die Informationen zu integrieren sind oder ob sogar separate Plattformen geschaffen werden müssen.

## Unterschiedliche Interessen

Die Kommunikation für Fremd- und Eigenkapitalgeber muss gemeinsam stattfinden. Bereits bestehende Plattformen für Investoren lassen sich mit wenig zusätzlichem Aufwand auf die Bedürfnisse der Gläubiger ausrichten. Beiden muss die gleiche Unternehmensstrategie vermittelt werden, denn unterschiedliche Geschichten verwirren. Doch Obligationäre und Anleihsanalysten haben wie die Aktienanalysten und -investoren ebenfalls das Bedürfnis, Informationen direkt vom Management eines Unternehmens zu erhalten. Den Gläubigern ist folglich derselbe Zugang zum Management zu ermöglichen wie den Aktionären.

Was sind beispielsweise die Konsequenzen einer Kapitalerhöhung für Investoren? Die Antwort wird je nach Investorenkategorie unterschiedlich ausfallen. Während die Aktionäre die Gewinnverwässerung

fürchten, schätzen die Fremdkapitalgeber das damit gesenkte Risiko. Um den unterschiedlichen Anforderungen der Investoren Rechnung zu tragen, müssen Unternehmen die Interessen beider Anspruchsgruppen genau kennen. Damit kommen wir zur Frage, welche Informationen für Obligationäre relevant sind.

Die Interessen der Aktionäre sind weitgehend bekannt: Sie sind am hohen Gewinnwachstum interessiert, das den Wert ihrer Aktien steigert. Eckwerte wie die Rendite auf dem eingesetzten Kapital, die operative Marge und die Dividendenausschüttung sind prioritär. Im Mittelpunkt des Interesses steht damit die Erfolgsrechnung des Unternehmens.

Obligationäre sind im Vergleich zu Aktionären risikoavers. Sie konzentrieren sich auf die Bilanz eines Unternehmens. Im Vordergrund stehen die Kapitalstruktur und damit der Sicherheitsaspekt. Ihre Forderung besteht in den jährlichen Zinszahlungen und der Kapitalrückzahlung am

Ende der Laufzeit. Ob die Forderungen durch den operativen Erfolg des Unternehmens oder im Notfall durch die Veräusserung von Firmenvermögen erfüllt werden, ist für die Besitzer von Anleihen zweitrangig. Sie analysieren in erster Linie die Kennzahlen, die Aussagen über die finanzielle Flexibilität des Schuldners zulassen, wie Liquidität, Geldfluss (Cash-flow) und Verschuldungsgrad.

## Gemeinsamer Nenner: Cash-flow

Der Free Cash-flow ist für beide Anspruchsgruppen von Bedeutung. Aus Sicht der Aktionäre ist der Free Cash-flow notwendig, um zukünftiges Wachstum zu finanzieren. Für die Fremdkapitalgeber hingegen ist der Free Cash-flow die Voraussetzung, damit das Unternehmen zukünftige Zins- und Kapitalrückzahlungen pünktlich ausführen kann.

Ähnliche Unterschiede lassen sich feststellen, wo es ums Wachstum geht. Fremdkapitalgeber partizipieren im Gegensatz zu den Aktionären nicht am Wachstum eines Unternehmens. Folglich sind sie weniger an Ausführungen des Managements zu viel versprechenden Wachstumsperspektiven interessiert, die allenfalls für die Zukunft bedeutende Gewinne versprechen. Dagegen erwarten sie Auskunft darüber, wie die Pläne die Kapitalstruktur tangieren und die Bilanz verändern. Zusätzlich sind Informationen zur finanziellen Flexibilität gefordert, etwa zur Refinanzierung des Fremdkapitals.

Von einer an Obligationäre angepassten Kommunikation profitiert auch der Emittent: Sie fördert eine erfolgreiche Platzierung neuer Emissionen, und auch der Handel im Sekundärmarkt wird effizienter. Eine grössere Berücksichtigung senkt

auch die Kapitalkosten. Die erhöhte Transparenz reduziert die Unsicherheit und verkleinert daher den Spread – also den Renditeaufschlag einer Unternehmens- zu einer Staatsanleihe.

Bedeutender ist jedoch, dass sich die Unternehmen durch massgeschneiderte Investor relations für Obligationäre in einem Markt differenzieren können, in dem viele Emittenten mit ähnlichen Ratings ihre Obligationen anbieten. Sie verbessern damit auch das Image im Kapitalmarkt und die Beziehung zu den Investoren. Gerade diese Beziehungspflege ist essenziell, um das Interesse auch an bestehenden Anleihen aufrechtzuerhalten. Ein besonderer Stellenwert kommt der Beziehungspflege in Krisen zu. Unternehmen tendieren dann dazu, die Kommunikation einzuschränken, was die Probleme oft verstärkt. Dagegen kann eine umsichtige Publikation der Fakten und eines realistischen Finanzierungsplans dem Unternehmen Zeit verschaffen und Unterstützung bringen.

Die Pflege der Beziehungen zu Obligationären ist in Europa unterschiedlich intensiv. Einige Unternehmen investieren jedoch bereits in obligationärsfreundliche Kommunikationsmassnahmen. Auffälligerweise stammen sie meist aus kapitalintensiven Branchen, die jederzeit auf Kapitalgeber angewiesen sind. Sicher ist, dass bedarfsgerechte Kommunikation Unsicherheiten verringert und das Vertrauen in das Management und das Unternehmen stärkt. Dessen ungeachtet werden Aktionäre nach wie vor bevorzugt behandelt, was die Kommunikation angeht, und Investor relations für Obligationäre ist für viele Unternehmen weiterhin ein unbekanntes Terrain. Mit Blick auf die Ereignisse um Von Roll besteht Handlungsbedarf.

## Abweichende Kriterien

### Aktionäre legen Wert auf

- Gewinnwachstum
- operative Margen
- Rendite auf eingesetztem Kapital
- Dividendenzahlung
- Cash-flow

### Obligationäre achten auf

- finanzielle Flexibilität
- Verschuldung
- Zinsdeckungsgrad
- Liquidität
- Free Cash-flow