



# Identifizierung von Markt- und regulatorischen Hindernissen für die Entwicklung von Privatplatzierungen von Schuldinstrumenten in der EU

*Zusammenfassung*

Erstellt durch

**BCG**

THE BOSTON CONSULTING GROUP

**Linklaters**

## **Disclaimer**

Die in dieser Studie dargelegten Informationen und Ansichten sind jene des Autors/der Autoren und spiegeln nicht unbedingt die offizielle Meinung der Europäischen Kommission wider. Die Europäische Kommission übernimmt keine Gewährleistung für die Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Daten. Weder die Europäische Kommission noch Personen, die im Namen der Europäischen Kommission agieren, können für die Nutzung der hierin enthaltenen Informationen haftbar gemacht werden.

## Zusammenfassung

### Motivation und Zielsetzung der Studie

Eine der wichtigsten Prioritäten der Europäischen Kommission besteht darin, eine stabile und funktionsfähige europäische Wirtschaft zu ermöglichen und zu fördern, um den Wohlstand der europäischen Bürger zu sichern. Dies umfasst die Förderung von Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen, aber auch die Reaktion auf aufkommende Risiken in den Finanzmärkten. Eine der Kerninitiativen, um diese Ziele zu erreichen, ist die Schaffung eines **echten EU-Binnenmarktes für Kapital** für alle Mitgliedsstaaten einschließt.

Im September 2015 stellte die Europäische Kommission den **Action Plan on Building a Capital Markets Union** (CMU Action Plan, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion) vor, um einen vereinten Kapitalmarkt zu verwirklichen. Zu den wesentlichen Prioritäten dieses Maßnahmenplans gehört es, europäischen Unternehmen und insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen (im Folgenden: „KMUs“) eine breitere Auswahl an Finanzierungsoptionen zugänglich zu machen. Als eine Maßnahme, zur Erreichung dieses Ziels hebt die Kommission die Bedeutung alternativer Formen der Unternehmensfinanzierung hervor, einschließlich der **Privatplatzierung von Schuldinstrumenten**.

Um die Umsetzung des Aktionsplans zur Schaffung einer Kapitalmarktunion zu unterstützen, hat die Kommission The Boston Consulting Group (BCG) und Linklaters LLP (Linklaters) damit beauftragt, eine Studie über die Entwicklung der Privatplatzierung von Schuldinstrumenten innerhalb der EU durchzuführen. Hauptziel dieser Studie ist die **Identifizierung von Best-Practice-Beispielen** und von **potenziellen regulatorischen Hindernissen** für die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten in der EU.

Darüber hinaus bewertet die Studie das **Wachstumspotenzial von Privatplatzierungsmärkten in der EU**. Die Studie soll außerdem der Kommission bei der Beurteilung unterstützen, ob die Kalibrierung von Kapitalanforderungen gemäß dem Aufsichtsregime Solvency II für Versicherungsunternehmen, die in privat platzierte Schuldinstrumente investieren, modifiziert werden muss. Und schließlich soll die Studie dazu dienen, das **Bewusstsein** für Privatplatzierungsinstrumente und deren Nutzen für die verschiedenen Marktteilnehmer zu **erhöhen**, und dadurch Emittenten, Arrangeure und Investoren zu ermutigen, Privatplatzierungen häufiger zu nutzen.

### Methode und Ansatz

Die Studie umfasst einen **wirtschaftlichen und einen rechtlichen Teil**. Beide Teile nehmen bei der Betrachtung von Privatplatzierungen die Perspektiven verschiedener Stakeholder ein – Emittenten, Arrangeure und Investoren. Ein Schwerpunkt des rechtlichen Teils liegt zudem auf den Regulierungsbehörden als weiterem Stakeholder. In beiden Teilen stützt sich die Studie sowohl auf **quantitative** als auch auf **qualitative Quellen**.

Im wirtschaftlichen Teil werden drei Ansätze verfolgt. Zunächst analysiert die Studie **existierende Privatplatzierungsmärkte in der EU** und nimmt dabei zwei Märkte in den Blick, in denen sich Privatplatzierungen bereits als erfolgreiches Finanzierungsmittel erwiesen haben: (i) den Markt für Schulscheindarlehen (SSD) in

Deutschland und (ii) den Euro-PP-Markt in Frankreich. Zu Vergleichszwecken wird darüber hinaus auch (iii) der US-PP-Markt in den USA analysiert, da es sich bei diesem um den etabliertesten Markt für Privatplatzierungen handelt. Die Studie nutzt dabei Informationen aus kommerziellen Datenbanken, unter anderem Thomson Reuters Loan Connector, Thomson One, Dealogic, CMS Bureau Francis Lefebvre und Private Placement Monitor.

Um das **Wachstumspotenzial** für grenzüberschreitende Transaktionen und die Entwicklung potentieller neuer Privatplatzierungsmärkte zu **bewerten**, wurden Informationen von Orbis, Capital IQ und Bloomberg über einschlägige Unternehmen in den jeweiligen nationalen Märkten verwendet. Diese Informationen dienten dazu, potenzielle Emittenten zu ermitteln und das Wachstumspotenzial abzuleiten.

Schließlich wurden **qualitative Daten** erhoben, um Lücken in den Datenbanken zu schließen und Einblicke zu gewinnen, die über die quantitativen Erkenntnisse hinausgehen. Eine gründliche Literaturrecherche umfasste sowohl akademische Veröffentlichungen und Presseberichte über Privatplatzierungen als auch Analystenstudien und Publikationen von Ratingagenturen und Regulierungsbehörden. Darüber hinaus haben BCG und Linklaters gemeinsam mehr als 60 Interviews mit Emittenten, Arrangeuren, Investoren und Regulierungsbehörden geführt, um deren Expertise und Einschätzungen bezüglich der bestehenden und potenziellen neuen Märkte einzubeziehen.

Auch der rechtliche Teil verfolgt drei Ansätze. Zunächst befasst die Studie sich mit den rechtlichen Rahmenbedingungen für Privatplatzierungen in Deutschland, Frankreich und den USA, um **regulatorische Best-Practice-Beispiele in diesen gut funktionierenden Märkten für Privatplatzierungen** zu ermitteln.

Zweitens wurden sowohl auf EU- als auch auf nationaler Ebene weitere Interviews mit Regulierungsbehörden geführt, um deren Einschätzungen hinsichtlich des aktuellen regulatorischen Rahmens besser zu verstehen und **regulatorische Hindernisse für die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten innerhalb der EU** zu identifizieren. Experten in den besonders betrachteten Mitgliedsstaaten haben geprüft, welche regulatorischen Hemmnisse auf EU- bzw. nationaler Ebene der Entwicklung von lokalen/nationalen Märkten für Privatplatzierungen oder grenzüberschreitenden Transaktionen mit den bereits etablierten Privatplatzierungsmärkten entgegenstehen. Um verbreitete **Bestimmungen zur Risikominderung in der Dokumentation von Privatplatzierungen** zu ermitteln, wurde eine detaillierte Analyse der typischen Dokumentationsform, wie sie für die etablierten europäischen Privatplatzierungsinstrumente verwendet wird, vorgenommen. Im Hinblick auf den Schuldscheinmarkt umfasste dies die Analyse einer Anzahl von Schuldschein-Transaktionen, derer Dokumentation sowie der zugrunde liegenden gesetzlichen Regelungen. Bezüglich des Euro-PP-Marktes beinhaltete es die Analyse typischer Transaktionen und derer Dokumentation und die Untersuchung einer umfangreichen Stichprobe von Transaktionsdokumenten für Euro-PP-Geschäfte im Hinblick auf speziell zugeschnittene Bestimmungen (z. B. Financial Covenants). Zusätzlich wurde zu Vergleichszwecken eine Analyse der Dokumentatoin von Loan Market Association- und US-PP-Privatplatzierungen durchgeführt.

Die Studie steht vor dem Hintergrund, dass es keine einheitliche Definition von Privatplatzierungen gibt. Zugrunde gelegt wird hier die Definition der International Capital Market Association (ICMA) aus dem Jahr 2015. Dieser zufolge handelt es sich bei einer Privatplatzierung um eine „medium or long-term debt financing transaction between a listed or unlisted company and a limited number of institutional investors, based on deal-specific documentation negotiated between the borrower [...] and the

investor(s) [...] with the participation of one or more bank intermediaries as arranger [...] usually acting in an agency capacity”.

## Wesentliche Ergebnisse der Studie

### Bedeutung von Privatplatzierungen in den letzten Jahren gewachsen – zwei gut funktionierende Märkte in der EU

Privatplatzierungen haben sich in den vergangenen Jahren zu einer bedeutenden Quelle der Unternehmensfinanzierung entwickelt. In verschiedenen Mitgliedsstaaten der EU gibt es verschiedene Arten von privat platzierten Schuldinstrumenten. Vorherrschende Platzierungsmärkte sind laut der Studie der **deutsche Schulscheindarlehenmarkt** (SSD-Markt) und der **französische Euro-PP-Markt**. Zu Vergleichszwecken wird in der Studie darüber hinaus den **US-PP-Markt** analysiert, bei dem es sich um den etabliertesten Markt für Privatplatzierungen handelt.

Der **deutsche Schulscheinmarkt (SSD-Markt)** ist in den vergangenen zehn Jahren deutlich gewachsen. Während er 2006 ein Emissionsvolumen von insgesamt € 1,2 Mrd. und weniger als 20 bekannt gewordene Transaktionen aufwies, erreichte er 2016 eine Rekordhöhe von € 25 Mrd. und rund 120 erfasste Transaktionen. Für 2017 sagen Prognosen ein vergleichbar hohes Emissionsvolumen zwischen € 20 Mrd. und € 25 Mrd. voraus.

Obwohl erst 2012 eingerichtet, ist der **französische Euro-PP-Markt** der zweitgrößte Markt für Privatplatzierungen in Europa. Zwar liegt das jährliche Volumen dieses Marktes noch deutlich unter dem des SSD-Marktes (im Jahr 2016 betrug das Gesamtemissionsvolumen € 4,5 Mrd.), die Anzahl der Transaktionen hat sich in diesem Zeitraum aber verdreifacht: von 23 erfassten Abschlüssen 2012 auf 68 im Jahr 2016.

Im Vergleich zu den beiden europäischen Märkten ist der **US-PP-Markt** größer und etablierter – Entsprechendes gilt auch für die Anleihenmärkte. Das Gesamtemissionsvolumen für Privatplatzierungen betrug im Jahr 2016 € 47 Mrd., erfasst wurden 196 Abschlüsse. US-Privatplatzierungen haben mit traditionell mehr als 50 Prozent internationalen Emittenten eine starke internationale Präsenz. Durch den Aufstieg des Euro-PP- und des SSD-Marktes ist die Zahl der internationalen Emittenten jedoch zurückgegangen.

### Privatplatzierungen stellen einen Baustein der Unternehmensfinanzierung dar, sind aber nicht für jedes Unternehmen und jede Situation geeignet

Grundsätzlich **ermöglichen** es Privatplatzierungen **Unternehmen, ihre Finanzierung zu diversifizieren**. Es handelt sich dabei um ein Finanzierungsinstrument, das zwischen Bankfinanzierungen und Unternehmensanleihen eingestuft wird und das es **Unternehmen erlaubt, die geeignetste Finanzierungsquelle** hinsichtlich Fälligkeit, Mindestemissionsvolumen, Ratinganforderungen und weiterer Faktoren **auszuwählen**. Als zusätzliche Finanzierungsoption können Privatplatzierungen die **Abhängigkeit von Bankfinanzierungen** verringern und so zur Erfüllung einer Zielsetzung beitragen, die nach der Finanzkrise 2008/2009 von zahlreichen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden explizit formuliert wurde.

Darüber hinaus haben sich Privatplatzierungen – und insbesondere Schulscheindarlehen – als vergleichsweise **robust in Krisenzeiten** erwiesen. Auch während der Finanzkrise waren SSDs durchgängig verlässliche Quellen der Unternehmensfinanzierung und erreichten sogar Rekordvolumina.

Ungeachtet dieser allgemeinen Feststellungen zeigt die Studie, dass die drei untersuchten Schwerpunktmärkte (Deutschland, Frankreich und USA) sich **hinsichtlich ihrer Größe und der Kreditqualität der Emittenten unterscheiden**. Schuldscheine (SSD) sind Darlehen, die in der Regel (73 Prozent in 2016) von mittelgroßen bis großen Unternehmen mit einem Jahresumsatz von unter € 5 Mrd., welche überwiegend Investment-Grade-Qualität aufweisen, ausgegeben werden. Euro-PPs werden meist von kleinen und mittleren Unternehmen mit einem Umsatz von unter € 1 Mrd. ausgegeben – 80 Prozent der Emittenten stammten 2016 aus dieser Gruppe. Die Kreditqualität im Euro-PP-Markt gilt als breiter gefächert als diejenige des SSD-Marktes, und mehr Unternehmen weisen eine Crossover- oder eine Sub-Investment-Grade-Qualität auf. Der Markt der US-Privatplatzierungen wiederum wird dominiert von Emittenten, bei denen es sich meist um große Unternehmen mit Investment-Grade-Qualität handelt: Etwa 45 Prozent der Emittenten in diesem Markt erzielten 2016 einen Umsatz zwischen € 1 Mrd. und 5 Mrd., mehr als 95 Prozent hatten ein Rating im Investment-Grade-Bereich.

Darüber hinaus unterscheiden sich die Märkte auch im Hinblick auf das **Volumen der Transaktionen**. Generell sind Privatplatzierungen besonders für nicht-geratete Unternehmen geeignet, die Fremdmitteln in begrenztem Umfang beschaffen möchten. Sowohl am US-PP- als auch am SSD-Markt betrug das durchschnittliche Abschlussvolumen 2016 etwa € 210 Mio. Allerdings schwanken die Transaktionsgrößen erheblich; so lagen die SSD-Abschlüsse zwischen € 10 Mio. und 1,6 Mrd. Bei den Euro-Privatplatzierungen, zu deren Emittenten im Vergleich zu Deutschland und den USA auch kleinere Unternehmen zählen, umfassten die Transaktionsvolumina eine Bandbreite von € 4 Mio. bis 380 Mio., wobei der Durchschnittswert bei rund € 70 Mio. lag.

Schließlich unterscheiden sich die Instrumente auch hinsichtlich ihrer **Struktur**. Während der SSD ein Darlehensformat aufweist, ist beim Euro-PP auch das Anleihenformat möglich – sowohl börsen- als auch nicht börsennotiert. Aus diesen Unterschieden wird gefolgert, dass die verschiedenen Privatplatzierungsinstrumente nicht miteinander im Wettbewerb stehen, sondern als einander ergänzende Finanzierungsquellen zu betrachten sind, die den spezifischen Bedürfnissen und Risikoprofilen von Emittenten und Investoren gerecht werden.

Im Vergleich zu Unternehmensanleihen ist die **Dokumentation von Privatplatzierungen im Allgemeinen einfacher und flexibler**. Anders als bei der direkten Bankfinanzierung sind Privatplatzierungen gemeinhin stärker standardisiert und können daher den Prozess der Schuldenfinanzierung vereinfachen. Zudem sind Privatplatzierungstransaktionen **von Natur aus „privat“** – es gibt keine Offenlegungsanforderungen für geschäftssensible Informationen gegenüber der Öffentlichkeit, sofern die Transaktionen nicht gelistet sind.

Als wesentliche Kostenfaktoren bei der Emission einer Privatplatzierung gelten Honorare für Einmal-Arrangeure und Verwaltungsgebühren sowie die regelmäßigen Kuponzahlungen. Die Kosten variieren in Abhängigkeit vom gewählten Format der Privatplatzierung (Euro-PP vs. SSD, börsennotiert vs. nicht börsennotiert etc.), vom Emittentenprofil und von der geforderten Rendite. Gleichwohl **zeichnen Privatplatzierungen sich insgesamt durch geringere Emissionskosten aus**, vor allem im Vergleich zu öffentlichen Märkten.

Für KMUs können Privatplatzierungen als **erster Schritt in Richtung Kapitalmärkte** sowie als Möglichkeit dienen, **neue Schuldnergruppen als Investoren anzuziehen**. Im Unterschied zu Unternehmensanleihen sind im Allgemeinen keine

externen Ratings notwendig. Ohne das formelle Erfordernis einer Mindestausgabegröße können KMUs im Vergleich zur Emission von Unternehmensanleihen geringere Volumina ausgeben. Größere Unternehmen nutzen Privatplatzierungen vorrangig, um ihre Finanzierung zu diversifizieren.

### **Bilanzielle Behandlung und die Renditen machen Privatplatzierungen zu einem attraktiven Investment**

Grundsätzlich treten an den Privatplatzierungsmärkten zwei Arten von Investoren in Erscheinung: zum einen Banken, zum anderen institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds und Vermögensverwalter. Ebenso wie bei den Emittenten weisen die drei Märkte, die im Fokus dieser Studie stehen, auch unterschiedliche Investorenlandschaften auf: Im deutschen SSD-Markt gibt es etwa 800 bis 1.000 aktive Investoren, die Mehrheit davon Bankinvestoren, die rund 90 Prozent des Investitionsvolumens bereitstellen. Der Euro-PP-Markt wird von etwa 30 bis 60 institutionellen Investoren dominiert, hauptsächlich Versicherer und Vermögensverwalter. Vergleichbares gilt für den US-PP-Markt mit rund 50 bis 70 besonders aktiven Investoren.

Für alle Investoren bieten Privatplatzierungen eine Möglichkeit, **ihre Vermögenswerte** mit nicht-gerateten Privatunternehmen zu **diversifizieren** und zugleich **attraktive Renditen** zu erzielen. Darüber hinaus investieren die meisten Anleger bis zur Fälligkeit in Privatplatzierungen und können daher auf eine **Mark-to-Market-Bewertung verzichten**, was die Volatilität begrenzt.

Privatplatzierungen – insbesondere US-PPs und Euro-PPs – weisen üblicherweise **längere Laufzeiten** auf, die gut zu den langfristigen Verbindlichkeiten der institutionellen Investoren und einer Strategie des Haltens bis zur Fälligkeit passen. Zudem macht der **Schutz durch Financial Covenants** Privatplatzierungen auch für institutionelle Investoren von US-PPs und Euro-PPs zu einer attraktiven Investitionsmöglichkeit.

Die große Anzahl von Bankinvestoren ist ein besonderes Merkmal des deutschen SSD-Marktes. Schuldscheindarlehen, die bestimmte Kriterien erfüllen, können als **EZB-Sicherheiten** verpfändet werden. Besonders die deutschen Sparkassen und Volksbanken schätzen Privatplatzierungen als Diversifizierungsvehikel, das **neue Investitionsmöglichkeiten** außerhalb ihrer gewohnten geografischen Regionen und Branchen schafft.

Auch wenn Privatplatzierungen für den Investor ein **Liquiditätsrisiko** bedeuten, weil es kaum einen Sekundärmarkt für Privatplatzierungen gibt, verfolgen nahezu alle Investoren hier eine Buy-and-Hold-Strategie und nehmen dieses Risiko in Kauf, um eine Illiquiditätsprämie zu erzielen.

Darüber hinaus unterscheidet sich für Investoren die Investition in Privatplatzierungen von der in liquidere Instrumente wie Anleihen durch zwei große Herausforderungen: zum einen durch **interne Kreditanalysen** zum anderen durch das **Monitoring der finanziellen Entwicklung** nach dem Abschluss einer Transaktion. Die Durchführung von Kreditanalysen ist mit einem hohen Zeit- und Ressourcenaufwand verbunden, da nur wenige Emittenten ein öffentliches Rating haben. Um gegebenenfalls Investorenrechte geltend machen zu können, ist – vor dem Hintergrund, dass es kaum einen Sekundärmarkt gibt – eine kontinuierliches Monitoring der (finanziellen) Entwicklung der Emittenten erforderlich.



## **Das Risikoprofil von Privatplatzierungsinstrumenten unterscheidet sich nicht wesentlich von Senior Unsecured Instrumenten – rechtliche Risiken von europäischen Privatplatzierungen und Unternehmensanleihen sind vergleichbar**

Die Studie zeigt auf, dass es für die untersuchten Privatplatzierungsmärkte **bislang nur sehr wenige Ausfälle** gab. Dafür sind zwei entscheidende Faktoren verantwortlich: Zum einen sind die beiden existierenden europäischen Märkte – besonders der französische Euro-PP-Markt – noch relativ jung und müssen ihre langfristige Stabilität über einen vollständigen Kredit- und Konjunkturzyklus hinweg erst noch unter Beweis stellen. Zum anderen sorgt die hohe Kreditqualität von Emittenten am US-PP- und am deutschen SSD-Markt für ein begrenztes Kreditrisiko mit sich.

Ein spezifischer Nachteil von Privatplatzierungen gegenüber Anleihen könnte im vergleichsweise **komplexen Restrukturierungsprozess** liegen, vor allem wenn viele Investoren beteiligt sind. Das gilt besonders für SSDs, für die es als Darlehenskonstrukt keine Mehrheitswahlklauseln oder ähnliche Regelungen gibt. Bei Euro-PPs gibt es üblicherweise weniger Investoren, was Kommunikation und Verhandlungen vereinfacht und zudem das Verantwortungsgefühl der Investoren stärkt. Darüber hinaus hat die Einführung der französischen Gesetzgebung Sapin 2 die Freiheit der Anleihegläubiger bei der Gestaltung ihrer Vertretung erweitert.

Grundsätzlich lassen sich die mit europäischen Privatplatzierungen verbundenen Rechtsrisiken mit denen europäischer Unternehmensanleihen vergleichen. Die typischen rechtlichen Risiken, von denen Emittenten von oder Investoren in Privatplatzierungsinstrumente betroffen sind – insbesondere die potenzielle Komplexität der Dokumentation, das Management von Covenants, kollisionsrechtliche Aspekte bei grenzüberschreitenden Transaktionen sowie Offenlegungspflichten im Rahmen von gelisteten Privatplatzierungstransaktionen –, gelten ebenso auch für die europäischen Unternehmensanleihemärkte.

## **Keine signifikanten regulatorischen Hindernisse für die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten**

Die Marktteilnehmer gaben an, dass sie derzeit keine signifikanten regulatorischen Hindernisse für die weitere Entwicklung der SSD- und Euro-PP-Privatplatzierungsmärkte sehen, die unmittelbarer Aufmerksamkeit bedürfen. Vielmehr ist aus ihrer Sicht die Entwicklung der Schuldschein- und Euro-PP-Märkte gerade dadurch gekennzeichnet, dass **potenzielle Hindernissen identifiziert und adressiert** werden, indem die Standarddokumentation verfeinert wird oder die geltenden rechtlichen und regulatorischen Rahmenwerke bereits verbessert wurden. Auch in den anderen europäischen Rechtssystemen, die das Potenzial für die Einführung eines Binnenmarktes für Privatplatzierungen haben, **sehen die Marktteilnehmer keine signifikanten regulatorischen Hindernisse** im Hinblick auf die Entwicklung solcher Privatplatzierungsmärkte. Stattdessen werden üblicherweise dieselben Hindernisse genannt, von denen auch die Anleihemärkte im Ganzen betroffen sind – wenngleich dies für kleine und mittlere Unternehmen eine größere Herausforderung darstellen können. Dies ist primär darin begründet, dass diese Privatplatzierungsmärkte innerhalb desselben regulatorischen Rahmenwerks arbeiten wie andere Formen der Schuldenfinanzierung.

## Weiteres Wachstum der bestehenden Binnenmärkte für Privatplatzierungen erwartet

Angesichts des starken Wachstums in jüngster Zeit erwarten die meisten Marktteilnehmer, dass der deutsche **SSD-Markt** weiter wachsen wird, wenn auch in langsamerem Tempo. Diese Studie hat drei Haupttreiber ermittelt, die ein weiteres Wachstum des Marktes befördern könnten. Erstens könnten **internationale Investoren** auch von außerhalb der EU, insbesondere aus dem asiatisch-pazifischen Raum, die Investorenbasis künftig verstärken und vergrößern. In der ersten Jahreshälfte 2017 machten Multiwährungsstransaktionen bereits 20 Prozent aller Abschlüsse aus. Zweitens verfügen **institutionelle Investoren** über bedeutende Liquidität und scheinen das Risiko-Rendite-Profil des Schuldscheinmarktes als attraktiv anzusehen. Dieses Potenzial müssen Emittenten und Arrangeure weiter nutzen, um die Investorenbasis auszudehnen. Drittens gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass eine **Veränderung des Anleihekaufprogramms der EZB** Auswirkungen auf den SSD-Markt haben könnte, besonders auf große Emittenten, die sowohl Anleihen als auch SSDs ausgeben. Eine Reduktion des Anleihekaufprogramms könnte dazu führen, dass die Wettbewerbsfähigkeit von SSDs für diese Emittenten zunimmt.

Die meisten Marktteilnehmer erwarten ein starkes Wachstum des **französischen Euro-PP**-Marktes. Dafür sehen sie zwei Gründe: Zum einen gibt es noch immer viele Unternehmen in Frankreich, die aufgrund der Einschätzung der französischen Zentralbank potentielle Euro-PP Emittenten darstellen würden jedoch noch keine Instrumente ausgegeben haben. Zum anderen wird das **gesteigerte Verständnis** für Euro-PPs und deren Nutzen mehr Emittenten und Investoren anziehen, sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene.

## Einige EU-Mitgliedsstaaten mit Potenzial unternehmen erste Schritte, um neue Märkte für Privatplatzierungen zu etablieren – Best Practices zur Unterstützung der Märkte

Privatplatzierungsmärkte sind zunächst angebotsorientiert. Das heißt, nur wenn es genügend attraktive potenzielle Emittenten gibt, kann sich ein echter Binnenmarkt entwickeln. Potenzielle Emittenten von Privatplatzierungen sind laut der Studie mittelgroße Unternehmen mit Umsätzen zwischen € 75 Mio. und 5 Mrd. Zudem kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass eine vergleichsweise geringe Anzahl von Investoren bereits ausreicht, um einen Markt aufzubauen.

Ein weiteres Kriterium für die Bewertung möglicher Entwicklungspfade für ein Land ist die Bereitschaft des Bankensektors, zusätzliche Darlehen zu gewähren. Länder, in denen Banken bestrebt sind, ihre Kreditbestände abzubauen, könnten eine Nachfrage nach zusätzlichen Finanzierungsquellen wie Privatplatzierungen schaffen. Zusätzlich wurden weitere Aspekte berücksichtigt, etwa die Relevanz der lokalen Währung. Immer wenn eine Währungsabsicherung hohe Kosten verursacht, könnte ein lokales PP-Instrument wirtschaftlich sinnvoll sein. In diesem Punkt waren die Ansichten der Marktexperten jedoch uneinheitlich, sodass eine eindeutige Schlussfolgerung nicht möglich ist.

Mit Spanien, Italien und den Niederlanden benennt die Studie drei Länder, in denen es eine große Zahl potenzieller Emittenten gibt und bereits erste Schritte eingeleitet wurden, um einen neuen Binnenmarkt für Privatplatzierungen zu schaffen. Diese Länder weisen daher das größte kurzfristige **Potenzial** auf, **einen neuen Binnenmarkt** für Privatplatzierungen **zu schaffen**. Während Spanien und Italien schon erste Maßnahmen ergriffen und sogenannte Minibonds eingeführt haben, sind

die Märkte in diesen Ländern noch nicht voll entwickelt. Die Niederlande arbeiten an einer Binnenmarktinitiative mit dem Ziel, einen paneuropäischen Privatplatzierungsmarkt ähnlich dem Euro-PP aufzubauen.

Aus der Analyse der bestehenden Märkte wurden Best Practices für das Marktdesign und die Regulierung abgeleitet, um das Wachstum der neuen Märkte zu fördern:

- Wenn sich – wie beim Euro-PP-Markt – alle Marktteilnehmer und relevanten öffentlichen Institutionen ein **kooperatives Marktdesign** anstreben, stellen sie dadurch sicher, dass bei der Einrichtung eines neuen Marktes eine bedeutende Nachfrage und ein entsprechendes Angebot bestehen. Das sorgt auch für ein gemeinsames Verständnis des Instruments und seiner Nutzung und für die Definition gemeinsamer Marktstandards.
- Durch eine **standardisierte Dokumentation von Privatplatzierungen** lassen sich sowohl die Emissionskosten als auch die Komplexität verringern. Beides kommt den Bedürfnissen von KMUs entgegen. Ergänzt werden sollte die Dokumentation durch produktspezifische Prozesse und Best-Practices, um einen reibungslosen Emissionsprozess zu gewährleisten.
- Um einen aktiven Markt zu etablieren, wäre es zusätzlich hilfreich, (lokale) Regulierung zu überprüfen und ggf. anzupassen und so das **Engagement von institutionellen Investoren** am Privatplatzierungsmarkt zu vereinfachen. Länder können regulatorische Maßnahmen ergreifen, einschließlich der Änderung von Unternehmensgesetzen, um durch die Beseitigung restriktiver Bestimmungen das Wachstum des Marktes zu erleichtern. Zum Beispiel haben mehrere Länder, darunter Italien und Großbritannien, **Quellensteuerbefreiungen** für Privatplatzierungen eingeführt, und das französische Finanzministerium hat die **Regulierung zur Vertretung von Anleihegläubigern** (*représentation de la masse*) reformiert, um flexiblere und effizientere (Nach-)Verhandlungen zwischen Investoren und Emittenten im Rahmen von Euro-PP-Transaktionen zu ermöglichen.

Ein weiteres unterstützendes Element für einen erfolgreichen Markt kann eine **zentralisierte Kreditbewertung** durch eine öffentliche Institution sein, um dadurch ein sicheres Marktumfeld zu fördern und Anreize für Investoren zu schaffen.

Um unter den Marktteilnehmern – vor allem zwischen Emittenten und Arrangeuren – Vertrauen und langfristige Beziehungen aufzubauen, bedarf es eines gemeinsamen Verständnisses der individuellen Kreditqualität und strikter Marktdisziplin. Es liegt in der Verantwortung der Investoren, eine gründliche Kreditanalyse vorzunehmen, ehe sie über Investitionen entscheiden. Aufgabe der arrangierenden Banken ist es wiederum, Unternehmen über geeignete Finanzierungsinstrumente zu informieren und ihnen bei der sorgfältigen Auswahl von Investoren zur Seite zu stehen. Wenn erfahrene Banken als Arrangeure von Privatplatzierungen beteiligt sind, vereinfacht dies das Verfahren deutlich. Im Ergebnis ist die Einhaltung bestimmter – auch ungeschriebener – Qualitätsstandards ein Faktor, der die nachhaltige Entwicklung von neuen Privatplatzierungsmärkten fördert.

**Keine bedeutenden regulatorischen Hindernisse für die Ausweitung von grenzüberschreitenden Aktivitäten identifiziert – Wachstumspotenzial ist bestimmt durch Angebotsseite**

Neben dem Wachstum der Binnenmärkte gibt es der Studie zufolge auch **signifikantes Potenzial für grenzüberschreitende Aktivitäten innerhalb der EU**. In Frankreich entfielen 2016 bereits 30 Prozent des Marktvolumens auf internationale Emittenten, während in Deutschland der Anteil der internationalen Emittenten 2016 auf 40 Prozent stieg.

Grundsätzlich können in den bestehenden Märkten Unternehmen aus allen EU-Mitgliedsstaaten Privatplatzierungsinstrumente ausgeben. Basierend auf den Erfahrungen aus bisherigen Platzierungen in den beiden existierenden Märkten betrachtet die Studie jedoch Unternehmen mit Umsätzen von € 75 Mio. bis 5 Mrd. und einem einer hohen Bonität als potenzielle Emittenten. Für Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen, können SSDs oder Euro-PPs attraktive Quellen zur Unternehmensfinanzierung sein, um ihre strategische Ziele zu erreichen. Da der Markt angebotsorientiert ist und die Nachfrage nach Privatplatzierungen in der Vergangenheit stets höher war als das Angebot, besteht ein großes Potenzial für mehr grenzüberschreitende Emissionen. Darüber hinaus stehen sowohl Banken als auch institutionelle Investoren grenzüberschreitenden Investitionen aufgeschlossen gegenüber und zeigen die Bereitschaft, auch in ausländische Emittenten zu investieren.

Die Volkswirtschaften und Unternehmenslandschaften in den EU-Ländern sind heterogen. Entsprechend variiert das Potenzial für Privatplatzierungen zwischen den Mitgliedsstaaten. Besonders groß sind die Unterschiede hinsichtlich der Unternehmenslandschaften zwischen alten und neuen Mitgliedsstaaten. Das schlägt sich direkt in der Bewertung des Wachstumspotenzials für Privatplatzierungen nieder. Basierend auf der Anzahl der potenziellen Emittenten in der EU erwartet die Studie bedeutendes Potenzial für grenzüberschreitende Aktivitäten für jene Länder, in denen es mindestens 1.000 potenzielle Emittenten gibt. Dieses Kriterium wird derzeit erfüllt von **Italien, Spanien, den Niederlanden, Belgien, Österreich, Dänemark, Irland, Schweden, Polen und Großbritannien**.

Wichtig ist vor allem, dass **keine signifikanten regulatorischen Hindernisse identifiziert** wurden, welche der Ausweitung der grenzüberschreitenden Aktivitäten im Wege stehen. Ungeachtet gewisser – größtenteils geringfügiger – regulatorischer Bedenken auf nationaler Ebene bestehen keine wesentlichen regulatorischen Probleme, die diese Märkte betreffen und unmittelbare Aufmerksamkeit erfordern würden. Die Bedenken richten sich eher auf die Abstimmung der verschiedenen nationalen rechtlichen und regulatorischen Systeme, die für diese Instrumente gelten, beispielsweise die quellensteuerliche Behandlung von Zahlungen im Rahmen von Privatplatzierungen.

Insgesamt zeigen sich die **Marktteilnehmer zufrieden mit der regulatorischen Umgebung**, die für die Privatplatzierungsmärkte gilt. Sowohl Investoren als auch die derzeitigen Emittenten äußerten den Wunsch, dass weitere regulatorische Änderungen, die diese Märkte betreffen, so weit wie möglich begrenzt werden sollten.

#### **Vier Innovationsfelder in den Privatplatzierungsmärkten**

Die Studie identifiziert **vier potentielle Bereiche für Innovationen im Privatplatzierungsmarkt**, welche die Entwicklung von Privatplatzierungen in der EU fördern können. Im Allgemeinen gab es in den letzten Jahren zahlreiche Innovationen in der Finanzbranche – angetrieben durch neue Technologien, Prozesse und Geschäftsmodelle. Die Kombination von Big Data Analytics und neuen Vertriebskanälen ermöglichte es Technologie-Start-ups, die traditionellen

Geschäftsmodelle von Banken herauszufordern. Ähnliche Trends zeigen sich auch in den Privatplatzierungsmärkten.

Erstens gibt es am Markt mehrere **Online-Plattformen für Privatplatzierungstransaktionen**. Die Plattformen verfolgen unterschiedliche Geschäftsmodelle und es ist nicht klar, welche davon erfolgreich sein werden. Allen gemeinsam ist jedoch, dass sie wahrscheinlich die Transparenz im Markt steigern und sich zu starken Wettbewerbern für die etablierten Arrangeure entwickeln werden. Durch diese Plattformen wird auch die Einrichtung eines Sekundärmarktes für Privatplatzierungen erleichtert.

Zweitens wurden zwei **Produktinnovationen** eingeführt, um die Bedürfnisse und Erwartungen von Investoren zu erfüllen und die Investorenbasis auszuweiten: Mehrere Banken haben **Privatplatzierungsfonds** installiert, um den Markteintritt zu vereinfachen und die Investorenbasis zu erweitern. Darüber hinaus wurden am SSD- und Euro-PP-Markt sogenannte **grüne Privatplatzierungen** ausgegeben, die von Dritten zertifizierten Nachhaltigkeitsstandards erfüllen.

Drittens identifiziert die Studie zwei relevante **Prozessinnovationen**: Zum einen wurden **Dokumentationsstandards** veröffentlicht, um neuen Marktteilnehmern den Einstieg zu erleichtern, das Vertrauen zu erhöhen und den Emissionsprozess zu verschlanken. Zum anderen haben Ratingagenturen begonnen, **Privatplatzierungs-Ratings** anzubieten, um institutionelle Investoren zu unterstützen, die über keine eigenen Kreditbewertungsteams verfügen.

Viertens stellt die Studie zwei regulatorische Innovationen vor: (i) **Quellensteuerbefreiungen für Privatplatzierungen**, d. h. für qualifizierte Investoren aus Ländern mit Doppelbesteuerungsabkommen, und (ii) eine **Reform der Regeln für die Vertretung von Anleihegläubigern**, die derzeit in Frankreich im Rahmen von Sapin II modernisiert wird und es Emittenten und Investoren ermöglicht, die Vertretung von Anleihegläubigern vertraglich zu verhandeln und zu organisieren, wenn die Anleihen einen Nennwert von mehr als € 100.000 haben.

## **Fazit und Schlussfolgerungen**

Aus wirtschaftlicher Sicht hat die Privatplatzierung von Schuldinstrumenten bedeutendes Potenzial, da sie die traditionellen Finanzierungsinstrumente ergänzt und verschiedenen Interessengruppen spezifische Vorteile bietet – sowohl Emittenten als auch Investoren und Arrangeuren. Vor allem erhalten mittelgroße Unternehmen durch Privatplatzierungen Zugang zu neuen, diversifizierten Finanzierungsmöglichkeiten. Investoren bieten Privatplatzierungen die Möglichkeit, ihr Investmentportfolio mit nicht gerateten, privaten Unternehmen zu diversifizieren und dabei eine attraktive Rendite zu erzielen. Allgemein gesagt sind Privatplatzierungen eine weitere wichtige Säule der Finanzierung im Schuldenportfolio eines Emittenten.

Hinzu kommt, dass die Zunahme von alternativen Finanzierungen und Investmentinstrumenten das Ziel der Europäischen Kommission unterstützt, die Abhängigkeit von Bankfinanzierungen zu verringern und dadurch die finanzielle Stabilität zu verbessern.

Diese Studie zeigt, dass die beiden bestehenden Märkte in der EU, der deutsche SSD- und der französische Euro-PP-Markt, im Allgemeinen gut funktionieren und voraussichtlich weiter wachsen werden. Außerdem wurden keine größeren regulatorischen Hindernisse festgestellt, die das weitere Wachstum von

Privatplatzierungen in der EU behindern würden. Marktteilnehmer und Branchenexperten sehen keinen unmittelbaren Bedarf für regulatorische oder gesetzgeberische Maßnahmen.

Ungeachtet dessen zeigt die Studie auf, dass gesetzgeberische Maßnahmen auf nationaler Ebene die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten erleichtern können. Das war beispielsweise in Frankreich und Italien der Fall. Neben der Förderung von Best Practices aus den existierenden Märkten werden folgende Maßnahmen vorgeschlagen:

- Erstens sollten **Informationskampagnen** gestartet werden, um das Bewusstsein für Privatplatzierungen bei potenziellen Emittenten sowie Investoren zu steigern und die Marktaktivitäten innerhalb der EU zu fördern.
- Zweitens sollte die EU die **Kommunikation** zwischen Institutionen verschiedener Mitgliedsstaaten **vereinfachen**, um den Austausch von Erfahrungen und Best Practices zu gewährleisten.
- Drittens sollten die EU und die Mitgliedsstaaten die **Standardisierung weiter vorantreiben**. Insbesondere sollte die Verwendung standardisierter Dokumentationen gefördert und die Entwicklung standardisierter Prozesse auch künftig unterstützt werden.
- Viertens sollte die EU die Vorgehensweise im US-Markt weiter analysieren und eine Kosten-Nutzen-Bewertung einer Bereitstellung **unabhängiger, kosteneffizienter Drittbewertungen der Kreditqualität** von Privatplatzierungsemitenten vornehmen.
- Fünftens sollte die EU **die Anwendung des regulatorischen EU-Rahmenwerks** auf europäische Privatplatzierungen konkretisieren und Bemühungen auf nationaler Ebene unterstützen, **die Anwendung des regulatorischen Rahmenwerks auf Privatplatzierungen ggf. anzupassen**. Dazu könnte die weitere Lockerung übermäßig restriktiver Gesetze sowie die Schaffung speziell auf Privatplatzierungen zugeschnittener Bestimmungen dienen, welche die Emission von und Investition in Privatplatzierungsinstrumente vereinfachen.