

Positionspapier

des Bankenverbandes zum Marktsegment
„Mittelstandsanleihe“

Juni 2012

Zusammenfassung

Unternehmen in Deutschland finanzieren sich nach wie vor zu einem erheblichen Teil über klassische Bankkredite. Allerdings hat das Volumen der sich im Umlauf befindenden Anleihen von Unternehmen der kreditnehmenden Wirtschaft in den vergangenen Jahren langsam aber stetig zugenommen, sowohl absolut als auch im Verhältnis zum Bankkredit.

Seit dem Jahr 2010 bieten zudem verschiedene Börsen in Deutschland (Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg-Hannover, München, Stuttgart) mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit an, Anleihen schon ab einem Emissionsvolumen von 10 Mio. Euro und weniger zu begeben. Die privaten Banken halten dies für einen grundsätzlich richtigen Weg, weisen an dieser Stelle aber auch auf einige Gefahren dieses Segmentes hin, insbesondere auf die eingeschränkte Liquidität und die vergleichsweise geringe Transparenz. Sollte die Investorenbasis wegfallen, besteht schließlich die Gefahr, dass dieses Börsensegment ernsthaft Schaden nimmt.

Die emittierenden Unternehmen und die Konstruktion der Anleihen sollten aus Sicht des Bankenverbandes daher einige Grundvoraussetzungen erfüllen, um den Erfolg im Einzelfall und darüber hinaus eine nachhaltige Entwicklung des neuen Marktsegments sicher zu stellen. Dazu zählen insbesondere eine klare Wachstumsprognose, ein gesundes Größenverhältnis des Anleihevolumens zu Bankkrediten und Eigenkapital, solide Pläne für die Anschlussfinanzierung, Kapitalmarktreife, adäquate Transparenz und Berichterstattung. Hierbei spielen die Börsen natürlich eine maßgebliche Rolle.

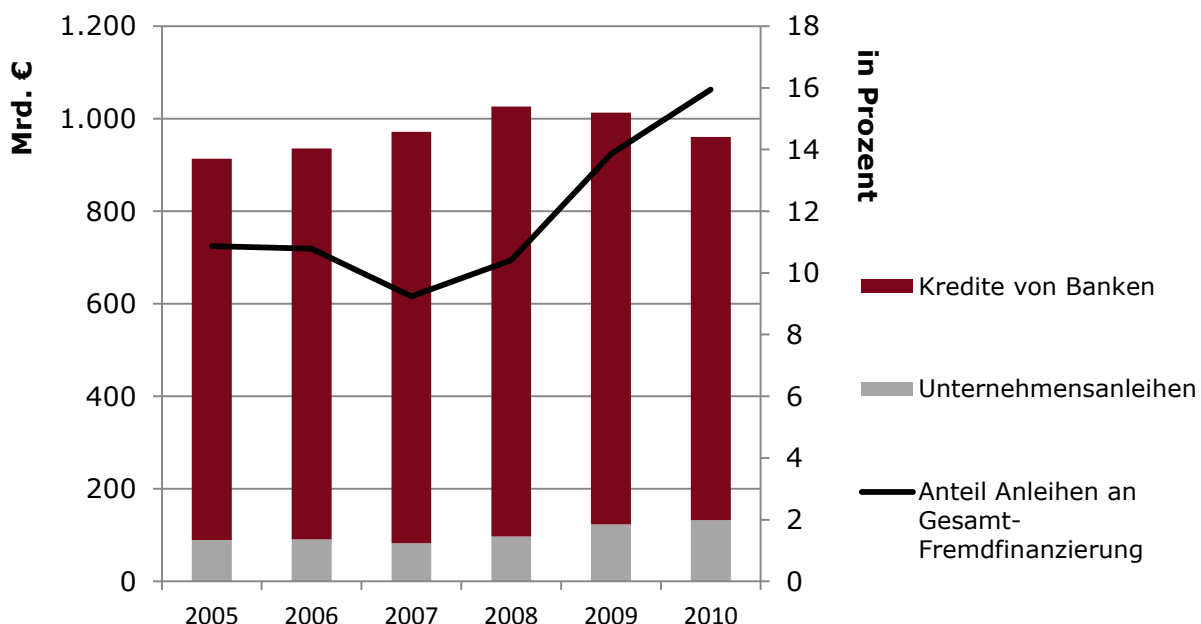
Die Mittelstandsanleihe kann weder die Basisfinanzierung über Bankkredite noch die Bank als Finanzierungspartner ersetzen. Für die Entwicklung ganzheitlicher Lösungen im Sinne der Unternehmen ist es sinnvoll, die Hausbanken in die Finanzplanungen einzubeziehen. Privatanleger sind gefordert, sich – wie bei allen anderen Anlagen auch – bei Mittelstandsanleihen intensiv über die Produkte, ihre Konstruktionen und das Chancen-Risikoprofil zu informieren.

Alternativen zum Bankkredit

Unternehmen in Deutschland finanzieren sich nach wie vor zu einem erheblichen Teil über klassische Bankkredite. Mit Hilfe von Krediten decken sie beispielsweise laufende Betriebsmittelkosten, tätigen Investitionen oder finanzieren Exporte. Vor allem mittelständische Unternehmen stützen sich stark auf den Bankkredit. Die Zurückhaltung der mittelständischen Unternehmen gegenüber alternativen Finanzierungen ist – im Vergleich zur angloamerikanischen Tradition – hoch. Hinzu kommt, dass die Vorteile, insbesondere die Konditionen des Bankkredits, nach wie vor so ausgeprägt sind, dass die Ergänzung um Alternativen nur langsam zunimmt.

Eine Bundesbank-Auswertung von Unternehmensbilanzen aus den Jahren 2005 bis 2010 zeigt, dass das Volumen der sich im Umlauf befindenden Unternehmensanleihen langsam aber stetig (von 90 Mrd. auf zuletzt 132 Mrd. Euro) gestiegen ist, sowohl absolut, als auch im Verhältnis zum Bankkredit:

Fremdfinanzierung nicht-finanzieller Unternehmen in Deutschland 2005-2010 (Bankkredite und Anleihen)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung für Deutschland, September 2011.

Im Zuge der Umsetzung der Bankenregulierung „Basel II“ haben sich die Anforderungen an Firmenkunden, die einen Kredit bei der Bank beantragen, erhöht. Viele Unternehmen haben seither ihr Rating optimiert, indem sie insbesondere ihre Eigenkapitalquote, ihre

Sicherheiten und nicht zuletzt ihre Finanzkommunikation mit der Bank verbesserten. Der Prozess hat letztlich zu einer Professionalisierung der Unternehmensfinanzierung geführt und die Finanzierungssituation der Unternehmen gestärkt.

Mit der neuen Bankenregulierung „Basel III“, die ab 2013 stufenweise eingeführt werden soll, stehen weitere Änderungen bevor. Die Anforderungen an die Kreditnehmer werden sich weiter erhöhen, und die Differenzierung nach Bonität des Kunden wird weiter zunehmen. Insbesondere die Kosten für langfristige Bankkredite werden tendenziell steigen.

Aktuell haben ca. noch zwei Drittel der Bankkredite an Unternehmen und Selbständige eine Laufzeit von über fünf Jahren – ein deutlicher Beleg für die traditionelle „Langfriskultur“ im deutschen Mittelstand. Wahrscheinlich ist, dass zukünftig eine Verlagerung zu einer stärker kurz- bis mittelfristigen Kreditfinanzierung der Unternehmen stattfindet.

Vor diesem Hintergrund ist es für viele Unternehmen sinnvoll, ihre Finanzierungsstruktur daraufhin zu prüfen, inwiefern weitere Finanzierungsinstrumente als Ergänzung zum Bankkredit in Anspruch genommen werden können. Ziel sollte dabei eine stärkere Diversifizierung der Finanzierung sein. Der angestrebte Finanzierungsmix darf keinesfalls eine Abhängigkeit von einzelnen alternativen Instrumenten schaffen.

Unternehmen müssen die durch Regulierung, aber auch durch Marktprozesse verursachten Veränderungen in der Unternehmensfinanzierung als Herausforderung annehmen und dabei auch versuchen, sich weitere Quellen der Finanzierung zu erschließen. Jede Finanzierungsalternative bietet neue Chancen, die – wenn sie richtig genutzt werden – den Aufwand lohnen, der mit der Umstellung verbunden ist. Hinzu kommt, dass sich die alternativen Möglichkeiten – auch bedingt durch die Nachfrage der Unternehmen – weiterentwickeln und es ein zunehmendes Angebot auch für mittelständische Unternehmen gibt.

Dieser Entwicklung sind allerdings mit Blick auf die Unternehmensgröße Grenzen gesetzt. Insbesondere bedürfen alternative Angebote einer kritischen Prüfung, ob und inwiefern sie für das einzelne Unternehmen und für den Mittelstand insgesamt geeignet und angemessen sind (Stichwort „suitability“). Grundsätzlich zeichnet sich eine Segmentierung von Mittelstandskunden ab: Zum einen Unternehmen mit einem Umsatz von über 250 Mio. Euro, die für die Kapitalmarktfinanzierung geeignet sind, zum anderen Kunden mit weniger Umsatz, die auch zukünftig ihre Fremdfinanzierung über den klassischen Bankkredit oder gegebenenfalls über Schuldscheindarlehen sicherstellen. Der Bankkredit bietet – im Vergleich zur Anleihe – nach wie vor die Vorteile einer deutlich höheren Flexibilität und geringerer Kosten.

Neues Angebot an deutschen Börsen: Die Mittelstandsanleihe

Die klassische Anleihe

Die klassische Form der langfristigen Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt zu einem festen Zinssatz ist die Unternehmensanleihe. Dabei handelt es sich um ein an der Börse handelbares Wertpapier. Die Tilgung erfolgt in der Regel erst am Ende der Laufzeit. Das Unternehmen sichert sich so eine stabile Finanzierung für eine feste Laufzeit. Mit der Begebung einer Anleihe erhält ein Unternehmen Zugang zum organisierten Kapitalmarkt und steht daher in der Folge unter öffentlicher Beobachtung. Anleihen werden in der Regel nicht mit Sicherheiten unterlegt. Entsprechend hoch sind die Transparenz-Erwartungen der Investoren an das Unternehmen. Die Emission einer Anleihe erfordert eine intensive Vorbereitung – zumal wenn sie zum ersten Mal erfolgt – und einen hohen Aufwand an Zeit und Kosten, um den Anforderungen zu entsprechen. Dazu gehören insbesondere die Erstellung eines Wertpapierprospekts, begleitende Roadshows bzw. Marketing, regelmäßiges Reporting, in der Regel ein externes Rating und Honorare für die Emissionsbegleiter. Aufgrund der hohen Fixkosten waren Anleihen bislang nur für größere Volumina (über 100 Mio. Euro) verbreitet.

Mittelstandsanleihen

Seit dem Jahr 2010 bieten zudem verschiedene Börsen in Deutschland (Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg-Hannover, München, Stuttgart) mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit an, in speziellen Mittelstandssegmenten Anleihen schon ab einem Emissionsvolumen von 10 Mio. Euro und weniger zu begeben. In diesem Börsensegment der so genannten Mittelstandsanleihen können Unternehmen Anleihen teilweise im Direktvertrieb über die jeweiligen Börsen emittieren. Die Anforderungen der Börsen hinsichtlich Volumen, Rating oder Berichtspflicht unterscheiden sich leicht voneinander. Gemeinsam ist den Mittelstandsanleihen, dass sie sich mit einer Stückelung ab 1.000 Euro auch an Privatanleger richten. Vor diesem Hintergrund waren insbesondere Unternehmen mit bekannten Markennamen bei der Platzierung von Mittelstandsanleihen erfolgreich.

Insgesamt wurden bislang (laut einer Übersicht aus der Zeitschrift „Die Bank“ von März 2012) etwa 40 Anleihen mit insgesamt über 2 Mrd. Euro Anleihevolumen emittiert. Die Einzelvolumen reichten dabei von 15 bis 225 Mio. Euro. Das durchschnittliche Rating der Unternehmen lag zum Zeitpunkt der Emission zwischen BBB und BB. In den meisten Fällen erfolgte dieses Rating durch die „Creditreform“, die jeweils das Unternehmen – nicht wie sonst üblich die Anleihe – bewertete. Der Coupon lag durchschnittlich bei etwa 7,5 %. Ein nennenswerter Teil der Unternehmen ist der Branche der Erneuerbaren Energien zuzuordnen.

Trotz vergleichsweise kleiner Anleihevolumina besteht grundsätzlich die Gefahr, dass diese Volumina im Vergleich zur Bilanzsumme des emittierenden Unternehmens noch immer zu groß sind. Eine neue strukturelle Abhängigkeit des Unternehmens von der Anleihe als Finanzierungsinstrument ist aber prinzipiell nicht sinnvoll.

Das Risiko, dass die Anleihe nicht (vollständig) platziert wird, trägt in diesem Segment in der Regel das emittierende Unternehmen. Bei klassischen Anleihen übernimmt teilweise die emissionsbegleitende Bank dieses Risiko. Bislang konnte fast jedes zweite Unternehmen sein geplantes Emissionsvolumen nur teilweise am Markt platzieren.

In der Regel gibt es für Mittelstandsanleihen kein Market Making. Da auch die Börsen Handelsumsätze nicht sicherstellen können, findet ein Handel von Mittelstandsanleihen nur statt, wenn (private) Käufer und Verkäufer aufeinander treffen. Banken oder andere Dienstleister stehen nicht zur Verfügung, Verkaufsangebote aufzunehmen oder Kaufinteressenten zu bedienen. Mittelstandsanleihen kommen deshalb Private Placements durchaus nahe.

Im Vergleich zu großvolumigen (klassischen) Anleihen ist die faktische Handelbarkeit dieser kleinvolumigen Anleihen daher stark eingeschränkt. Auch wenn es sich um ein Wertpapier handelt, das an der Börse notiert ist, bedeutet dies also nicht, dass der (Privat-)Anleger die Anleihe während der Laufzeit auch tatsächlich handeln kann.

Das Risiko des Investors in dieses Segment liegt mit Blick auf die Ratings deutlich höher als bei Anleihen vieler DAX-Unternehmen, sie eignen sich daher eher für besonders risikoorientierte Anleger. Fraglich ist, ob angesichts der Risiken die Kupons nicht sogar zu niedrig sind. Privatanleger haben erfahrungsgemäß nicht die Expertise, die Risiken einer Anleihe adäquat einzuschätzen. Hinzu kommt, dass bei der Zeichnung vieler dieser Anleihen die Privatanleger offenbar kaum Interesse an den Wertpapierprospekten der Emittenten zeigen, obschon ihnen diese online zur Verfügung stehen.

Mit Blick auf die Ratings ist – statistisch gesehen – mit weiteren Ausfällen vor Ende der Laufzeit der ersten Mittelstandsanleihen zu rechnen. Sollte allerdings die Investorenbasis wegfallen, besteht die Gefahr, dass dieses Börsensegment ernsthaft Schaden nimmt.

Voraussetzungen für einen langfristigen Erfolg

Um einen nachhaltigen Erfolg im Einzelfall und des Mittelstandssegments insgesamt zu erzielen und den mittelständischen Unternehmen damit auf Dauer ein weiteres Finanzierungsinstrument erschließen zu können, ist eine ausreichende Qualität der emittierenden Unternehmen und der platzierten Anleihen notwendig:

- Das zusätzlich aufgenommene Fremdkapital muss in einem angemessenen Verhältnis zu den bereits aufgenommenen Bankkrediten und zum vorhandenen Eigenkapital stehen. Dazu gehört auch, dass die Höhe der Zinszahlungen für die begebene Anleihe nicht zu knapp durch den regelmäßigen und stabilen Cashflow des Unternehmens gedeckt werden darf.
- Zugleich sollte das Volumen der Anleihe aus mindestens zwei Gründen eine gewisse Größe nicht unterschreiten. Zum einen beeinflusst die Höhe des Anleihevolumens wesentlich, ob sich angesichts der hohen Fixkosten eine Emission rentiert. Zum anderen erzeugt erst ein größeres Volumen die Liquidität am Sekundärmarkt und damit die Attraktivität der Anleihe bei Investoren.
- Die (gesetzlich erforderlichen) Wertpapierprospekte und die folgenden Berichte der Unternehmen sollten ein höheres Maß an Transparenz nicht nur über das Unternehmen, sondern auch über die Anleihekonstruktion herstellen, um den Investoren am Kapitalmarkt einen umfassenden Einblick zu gewähren. Ein angemessenes Risiko-Ertrags-Profil der Anleihen ist Voraussetzung für die Kontinuität des Marktsegments.
- Bei endfälligen Finanzierungen wie der Mittelstandsanleihe benötigen Unternehmen schon vor deren Aufnahme einen Plan, wie sie das Kapital am Ende der Laufzeit tilgen wollen bzw. wie eine Anschlussfinanzierung aussehen kann. Daher ist es wichtig, dass das neue Kapital (auch) zur Finanzierung von Wachstum eingesetzt wird und sich die Finanzstruktur des Unternehmens während der Laufzeit positiv entwickelt. Der neu geschaffene Markt für Mittelstandsanleihen ist noch nicht fest etabliert, daher ist die Verfügbarkeit einer artgleichen Anschlussfinanzierung aus heutiger Sicht nicht garantiert.
- Die Höhe des Kupons richtet sich – neben der Bonität des Unternehmens – nach dem jeweiligen Marktzins. Emittenten sind darauf angewiesen, günstige Entwicklungen am Kapitalmarkt sinnvoll zu nutzen, eine Emission ist nicht jederzeit möglich. Der Emittent ist von diesen Entwicklungen am Kapitalmarkt abhängig.
- Voraussetzung für den ersten Schritt mittelständischer Unternehmen auf den Kapitalmarkt ist der Aufbau eines Corporate Governance Rahmens und ein

Mindestmaß an Kapitalmarktreife, die dann im weiteren Verlauf optimiert werden kann. Hierzu gehören zumindest mehrere Jahre Erfahrung als Unternehmen und ein Mindestmaß an professioneller Organisationsstruktur insbesondere in den Bereichen Finanzen und Marketing.

Fazit

Die Mittelstandsanleihe kann in der Regel weder die Basisfinanzierung über Bankkredite noch die Bank als Finanzierungspartner ersetzen. Im Gegenteil: Nur solche Firmenkunden, die aufgrund einer überzeugenden Ausrichtung und einer aktiven Finanzkommunikation mit ihrer Bank Zugang zu Krediten haben, können ihre Bankkredite sinnvoll um alternative Finanzierungsinstrumente wie die Mittelstandsanleihe ergänzen. Unternehmen, die aufgrund ihrer Entwicklung keinen Kredit bekommen oder unzufrieden sind mit den Konditionen, die sie aufgrund ihres vergleichsweise schwachen Rating erhalten, haben in der Regel auch kaum Zugang zu seriösen oder vorteilhafteren Alternativen.

Auch der gelegentlich von Kreditnehmern als störend empfundene "hohe Aufwand" beim Kreditantrag löst sich bei der Begebung einer Anleihe nicht auf. Im Gegenteil: Sie verlangt in der Regel nicht weniger, sondern mehr Transparenz, Aufwand und Professionalität vom Kapitalnehmer. Das bedeutet aber auch, dass Unternehmenskunden, die diesen Weg überzeugend und erfolgreich beschreiten, zugleich an Attraktivität gegenüber der Bank als Kreditgeber gewinnen.

Für die Entwicklung ganzheitlicher Lösungen im Sinne der Unternehmen ist es sinnvoll, die Hausbanken in die Finanzplanung einzubeziehen. Die Bank hat ein starkes Interesse, ihre Kreditkunden – sofern es für diese sinnvoll ist – bei der Inanspruchnahme alternativer Finanzierungen zu begleiten.

Die Unternehmensfinanzierung insgesamt – die Kreditvergabe ebenso wie die Emissionsbegleitung – ist zentrales Geschäftsfeld der Banken und gewinnt im Zuge der Veränderungen im Finanzsektor eher noch an Bedeutung. Auch der Bankkredit selbst behält insbesondere für die klein- und mittelständischen Unternehmen in Deutschland weiter seine dominierende Rolle. Anders als der Bankkredit sind Anleihen nicht für jedes Unternehmen sinnvoll. Für einige Unternehmen bieten sie aber eine Möglichkeit, ihre Finanzierung auf eine breitere Basis zu stellen.

Bei einer sinnvollen Nutzung dieses Instruments auf der Grundlage hoher Qualitätsansprüche könnten einzelne Unternehmen – und bei Erfolg der gehobene Mittelstand insgesamt – von einer weiteren Finanzierungsquelle profitieren.