

## Warum Mittelstands-Anleihen boomen und zugleich oft schiefgehen

**Warum Mittelstands-Anleihen boomen und zugleich oft schiefgehen**  
Die Ausgabe von Anleihen gehört bei großen und an Börsen gelisteten Unternehmen zum Standardrepertoire der Unternehmensfinanzierung. In jüngster Zeit haben nun auch kleine und mittelgroße Firmen diese alternative Finanzierungsform für sich entdeckt. Möglich geworden ist dies durch neue, spezielle Marktsegmente wie etwa das "Bond-M Segment" an der Börse Stuttgart, die speziell kleinen und mittleren Unternehmen mit der Platzierung ihrer Anleihen Zugang zu dieser Finanzierungsquelle bieten. Dieses Marktsegment zeichnet sich dadurch aus, dass es gerade für kleinere Emissionsvolumina in Höhe von 50 bis 150 Millionen Euro besonders geeignet ist. Durch eine 1.000er-Stückelung wird zudem der Zugang für Privatanleger und Mitarbeiter zu dieser Anlageklasse ermöglicht, während die Anleihen zugleich noch für Family Offices und andere institutionelle Anleger interessant bleiben. "Insbesondere für institutionelle Investoren erscheinen Mittelstandsanleihen attraktiv, da die erzielbaren Renditen alternativer Anlagemöglichkeiten aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase häufig unzureichend sind", sagt Mark Mietzner. Für Unternehmen sind die Anleihen vielfach Ersatz für ein klassisches Bank-Darlehen. Kein neues Phänomen übrigens, denn nach Finanz- und Banken Krisen ist ein solcher Ersatz von Hausbank-Finanzierungen durch Nicht-Bank-Finanzierungsalternativen bereits mehrfach beobachtet worden. "Motiviert werden die Veränderungen im Finanzierungsmix der Unternehmen zum einen durch attraktive Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten, zum anderen durch einen Wechsel im Kreditvergabeverhalten im Bankensektor", erklärt Mietzner. So berichtete beispielsweise die Bundesbank im September 2011 in ihrem Monatsbericht, dass die Buchkredite von Groß- und Landesbanken an Unternehmen zwischen 2009 und Juli 2011 kontinuierlich zurückgegangen sind. Bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften jedoch konnte noch ein Anstieg bei der Kreditvergabe verzeichnet werden. Dem Mittelstandspanel 2012 der Kreditanstalt für Wiederaufbau zufolge werden mangelnde Sicherheiten und fehlende Bonität als Hauptursache für eine Ablehnung von Kreditgesuchen durch die Banken ausgemacht. Vor diesem Hintergrund ist es für Mietzner daher kaum verwunderlich, dass seit der Einführung des "Bond-M Segments" im Mai 2010 sowohl die Zahl als auch das Volumen von Mittelstandsanleihen stark gestiegen ist, "was die Bedeutung der Anleihe als die derzeit wohl wichtigste Alternative zur klassischen Finanzierung über Bank-Darlehen zum Ausdruck bringt". Mit Blick auf die Charakteristika der emittierenden Unternehmen ist zu festzustellen, dass insbesondere der Anteil von nicht-börsennotierten Unternehmen deutlich zugenommen hat. Zudem tendieren immer mehr Familienunternehmen dazu, erstmals diese Art der Unternehmensfinanzierung nutzen. "Dieser Trend ist zunächst einmal wenig überraschend, da Familienunternehmen den vorherrschenden Unternehmenstyp in Deutschland darstellen", stellt Mietzner fest, "viel interessanter ist hingegen die Frage, welche Schlussfolgerungen aus einer verstärkten Präsenz von Familienunternehmen am Anleihemarkt gezogen werden könnten." Dazu betrachtet er das typische Bild eines Familienunternehmens. Dieses ist laut Mietzner geprägt von der Vorstellung eines langfristigeren Entscheidungshorizontes, eines risikoaverseren unternehmerischen Agierens und einem im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen weniger konfliktorientierten Verhaltens gegenüber unterschiedlichen Anspruchsgruppen. Dieses im Vergleich zu Nichtfamilienunternehmen strukturell unterschiedliche Verhalten äußert sich laut Mietzner auch in einer konservativeren Finanzierungspolitik, die sich insbesondere in einem deutlich geringeren Verschuldungsgrad zeigt. Folglich nutzen Familienunternehmen verstärkt die Form der Innenfinanzierung für die Umsetzung ihrer Investitionsvorhaben; vor allem auch deshalb, um ihre unternehmerische Unabhängigkeit zu bewahren. Mietzner: "Daher ist vielfach zu beobachten, dass Familienunternehmen eine Innenfinanzierung einer Fremdkapitalaufnahme vorziehen, diese aber wiederum vor einer Eigenkapitalaufstockung bevorzugen." Diese Rangfolge bei der Wahl der Finanzierungsform wird in der Wissenschaft auch als "Pecking Order Theorie" oder "Hackordnung" der Finanzierung bezeichnet. Für die Gruppe der Familienunternehmen, die über eine Anleiheemission den Schritt an den Kapitalmarkt gewagt haben, vermutet Mietzner, dass sie von dieser Rangfolge abweichen. Der Grund: Eng mit der Emission einer Anleihe verbunden sind umfangreiche Offenlegungs- und Informationspflichten der Unternehmen sowie die strikte Einhaltung von Kreditvertragsklauseln (Covenants), die die Handlungsmöglichkeiten des Managements einschränken und Anleiheinvestoren im Falle eines Bruches mit zusätzlichen Mitspracherechten ausstatten. Mietzner: "Eine Finanzierung über regulierte Kapitalmärkte führt daher nicht nur zu mehr Transparenz, sondern auch zu einer stärkeren Abhängigkeit von externen Kapitalgebern." Da dies aber von den Familienunternehmen in der Regel nicht gewünscht werde, könne für die Gesellschafter eine höhere Bereitschaft unterstellt werden, ihr Privatvermögen in das Unternehmen einzubringen beziehungsweise es dort zu belassen. Mietzner identifiziert deshalb für Anleihen begebende Familienunternehmen folgende Hackordnung der Finanzierung: Die Innenfinanzierung ist weiterhin die präferierte Finanzierungsform, aber jetzt wird in Bezug auf die Außenfinanzierung der Hausbankkredit beziehungsweise die Eigenkapitalfinanzierung durch die Eigentümer einer Fremdkapitalaufnahme an der Börse vorgezogen. Mietzner: "Somit besteht beim Erwerb der Anleihen von Familienunternehmen die Gefahr, dass das Unternehmen genau dann Fremdkapital emittiert, wenn andere Ressourcen bereits erschöpft sind." Rationale Anleger würden diese Emissionsstrategie antizipieren und eine höhere Risikoprämie fordern. Eine kapitalmarktbasierende Außenfinanzierung würde somit als "lender of last resort" ("Kreditgeber der letzten Zuflucht") angesehen werden und zu einer negativen Selbstselektion von Familienunternehmen führen, und genau dieser Effekt solle mit einer Analyse der Emissionsprämien bei Fremdkapitalaufnahmen belegt werden. Mietzner untersuchte für seine Studie 97 Familienunternehmensanleihen und 166 Anleihen von Nichtfamilienunternehmen, die zwischen 2000 und 2013 in Deutschland emittiert wurden. Ziel war es, Unterschiede in der Effektivverzinsung und den jeweiligen Renditeaufschlägen auf risikolose Staatsanleihen zwischen diesen beiden Gruppen herauszuarbeiten. Die Ergebnisse zeigen, dass die Effektivverzinsung bei Anleihen von Familienunternehmen durchschnittlich bei 5,5 Prozent pro Jahr liegt, während Nicht-Familienunternehmen im Mittel lediglich 4,8 Prozent pro Jahr bieten müssen. Der Unterschied in der Effektivverzinsung deutet bereits auf deutlich höhere Anleihekosten für Familienunternehmen hin. Unterstützt wird dieses Ergebnis auch durch eine deutliche Differenz bei den Renditeaufschlägen im Vergleich zu laufzeitkongruenten Staatsanleihen: Sie ist bei Familienunternehmen um 3,1 Prozent höher, fällt aber bei Nichtfamilienunternehmen lediglich um 2,7 Prozent höher aus. Jede Anleihe wird bei ihrer Emission mit einem Rating versehen. Die für die Börsennotiz der Anleihe notwendigen Bonitätseinschätzungen der Unternehmen werden in der Regel aber nicht von den etablierten, großen Ratingagenturen wie Moodys, Standard & Poors oder Fitch, vergeben, sondern aufgrund geringerer Kosten von kleineren Anbietern. Zugleich werden zunehmend Anleihen von Mittelständlern mit geringer Bonität emittiert. Beachtlich ist insbesondere, dass ein großer Teil der Anleihen trotzdem mit zum Teil sehr guten Bonitätseinschätzungen emittiert wurden. Mietzner: "Den Investoren wurde damit signalisiert, dass es sich um Investitionen mit einem vergleichsweise geringen Ausfallrisiko handelt." Angesichts der zahlreichen Ausfälle im Markt für Mittelstandsanleihen müsse jedoch bezweifelt werden, dass die Bonität der Unternehmen und damit das Ausfallrisiko seitens der Agenturen richtig eingeschätzt wurde. "Dies ist insofern problematisch, da sich Investoren bei ihren Renditeforderungen am jeweiligen Risiko der Anlage orientieren", erklärt Mietzner. Daher verwundere es nicht, dass "die aktuelle Entwicklung im Markt für Mittelstandsanleihen eine Tendenz hin zu niedrigen und nicht risikoadäquaten Zinsforderungen seitens des Kapitalmarktes aufweist". Mietzner erwartet, dass Investoren künftig ihre Renditeforderungen anheben werden, was im Falle einer Refinanzierung zu deutlich höheren Finanzierungskosten für die Unternehmen führen wird. Sollte die Zahl der notleidenden Anleihen noch weiter zunehmen, sei es zudem fraglich, ob Investoren Mittelstandsanleihen künftig überhaupt noch in einem nennenswerten Umfang zeichnen werden. Dies werde für Emittenten mit mittlerer oder schlechter Bonität zu einem Problem bei der Anschlussfinanzierung über den Kapitalmarkt führen. Mietzner: "Damit ergibt sich die Frage nach Finanzierungs- und Anlagealternativen für die Zukunft von selbst."  
Zepplin University  
Am Seemooser Horn 20  
88045 Friedrichshafen  
Telefon: +49 7541 6009-0  
Telefax: +49 7541 6009-1199  
Mail: redaktion@zu-daily.de  
URL: <http://www.zu-daily.de>  
[http://www.pressrelations.de/new/pmcounter.cfm?n\\_pindir\\_570580](http://www.pressrelations.de/new/pmcounter.cfm?n_pindir_570580)

### Pressekontakt

Zepplin University

88045 Friedrichshafen

zu-daily.de  
redaktion@zu-daily.de

### **Firmenkontakt**

Zeppelin University

88045 Friedrichshafen

zu-daily.de  
redaktion@zu-daily.de

Die Zeppelin-Universität ist eine private, staatlich anerkannte Universität in Friedrichshafen. Bis Anfang 2012 nannte sie sich Zeppelin University.