

Mittelstandsanleihe und Schuldscheindarlehen – Alternativen zum Bankkredit für mittelständische Unternehmen?

Dr. Michael Pietrzak, Karl-Heinz Bächstädt

Mit der geplanten Kapitalmarktunion, deren Eckpfeiler bis 2019 feststehen sollen, versucht die EU-Kommission, Unternehmen einen besseren Zugang zu Kapitalmärkten zu eröffnen und die Abhängigkeit von der in Europa üblichen Bankfinanzierung zu reduzieren.¹ Das entspräche auch dem häufig im politischen Raum genannten Ziel, Risiken von Banken zu nehmen und sie damit (angeblich) stabiler aufzustellen – mit ebenfalls höherer Stabilität auf den Finanzmärkten.

Die Mittelstandsanleihe und das Schuldscheindarlehen – zwei traditionelle Finanzierungsinstrumente jenseits des Bankkredits – werden im vorliegenden Beitrag untersucht, ob sie insbesondere für mittelständische Unternehmen eine echte Alternative zur Bankfinanzierung darstellen können.²

MITTELSTANDSANLEIHEN. Mittelstandsanleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, die von mittelständischen Unternehmen begeben werden, die sich an der Grenze oder unterhalb des Investment Grade-Ratings (somit in der Regel schlechter als BBB) bewegen. Sie werden meistens von einem Bankenkonsortium platziert und an einer Börse zum börslichen Handel eingeführt. Das erfordert die Erstellung eines Verkaufsprospektes, ein Rating, die Börsenzulassung, die Veröffentlichung von Jahresabschlüssen sowie die Erfüllung der ad hoc Publizität. Durch die damit verbundenen Kosten sind Mittelstandsanleihen häufig teurer als Bankkredit oder Schuldscheindarlehen.

Mittelstandsanleihen verfügen über eine Laufzeit von in der Regel zwischen 5 bis 7 Jahren, ein Emissionsvolumen von 25 Millionen € bis zu 250 Millionen €, sind endfällig zu tilgen und weisen eine geringe Mindeststückelung von häufig wenigen Tausend Euro auf, so dass sie auch für Privatanleger erschwinglich sind. Sie werden vom Emittenten in der Regel nicht durch zusätzliche Sicherheiten unterlegt und bieten daher im Insolvenzfall keinen bevorzugten Schutz beziehungsweise Rang. Als so genannte Inhaberschuldverschreibungen unterliegen sie dem Wertpapierhandelsgesetz sowie dem Schuldverschreibungsgesetz und ermöglichen eine Restrukturierung der Anleihe durch die Gläubiger im Insolvenzfall und im Rahmen der Insolvenzordnung.

DER MARKT FÜR MITTELSTANDSANLEIHEN IN DEUTSCHLAND. Der Markt für Mittelstandsanleihen wurde im Jahre 2010 durch die Börse Stuttgart mit dem Freiverkehrs-Marktsegment bondm eröffnet, in dem bis dato 32 Mittelstandsanleihen über zusammen circa 2 Milliarden € notiert werden. Das größte Mittelstandsanleihen-Marktsegment ist der Entry Standard und Prime Standard für Unternehmensanleihen der Börse Frankfurt a.M.

mit gut 50 Emissionen über zusammen circa 2,5 Milliarden €, das von allen Börsenplätzen die höchsten qualitativen Anforderungen an Zulassung und Publizität der Emittenten stellt. Der mittelstandsmarkt der Börse Düsseldorf verfügt über 16 Emissionen mit einem Volumen von 500 Millionen € und unterscheidet mittlerweile drei Bonitätskategorien von A bis C. Die beiden Märkte der Börse München (m:access) und der Börse Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) sind de facto bedeutungs- und umsatzlos.³

Insgesamt wurden seit 2010 rund 125 Mittelstandsanleihen platziert. Einen Überblick über das Emissionsvolumen der Anleihen mittelständischer Unternehmen von 2010 bis 2013 geben die beiden nachfolgenden Abbildungen 1 und 2:⁴

ABBILDUNG 1

EMISSIONSVOLUMEN MITTELSTÄNDISCHER UNTERNEHMEN
IN MIO. EURO

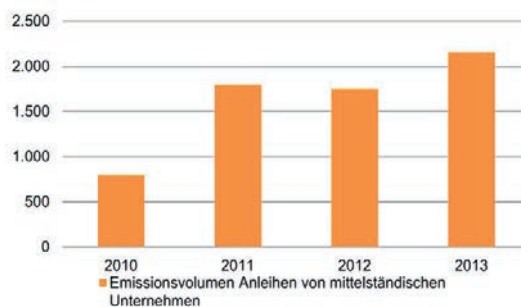
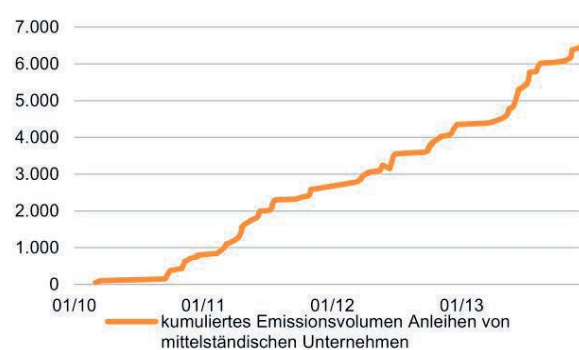
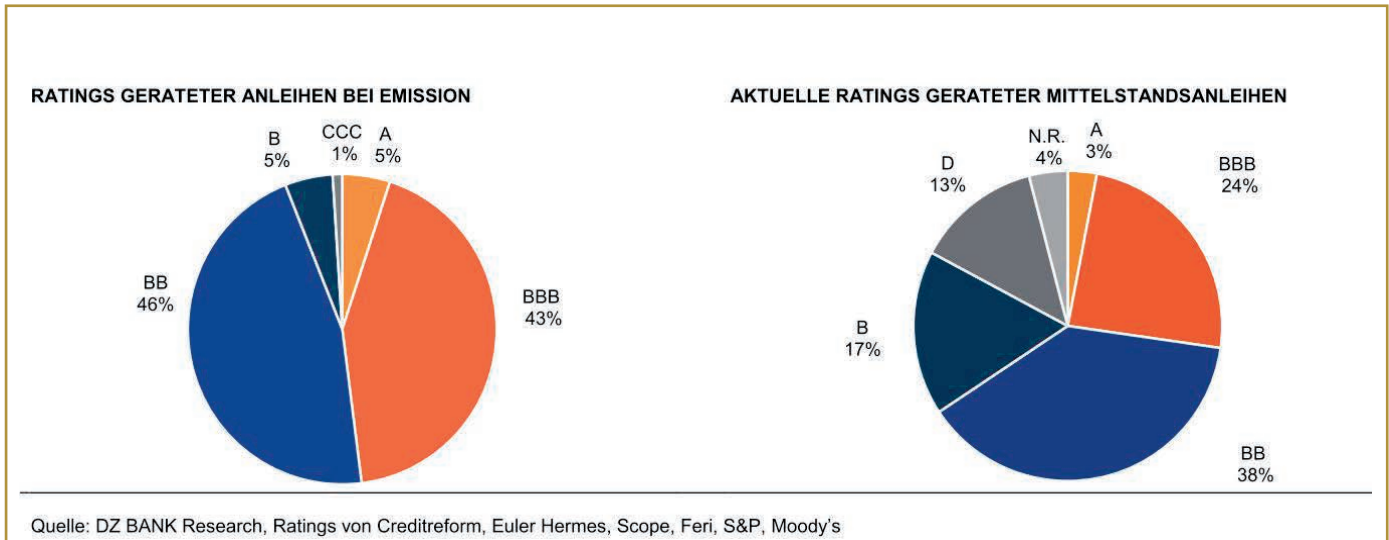


ABBILDUNG 2

KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN MITTELSTANDSANLEIHEN
IN MIO. EURO





Die Emittenten- (Issuer-)Ratings gerateter Mittelstandsanleihen bei ihrer Emission und aktuell verteilten sich wie folgt (Abbildung 3):⁵

Daraus erkennt man eine erhebliche Verschlechterung der Emittentenratings über alle Mittelstandsanleihen. Inzwischen haben rund 20 Emittenten Insolvenz angemeldet. Nachfolgend eine Zusammenstellung (Abbildung 4):⁶

tenden Banken übernahmen somit keine Haftung für den Wertpapierprospekt und beschränkten sich auf den Vertrieb der Anleihen. Das erleichterte und verbilligte für die Emittenten zwar die Emission, doch es entfiel auch eine Kontrolle seitens der Banken. Aufgrund der Strukturen in dem Marktsegment Mittelstandsanleihen fehlte bei den meisten Anleihen die Prospekthaftung einer renommierten Bank.

ABBILDUNG 4

Unternehmen	Kupon %	Laufzeit bis	Emissionsdatum	Nominalvolumen (Mio. Euro)	Rating bei Emission	Datum Insolvenz
ALPINE HOLDING GMBH	5,25	10.06.2016	10.06.2011	90	Kein Rating	06/2013
ALPINE HOLDING GMBH	6	22.05.2017	22.05.2012	100	Kein Rating	06/2013
BKN BIOSTROM AG	7,5	05.06.2016	06.06.2011	25	Creditreform: BBB	06/2012
CENTROSOLAR GROUP AG	7	15.02.2016	15.02.2011	50	Creditreform: BBB	10/2013
FFK ENVIRONMENT GMBH	7,25	01.06.2016	01.06.2011	25	Creditreform: BB+	10/2013
GETGOODS AG	7,75	02.10.2017	02.10.2012	60	Creditreform: BBB-	11/2013
HKW PERSONALKONZEPTE GMBH	8,25	15.11.2016	15.11.2011	10	Creditreform: BBB	12/2013
PAYOM SOLAR AG	7,5	08.04.2016	08.04.2011	50	Creditreform: BBB	04/2013
SAG SOLARSTROM AG	7,5	10.07.2017	11.07.2011	25	Creditreform: BBB+	12/2013
SAG SOLARSTROM AG	6,25	14.12.2015	15.12.2010	25	Creditreform: BBB+	12/2013
SIAG SCHAAF INDUSTRIE AG	9	12.07.2016	12.07.2011	50	S&P: CCC+ Anleiherating	03/2012
SIC PROCESSING GMBH	7,125	01.03.2016	01.03.2011	100	Creditreform: BBB+	12/2012
SOLAR MILLENIUM AG	6,5	15.07.2015	15.07.2010	50	Kein Rating	12/2011
SOLAR MILLENIUM AG	6	07.03.2016	07.03.2011	100	Kein Rating	12/2011
SOLARWATT AG	7	01.11.2015	01.11.2010	25	Creditreform: BB+	06/2012
WINDREICH GMBH	6,5	15.07.2016	15.07.2011	75	Creditreform: BBB+	09/2013
WINDREICH GMBH	6,5	01.03.2015	01.03.2010	50	Creditreform: BBB	09/2013

Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg, www.anleihe-finder.de, Creditreform, S&P, Stand: 27.01.2014

Weitere bekannte Insolvenzen waren MS Deutschland und Zamek. Zum Teil erfolgten die Insolvenzen bereits wenige Monate nach der Erstnotiz und noch vor Zahlung des ersten Zinskupons. Bei näherer Betrachtung kann die hohe Anzahl an Insolvenzen bei den Mittelstandsanleihen jedoch nicht überraschen:⁷

- An den Börsenplätzen Stuttgart und Düsseldorf konnten die Emittenten ihre Anleihen direkt – also ohne Beteiligung einer Bank – platzieren (Eigenemissionen); die die Transaktion begleit-

- Von den Börsen wurden darüber hinaus lediglich Emittentenratings verlangt, nicht jedoch Emissionsratings. Häufig lagen die Ratings der Unternehmen sogar im Investment Grade-Bereich. Zwischen der Bonität des Emittenten und der Anleihe gab es aber erhebliche Unterschiede, was in den Anleihekonditionen zum Ausdruck kam. Das hatten offensichtlich nur wenige Investoren erkannt beziehungsweise berücksichtigt. Nach der Emission folgten außerdem oft Ratingherabstufungen, so-

dass die Stabilität der Ratings erheblich litt, was wiederum das Investorenvertrauen in Ratings nachhaltig beeinträchtigte.

- Häufig täuschten die Emission begleitende Banken mit ihrer Preispolitik gegenüber institutionellen Investoren insbesondere private Investoren über die Nachfrage nach einer zu emittierenden Mittelstandsanleihe. Diese Banken gaben einen Teil ihrer Arrangierungs- und Vertriebsgebühren an ausgewählte institutionelle Investoren weiter. Diese Investoren konnten somit Anleihen zu Preisen unterhalb des Emissionskurses erwerben und einen zusätzlichen Gewinn erzielen, entweder weil sich durch den niedrigen Kaufpreis die Rendite erhöhte oder sie die Anleihen nach ihrer Börsennotierung zeitnah verkauften. Im Vorfeld der Emission wurde dadurch hohe Nachfrage erzeugt, die insbesondere auf Privatanleger wirkte, weil sie die hohe Nachfrage der institutionellen Investoren als positives Votum für ein attraktives Investment interpretierten. Die Ungleichbehandlung von Investoren müsste eigentlich im Anleiheprospekt erwähnt werden.
- Die anfänglichen Erfolge bei der Emission von Mittelstandsanleihen hatten verstärkt Emittenten mit schlechterer Bonität anlocken. Bekannte Markennamen sorgten für weitere Aufmerksamkeit. Doch die zunehmende Zahl von Insolvenzen hatte später gute Adressen verschreckt. Viele Emittenten waren auch mit den Anforderungen des Kapitalmarkts, insbesondere der vorgeschriebenen Kommunikation, nach der Emission der Anleihe überfordert.

Aufgrund der hohen Zahl von Insolvenzen hat sich die Börse Stuttgart aus diesem Markt im Januar 2015 weitestgehend zurückgezogen und die Börse Düsseldorf hat ihr Marktsegment «mittel-

standsmarkt» in die drei Risikokategorien A bis C umstrukturiert. Seit dem dritten Quartal 2013 wurden Mittelstandsanleihen nur noch im Entry Standard und Prime Standard der Börse Frankfurt neu zugelassen, etwa 800 Millionen € in 2014 und nur noch 110 Millionen € im ersten Quartal 2015.⁸ Besonders belastend wirkte sich bei den Insolvenzen die fehlende Besicherung aus.

Da die Mittelstandsanleihen eine Laufzeit von im Durchschnitt bis zu sieben Jahren haben und die allermeisten bis spätestens 2019 zur endfälligen Rückzahlung anstehen, bleibt deren Refinanzierung und Erfüllung durch ihre Emittenten abzuwarten. Erhebliche Schwierigkeiten bei vielen Refinanzierungen sind aber bereits heute voraussehbar. Der börsliche Handel verläuft nur sehr schleppend und in vielen Fällen fast umsatzlos, so dass die vorgenommene Börsennotierung nicht zu einem liquiden Primär- oder Sekundärmarkt geführt hat und keine Exitalternative für die Investoren darstellt. Auch gibt es kein verbindliches Market Maker System, denn die Kursstellung der «Betreuer» erfolgt primär in Form nicht handelbarer «Taxen».

Die Performancemessung des Marktsegmentes Mittelstandsanleihen erfolgt durch den Micro Bond Index (MiBoX), der durch die Anleihe Finder GmbH entwickelt und durch die Solactive AG fortlaufend berechnet wird. Darin sind derzeit 95 Mittelstandsanleihen von 83 Emittenten mit einer Restlaufzeit von mehr als 12 Monaten enthalten, die an den fünf Börsenplätzen für Mittelstandsanleihen in Deutschland gehandelt beziehungsweise gelistet werden. Der MiBoX unterstellt die Reinvestition von Kuponzahlungen und ist somit als Performanceindex konzipiert. Aufgrund der zahlreichen Insolvenzen von Mittelstandsanleihen in den letzten drei Jahren ist die Performance des MiBoX signifikant geringer als die Wertentwicklung vergleichbarer iBoxx Corporate Investment Grade Indizes der Gruppe Deutsche Börse. Zwischen Januar 2011 und Januar 2014 erzielte der MiBoX eine durchschnittliche jährliche Performance von weniger als Null Prozent, war also negativ, wie die nachfolgende Grafik (Abbildung 5) und Tabelle (Abbildung 6) zeigen.⁹

ABBILDUNG 5



SCHULDSCHEINDARLEHEN. Ein Schuldscheindarlehen ist im Gegensatz zur Anleihe kein Wertpapier, sondern ein Darlehen (Kreditvertrag) gemäß § 488 Absatz 1 BGB, der durch einen Schuldschein nach § 344 Absatz 2 HGB dokumentiert und besichert ist. Schuldscheindarlehen werden von langfristigen institutionellen Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Fonds, Stiftungen außerbörslich als Private Placement erworben und von Unternehmen mit stabilen Bilanzen und Erträ-

ABBILDUNG 6

PERFORMANCE IM VERGLEICH

	YTD	-1 Monat	-3 Monate	-6 Monate	-1 Jahr	-2 Jahre	-3 Jahre	2011	2012	2013
Micro Bond Index MiBoX	2,63%	2,98%	-3,05%	-3,61%	-3,62%	-2,85%	-3,47%	-3,83%	2,70%	-4,29%
iBoxx EUR Euro Non Financials Total Return	1,16%	1,30%	1,25%	2,27%	3,92%	12,28%	19,31%	3,92%	10,55%	1,69%
iBoxx EUR High Yield Main Non-Financials cum Crossover Total Return	0,64%	0,69%	2,53%	5,79%	8,02%	26,53%	28,43%	-2,02%	22,54%	8,34%

Quelle: DZ BANK Research, Daten aus Bloomberg, Stand: 27.01.2014

gen, somit relativ guter Bonität, ausgegeben. Sie sind deckungsstockfähig im Sinne der Anlageverordnung. Für Schuldscheindarlehen existiert allerdings kein liquider Sekundärmarkt; sie können lediglich nach § 398 ff. BGB an Dritte übertragen beziehungsweise abgetreten werden.

Schuldscheindarlehen können vom Kreditnehmer mit zusätzlichen, separierten Sicherheiten wie Grundpfandrechten, Immobilien etc. unterlegt werden, um dem Investor im Insolvenzfall eine hohe Befriedigungsquote zu sichern. Emittenten mit guter Bonität (Rating) bieten anstelle von zusätzlichen Sicherheiten häufig Negativverklärungen, Change of Control-, Pari-passu-Klauseln oder Covenants, die bei Nichteinhaltung bestimmter Bilanz- und Rentabilitätsdaten dem Schuldner ein Sonderkündigungsrecht einräumen.

Schuldscheindarlehen haben in der Regel eine Laufzeit zwischen 5 und 15 Jahren, ein Emissionsvolumen zwischen 50 Millionen € und 500 Millionen €, eine Mindeststückelung von 50.000 € und sind endfällig zu tilgen. Aufgrund Private Placement und Direktgeschäft sind sie billiger als der Bankkredit.

DER MARKT FÜR SCHULDSCHEINDARLEHEN IN DEUTSCHLAND.

Schuldscheindarlehen stellen schon seit Jahrzehnten ein wichtiges Refinanzierungsinstrument der Corporate Treasury und eine langfristige Anlagemöglichkeit für beispielsweise Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds dar. Da es sich hierbei nicht um Wertpapiere, sondern um Darlehen handelt, ist der Markt illiquide und verfügt nach dem Private Placement der Tranchen über keinen transparenten Sekundärhandel.

Anzahl und Volumen der Schuldscheindarlehen in dem Zeitraum 2007 bis 2013 zeigt die nachfolgende Grafik (Abbildung 7):¹⁰

Für das Jahr 2012 konnten Schuldscheindarlehen über knapp 13 Milliarden € in Deutschland platziert werden. Aufgrund der Niedrigzinsphase verstetigte sich diese Entwicklung bis dato. 2014 konnten die Fraport AG ein Schuldscheindarlehen über 350 Millionen € mit 7 Jahren Laufzeit zu günstigen 1,435 Prozent platzieren und die Rheinmetall AG ein Schuldscheindarlehen über knapp 170 Millionen € prolongieren. Im Januar 2015 konnte die ZF Friedrichshafen ein Schuldscheindarlehen über 2,2 Milliarden € für die Übernahme des Automobilzulieferers TRW platzieren. In all diesen Fällen wurde die Platzierung bei institutionellen Investoren durch ein Bankenkonsortium unterstützt.

MITTELSTANDSANLEIHE, SCHULDSCHEINDARLEHEN ODER BANKKREDIT?

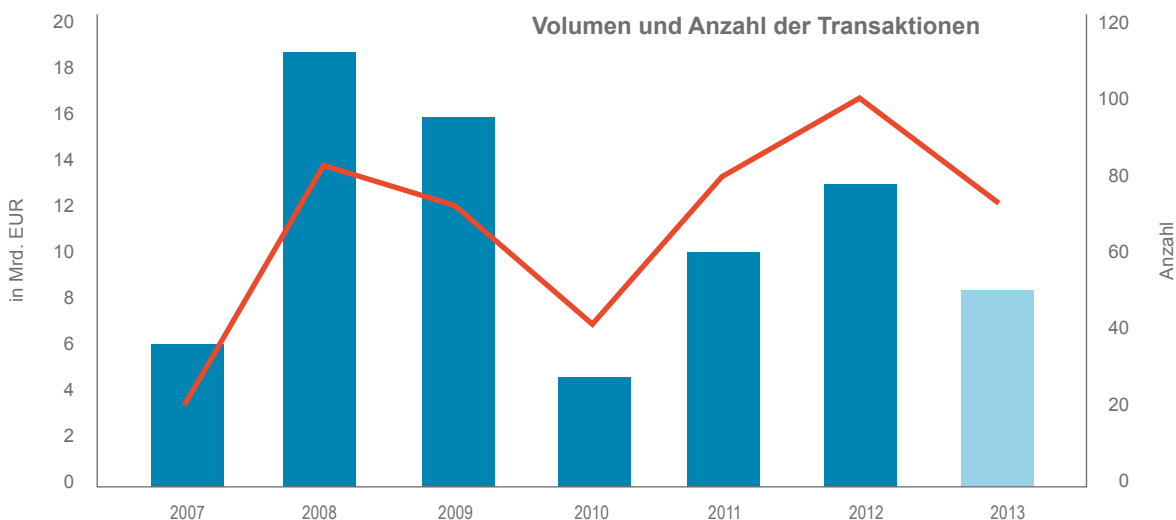
Mittelstandsanleihen und Schuldscheindarlehen stellen lediglich für größere Unternehmen eine echte Alternative zum klassischen Bankkredit dar, mit denen die Unternehmen ihre Refinanzierung diversifizieren und sich vom Bankensektor (etwas) unabhängiger machen können. Außerdem ist die Kreditvergabe der Banken insbesondere durch eine wesentlich verschärfte bankaufsichtsrechtliche Regulierung sowohl auf der Ebene des Gesamtinstituts als auch einzelner Geschäftsfelder erheblich belastet. Ein klassischer Bankkredit ist zudem in der Regel teurer als das Schuldscheindarlehen und zusätzlich mit Sicherheiten zu unterlegen. Schuldscheindarlehen sind Kredite institutioneller Investoren, für die es im Gegensatz zu Mittelstandsanleihen keinen börslichen und außerbörslichen Handel (Markt) gibt. Sie bleiben daher Privatinvestoren in der Regel verschlossen, die alternativ in Mittelstandsanleihen investieren.

Mittelstandsanleihen verfügen im Gegensatz zu Schuldscheindarlehen über keine zusätzlichen Sicherheiten. Laufzeit und Emissions-

ABBILDUNG 7

Schuldscheindarlehen: Anzahl der Emissionen 2012 gestiegen

2012 markiert den vorläufigen Höhepunkt bei der Anzahl der Transaktionen. Die Jahre 2008 und 2009 hingegen waren durch singuläre Milliardenemissionen großer Konzerne geprägt.

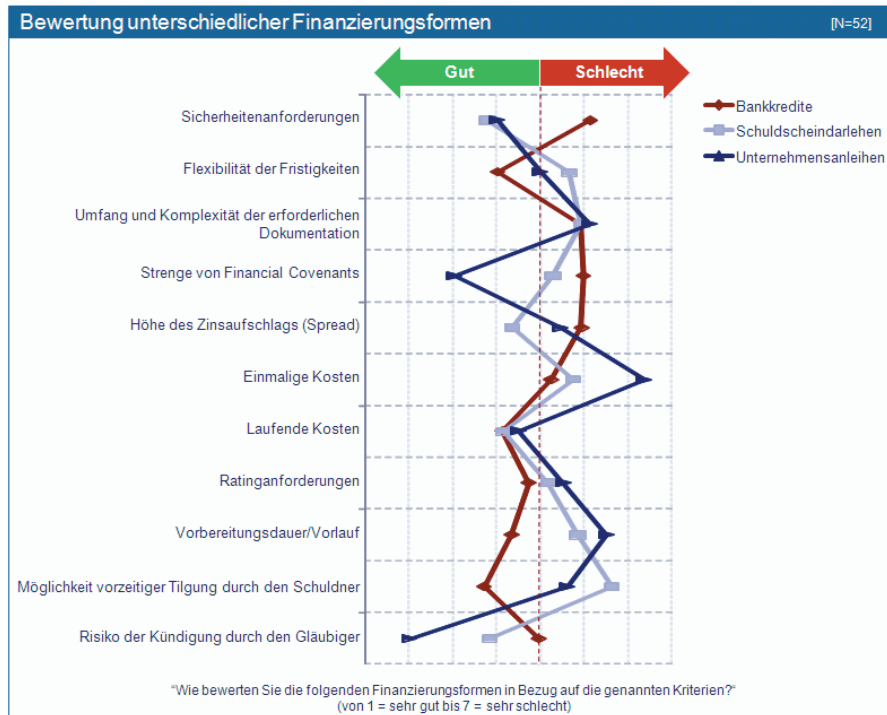


Anmerkung: Da Schuldscheindarlehen meist „halböffentlich“ platziert werden, sind die Angaben zu Volumina und Transaktionsanzahl nur Schätzungen: Zwar kann der Markt verfolgen, welche Angebote der Investorengemeinde mitgeteilt werden, aber die Ergebnisse der Platzierung werden oft nicht öffentlich gemacht. Die großen Volumina 2008 und 2009 stammen von „typischen“ Anleiheemittenten; so hat BMW 2008 einen Schuldschein mit einem Volumen von EUR 1,35 Mrd. emittiert. Die durchschnittliche Emissionsgröße 2012 lag hingegen bei EUR 100 Mio.

volumen sind in der Regel geringer als bei Schuldscheindarlehen. Bedingt durch ihre Börsennotierung müssen Mittelstandsanleihen hohe Voraussetzungen erfüllen und unterliegen umfangreichen Transparenz- und Kommunikationsanforderungen. Durch die damit verbundenen erhöhten Kosten ist die Refinanzierung durch Mittelstandsanleihen teurer als durch Schuldscheindarlehen. Nachfolgend zusammenfassend eine Bewertung der drei Finanzierungsformen (Abbildung 8):¹¹

ten werden den Investoren zusätzliche, separierte Sicherheiten anbieten und einen teilweisen Rückkauf ihrer eigenen Emissionen im Rahmen vorgegebener Zeit- und Liquiditätsfenster zusagen müssen, um so einen effektiveren und liquideren Sekundärmarkt zu fördern. Hier könnte ebenfalls das Zerobond-Modell Anwendung finden. Auch die Börsenbetreiber selbst könnten verstärkt in die Pflicht genommen werden. Die reine Zulassung und Notierung von Mit-

ABBILDUNG 8



ENTWICKLUNGSPERSPEKTIVEN UND MARKTMODELLE FÜR FESTVERZINSLICHE MITTELSTANDSFINANZIERUNGEN. Der Markt für Schuldscheindarlehen ist derzeit primär institutionellen Investoren vorbehalten und fokussiert sich auf die Finanzierung von Investment Grade-Gesellschaften und damit zunächst weniger auf den Mittelstand.

Um das Instrument Schuldscheindarlehen von mittelständischen Unternehmen für ein breiteres Publikum zu öffnen, könnten Anlagevehikel wie Fonds oder Broker eingebunden werden, die «größere» Tranchen von Mittelstands-Schuldscheindarlehen übernehmen und diese im Retailbereich in Form von Fondsanleihen weiter platzieren. Dabei könnten die Ausfallrisiken für Investoren durch die Stellung von zusätzlichen Sicherheiten wie Immobilien, Grundpfandrechten, Anlagegütern oder Forderungen aus Lieferungen und Leistungen abgedeckt werden. Zur Sicherstellung zukünftiger Zinszahlungen könnte das Modell Zerobond auch bei Schuldscheindarlehen Verwendung finden, das dem Investor den Zins Cash Flow über die Laufzeit vorschüssig sichert: Statt einer jährlichen Zinszahlung werden die Zinsen dem Investor kumuliert und vorschüssig bei der Ausgabe des Schuldscheins unmittelbar mit dem Nettodarlehensbetrag verrechnet.

Ähnliches gilt für den Markt für Mittelstandsanleihen, der in Deutschland seit 2014 fast zum Erliegen gekommen ist. Emitten-

telstandsanleihen wie auch die Beauftragung von kleineren, zumeist kapitalschwachen Maklern und Market Makern reichen bei Weitem nicht aus, um Handel und Platzierung von Mittelstandsanleihen zu forcieren. Zum Beispiel wäre die Bereitstellung eines Liquiditätsfonds für Mittelstandsanleihen durch Sponsoren und gegebenenfalls mit Unterstützung der Börsenbetreiber hilfreich und erforderlich, den diese durch die Emission eigener Anleihen refinanzieren könnten. Insbesondere die Gruppe Deutsche Börse würde dazu aufgrund ihrer sehr guten Bonität und Solvenz über die erforderlichen Voraussetzungen und Möglichkeiten verfügen. Auch Hedgefonds oder Non Profit-Organisationen wie öffentlich geförderte Strukturfonds oder Stiftungen könnten sich daran beteiligen. Die bislang zumeist rein passive Rolle deutscher Börsenbetreiber könnte hier durch deutlich mehr Risikobereitschaft und Commitment erweitert werden.

Ein erhöhtes Maß an Risiko beim Investment in Mittelstandsbonds kann neben einer überdurchschnittlich hohen Nominalverzinsung durch die Chance auf eine Beteiligung an einer positiven Unternehmensperformance ergänzt werden, wodurch sich im Rahmen eines Mittelstands Debt-Equity Swaps für beide Vertragsparteien Gestaltungsspielräume bei den Ausstattungsmerkmalen eröffnen würden.

Der Mittelstand sollte daher bereit sein, seinen Anleiheinvestoren als eine Art Bonus das Recht zur Wandlung von Fremdkapital in

Eigenkapital einzuräumen. Durch die Begebung von Vorzugsaktien oder die Konstruktion der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) lassen sich dabei Risiken einer unerwünschten oder als unangemessen empfundenen Einflussnahme externer Dritter wirksam begrenzen.

Die Bündelung von Mittelstandsanleihen und Schuldscheindarlehen in Form von Fonds ist ein interessanter Ansatz und gangbarer Weg, der noch entwicklungsfähig ist. Unter den wenigen Anbietern sei hier exemplarisch auf den «Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS – M –» der Warburg Invest Luxembourg S.A. (Emittent) verwiesen, der per 30. Oktober 2015 über ein Fondsvolumen von ungefähr 23,5 Millionen € verfügte, investiert in rund 45 Mittelstandsanleihen. Dieser hat in den letzten beiden Jahren eine deutlich positive, über dem Marktdurchschnitt liegende Performance erwirtschaftet.¹²

FAZIT. Der seit dem Jahre 2010 geschaffene börsliche wie auch außerbörsliche Markt für Mittelstandsanleihen in Deutschland hat aufgrund zahlreicher Insolvenzen in diesem Segment bis dato keine Relevanz als nachhaltig investierbare Anlageklasse für Value Investoren entfalten können und führt hinsichtlich platziertem wie auch gehandeltem Volumen sowie Anzahl der Neuemissionen nur ein «Schattendasein». Daran ändern auch die angebotenen, im Vergleich zur derzeitigen Niedrigzinsphase hohen Nominalzinsen der Bonds wenig, die die Bonitätsrisiken auf Seiten der Emittenten nicht ausgleichen können.

Der Markt für die ebenso wenig liquiden Schuldscheindarlehen hingegen wird wie auch in der Vergangenheit von institutionellen Investoren aktiv zur längerfristigen Kapitalanlage genutzt und profitiert von einer häufig begleiteten separaten Besicherung, unter anderem durch Immobilien und Grundpfandrechte. Er ist jedoch kein Mittelstandssegment, sondern vielmehr Investment Grade-Gesellschaften vorbehalten.

Aufgrund der Losgrößen der Finanzierungstranchen stehen Schuldscheindarlehen in der Regel dem Privatanleger weiterhin nicht offen. Da Schuldscheindarlehen zudem keine Wertpapiere sind, scheidet deren Börsennotierung aus.

Infolge der relativ großen Anzahl von Insolvenzen haben mehrere Börsenbetreiber wie Stuttgart und Düsseldorf ihre Marktsegmente für Mittelstandsanleihen deutlich «zurückgefahren». Daher wären im Markt für börsliche handelbare Mittelstandsanleihen neue Marktmodelle erforderlich, die dem Investor unter anderem eine Begrenzung von Ausfallrisiken durch eine verbesserte Besicherung, zusätzliche Incentives in Form von Optionen auf Debt-Equity Swaps oder Rückversicherungs- wie auch Exitmöglichkeiten bieten.

Vor dem Hintergrund der hohen Zahl von Insolvenzen bei den Mittelstandsanleihen, die dieses Finanzierungsinstrument in Misskredit und weitgehend zum Erliegen gebracht hat, stellt sich die Frage, ob die damit aufgenommenen Mittel auch von Kreditinstituten zur Verfügung gestellt worden wären, also als Kredite. Wenn ja, wären sie ohnehin nur unter umfangreicher Besicherung gewährt worden. Das setzt selbstverständlich voraus, dass ausreichend freie Sicherheiten beim Kreditnehmer überhaupt zur Verfügung gestanden hätten und nicht das Instrument der Mittelstandsanleihen von Unternehmen gerade deshalb gewählt worden wäre, weil es ohne Einsatz von Sicherheiten – wenn auch mit einem höheren Zinssatz – (weitere) finanzielle Mittel mobilisiert. Alternativ wäre man einem aktuellen Zeitgeist gefolgt und hätte ein attraktives Zeitfenster genutzt.

Der relativ hohe Anteil an Insolvenzen unter den Emittenten von Mittelstandsanleihen hat außerdem deutlich werden lassen, dass es derzeit am deutschen Kapitalmarkt nur ein unzureichendes und kaum aussagekräftiges Issue und Issuer Rating im Mittelstandssegment gibt. Die von den vier am Markt mit unterschiedlichen Ratingmethodiken auftretenden deutschen Ratingagenturen angebotenen Mittelstands-Ratings sollten weiterentwickelt werden. Die Potentiale dafür sind im Markt im Prinzip gegeben, wurden die Anlagemöglichkeiten der institutionellen Investoren durch das Kapitalanlagegesetzbuch,¹³ das Schuldverschreibungsgesetz,¹⁴ die Anlageverordnung¹⁵ und Solvency II doch deutlich erweitert, um die Anlagealternativen für Institutionelle und Private zu erweitern beziehungsweise zu verbessern.

Fussnoten:

- 1 Zu den Einzelheiten vgl. EU-Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel 2015; o.V., EU-Kapitalmarktunion soll Investitionen fördern. Kommission schlägt geringere Kapitalanforderungen für Verbriefungen und Investitionen vor, in: FAZ, 1. Oktober 2015. Zur Bewertung der Pläne vgl. beispielsweise Fechtner, Detlef, Ein frisches Lüftchen, in: Börsen-Zeitung, 1. Oktober 2015; o.V., Kapitalmarktunion – Finanzstabilität und Risikoteilung, in: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2015, Frankfurt a.M. 2015, Seite 87 - 96; Lemaire, Frédéric, Plihon, Dominique, Eine finanzpolitische Zeitbombe. Die geplante Kapitalmarktunion setzt auf noch mehr Deregulierung in der EU, in: Le Monde diplomatique, 7. Januar 2016.
- 2 Zur Finanzierung von Unternehmen in Deutschland vgl. aktuell o.V., Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2014, in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2015, 67. Jg., Nr. 12, Frankfurt a.M. 2015, Seite 35 - 49.
- 3 Vgl. EY (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung über Mittelstandsanleihen – Börsensegmente und Marktstudie 2014, Frankfurt a.M. 2015, Seite 2ff.
- 4 Rohleder, Markus, in: DZ Bank (Hrsg.): Unternehmensanleihen – Research-Publikation der DZ Bank AG, Mittelstandsanleihen, Frankfurt a.M. 2014, Flash 30. Januar 2014, Seite 2. Daten aus Bloomberg, www.fixed-income.org, www.anleihe-finder.de.
- 5 Rohleder, Markus, in: DZ Bank (Hrsg.): Unternehmensanleihen – Research-Publikation der DZ Bank AG, Mittelstandsanleihen, Frankfurt a.M. 2014, Flash 30. Januar 2014, Seite 6. Ratings von Creditreform, Euler Hermes, Scope, Feri, S&P sowie Moody's.
- 6 Rohleder, Markus, in: DZ Bank (Hrsg.): Unternehmensanleihen – Research-Publikation der DZ Bank AG, Mittelstandsanleihen, Frankfurt a.M. 2014, Flash 30. Januar 2014, Seite 5, Bloomberg, www.anleihe-finder.de, Creditreform sowie S&P.
- 7 Vgl. Voithenberg, Helena, Dörscher, Martin, Anleihen für den Mittelstand nach dem Desaster von Mittelstandsanleihen, in: M.M. Warburg (Hrsg.), Newsletter Mai 2015, Hamburg 2015, S. 2 - 4.
- 8 25 Millionen € ZWL Zahnradfabrik Leipzig GmbH und 85 Millionen € Enterprise Holdings Ltd.
- 9 Rohleder, Markus, in: DZ Bank (Hrsg.): Unternehmensanleihen – Research-Publikation der DZ Bank AG, Mittelstandsanleihen, Frankfurt a.M. 2014, Flash 30. Januar 2014, Seite 3 und 4. Daten aus Bloomberg, Stand: 27. Januar 2014.
- 10 Leitner, Edith, Von Markteinbruch keine Rede. Im ersten Halbjahr 2013 wurden um etwa EUR 3 Mrd. weniger Schuldscheindarlehen platziert als im Vergleichszeitraum 2012 – Ende eines «Hypes»? in: TreasuryLog, Schwabe, Ley & Greiner (Hrsg.), Seite 14 - 18, hier Seite 18.
- 11 Börse Stuttgart AG (Hrsg.), Mittelstandsfinanzierung in Deutschland. Trends, Herausforderungen Finanzierungsalternativen, Stuttgart 2011, Seite 21.
- 12 Vgl. M.M. Warburg & Co. (Hrsg.), Factsheet Deutscher Mittelstandsanleihen FONDS, Ausgabe 10/2015, Luxemburg 2015, Seite 2 - 4.
- 13 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), 2013, zuletzt geändert 2015.
- 14 Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG), 2009, zuletzt geändert 2012.
- 15 Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (AnIV), 2001, zuletzt geändert 2015.

AUTOREN

Diplom-Kaufmann und Certified Rating Advisor Karl-Heinz Bächstädt, Diplom-Kaufmann Dr. Michael Pietrzak, beide Unternehmensberater bei der Rating & Risk Consulting GmbH, www.ratingrisk.de