

GASTBEITRAG

Der neue Hype um Mittelstandsanleihen

VON FRANK GOLLAND

Börsen-Zeitung, 18.1.2011

Das Jahr 2010 steht für eine Zeitenwende im Anleihengeschäft für mittelständische Unternehmen in Deutschland. Erstmals ist es kleinen und mittleren Unternehmen möglich, Anleihen mit einem Volumen von 10 bis 100 Mill. Euro direkt am Kapitalmarkt zu platzieren, was bisher nur Großunternehmen mit einem Volumen von deutlich über 100 Mill. Euro vorbehalten war. Dies eröffnet vielen Unternehmen eine Alternative zu klassischen Finanzierungen durch Banken, die aufgrund von neuen Anforderungen im Rahmen von Basel III sowie Unsicherheiten in den eigenen Bilanzen weiterhin Kredite ausgesprochen restriktiv vergeben.

Niedriges Zinsniveau

Wesentlicher Treiber ist der starke Rückgang der Renditen bei Produkten im „Fixed Income“ wie Staats- und Unternehmensanleihen sowie High-Yield-Bonds, die aufgrund des niedrigen Zinsniveaus eine positive reale Verzinsung für Investoren und Privatanleger immer schwieriger machen. Nur so kann erklärt werden, warum mittlerweile kleinvolumigere Anleihen ohne namhaftes Rating aufgelegt werden können.

Die regionalen Börsen, vorneweg Stuttgart und Frankfurt, haben den Trend erkannt und Handelsplattformen eingerichtet, an denen Mittelstandsanleihen im Freiverkehr gehandelt werden. Durch hohe Stückelung und angeblich zu schaffende Liquidität sollen die Plattformen vor allem für den Privatanleger attraktiv gemacht werden. Diese haben nach dem IPO-Hype Ende der neunziger Jahre sowie der Finanzkrise das Vertrauen in Aktienanlagen verloren und suchen vermehrt nach vermeintlich sicheren und renditestarke Investitionsmöglichkeiten.

Ohne die großen Agenturen

Zur Sicherung der Kapitalmarktfähigkeit haben die Plattformen BondM (Börse Stuttgart), der Mittelstandsmarkt (Düsseldorf) und M:access bonds (München) verschiedene Zulassungsvoraussetzungen definiert, die sich ähnlich sind. Grundsätzlich müssen alle Emittenten von

einem durch die Börse zugelassenen Kapitalmarktpartner begleitet werden und einen Wertpapierprospekt erstellen. Ferner ist ein Rating verpflichtend, das bei BondM z. B. mindestens ein „BBB“ sein muss, während M:access keine Vorgabe zur Ratingnote macht.

Die Börsen haben bevorzugte Ratingagenturen wie Euler Hermes und Creditreform. Die großen Anbieter wie Standard & Poor's oder Moody's wurden außen vor gelassen, da sie die Emissionskosten zusätzlich erhöhen und aufgrund der Finanzkrise einen Vertrauensverlust hinsichtlich der Qualität der Arbeit erlitten haben. Die Folgepflichten beschränken sich auf jährliche Folgeratings, testierte Jahresabschlüsse, Halbjahresberichte sowie bei Notwendigkeit Ad-hoc-Mitteilungen.

Um sich als Marktführer etablieren zu können sowie eine effiziente Nutzung der offerierten Plattformen mit ausreichender Liquidität sicherstellen zu können, müssen die Börsen jedoch schnellstmöglich viele Mittelstandsanleihen platzieren. Hierdurch entwickelt sich ein evidenten Risiko, dass die Qualität der Anleihen abnimmt, indem nicht zwingend anleihefähige Unternehmen Anleihen emittieren und den Kapitalmarkt als „Lender of Last Resort“ nutzen.

Dies könnte eine nachhaltige Etablierung eines für den größeren Mittelstand notwendigen und nützlichen Kapitalmarkts schnell zunichtemachen. Der Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes für Standard-Mezzanine-Programme wie Preps, Heat und Gemit 2007 zeigt Parallelen zur aktuellen Situation der Mittelstandsanleihen.

Zwischen 2004 und 2007 wurden rund 700 Finanzierungen mit etwa 4,7 Mrd. Euro an standardisiertem Mezzanine in den deutschen Mittelstand gepumpt. Wesentliche Treiber der hohen Nachfrage waren auf Unternehmensseite niedrige Preise, geringe Informations- und Ratinganforderungen sowie ein vergleichsweise günstiger Strukturierungsaufwand. Treiber bei Banken und Initiatoren waren im Wesentlichen die attraktiven Gebührenmodelle mit anschließender Verbriefung am Kapitalmarkt ohne eigenes Risiko.

Neben vielen anderen strukturellen Schwächen haben vor allem das immer stärker werdende Auseinanderfallen von Risikoprüfung und Risikohaftung (Moral Hazard) sowie eine reine Volumenorientierung zu einem schnellen Ende und dem wirtschaftlichen Misserfolg der Programme geführt. Dem Mittelstand wurde hierdurch nachhaltig die Möglichkeit der langfristigen Etablierung eines Kapitalmarkts für kleine und mittlere Volumen genommen; er steht nun allein vor der Herausforderung, diese Programme zu refinanzieren.

Erstaunlich ist, dass das Phänomen der Standard-Mezzanine-Programme nirgendwo anders auf der Welt zu finden ist. Auch die Auswüchse des IPO-Hypes im damaligen Neuen Markt waren eine regionale Erscheinung in unserem Land.

„Kapitalmarktpartner“

Im Gegensatz zu den Standard-Mezzanine-Programmen, bei denen primär Banken mit der Durchführung der Prüfung der Unternehmen betraut waren, sind es bei den Mittelstandsanleihen sogenannte Kapitalmarktpartner, die gegen Entrichtung einer Gebühr und Nachweis von Kapitalmarkterfahrung (wie auch immer geartet) von der Börse akkreditiert werden und so die Verantwortung für die Prüfung der Anleihefähigkeit tragen.

Ob diese Berater bei einer Strukturierungsvergütung von 4 bis 6 % des Emissionsvolumens, gepaart mit der zurzeit bestehenden hohen Nachfrage, eine Anleihefähigkeit wirklich unabhängig bestätigen können, muss bezweifelt werden. Eine wirklich umfassende, unabhängige Prüfung setzt eine Due Diligence von neutralen Beratern (wie Wirtschaftsprüfer und Industrieexperten) voraus, die das Geschäftsmodell sowie die Nachhaltigkeit der Cashflows zur Zinszahlung sowie der endfälligen Rückzahlung kritisch unter der Annahme unterschiedlicher Szenarien analysieren. Der steile Aufstieg und bodenlose Fall des Neuen Marktes und seiner zahlreichen IPOs sollte für alle Marktteilnehmer ein mahndendes Beispiel sein.

Aber auch Unternehmen dürfen

sich von der Möglichkeit, vermeintlich günstiges Geld vom Kapitalmarkt zu erhalten, nicht blenden lassen. Langfristige endfällige Finanzierungsinstrumente können in wirtschaftlich schwachen Phasen den von Banken gespeisten Liquiditätshahn vollständig abdrehen, da diese die Notwendigkeit einer Refinanzierung als potenzielles Risiko stets mit in Betracht ziehen.

Risikolose Provisionen?

Zum Wohle des Mittelstands und seiner Bedeutung für die Wirtschaftsleistung in Deutschland bleibt zu hoffen, dass sich Börsen, Berater und Ratingagenturen ihrer langfristigen Verantwortung bewusst sind. Eine wiederum rein kurzfristige Fokussierung auf risikoloses Provisionsgeschäft würde die für den Mittelstand so wichtige Entstehung eines von Banken unabhängigen Kapi-

talmarktes verhindern und wiederholt bei vielen Privatanlegern zu nachhaltigen Vertrauensverlusten führen. Nur bei Bondemissionen mit einem Mindestvolumen von etwa 100 Mill. Euro können die beschriebenen Voraussetzungen gewissenhaft und kosteneffizient erfüllt werden sowie eine entsprechende Liquidität in den Märkten geschaffen werden.

.....
Frank Golland