

## Mittelstandsanleihe: Chance und Risiko?

**Mittelstandsanleihen haben in der Unternehmensfinanzierung stark an Bedeutung gewonnen und auch Familienunternehmen nutzen dieses Instrument vermehrt als Alternative zum Hausbank-Darlehen. Aber gerade bei Familienunternehmen spielte eine kapitalmarktbasierende Außenfinanzierung bislang kaum eine Rolle. Die Ergebnisse unserer Studie deuten darauf hin, dass Anleihen nur dann emittiert werden, wenn keine anderen Finanzierungsquellen mehr zur Verfügung stehen.**

Die Ausgabe von Anleihen gehört bei großen und an Börsen gelisteten Unternehmen zum Standardrepertoire der Unternehmensfinanzierung. Allerdings ist in Deutschland in jüngster Zeit vermehrt zu beobachten, dass gerade auch kleine und mittelgroße Firmen diese alternative Finanzierungsform für sich nutzen. Möglich geworden ist dies insbesondere durch Schaffung spezieller Marktsegmente, wie etwa dem Bond-M Segment an der Börse Stuttgart, die speziell kleinen und mittleren Unternehmen mit der Platzierung ihrer Anleihen Zugang zu dieser Finanzierungsquelle bieten. Dabei zeichnet sich dieses Marktsegment gerade dadurch aus, dass es für Emissionsvolumina in Höhe von 50 bis 150 Millionen Euro besonders gut aber auch für deutlich kleinere Volumina noch geeignet ist. Zudem wird durch eine 1.000er-Stückelung 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 derzeit attraktiv, da die erzielbaren Renditen alternativer Anlagemöglichkeiten aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase häufig unzureichend sind.

### **Mittelstandsanleihe als Ersatz für die klassische Hausbank-Finanzierung**

Aus Sicht der emittierenden Unternehmen dienen die ungesicherten Mittelstandsanleihen vielfach als Ersatz für ein klassisches Bank-Darlehen. Gerade eine solche Substitution von Hausbank-Finanzierungen durch Nicht-Bank-Finanzierungsalternativen ist nach einer Finanz- bzw. Bankenkrise bereits mehrfach beobachtet worden und in der wissenschaftlichen Literatur gut dokumentiert. Motiviert werden die Veränderungen im Finanzierungsmix der Unternehmen zum einen durch attraktive Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten aber auch durch einen Wechsel im Kreditver-

gabeverhalten im Bankensektor. So berichtet 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. Allein bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften konnte noch ein Anstieg bei der Kreditvergabe verzeichnet werden. Vor diesem Hintergrund ist es 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 konstatieren, dass insbesondere der Anteil von nicht-börsennotierten Unternehmen deutlich zugenommen hat. Zudem tendieren immer mehr Familienunternehmen dazu, erstmals diese Art der Unternehmensfinanzierung zu nutzen. Dieser Trend ist zunächst einmal wenig überraschend, da Familienunternehmen den vorherrschenden Unternehmenstyp in Deutschland darstellen. Viel interessanter ist hingegen die Frage, welche Schlussfolgerungen aus einer verstärkten Präsenz von Familienunternehmen am Anleihemarkt gezogen werden könnten. Dazu betrachten wir zuerst das typische Bild eines Familienunternehmens, das von der Vorstellung eines langfristigeren Entscheidungshorizontes, eines risikoaverseren unternehmerischen Agierens und einem im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen weniger konfliktorientierten Verhaltens gegenüber unterschiedlichen Anspruchsgruppen geprägt ist.

### **Die Hackordnung der Unternehmensfinanzierung**

Ein im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen strukturell unterschiedliches Verhalten äußert sich 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 zur Bewahrung ihrer unternehmerischen Unabhängigkeit. Daher ist vielfach zu beobachten, dass Familienunternehmen eine Innenfinanzierung einer Fremdkapitalaufnahme vorziehen, diese aber wiederum gegenüber 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, lässt sich allerdings vermuten, dass sie von dieser Rangfolge abweichen. Denn eng mit der Emission einer Anleihe verbunden sind auch umfangreiche Offenlegungs- und Informationspflichten der Unternehmen sowie die strikte Einhaltung von Kreditvertragsklauseln (Covenants), die den Handlungsspielraum des Managements einschränken und Anleiheinvestoren im Falle eines Vertragsbruches mit zusätzlichen Mitspracherechten ausstatten. 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 wird, kann den Gesellschaftern eine höhere Bereitschaft unterstellt werden, ihr Privatvermögen in das Unternehmen einzubringen bzw. es dort zu belassen. Demzufolge ist zu erwarten, dass für Anleihen begebende Familienunternehmen die folgende Hackordnung der Finanzierung Gültigkeit besitzt: die Innenfinanzierung ist weiterhin die präferierte Finanzierungsform, aber jetzt wird in Bezug auf die Außenfinanzierung der Hausbankkredit bzw. die Eigenkapitalfinanzierung durch die Eigentümer einer Fremdkapitalaufnahme an der Börse präferiert. 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 werden diese Emissionsstrategie antizipieren und eine höhere Risikoprämie fordern. Eine kapitalmarktba-

sierte Außenfinanzierung würde somit als „lender of last resort“ angesehen werden und zu einer negativen Selbstselektion von Familienunternehmen führen. Genau dieser Effekt soll mit einer Analyse der Emissionsprämien bei Fremdkapitalemissionen gezeigt werden.

### **Anleiheemissionen von Familien- und Nicht-Familienunternehmen im Vergleich**

Zur Überprüfung der These wurde ein Datensatz von 97 Familienunternehmensanleihen und 166 Anleihen von Nicht-Familienunternehmen, die zwischen 2000 und 2013 in Deutschland emittiert wurden, ausgewertet. Ziel war es, Unterschiede in der Effektivverzinsung und den jeweiligen Renditeaufschlägen auf risikolose Staatsanleihen zwischen diesen beiden Gruppen herauszuarbeiten. Die Ergebnisse der Untersuchungen zeigen, dass die Effektivverzinsung bei Anleihen von Familienunternehmen durchschnittlich bei 5,5% p.a. liegt, während Nicht-Familienunternehmen im Mittel lediglich 4,8% p.a. 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% höher, fällt aber bei Nicht-Familienunternehmen lediglich um 2,7% höher aus. Gegeben eine konservativere Finanzierungspolitik und ein geringerer Verschuldungsgrad bei Familienunternehmen, lassen sich die höheren Anleihekosten nur mit einer anderen „Pecking Order“ in der Unternehmensfinanzierung und einer damit einhergehenden Selbstselektion erklären.

Die Vermutung einer möglicherweise vorliegenden negativen Selbstselektion bei börsennotierten Mittelstandsanleihen wird auch durch die Beobachtung gestützt, dass zunehmend Anleihen von Mittelständlern mit geringer Bonität emittiert werden. Jede Anleihe wird bei ihrer Emission mit einem Rating versehen. Allerdings werden die für die Börsennotiz der Anleihe notwendigen Bonitätseinschätzungen der Unternehmen in der Regel nicht von den etablierten, großen Ratingagenturen, wie Moody's, Standard & Poor's oder Fitch, vergeben, sondern aufgrund der geringeren

Kosten von kleineren Anbietern. Beachtlich ist, dass die Mehrheit der Anleihen mit zum Teil sehr guten Bonitätseinschätzungen emittiert wurde. Den Investoren wurde damit signalisiert, dass es sich um Investitionen mit einem vergleichsweise geringen Ausfallrisiko handelt. Angesichts der zahlreichen Ausfälle im Markt für Mittelstandsanleihen muss aber 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. Daher verwundert es nicht, dass die aktuelle Entwicklung im Markt für Mittelstandsanleihen eine Tendenz hin zu niedrigen und nicht risikoadäquaten Zinsforderungen seitens des Kapitalmarktes aufweist. Es ist daher zu erwarten, 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 ist es zudem fraglich, ob Investoren Mittelstandsanleihen künftig noch in einem nennenswerten Umfang zeichnen werden und Emittenten mit mittlerer oder schlechter Bonität überhaupt noch eine Anschlussfinanzierungsmöglichkeit über den Kapitalmarkt haben. Damit ergibt sich die Frage nach Finanzierungs- und Anlagealternativen von selbst.

.....

Bei Fragen oder Anregungen kontaktieren Sie bitte Jun.-Prof. Dr. Mark Mietzner, Juniorprofessor für Finanzierung am Friedrichshafener Institut für Familienunternehmen | FIF der Zeppelin Universität (mark.mietzner@zu.de | +49 7541 6009 1232).