

Plan B für die Finanzierung

Bonds als Option für den Mittelstand

Unternehmen brauchen Geld – pausenlos. Wenn es Lücken in der Finanzplanung gibt, kann dabei jeder Anlass schmerzhaft sein, gleich ob es sich um die Finanzierung des Warenverkehrs oder um eine Wachstumsinvestition handelt. Darüber hinaus stehen etliche Hundert Mittelständler nun vor dem Problem, wie sie ihre auslaufenden Mezzanine-Finanzierungen aus den Jahren 2005 und 2006 ablösen. Eine Option, die sich in jüngster Zeit zusätzlich zu Banken und Private Equity-Gesellschaften ergeben hat, sind Anleiheemissionen. Doch wie alle anderen Formen auch, birgt dieses Instrument neben einigen Vorteilen ebenso spezifische Nachteile.

Banken tendieren zum Rückzug

Die Banken gelten als Hauptfinanziers des Mittelstands. „Sie sollten der Motor sein, dieser stottert derzeit aber erheblich“, meint Carl von der Goltz, Geschäftsführer der bankenunabhängigen Finanzierungsgesellschaft Maturus Finance GmbH. „Geschätzt 70% des Finanzierungsbedarfs decken mittelständische Unternehmen aus dieser Quelle“, macht Dr. Michael Bormann, Partner bei der Beratungsgesellschaft bdp Venturis, die Bedeutung des Sektors klar. Gerade die privaten Banken würden dieser Rolle immer weniger gerecht, konkretisiert von der Goltz seine Einschätzung. Auch wenn Marktteilnehmer derzeit das große Wort der Kreditklemme noch vermeiden, häufen sich die Berichte, dass die Anfragen für neue Kredite negativ beschieden werden. „Die Banken leiden noch immer unter den Schocks von 2008/98, die niedrigere Prognose für das Wirtschaftswachstum 2012 macht sie vorsichtig, dazu wird die Einführung von Basel III eine höhere Eigenkapital-

unterlegung von Krediten erfordern“, fasst Bormann zusammen. Über die bloße Finanzierung des Tagesgeschäfts hinaus brauchen Mittelständler nur zu bestimmten Investitionsanlässen größere Summen.

Private Equity steht bereit

Typische Fälle sind meist Wachstumsfinanzierungen oder Veränderungen im Gesellschafterkreis, worunter auch Nachfolgelösungen fallen. Für zahlreiche Unternehmen gibt es aber derzeit noch einen anderen Grund – die vor fünf, sechs Jahren noch so populären Mezzanine-Finanzierungen laufen aus (siehe auch S. 28–29). „In einem von uns betreuten Fall haben die Mezzanine-Geber noch eine Galgenfrist eingeräumt“, berichtet Martin Kanatschnig, Vorstand der Beratungsgesellschaft Aquin & Cie. AG, aus seinem Alltag. „Aber die Ablöse lässt sich meist nur mit Eigenkapital finanzieren, und diese Nachfrage können Finanzinvestoren bedienen“, fährt Kanatschnig fort. Im Segment der bankenunabhängigen Finanzierung schaut es grundsätzlich gut aus: So wurde in den Jahren 2010 und 2011 eine Reihe von speziell für den Mittelstand konzipierten Fonds aufgelegt, die über frisches Kapital in hoher Menge verfügen. Dazu gehören u.a. der „Mittelstandsfonds für Deutschland“, den M Cap Finance im Namen der Deutschen Bank verwaltet, „Finatam III“ von Finatam sowie der von KfW Bankengruppe und Commerzbank initiierte „Eigenkapitalfonds für den deutschen Mittelstand“. Wie der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) in seiner jüngsten Statistik dokumentiert, haben sich die Private Equity-Häuser zuletzt investitions-

MITTELSTANDSFINANZIERUNGEN IN DEUTSCHLAND SEIT 2009* IN MIO. EUR

Segment	2009	2010	Jan.–Juni 2011
Growth	322,03	801,20	291,00
Turnaround	108,31	33,02	4,09
Buyout	1.613,23	2.522,25	2.496,41

*Marktstatistik
Quelle: BVK

freudig gezeigt. Im Jahr 2010 stiegen die Investitionen auf dem hiesigen Markt quer über alle Segmente gegenüber dem Vorjahr um 59% auf 4,44 Mrd. EUR. Auch die Zahlen für das erste Halbjahr sind hoch. Nachdem im Segment Buyout das investierte Volumen binnen Jahresfrist um 56% auf 2,5 Mrd. EUR anstieg, wurde dieses Niveau allein in den Monaten Januar bis Juni 2011 fast erreicht.

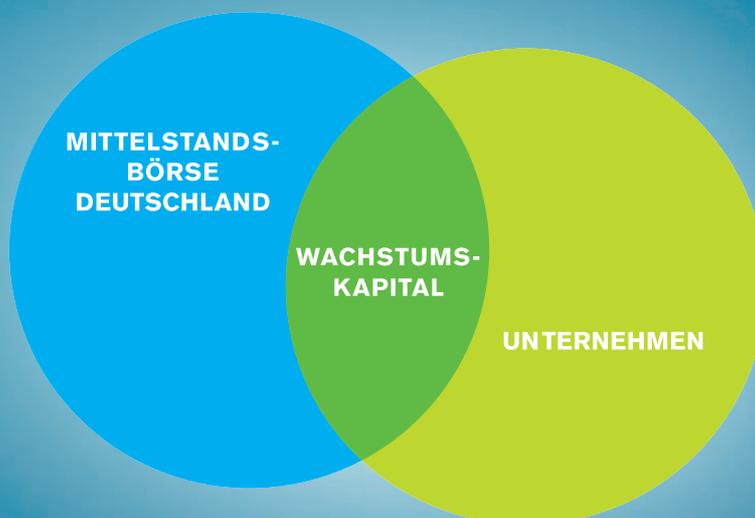
Kapital ohne Mitsprache bevorzugt

Auch wenn genügend Private Equity-Investoren nur Minderheitsbeteiligungen eingehen und die Mittelständler damit weiterhin die Zügel in der Hand halten, spüren sie subjektiv einen Nachteil: Die neuen Kapitalgeber sind auf einmal Anteilseigner und der Unternehmer nicht mehr alleiniger Herr im Haus. Vor diesem Hintergrund erscheinen Anleihen ▶

Anzeige

MITTELSTANDBÖRSE DEUTSCHLAND: NEUE CHANCEN FÜR UNTERNEHMEN.

Die Börsen Hamburg und Hannover bieten Ihnen mit der Mittelstandsbörse Deutschland für Aktien und Anleihen einen attraktiven Zugang zum Kapitalmarkt – mit individuellem Service.



bzw. Bonds als attraktive Alternative. „Es handelt sich hier um ein Zinspapier, d.h., dass Kapitalgeber keinerlei Mitsprache haben“, beschreibt Bormann die Perspektive der Unternehmer. Als Quelle haben die Mittelständler dabei den anonymen Kapitalmarkt entdeckt, seit sie ihre Anleihe via Initial Bond Offering (IBO) an der Börse platzieren können. „Kleine Stückelungen von meist 1.000 EUR erlauben es zudem, Privatanleger oder die eigenen Mitarbeiter in die Unternehmensfinanzierung einzubinden“, nennt Andreas Wegerich, Vorstand der Youmex AG, einen weiteren Vorteil. Als erstes Unternehmen emittierte Windreich im März



Dr. Michael Bormann,
bdp Venturis

2010 eine Anleihe an dem in Stuttgart neu geschaffenen Segment Bondm. Ab der zweiten Emission im August steigerte sich langsam das Tempo: zwei neue Anleihen im September, drei im Oktober, noch einmal zwei im November und gleich vier als Schlussakkord des Jahres 2010 im Dezember. Zusammen brachten es diese 13 Bond-Emissionen auf ein kumuliertes Zielvolumen von 870 Mio. EUR.

Pionierleistung in Stuttgart

In den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres wagten mittelständische und familiengeführte Unternehmen in 30 weiteren Fällen das IBO. Mit insgesamt 14 Emissionen entfiel fast die Hälfte auf die bisherigen Rekordmonate Mai und Juli. Die Bond-Welle, die im ersten Halbjahr hochschwappte, scheint jetzt aber abzufachen: Im August und September reduzierte sich die Aktivität auf insgesamt drei Emissionen. Zusammen brachten es diese 33 Anleihen auf ein Zielvolumen von 1,454 Mrd. EUR. Den größten Anteil über beide Kalenderjahre vereinte Bondm, die von der Börse Stuttgart als Pionier eingeführte Plattform für Mittelstandsanleihen: Auf 18 Bonds entfiel ein Zielvolumen von 1,4 Mrd. EUR. Die restlichen 924 Mio. EUR verteilen sich auf die Börsenstandorte Frankfurt, Düsseldorf und Hamburg, wo ebenfalls neue Segmente geschaffen wurden. „Regionale Unternehmen gehen gerne an eine Börse aus ihrem Umfeld. Wichtiger sind meiner Meinung nach aber Liquidität und Verfügbarkeit von Kapital – und hier hat Bondm als Pionier einen Vorsprung“, hat René Griemens, Geschäftsführer des Investment Banking-Hauses IEG (Deutschland) GmbH, ein Erklärungsmuster für die Dominanz der Stuttgarter.

Niedrigere Anforderungen des Kapitalmarkts

Trotz der offensichtlichen Popularität als Finanzierungsinstrument – im gleichen Zeitraum haben nur zwölf Firmen ein IPO, sprich einen Börsengang gewagt – ist die Zielgruppe nach unten beschränkt. „Einer unserer Kunden erzielte einen Jahresumsatz von 25 Mio. EUR und spielte mit dem Gedanken, Bonds zu emittieren. Wir mussten ihm sagen, dass er zu klein dafür ist, und verfolgten eine andere Lösung“, berichtet Kanatschnig aus der Praxis. „Bonds sind

aus Platzierungs- und Kostenaspekten erst ab einem Emissionsvolumen in Höhe von mindestens 20 Mio. EUR sinnvoll. Sofern eine Bündelung von mehreren Emittenten in einer Anleihe ausscheidet, kommt der Bond als Finanzierungsinstrument zumindest für die Unternehmen nicht in Betracht, deren Liquiditätsbedarf unter diesem Schwellenwert liegt“, meint von der Goltz. Eine ähnliche Grenze zieht Bormann: „Das Volumen sollte wenigstens 25 Mio. EUR betragen und das Unternehmen mindestens das Vierfache des Zielvolumens an Umsatz erwirtschaften.“ Andere Marktteilnehmer nennen 50 oder 100 Mio. EUR als Hürde. Neben den harten Zahlen grenzt Wegerich noch über einen weichen Faktor ein, wer für einen Bond infrage komme – das Unternehmen müsse die Bereitschaft haben, die Forderungen des Kapitalmarkts nach Transparenz und Kommunikation zu erfüllen. „Die laufenden Berichtspflichten sollten sich nach den Bedürfnissen der Investoren richten“, fordert auch Griemens von IEG Investment Banking. Da ein signifikanter Anteil der Bond-Zeichner bei den kleineren Emissionen aber Anleger seien, die ihre Anleihen bis Laufzeitende halten, könne sich der Aufwand in Grenzen halten, meint er. Relativ gering sind auch die gesetzlichen Vorgaben: Bei einem Prospekt gelten die Vorschriften der BaFin, z.B. hinsichtlich Risikobelehrung und Prospekthaftung. Ansonsten können die Börsenstandorte ihre eigenen Rahmenbedingungen schaffen, so gibt es beispielsweise keine Pflicht für ein Rating. „Die Forderungen des Kapitalmarktes sind zudem geringer als bei Banken, und das ermöglicht manchmal auch erst die Kapitalaufnahme“, zeigt sich Wegerich überzeugt. ▶



René Griemens,
IEG (Deutschland)

NUR 3 AUS 46 DREISTELLIG

Insgesamt haben in den letzten anderthalb Jahren nur vier Unternehmen mit ihren Anleihen in den dreistelligen Millionen-Euro-Bereich vordringen wollen. Das Energieunternehmen 3W Power ist bei der avisierten Punktlandung auf 100 Mio. EUR im Dezember 2010 gescheitert und konnte die Summe nicht voll platzieren. Die bislang größte Einzelsumme entfiel nur wenige Monate vorher im September auf den Automobilzulieferer Dürr, der die angestrebte Summe von 225 Mio. EUR auch einsammeln konnte. Die Fluglinie Air Berlin, mittlerweile von dem als Sanierer bekannten Hartmut Mehdorn geleitet, sammelte in zwei Tranchen sogar 350 Mio. EUR ein, im November 2010 die ersten 200 Mio. EUR und ein gutes halbes Jahr später im April dann die restliche Summe von 150 Mio. EUR. Wesentliche Unterschiede gibt es aber in der Laufzeit: Bei „Air Berlin I“ dürfen die Anleger bereits im Jahr 2015 mit der Rückzahlung rechnen, bei „Air Berlin II“ erst drei Jahre später 2018.

MITTELSTANDSANLEIHEN SEIT 2010	
Zielvolumen in Mio. EUR	Anzahl
<25	8
25	7
30	7
50	13
51–100	8
>100	3

Quelle: BondGuide

Geringe Relevanz des Ratings

In elf Fällen haben daher Unternehmen, darunter Schneekoppe, die Marseille-Kliniken und Air Berlin, auf ein Rating verzichtet – in den anderen vergaben vorrangig Creditreform und Euler Hermes Noten zwischen B- und BBB+. „Sehr viele Emittenten sind an der Untergrenze des Investment Grades oder liegen darunter. Wenn die Ausfallraten zu hoch werden, kann das Vertrauen in diese Anlageklasse zerstört werden“, gibt Griemens zu bedenken. „Die Noten eines Ratings können nur Anlageprofis



Andreas Wegerich, Youmex

auf die Zusammensetzung ihres Portfolios übertragen. Privatleute investieren meist aus dem Bauch heraus“, meint Wegerich. Wie das GoingPublic Magazin herausgearbeitet hat, führen auf den ersten Blick gleiche Bewertungen zu unterschiedlichen Zinssätzen. Bei SiC Processing beispielsweise hat ein BBB+ von Creditreform zu einem Kupon von 7,125% geführt – vergleichbare Ratings von S&P oder Moody’s hatten bei einer

Emission einen Kupon von unter 5%. „Die internationalen Ratinggesellschaften setzen andere Maßstäbe an Größe oder Diversifizierung an, die deutsche Mittelständler nicht erfüllen können. Regionale Ratingagenturen haben dagegen mehr Verständnis für die Unterschiede“, erläutert Wegerich. Für Privatanleger jedenfalls spielt das Rating nur eine nachgeordnete Rolle, sie investieren gerne in bekannte Unternehmen aus ihrem Umfeld und vertrauen auf die Kraft der ihnen bekannten Marke: So konnten die Getränkehersteller Valensina (BB) und Underberg (BB+) jeweils 50 Mio. EUR und Süßwarenfabrikant Katjes (BB+) 30 Mio. EUR platzieren.

Nachteile und Auswege

Auch wenn Unternehmen trotz eher schlechter Bonität oder einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit Kapital einsammeln können, müssen sie dennoch mit Nachteilen leben. Die internen und externen Kosten sowie die Gebühren für den gesamten Prozess liegen bei 3 bis 4%, schätzen die Experten unisono. „Gibt es Probleme bei der endfälligen Zahlung eines Kredits, können Unternehmer

lösungsorientierte Gespräche mit ihrer Bank führen. Bei einem Bond und einer Vielzahl anonymer Anleger entfällt diese Option“, warnt Griemens. Zudem besteht die gleiche Gefahr wie bei den jetzt auslaufenden Mezzanine-Finanzierungen, erklärt Bormann: „Da Bonds endfällig sind, muss bei den Unternehmen die Leitfrage stets lauten, wie sie auch im Krisenszenario getilgt werden können. Bei einem schlechten Rating etwa muss die Performance so gut sein, dass ein zweiter Bond den ersten ablösen kann.“ Kanatschnig weist auf die Schattenseiten des derzeit populären Instruments hin: „Mittelständler müssen die Bekanntheit ihrer Marke bzw. ihres Unternehmens richtig einschätzen. Wer im Schwerpunkt mit Geschäftskunden zu tun hat, wird seine Anleihe nur schwer bei Privatanlegern platzieren können.“



Martin Kanatschnig, Aquin & Cie.

Alternativen zu Krediten und Bonds

Wer bei einer Anleihe allerdings den Markttest nicht besteht und quasi durchfällt, wird von spezialisierten Häusern wie Maturus dennoch mit offenen Armen aufgenommen. Die Gesellschaft bewertet die mobilen Assets wie Maschinen und Anlagen: „Das Gutachten ist unser Rating, denn wir können gut den Wert einschätzen und auf dieser Basis Geld verleihen“, erklärt von der Goltz. Auf den Zeitwert gebe es einen Abschlag, dann werde ein Sale and Lease Back-Prozess durchgeführt, ergänzt von der Goltz. Das führt zu sofortiger Liquidität und, sofern die Maschinen bilanziell fast abgeschrieben sind, zu außerordentlichen Gewinnen. In der Folge verbessert sich die Eigenkapitalquote, was auch im Rating zu einer besseren Bewertung führe.



Carl von der Goltz, Maturus Finance

Daneben können Unternehmen aber auch auf andere Arten ihren Cashflow optimieren, etwa indem sie Betriebsmittel besser steuern – d.h. kürzere Zahlungsziele als bisher vereinbaren und das Forderungsmanagement verbessern. Allerdings ist das auch abhängig von der Branche: Wenn es nur wenige Großkunden gibt wie beispielsweise im Automobilbau, kann das auch als Signal gewertet werden, dass eine Gesellschaft klamm ist. Im Sinne der Liquiditätsoptimierung können auch Optionen wie Factoring gezogen werden. Gerade für Unternehmen, deren Geschäfte unter saisonalen Schwankungen leiden, kann dies die Koordinierung des Working Capitals erleichtern. „Diese Mittel allein reichen aber meist nicht

aus, um damit substanzielles Wachstum zu finanzieren“, warnt Kanatschnig. „Für Investitionen in das Produktivvermögen kommen Objektfinanzierer ins Spiel, z.B. herstellernahe Gesellschaften oder Bankentöchter“, weist Bormann auf eine weitere Alternative hin.

Fazit:

Typischerweise finanzieren Mittelständler ihren alltäglichen Warenstrom ebenso wie Investitionen über ihre Hausbanken mit Krediten. Wenn sich diese aber sperren oder wegen eines schlechten Ratings zu hohe Zinsen verlangen, brauchen die Unternehmen eine Alternative. Dies kann einerseits Private Equity sein, doch viele Finanzinvestoren legen ebenfalls hohe Maßstäbe an und verlangen Mitsprache- und Auskunftsrechte. Andererseits gibt es seit gut anderthalb Jahren auch Plan B für Bonds, bei dem Mittelstandsanleihen an einer Börse emittiert werden. Für mittelständische Unternehmen liegt der Reiz darin, dass die Kapitalgeber keine Mitspracherechte haben und vielfach auch Ratings unterhalb des Investment Grades akzeptiert werden. Dennoch gilt es, auch die Risiken im

Blick zu halten: Ähnlich wie bei den Mezzanine-Finanzierungen, die vor ein paar Jahren populär waren, muss ein Bond am Ende der Laufzeit auf einen Schlag zurückgezahlt werden. Das verlangt nach einer vorausschauenden Finanzplanung und einem breiten Einsatz unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

WEITERFÜHRENDE INFORMATIONEN

Zwei Interviews ergänzen die Titelgeschichte: Steffen Schmitt, Vorstand der FMS AG, setzt sich u.a. mit der Rolle und den Unterschieden der Rating-Agenturen auseinander (Seite 20). Franco Mathias, Geschäftsführer von Handwerk Capital Management verrät, in welcher Form ein genossenschaftlicher Ansparplan eine weitere Option abseits einer Bankfinanzierung sein kann. Das Interview steht exklusiv auf unserer Website zur Verfügung: www.vc-magazin.de.

Anzeige

Nachfolgefragen sind Vertrauenssache.

Sichern Sie die Zukunft Ihres Unternehmens gemeinsam mit einem erfahrenen Partner. Wir beteiligen uns im Zuge von Nachfolge- und Buyout-Lösungen an mittelständischen Unternehmen aus dem Industrie-, Konsumgüter- und Dienstleistungsbereich. Als aktive Partner des Managements denken und handeln wir nachhaltig.

Auswahl unserer Referenzen:



CLS COMMUNICATION



BAUWERK®
Parkett



Zurmout Madison Management AG
Eisengasse 15, CH-8008 Zürich
Telefon: +41 (0)44 267 5000

www.zurmoutmadison.ch

Zurmout Madison
PRIVATE EQUITY