

Anleihe-segmente für kleine und mittlere Unternehmen sind besser als ihr Ruf

Zuerst erschienen in der Börsen-Zeitung am 04.04.2014.

Die Nachrichten zu den Börsen-Segmenten für Anleihen kleiner und mittelgroßer Unternehmen passen nicht zusammen. Auf der einen Seite stehen die Kritik an der Qualität der dort notierten Anleihen und eine zunehmende Anzahl drohender Zahlungsausfälle und Insolvenzen. Zuletzt hat so der Suppenhersteller Zamek, dessen Anleihe an der Düsseldorfer Börse notiert, einen Insolvenzantrag gestellt. Aber auch die S.A.G. Solarstrom, die mit zwei Anleihen im Frankfurter Entry Standard vertreten ist, befindet sich seit Anfang März in einem Regelinsolvenzverfahren. Eine Studie der DZ Bank hat zudem hervorgehoben, dass die bei der Emission vergebenen Ratings das mit den Anleihen verbundene Risiko nicht widerspiegeln.

Dynamisch gewachsen

Auf der anderen Seite sind die Segmente für Unternehmensanleihen in den vier Jahren nach ihrem Start dynamisch gewachsen und werden von den emittierenden Unternehmen wie den Investoren geschätzt. Insgesamt haben mehr als 100 Unternehmen deutlich über 6 Mrd. Euro auf diesem Weg über die Börse aufgenommen. Allein in 2013, dem bislang erfolgreichsten Jahr des noch jungen Segments, verzeichnete der Entry Standard für Anleihen 28 Neuzugänge (inkl. 3 Transfers). In Summe ergibt sich seit dem Start des Frankfurter Segments vor knapp drei Jahren ein prospektiertes Gesamtemissionsvolumen von rund 2,5 Mrd. Euro. Auch in diesem Jahr konnte bereits die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH eine Anleihe über 25 Mill. Euro vorzeitig vollständig platzieren. Woraus ergeben sich diese scharfen Kontraste zwischen der Kritik an dem Segment einerseits und der anhaltend hohen Nachfrage von Unternehmen und Investoren andererseits?

Falsches Qualitätsmaß

Zum einen wird an die Segmente ein falsches Qualitätsmaß angelegt. Die dort emittierenden Unternehmen stehen nicht durchweg für den deutschen Mittelstand. Vielmehr handelt es sich überwiegend um junge, dynamisch wachsende Unternehmen kleinerer und mittlerer Größe. Die Kennzeichnung als Mittelstandsanleihen für die hochverzinslichen Papiere ist daher irreführend. Vielmehr müssen die einzelnen Börsen besser als bisher erklären, dass sich die Anleihe-Segmente insbesondere auch an junge, kleinere Unternehmen richten und eine Wachstumsfinanzierung unterstützen. Die Mehrzahl der emittierten Anleihen hat so ein Volumen im mittleren zweistelligen Millionenbereich. Zum Vergleich: Im Prime Standard für Unternehmensanleihen der Deutschen Börse, der sich an etablierte, kapitalmarktorientierte Unternehmen richtet, werden ausschließlich Anleihen aufgenommen, deren platziertes Anleihevolumen mindestens 100 Mill. Euro beträgt oder deren Emittenten mehr als 300 Mill. Euro Jahresumsatz machen. Das Emissionsvolumen der meisten dort notierten Anleihen liegt sogar bei 200 Mill. Euro oder mehr.

Zweitens erklären sich die erfolgreichen Emissionen - seit Beginn des vergangenen Jahres insbesondere an der Börse Frankfurt - durch den unterschiedlichen Blickwinkel der einzelnen Investorengruppen auf die Anleihe-Segmente. So haben sich in einigen Anleihe-Segmenten Privatanleger stark an den Emissionen beteiligt. Im Entry Standard der Börse Frankfurt dominieren dagegen professionelle Investoren. Sie stehen für knapp 90 % des Emissionsvolumens und können die Risiken der Papiere im Unterschied zu vielen Privatanlegern exakt einschätzen und diese durch eine breite Diversifikation besser tragen.

Kritik zu relativieren

Drittens ist die Kritik an den Anleihe-Segmenten zu relativieren. Insolvenzen von Unternehmen, deren Papiere im weniger regulierten Freiverkehr oder im Grauen Markt gehandelt wurden, werden oftmals von den Medien mit den Anleihen aus den Börsen-Segmenten in einen Topf geworfen. Hier muss jedoch klar unterschieden werden. Denn die Anleihe-Segmente bieten Investoren eine deutlich höhere Transparenz und damit eine bessere Möglichkeit der Risikoeinschätzung. Beispielsweise müssen Emittenten im Entry Standard neben einem Rating auch die wichtigsten Kennzahlen zur Bewertung der Anleihen ausweisen und weitere Informationen offenlegen. Zwar haben einzelne Anleihen stark in ihrem Kurs nachgegeben, dennoch notiert der Entry Standard Corporate Bond Total Return Index derzeit stabil bei rund 95 Punkten. Rund die Hälfte der Anleihen wird über ihrem Nennwert gehandelt. Das Segment bietet Investoren also durchaus attraktive Anlagechancen.

Wie wird sich der Markt für Anleihen der jungen, wachstumsorientierten Unternehmen weiterentwickeln? Wir erwarten, dass sich das Wachstum des Segments in diesem Jahr gerade in Frankfurt fortsetzen wird, wenn auch etwas langsamer als 2013. Auf längere Sicht wird es entscheidend sein, wie es den Unternehmen gelingt, die Anleihen, die nach einigen ersten Papieren Ende dieses Jahres vor allem ab 2016 auslaufen, zu bedienen und sich zu refinanzieren. Eine Folgefinanzierung über die Emission neuer Anleihen, wie es die großen Konzerne zumeist handhaben, kann hierbei eine Möglichkeit sein. Der Entry Standard soll jungen, wachsenden Unternehmen eine langfristige Finanzierungsoption über die Börse eröffnen und keine einmalige Kapitalspritze. Denn die Firmen werden künftig für ein weiteres Wachstum stärker als bisher auf einen funktionierenden Kapitalmarkt angewiesen sein.

Transparenz ausbauen

Damit der Entry Standard und die anderen Anleihe-Segmente diese Funktion erfüllen können, ist eine kontinuierliche Weiterentwicklung notwendig. Die Transparenz und Informationen für die Investoren sind weiter auszubauen, ohne die Unternehmen mit Offenlegungspflichten zu überfordern. Motor der Entwicklung werden jedoch professionelle Investoren sein. Sie sorgen für einen funktionierenden Markt, von dem auch Privatanleger profitieren können - beispielsweise über die neu aufgelegten Fonds, die sich auf diese Anleihe-Segmente konzentrieren.

Cord Gebhardt, Leiter des Primärmarktgeschäfts bei der Deutschen Börse und Mitglied der Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse