

Kolumne

Eine Lücke, die es zu schließen gilt

Von Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Im Gegensatz zum Eigenkapital existiert für mittelständische Unternehmen noch kein funktionsfähiger, öffentlicher Kapitalmarktzugang über die Börse für die Fremdmittelaufnahme. Nur im Segment der „Blue-Chip“-Unternehmen hat sich ein effizienter Kapitalmarkt für die Emission von Anleihen entwickelt, der jedoch ausschließlich auf die Interessen der institutionellen Investoren und Banken ausgerichtet ist. Im Jahr 2009 wurden laut unseren Recherchen von deutschen Emittenten („Non Financials“) insgesamt 170 Anleihen mit einem Volumen von rund 120 Mrd. EUR bei Investoren platziert, die ein mittleres Anleihevolumen von 713 Mio. EUR (314 Mio. EUR im Median) aufweisen. Auch in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres bewegte sich das Volumen mit insgesamt 31 Mrd. EUR weiterhin auf hohem Niveau, wobei sogar noch die mittlere Tranche der 40 platzierten Anleihen auf 775 Mio. EUR (Median 541 Mio. EUR) gestiegen ist.

Diese Größenklasse ab 500 Mio. EUR Volumen aufwärts wird in der Praxis als „Benchmark-Anleihe“ bezeichnet und sowohl von den Banken als auch von den Investoren entsprechend favorisiert. Daher liegt auch nach deren Auffassung das „kritische“ Emissionsvolumen einer Anleihe mindestens bei 200 Mio. EUR. Unter dieser Schwelle ergibt eine Platzierung wirtschaftlich keinen Sinn bzw. wäre ein Engagement zu risikoreich. Wie unsere Analyse zeigt, wird der Großteil der platzierten Unternehmensanleihen anschließend an der Luxemburger Börse zugelassen. Luxemburg ist seit Jahren die von den begleitenden Emissionsbanken bevorzugte „Listingbörse“ und zählt damit zum führenden europäischen Marktplatz für die Erstzulassung von Anleihen. Jedoch existiert hier aufgrund fehlender Maklerstrukturen kein liquider Sekundärmarkthandel. Sofern sich Makler finden, geht dieser quasi „unkontrolliert“ an anderen Börsen vonstatten. Unter diesen institutionell geprägten Rahmenbedingungen – in einer von Banken und institutionellen Investoren dominierten „Fremdemissionswelt“ – kann es auch nicht verwundern, dass sich bis zum jetzigen Zeitpunkt noch kein funktionsfähiger Kapitalmarktzugang für mittelständische Emittenten mit einem Anleihenvolumen deutlich unter der 200-Mio.-EUR-Schwelle herausbilden konnte.



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Im Gegensatz zum Primärmarkt wird der öffentliche Sekundärmarkthandel von mittelgroßen und kleineren Vermögensverwaltern, aber auch zunehmend von Privatanlegern getragen. Hierbei haben vor allem die Börsenplätze Stuttgart und Frankfurt eine vorherrschende Rolle eingenommen. Dabei beziehen die an den Börsen vertretenen Makler die originär an der Luxemburger Börse zugelassenen Anleihen in den Freiverkehr ein und ermöglichen damit einen öffentlichen Handel. Inwieweit ein liquider Sekundärmarkt für den Primärmarkt an Bedeutung gewinnt, zeigt die zunehmende Bereitschaft der Emittenten, ihre Anleihenstückelung auf privatanlegerfreundliche 1.000 EUR vorzunehmen, um einen geringeren Liquiditätsabschlag bei der Erstplatzierung zu erzielen.

Neben dieser skizzierten, großen institutionellen Welt hat sich jüngst ein bisher wenig beachteter und verhältnismäßiger kleiner Markt bei nicht börsennotierten Eigenemissionen herausgebildet. So konnte beispielsweise der Stuttgarter Klett-Verlag unabhängig von Banken 50 Mio. EUR erfolgreich an Privatanleger sowie Family Offices platzieren. Ein weiteres Beispiel ist die Halloren Schokoladenfabrik, die 10 Mio. EUR innerhalb weniger Tage an Privatanleger verkaufte. Zwar handelt es sich in diesen Fällen um „Graumarktemissionen“, jedoch zeigen diese Beispiele, dass es sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorensseite eine Nachfrage für Mittelstandsanleihen gibt. Es wäre daher wünschenswert, zeitnah ein institutionelles Rahmenwerk zu schaffen, das einen öffentlichen und organisierten Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen ermöglicht und in dem Privatanleger sowie kleinere Vermögensverwalter eine wesentliche Rolle spielen. Mittelstandsorientierte Lösungen wie der Entry Standard oder der m:access im Aktienbereich können dafür als „Blaupause“ dienen.