

# Finanzierungsalternativen für den Mittelstand sind gefragt

Gut strukturierte „Mid-Market Bonds“ stellen eine attraktive Option dar



**Mark Hoffmann**  
Portfolio Manager  
von Robus Capital



**Dieter Kaiser**  
Geschäftsführer  
von Robus Capital

Europäische Mittelstandsunternehmen stehen unter einem immensen Druck. Mit dem Comeback der Zinsen belasten die teureren Kredit- und Refinanzierungsbedingungen die Unternehmensbilanzen in einer Zeit, in der Banken sich aus dem Finanzierungsgeschäft zurückgezogen haben und die Rezessionsorgen wieder zunehmen. Im neuen Marktregime für die Finanzierungsseite von Mittelstandsunternehmen könnten „Mid-Market Bonds“ mit strengen lokalen Regularien eine wichtige Alternative werden.

Angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Turbulenzen steigt der Bedarf an Fremdkapital ebenso kontinuierlich wie Emissionen von Hochzinsanleihen oder die Syndizierung von Darlehen und Schuld-scheindarlehen. Nach den „goldenen“ Niedrigzinsjahren 2016 bis 2021 ist das eine Herausforderung für Mittelstandsunternehmen, die mit durchschnittlichen Transaktionsvolumen zwischen 20 bis 75 Mill. Euro nicht auf der Standardliste von internationalen Kreditfonds oder Private Equity-Unternehmen stehen.

In diesem Umfeld ist es sehr ruhig geworden um ein Finanzierungsinstrument, das unter dem Begriff „Mittelstandsanleihe“ traurige Be-

rühmtheit erlangt hat. Nach den ersten Etablierungsversuchen eines Marktsegments für Unternehmensanleihen mittelgroßer Emittenten in den Jahren 2010 bis 2015 sind sie in einer spektakulären Ausfallwelle bis 2020 untergegangen. Bei diesem Finanzierungsinstrument handelte es sich überwiegend um erstrangige, aber unbesicherte Anleihen sehr kleiner und oft leider auch wenig profitabler Unternehmen, die ungeachtet des Risikos mit einem Standard-Kupon von 7 % begeben wurden. Mit zunehmenden Problemfällen und massiver Kritik an vermeidbaren handwerklichen Fehlern der Emissionsbanken mit Blick auf die unbesicherten und nicht risikoadäquaten Kupons sind diese Banken ebenso verschwunden wie die ursprünglichen Mittelstandsanleihen selbst.

Aber ganz verschwunden ist die Mittelstandsanleihe gar nicht. In Skandinavien etabliert sich seit Mitte der 2010er Jahre ein sehr erfolgreicher Anleihemarkt für mittelgroße Emittenten mit einem Volumen zwischen 25 bis 200 Mill. Euro. Das Marktsegment der „Nordic Bonds“ ist nach Angaben eines der wesentlichen Emissionshäuser, Pareto Securities, über 52 Mrd. Euro groß und umfasst aktuell rund 575 Anleihen. Ungefähr 1,5 Mrd. Euro des Nordic Bond Marktes

wurden für ein Dutzend Emittenten aus Deutschland platziert.

Einer der Erfolgsfaktoren ist, dass wesentlich strengere Auflagen für diese Anleihen gelten. Das betrifft zum einen die Dokumentation, die sich an den im Hochzinsmarkt üblichen Standard der Loans Market Association („LMA-Standard“) anlehnt. Zudem werden die Unternehmensanleihen überwiegend besichert ausgegeben und häufig auch mit Anlegerschutzklauseln ausgestattet. Wesentliche „Covenants“, also Anleihebedingungen, die der Schuldner erfüllen muss, können auch eine Negativverpflichtung umfassen. In diesem Fall dürfen Unternehmen beispielsweise kein weiteres Fremdkapital aufnehmen, müssen einen maximalen Verschuldungsgrad einhalten oder spezielle Auflagen im Investoren-Reporting erfüllen.

Demgegenüber sind die Vorteile einer mittelgroßen Anleihe für die Unternehmen vielfältig. Im Kern geht es hierbei um die Diversifikation des Fremdkapitalbedarfs. Während Schuld-scheindarlehen und Konsortialkredite sich meistens eher an konservativ finanzierte Unternehmen richten und Direct-Lending-Fonds sich häufig nur für große Unternehmen interessieren, ist der Bankkredit für viele Finanz-

*Einer der Erfolgsfaktoren ist, dass wesentlich strengere Auflagen für diese Anleihen gelten.*

vorstände weiterhin ein wichtiger Fremdfinanzierungsbaustein von vielen mittelständischen Unternehmen.

Das Zusammenspiel mit den Banken ist in den vergangenen Jahren immer komplizierter geworden. Bankkredite hängen immer öfter von bankinternen Themen und Anforderungen wie beispielsweise einem sehr konservativen Finanzierungshebel ab. Dazu kommen immer mehr Situationen, in denen Banken gar nicht bereit sind, mit Unternehmen über ein Darlehen zu sprechen. Das betrifft vor allem Unternehmen, die keine makellose Bilanz über die vergangenen Jahre vorzuweisen haben, weil vielleicht eine Restrukturierung notwendig war, das Unternehmen aus der Sicht der Bank im falschen Sektor tätig ist oder eben zum falschen Zeitpunkt Kapitalbedarf anmeldet.

Der Sektor hat sich auch im Herbst 2022 bei einem Robus-Portfoliounternehmen mit Refinanzierungsbedarf als Stolperstein bei einer Bankkreditprüfung erwiesen. Die Firma Schletter ist ein international tätiger Hersteller von Photovoltaik-Montagesystemen aus Aluminium und Stahl. Die Gespräche zur Ausgabe einer Unternehmensanleihe liefen dagegen trotz eines schwierigen Ka-

pitalmarktumfelds deutlich besser. Aufgrund der Rückmeldungen von institutionellen Investoren wurde die Anleihe sogar in zwei Teile gegliedert: eine vorrangig besicherte Anleihe über 50 Mill. Euro mit einer Zinsmarge von 6,75% sowie eine zweitrangige Anleihe über 15 Mill. Euro mit einer höheren Verzinsung. Die variabel-verzinslichen Anleihen kamen mit Laufzeiten von 3 und 3,5 Jahren. Beide Schletter-Anleihen handeln im aktuellen Kapitalmarktumfeld deutlich über dem Ausgabekurs, das heißt die Firma könnte diese Anleihen aktuell zu einer deutlich niedrigeren Zinsmarge am Markt refinanzieren.

Der Aufwand zur Emission einer Anleihe ist etwas umfangreicher als bei einem Bankkredit, gerade für Erstemittenten. Aber aufgrund der fehlenden Prospektspflicht ist die Auflage einer Anleihe innerhalb von zwei Monaten möglich. Ferner können Anleihen von Unternehmen jeglicher Rechtsform begeben werden. Die Kreditprüfung wird hierbei von der Emissionsbank vorbereitet, und es ist durchaus üblich, dass die institutionellen Investoren weitere Detailfragen stellen. Allerdings ist der Finanzierungserfolg bei einer Anleihe nicht so binär wie bei einem Bankkredit. Das liegt daran, dass die positiven Investitionsentschei-

dungen von 20 bis 30 institutionellen Investoren aus einem deutlich umfangreicheren Pool an Kontakten der Emissionsbank den Ausschlag geben und eben nicht das Kreditkomitee eines einzelnen Instituts.

*Aufgrund der fehlenden Prospektspflicht ist die Auflage einer Anleihe innerhalb von zwei Monaten möglich.*

Im Jahresabschluss von Schletter tauchen die beiden Anleihen unter dem Begriff „Nordic Bonds“ auf. Vor dem Hintergrund der entsprechenden Auflagen und der Besicherung würde es Mid-Market Bonds aus unserer Sicht deutlich besser treffen. Die Etablierung von verschiedenen lokalen Märkten für gut strukturierte Mid-Market Bonds, welche jeweils nach dem dortigen Rechtssystem emittiert werden, wäre sicherlich begrüßenswert.

Grundsätzlich sind wir überzeugt, dass Fachwissen und eine disziplinierte Value-Orientierung wieder an Bedeutung gewinnen. Eine professionelle Beurteilung des Unternehmens hinsichtlich seiner Struktur und seiner Positionierung im Branchenumfeld ist diesem schwierigen Umfeld für Investoren ebenso unverzichtbar wie ein umfassendes Knowhow zu dynamischen Fremdfinanzierungsansätzen für die Unternehmen. Aus Fehlern zu lernen, könnte heute für viele mittelständische Unternehmen europaweit mit großen Chancen verbunden sein.