



„FUßNOTE“: BOOM ODER BUST – DER KMU-ANLEIHEMARKT STEHT AN EINER ENTSCHEIDENDEN WEGKREUZUNG

Ein Blick auf den KMU-Anleihemarkt von Angela Leser, BankM AG

Der Markt für Mittelstandsanleihen entsprang 2010 den Nachwehen der Finanzkrise. Zehn Jahre später könnte mit der Corona-Pandemie erneut eine Krise Schicksal spielen. Befürchten pessimistische Beobachter eine neue Pleitewelle, gibt es durchaus gute Argumente für ein positives Zukunftsszenario.

Kennen Sie noch die erste „echte“ Mittelstandsanleihe? Pionier war im September 2010 die Dürr AG mit einer Schuldverschreibung über anfänglich 150 Millionen Euro mit 7,25% Verzinsung. Kurz zuvor hatte die Börse Stuttgart das erste Marktsegment für Mittelstandsanleihen ins Leben gerufen, andere Börsenplätze zogen wenig später nach. Bis Ende des Jahres folgten insgesamt acht weitere Emissionen, 2011 waren es dann schon 32.

Ihren Ursprung nahm das Segment also in den Nachwehen der Finanzkrise

Das Bankensystem war angeschlagen, die Kreditvergabe stark eingeschränkt. Viele Mittelständler hatten schlechte Bilanzen, benötigten aber dringend Mittel, um das Wachstum wieder anzukurbeln. Gleichzeitig war das Zinsniveau in Deutschland in den Jahren 2008 und 2009 kräftig gefallen, Investoren also auf der Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten. Eine Win-Win-Situation, der Markt für Mittelstandsanleihen war geboren.

Zehn Jahre später ist es erneut eine Krise, die die Unternehmensfinanzierung verändern dürfte. Die Corona-Pandemie frisst sich in die Bilanzreserven und wenn die Konjunktur wieder anläuft, fehlt vielerorts das Geld für ▶

notwendige Investitionen. Ob die Banken es den Unternehmen zur Verfügung stellen werden, ist fraglich. Schon vor Corona wurde immer wieder davor gewarnt, dass die Umsetzung von Basel IV – insbesondere die Einschränkung der internen Bankenratings zur Bonitätsbewertung mittelständischer Unternehmen – zu einer Kreditklemme führen könnte. Zwar wurden die Reformen vorerst um ein Jahr verschoben, aber durch Corona schauen viele Kredithäuser abseits der staatlich garantierten Programme auch so derzeit ganz genau hin. Dazu kommt eine hohe Auslastung durch die Abwicklung der KfW-Anträge.

Was bedeutet das für den KMU-Anleihemarkt? Ähnlich wie vor zehn Jahren dürfte das Interesse an bankenunabhängigen Finanzierungsoptionen zunehmen. Schließlich ist der deutsche Mittelstand immer noch überwiegend kreditfinanziert. Soweit so klar. Darüber hinaus, gehen die Meinungen auseinander. Kritiker befürchten eine Pleitewelle, getrieben durch die Corona-Effekte auf bestehende Emittenten und eine adverse Selektion bei den Neuemissionen. Verwiesen wird an dieser Stelle gerne auf die Ausfälle, die in den Anfangsjahren auf den ersten Boom gefolgt waren.

Dass sich das Segment in den vergangenen Jahren verändert hat, kommt bei dieser Sichtweise zu kurz. Aus den Mittelstandsanleihen früherer Tage sind Mini-Bonds geworden. Aber nicht nur die Verpackung ist neu, auch der Inhalt hat sich weiterentwickelt. Heute sind die Bilanzen solider, die Transparenz höher und die Privatanleger stehen längst nicht mehr im Vertriebsfokus. Stattdessen gibt es einen kleinen aber treuen Kreis institutioneller Investoren mit sehr gutem Verständnis für Risiken und Geschäftsmodelle. Gerade die Professionalisierung auf der Investorensseite führt dazu, dass „schlechte“ Emittenten viel stärker als früher schon im Vorfeld ausselektiert werden.

Leitzins wird zu Leidzins

Das Ergebnis zeigt sich auch in der aktuellen Krise: Die Kommunikation funktioniert überwiegend, die Kurse haben sich schnell wieder stabilisiert, zu Ausfällen ist es bislang nicht gekommen. Wohl aber finden schon wieder Transaktionen statt. Anders als der Bankensektor präsentiert sich der Kapitalmarkt angesichts der externen Natur der Corona-Krise offen und investitionsbereit. Nicht, weil Investmentprofis weniger genau hinschauen als die Banken, sondern weil sie weniger automatisierte Prüfprozesse haben und ein anderes Risiko-Rendite-Profil verfolgen. Umso mehr, als spätestens jetzt auch dem letzten Anleger klar sein dürfte, dass der Leitzins auf Jahre hinaus ein Leidzins bleibt.

Aktuelle Gespräche bestätigen auch nicht den Verdacht, dass potentielle Neuemittenten den KMU-Anleihemarkt als letzten Rettungsanker sehen. Vielmehr geht es den meisten Mittelständlern immer noch erstaunlich gut. Das Interesse an einer Anleihe rührt nicht so sehr aus der Not heraus, sondern steht im Einklang mit konkreten operativen Zielen und dem Wunsch nach einer bankenunabhängigen und nachhaltigen Finanzierungsoption. Denn so gut, dass Rücklagen und Gewinnthesaurierung allein ausreichen, um die notwendigen Zukunftsinvestitionen zu stemmen, geht es den Unternehmen dann auch wieder nicht.

Dem Markt für KMU-Anleihen könnte also sehr wohl eine Zäsur bevorstehen. Aber ein Einschnitt positiver Art. Die Konstellation ist so günstig wie vielleicht nie. Insbesondere wenn das Segment über garantierte Anleihen aus dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds an Breite gewinnt. Der bevorstehende Start des 400-Milliarden-Euro-Programms der Bundesregierung sensibilisiert bislang zurückhaltende Unternehmens- und Investorengruppen für Anleihen und könnte eine komplett neue Asset-Klasse hervorbringen (mehr dazu in unserer letzten [Fußnote](#)).

Zudem wäre damit ganz automatisch eine breitere Zinskurve verbunden. Während die Kupons für KMU-Anleihen größtenteils zwischen 5% und 7% schwanken, dürften sich staatsgarantierte Mittelstandsbonds eher im Bereich von 1,5% bis 2,5% wiederfinden. Wenn sich künftig alle Neuemissionen an dieser Marke orientieren, nimmt voraussichtlich auch die Zinselastizität für Bonds ohne Staatsgarantie zu. Besonders gut aufgestellte Mittelständler könnten versuchen in die bestehende Lücke vorzustoßen und Kupons zwischen 3% und 5% aufrufen. Damit würde der Abstand zu Bankkrediten sinken, was wiederum den Weg für neue Emittenten bereiten würde. Emittenten vom Schlege einer Dürr AG. Deren laufende Anleihe 2014/2021 hat übrigens einen Kupon von 2,875%. ■

ZUR PERSON: Angela Leser verfügt über mehr als zwanzig Jahre Erfahrung im Kapitalmarkt als zugelassene Händlerin für europäische Aktien und Renten und begleitete im Bereich Institutional Sales mehr als 50 Kapitalmarkttransaktionen. Seit 2017 ist sie bei der BankM AG im Fremdkapitalbereich tätig.

