

2 Begriffliche Grundlagen

In diesem Kapitel werden die Begrifflichkeiten des Arbeitsthemas inhaltlich definiert und abgegrenzt. Ziel ist dabei ein einheitliches Verständnis zu gewährleisten. Zunächst wird im Anschluss auf die Mittelstandsdefinition eingegangen, im mittleren Teil wird der Finanzierungsbegriff thematisiert und zum Ende werden Anleihen beleuchtet. Die Erläuterung der Informationsasymmetrien erfolgt im dritten Kapitel im Rahmen der Agency-Theorie.

2.1 Deutscher Mittelstand

Der deutsche Mittelstand wird in nationalen Berichterstattungen immer wieder als *Rückgrat der deutschen Wirtschaft* bezeichnet.³⁶ Zunächst ist es notwendig, eine begriffliche Bestimmung vom sogenannten *Mittelstand* vorzunehmen. Die starke Heterogenität der Firmen zeigt sich in den zum Teil enormen Größenunterschieden der als Mittelstand bezeichneten Unternehmen. Nicht nur im deutschen, sondern auch im europäischen Kontext wird zumeist zwischen kleinen und mittleren Unternehmen unterschieden. In englischsprachigen Ländern wird oftmals von *Small and Medium sized Enterprises* als Pendant zum deutschen Begriff der KMU gesprochen.³⁷

Zur Begriffsbestimmung, Differenzierung und Abgrenzung werden regelmäßig quantitative und qualitative Kriterien herangezogen. Auf diese Systematisierung wird im Folgenden eingegangen.

2.1.1 Quantitative Abgrenzung

Als quantitative Kriterien werden oftmals Beschäftigtenanzahl, Jahresumsätze oder Bilanzsummen etc. herangezogen.³⁸ Als gängige quantitative Mittelstandsdefinition wird oftmals das Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM Bonn) zitiert. Die Tabelle 1 zeigt die Abgrenzung in zwei Gruppen in Form von kleinen und mittleren Unternehmen.

³⁶ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft (2012): S. 6; Atzler/Köhler/Landgraf (2013): S. 40.

³⁷ Vgl. Goeke (2008): S. 9.

³⁸ Vgl. Kienbaum (2003): S. 6.

Unternehmensgröße	Beschäftigtenanzahl ³⁹	und	Umsatz in EUR / Jahr
Klein	bis 9		bis unter 1 Mio.
Mittel ⁴⁰	bis 499		bis unter 50 Mio.
KMU zusammen	unter 500		unter 50 Mio.

Tabelle 1: Quantitative Abgrenzung von KMU gemäß Definition des IfM Bonn.⁴¹

Das IfM Bonn definiert unabhängige Unternehmen als klein, wenn bis zu neun Beschäftigte angestellt sind und der Umsatz weniger als 1 Million (Mio.) EUR pro Jahr beträgt. Mittlere Unternehmen werden als solche angesehen, wenn sie bis zu 499 Angestellte beschäftigen und bis unter 50 Mio. EUR Umsatz pro Jahr erwirtschaften. Damit ergibt sich die Gesamtheit der KMU aus allen kleinen und mittleren Unternehmen mit weniger als 500 Beschäftigten und weniger als 50 Mio. EUR Jahresumsatz.⁴² Firmen, die diese Grenze überschreiten, sind gemäß dieser Logik große Unternehmen.

Neben der oft national verwendeten Größenkategorisierung des IfM Bonn gibt es eine weitere bedeutende quantitative Abgrenzung, welche die Europäische Kommission (EU-Kommission) vorgenommen hat.⁴³ Neben der Beschäftigtenanzahl und dem Umsatz wird zudem die Bilanzsumme in die Kategorisierung mit einbezogen: Dabei ist entweder der Umsatz oder die Bilanzsumme⁴⁴ für die Systematisierung maßgeblich.⁴⁵

³⁹ Für die Zählung der Beschäftigtenanzahl werden, analog der KMU-Definition der EU-Kommission, alle Beschäftigten auf Vollzeitstellen pro Jahr harmonisiert. Damit werden Teilzeitkräfte lediglich anteilig berechnet. Auszubildende, Praktikanten und Personen im Elternurlaub werden nicht eingerechnet. Vgl. IfM Bonn (2013b): S. 8; EU-Kommission (2006): S. 15.

⁴⁰ Bei den mittleren Unternehmen sind kleine Unternehmen nicht beinhaltet.

⁴¹ IfM Bonn (2002): o. S.

⁴² IfM Bonn (2002): o. S.

⁴³ Diese Einordnung ist von elementarer Bedeutung, da Unternehmen anhand der Einordnungsprämisse Förderungsansprüche geltend machen können. Auf diese Weise können KMU gezielt im Rahmen der europäischen Entwicklungspolitik gefördert werden, wenn die Größenkriterien erfüllt sind. Vgl. EU-Kommission (2006): S. 6.

⁴⁴ Der Einbezug der Bilanzsumme hatte gemäß Argumentation der EU-Kommission den Hintergrund, dass Unternehmen je nach Branche zum Teil deutliche Unterschiede in den Umsätzen aufweisen: So haben Handelsunternehmen in der Regel deutlich höhere Umsätze als Industrieunternehmen. Um diesen Unterschieden der Wirtschaftszweige gerecht zu werden, wurde die Wahlmöglichkeit geschaffen. Auf diese Weise können Unternehmen, die ein geringes Gesamtvermögen, aber hohe Umsätze haben, weiterhin als KMU gelten. Vgl. EU-Kommission (2006): S. 13.

⁴⁵ Vgl. EU-Kommission (2006): S. 13.

Die Tabelle 2 zeigt die Abgrenzung in drei Gruppen in Form von Kleinst-, Klein- und mittelgroßen Unternehmen.

Unternehmensgröße	Beschäftigtenanzahl ⁴⁶		Umsatz in EUR / Jahr		Bilanzsumme in EUR / Jahr
Kleinst	bis 9	und	bis 2 Mio.	oder	bis 2 Mio.
Klein	bis 49		bis unter 50 Mio.		bis 10 Mio.
Mittel	bis 249		bis 50 Mio.		bis 43 Mio.
KMU zusammen	unter 250		bis 50 Mio.		bis 43 Mio.

Tabelle 2: Quantitative Abgrenzung von KMU gemäß Definition der EU-Kommission.⁴⁷

Die EU-Kommission definiert⁴⁸ ein Unternehmen als Kleinstunternehmen, wenn es maximal neun Beschäftigte hat und einen Umsatz bis zwei Mio. EUR pro Jahr erzielt oder die Bilanzsumme zwei Mio. EUR im Geschäftsjahr nicht überstiegen wird. Ein Kleinunternehmen beschäftigt maximal 49 Angestellte und erzielt einen Jahresumsatz von bis unter 50 Mio. EUR bzw. erreicht eine Bilanzsumme von bis zu 10 Mio. EUR im Jahr. Ein mittleres Unternehmen hat eine Beschäftigtenanzahl von bis zu 249 Angestellten und bis 50 Mio. EUR Jahresumsatz bzw. weist Bilanzsumme bis 43 Mio. EUR auf.⁴⁹

Beim Vergleich des jeweiligen quantitativen IfM-Mittelstandbegriffs und der EU-Definition wird evident, dass beide Institutionen eine gemeinsame Begrenzung der Umsatzhöhe vornehmen. Zudem bezieht die EU-Kommission die Bilanzsumme mit ein, um die unterschiedlichen Branchenumsätze zu berücksichtigen. Weitere Unterscheidungen ergeben sich in Bezug auf die Unternehmensbezeichnung und die deutlich höhere Beschäftigtenanzahl beim IfM-Ansatz.

⁴⁶ Die Zählung der Beschäftigtenanzahl wird gemäß der in Fußnote 39 genannten Kriterien vorgenommen.

⁴⁷ EU-Kommission (2006): S. 14; EU-Kommission (2009): S. 3.

⁴⁸ In diesem Zusammenhang ist das Verbundenheitskriterium zu benennen. Dies besagt, dass vom jeweiligen Unternehmen bis zu 25 % der Kapital- oder Stimmanteile im Besitz eines oder mehrerer Unternehmen sein darf, welches die KMU-Definition nicht erfüllt (z. B. die Konzernmutter). Vgl. Goeke (2008): S. 10.

⁴⁹ Vgl. EU-Kommission (2006): S. 14ff.

Neben den beiden üblichen Ansätzen gibt es weitere quantitative Erklärungsansätze⁵⁰, die sektor- bzw. branchenspezifisch⁵¹ angenommen werden. Die zum Teil sehr offen formulierten KMU-Definitionen verdeutlichen, dass der Mittelstandsbegriff nicht klar abgegrenzten Gesetzmäßigkeiten folgt und je nach Rahmenbedingungen gegebenenfalls neu adjustiert wird.

Die zahlreichen Erklärungen zum Mittelstandsverständnis zeigen auch, dass diese Unternehmen eine bedeutende Rolle in Deutschland, der Europäischen Union und auch im globalen Kontext spielen. In Deutschland gab es gemäß Schätzungen⁵² des IfM Bonn (Definition IfM) im Jahr 2012 insgesamt etwa 3,68 Mio. Unternehmen, die als KMU kategorisiert

⁵⁰ Beispielsweise ist im § 267 des deutschen Handelsgesetzbuches ebenfalls eine Umschreibung von Größenklassen zu finden. Laut Handelsgesetzbuch (HGB) müssen mindestens zwei von drei Merkmalen erfüllt sein, um in eine von drei Klassen (kleine, mittlere und große Kapitalgesellschaften) eingeteilt zu werden. Merkmale sind Bilanzsumme, Umsatzerlöse der letzten zwölf Monate und durchschnittliche Arbeitnehmer. Die Kriterien sind eher dem EU-Definitionsansatz zuzuordnen, da eine legale Wahlmöglichkeit des Einordnungskriteriums besteht. Vgl. HGB (2015): § 267.

Neben deutschen und europäischen Erklärungsansätzen sind auch in der angloamerikanischen Literatur KMU-Abgrenzungskriterien zu finden. Insbesondere die staatliche US-Institution namens U.S. Small Business Administration (SBA) ist im amerikanischen Wirtschaftsraum für die wirtschaftliche Förderung von KMU zuständig. Vgl. SBA (2012): S. 4. Anders als in der europäischen Union wurden für jede Branche unterschiedliche Unternehmensgrößen definiert. Danach wird für jede Branche eine Umsatz- oder Beschäftigtengrenze festgelegt. Wenn das jeweilige Unternehmen unterhalb der Grenze bleibt, gilt es als Small Business. Beispielsweise darf der maximale Umsatz für ein Dienstleistungsunternehmen maximal 21 Mio. Dollar betragen, um noch als Small Business klassifiziert zu werden. Vgl. SBA (2013): S. 1ff.; SBA (o. J.): o. S. Auf weitere Ausführungen wird an dieser Stelle verzichtet, da sich das Thema auf eine nationale Perspektive beschränkt.

⁵¹ Die SAP AG definiert den Mittelstand anhand zweier Kriterien: Das Unternehmen erzielt maximal eine Milliarde Dollar Umsatz pro Jahr und beschäftigt bis zu 2500 Mitarbeiter. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)-Bank hat in ihrem regelmäßigen Mittelstandspanel lediglich ein Kriterium definiert. So werden alle Unternehmen unter KMU subsumiert, die einen Umsatz von bis zu 500 Mio. EUR pro Jahr erzielen. Vgl. Koppelman (2007): S.1ff.; KfW-Bankengruppe (2012): S. 13.

⁵² Im europäischen Kontext hat die EU-Kommission auch Zahlen zu deutschen KMU im Jahr 2011 geschätzt (Definition EU-Kommission). Von den insgesamt etwa 2,1 Mio. Unternehmen haben KMU einen Anteil von 99,5 % an der Gesamtheit der Unternehmen in Deutschland (ca. 2,09 Mio.). Die relativen Zahlen zum KMU-Anteil sind sehr ähnlich (99,6 % zu 99,5 %), jedoch weichen die absoluten Zahlen recht erheblich voneinander ab. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei der EU-Auswertung keine Unternehmen der Bereiche Agrar, Fischerei, Bildung und Gesundheit berücksichtigt wurden. Die EU-Kommission ermittelt einen KMU-Anteil von 53,9 % an der gesamten Bruttowertschöpfung. Das Statistische Bundesamt definiert die Bruttowertschöpfung als Produktionswert abzüglich Kosten für die bezogenen Vorleistungen. Es wird folglich nur der in der Produktion geschaffene Mehrwert gemessen. Im Vergleich der Wertschöpfungsanteile wird ersichtlich, dass zwei unterschiedliche Wertschöpfungskriterien herangezogen werden, um die Bedeutung der KMU in der Wirtschaft zu messen. Der ausgewiesene Wertschöpfungsanteil vom IfM Bonn wird in Nettowertschöpfung gemessen, während die EU-Kommission die Bruttowertschöpfung misst. Der Unterschied zwischen Brutto- und Nettowertschöpfung besteht darin, dass die Bruttowertschöpfung die Summe aus Nettowertschöpfung und Abschreibungen ist. Anhand der Auswertungsunterschiede der Zahlen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist ein direkter Vergleich nicht möglich. Logischerweise ist die Summe der Bruttowertschöpfung höher als die der Nettowertschöpfung, was in dieser Betrachtungsweise eingehalten wurde. Vgl. Destatis (2013b): o. S.; EU-Kommission (2012): S. 1; Frenkel/John (2011): S. 57.

werden. Sie repräsentieren 99,6 % der Gesamtunternehmen (ca. 3,70 Mio.) und hatten im Jahr 2010 einen Anteil von 51,8 % an der gesamten Nettowertschöpfung⁵³.⁵⁴ Es wird deutlich, dass KMU einen bedeutenden Teil der deutschen Wirtschaft repräsentieren. Sogar die Mehrheit der Beschäftigten ist in KMU angestellt, die oft von Unternehmerpersönlichkeiten geführt werden.⁵⁵

Neben den zunächst vorgestellten quantitativen Größen wird in Deutschland im Zusammenhang mit KMU auch oft von Familienunternehmen gesprochen. Dies ist wiederum eng mit dem qualitativen Erklärungsansatz verbunden, der anschließend erläutert wird.

2.1.2 Qualitative Abgrenzung

Quantitative Abgrenzungsmerkmale basieren in erster Linie auf Zahlen. Diese eindimensionale Betrachtungsweise spiegelt aber nur wenig die Eigenschaften von KMU wider. Insbesondere der Begriff des *Familienunternehmens* prägt besonders das zu definierende Segment. Insbesondere qualitative Aspekte unterscheiden mittelständische Unternehmen von Großunternehmen, wie die Abbildung 2 aufzeigt.⁵⁶

⁵³ Das Statistische Bundesamt definiert die Nettowertschöpfung, auch als Nettoinlandsprodukt bezeichnet, als Summe aus Arbeitnehmerentgelt und Betriebsüberschüssen bzw. Einkommen der Selbstständigen. Vgl. Destatis (2013a): o. S.

⁵⁴ Vgl. IfM Bonn (2013a): o. S.

⁵⁵ Vgl. EU-Kommission (2012): S. 1.

⁵⁶ Vgl. Goeke (2008): S. 11f.

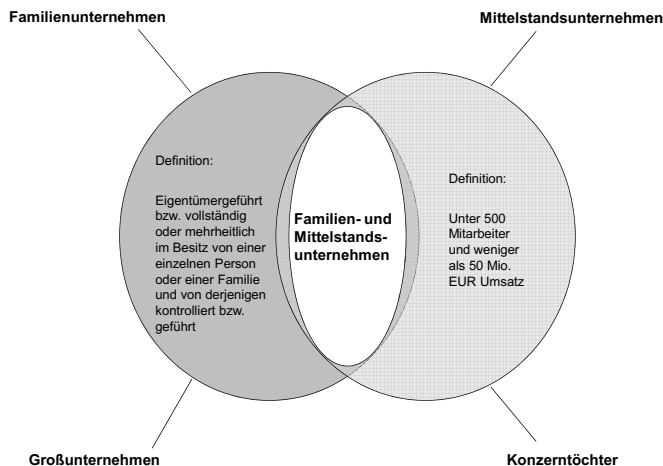


Abbildung 2: Schnittmenge von Familien- und Mittelstandsunternehmen.⁵⁷

In der Abbildung wird die quantitative Definition von Mittelstand mit aufgenommen (rechte Definition). Es wird hervorgehoben, dass auch Konzerntöchter die genannten Definitionskriterien erfüllen können.⁵⁸ Zudem wird in der Abbildung eine erste charakteristische Familienunternehmensdefinition (linke Definition) gegeben.⁵⁹ Da in Bezug auf die qualitative Abgrenzungsperspektive keine Größenbeschränkungen existieren, können Familienfirmen auch Großunternehmen sein. Diese werden aber nur teilweise dem Charakter von Familienunternehmen gerecht⁶⁰ – wie beispielsweise Standorttreue, nachhaltiges und sehr langfristiges Denken ohne relativ kurzfristiges Profitstreben etc.⁶¹ Abgesehen von den Anomalien der Definitionsansätze wird aus der Abbildung ersichtlich, dass die Schnitt-

⁵⁷ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Picot (2008): S. 4.

⁵⁸ In der Regel wird davon abstrahiert, da ein Verbundkriterium angenommen wird, sodass die kleineren Tochterunternehmen der Konzernmutter zugeordnet werden. Vgl. Goeke (2008): S. 10.

⁵⁹ Diese lässt sich aus dem im Folgenden ausgeführten inhaltlichen Ansätzen herleiten und kann somit interpretiert werden. Vgl. Posch/Speckbacher (2012): S. 8.

⁶⁰ Hinsichtlich der qualitativen Merkmale von Mittelstands- bzw. Familienunternehmen hat sich im Zeitablauf ein breiter Fundus an Unterteilungsmerkmalen bzw. -eigenarten angesammelt. Auf Basis von empirischen Studien sind sogar Merkmalskataloge entstanden, um das gesamte Spektrum aufzuzeigen und sich den Inhalten dezidiert anzunähern. Vgl. Pfohl (2006): S. 17ff.; Straub (2012): 115ff.; Klein (2004): S. 12ff. Um die vielfältigen Einflussparameter von Familienunternehmen zu quantifizieren, wurde beispielsweise die Skala der Substantial Family Influence (SFI) von Klein (2000) entwickelt. Vgl. Klein (2000): S. 158.

⁶¹ Vgl. Picot (2008): S. 5.

menge zwischen KMU und Familienunternehmen sinngemäß sehr groß ist. Daher wird auf den Begriff des *Familienunternehmens* noch einmal intensiver eingegangen.

Ein erstes Indiz für ein Familienunternehmen ist die Eigenschaft der Einheit von Eigentum und Leitung. Oft ist diese Ausprägung in der Form der eigentümer- und familiengeführten Unternehmen zu beobachten. Eine trennscharfe Unterteilung der Unternehmen in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bedarf verschiedener Kriterien, da es in der Praxis oft hybride Ausprägungsformen gibt.⁶² Teilweise wird auch darüber diskutiert, ob überhaupt eine klare Trennung möglich ist.⁶³ Es lässt sich beispielsweise beobachten, dass Familienmitglieder zwar über die Mehrheit der Stimmanteile am Unternehmen verfügen, die Geschäftsführung hingegen aus Fremdmanagern besteht.

Das IfM Bonn hat sich dieser Problemstellung angenommen und auch für diese spezifische Charakteristik zusätzliche Kategorisierungsmerkmale formuliert. Ein Familienunternehmen ist ein Unternehmen, in welchem

- (1) „bis zu zwei natürliche Personen oder ihre Familienangehörigen mindestens 50 % der Anteile eines Unternehmens halten und
- (2) diese natürlichen Personen der Geschäftsführung angehören.“⁶⁴

Demzufolge ist ein nur von Dritten gemanagtes Unternehmen kein Familienunternehmen. Genauso verhält es sich, wenn die Familie keinen bedeutenden Anteil am Kapital oder den Kontrollrechten hat.⁶⁵ Gemäß der qualitativen Definition beträgt der Anteil an Familienunternehmen zu Gesamtunternehmen in Deutschland 95,6 %. Damit ist dieser Anteil im Vergleich zu 99,6 % im quantitativen Ansatz etwas geringer.⁶⁶

⁶² Vgl. IfM Bonn (2010): S. 3.

⁶³ Vgl. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2008): S. 3.

⁶⁴ IfM Bonn (o. J.): o. S.

⁶⁵ Vgl. IfM Bonn (2010): S. 3.

⁶⁶ Vgl. IfM Bonn (2013a): o. S. Bei diesem relativen Vergleich ist anzumerken, dass die Zahlenangaben nicht konsistent sind. Die Zahlen, welche gemäß IfM Definition erhoben wurden, basieren auf Schätzungen des Jahres 2012. Die Zahlen, welche gemäß IfM Familienunternehmensdefinition erhoben wurden, basieren auf dem Jahr 2006. Daher wird ein direkter Vergleich erschwert. Allerdings lässt sich der hohe relative Anteil so interpretieren, dass es vermutlich viele mittelständische Unternehmen gibt, die beiden Definitionen genügen.

Die Stiftung Familienunternehmen⁶⁷ hat ebenfalls eine Definition veröffentlicht und zur Verwendung empfohlen.⁶⁸ Im Groben werden die Definitionsgedanken des IfM Bonn aufgenommen und um weitere Kriterien aus der Forschung ergänzt. Neben der Einfluss- und Kontrollrechte wird eine durch die Familie geprägte Unternehmenskultur und ein Fortführungswille des Unternehmens an die nächste Generation unterstellt. Diese beiden weitergefassten Maßgaben sind jedoch schwer operationalisierbar. Daher hat sich diesbezüglich auch die Stiftung Familienunternehmen weitestgehend der Definition des IfM Bonn angeschlossen.⁶⁹

Ein Unternehmen ist demnach ein Familienunternehmen, wenn⁷⁰

- (1) „sich die Mehrheit der Entscheidungsrechte im Besitz der natürlichen Person(en), die das Unternehmen gegründet hat/haben, der natürlichen Person(en), die das Gesellschaftskapital des Unternehmens erworben hat/haben oder im Besitz ihrer Ehepartner, Eltern, ihres Kindes oder der direkten Erben ihres Kindes befinden;
- (2) die Mehrheit der Entscheidungsrechte direkt oder indirekt bestehen kann;
- (3) mindestens ein Vertreter der Familie oder der Angehörigen offiziell an der Leitung bzw. Kontrolle des Unternehmens beteiligt ist.“⁷¹

Neben den allgemeinen Kriterien differenziert die Stiftung Familienunternehmen auch nach Ausprägung der Stimmrechts- bzw. Kontrollmehrheit und der maßgeblichen Entscheidungsrechte. In diesem Zusammenhang sind drei wesentliche Unternehmenstypen zu nennen: Nominelle Familienunternehmen, familienkontrollierte Unternehmen und eigen-tümergeführte Unternehmen.⁷²

Nominelle Familienunternehmen sind Unternehmen, bei denen im Firmennamen der Name der Familie enthalten ist. Auch wenn die Familie nicht mehr am Unternehmen beteiligt ist,

⁶⁷ Die Stiftung Familienunternehmen ist der offizielle Vertreter der Bundesrepublik Deutschland für die Expertengruppe Familienunternehmen bei der EU-Kommission und repräsentiert die Meinung der EU-Kommission. Vgl. Stiftung Familienunternehmen (o.J.): S. 1.

⁶⁸ Vgl. Stiftung Familienunternehmen (o. J.): S. 1.

⁶⁹ Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2011): S. 5.

⁷⁰ Alle drei Kriterien müssen dafür erfüllt sein.

⁷¹ Stiftung Familienunternehmen (o. J.): S. 1.

⁷² Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2011): S. 5.

so wird der Fortführungsgedanke damit aufgenommen. Der Begriff wird aber am wenigsten dem eigentlichen Familienunternehmen gerecht.

Familienkontrollierte Unternehmen werden von wenigen natürlichen Einzelpersonen kontrolliert⁷³, aber nicht zwingend geleitet. Die Leitungsfunktion des Eigentümers wird bei einem eigentümergeführten Unternehmen vorausgesetzt, welches demnach eine Unterkategorie der familienkontrollierten Unternehmen darstellt.

Eigentümergeführte Unternehmen werden von einer begrenzten Anzahl natürlicher Einzelpersonen kontrolliert und von mindestens einem Eigentümer in leitender Position geführt. Zur Operationalisierung der Kriterien wird die Rechtsform des Unternehmens genauer untersucht, um die Einheitlichkeit von Leitung und Eigentum zu überprüfen. Bei Einzelgesellschaften wird davon ausgegangen, dass zwischen Eigentum und Leitung eine Personalunion besteht, solange nicht explizit auf einen anderen Geschäftsführer verwiesen wird. Für Personengesellschaften wird das Kriterium als erfüllt angesehen, solange nicht mehr als drei geschäftsführende Gesellschafter existieren. Die GmbH & Co. KG als Spezialform der Personengesellschaft wird wie eine Kapitalgesellschaft behandelt. In diesem Fall wird von der Einheit von Leitung und Eigentum ausgegangen, wenn der Geschäftsführer auch Gesellschafter ist. Zudem muss bei der GmbH & Co. KG der Geschäftsführer des Komplementärunternehmens ebenfalls Eigentümer sein.⁷⁴

Der Ansatz des Eigentümergeführten Unternehmens ist dem des IfM Bonn sehr ähnlich, da die Einheit von Leitung bzw. Kontrolle und Eigentum als wesentliches Merkmal erachtet wird. Ein Dissens besteht über das Ausmaß der Beteiligung der Eigentümer an der Unternehmensführung. Das IfM Bonn führt aus, dass alle am Unternehmen beteiligten Personen auch der Geschäftsführung angehören müssen. Dies ist bei der Definition der Stiftung Familienunternehmen nicht erforderlich.⁷⁵

⁷³ Mindestens 50 % des stimmberechtigten Unternehmenskapitals muss im Eigentum dreier natürlicher Personen liegen. Bei mehr als drei natürlichen Personen wird angenommen, dass es sich um eine Familie handelt, wenn mindestens zwei dieser Personen den gleichen Nachnamen führen. Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2011): S. 51.

⁷⁴ Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2011): S. 6f.

⁷⁵ Im internationalen Kontext wird oftmals die Definition der Familienunternehmen von Chua/Chrisman/Sharma (1999) herangezogen. Ein Familienunternehmen wird in diesem Kontext folgendermaßen charakterisiert: „The family business is a business governed and/ or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the

2.1.3 Arbeitsrelevante Abgrenzung

Unter praktischen Gesichtspunkten wird ersichtlich, dass es auch Unternehmen gibt, welche die Familienunternehmenskriterien erfüllen, jedoch Milliardenumsätze erzielen und tausende Mitarbeiter beschäftigen. Diese beschriebene Form gleicht einem Großunternehmen, weshalb damit auch andere Rahmenbedingungen gegeben sind als im Vergleich zur mittelständischen Unternehmung. Aus diesem Grund scheint eine inhaltliche Begrenzung sinnvoll.⁷⁶ In dieser Ausarbeitung werden für die Mittelstandsdefinition qualitative und quantitative Abgrenzungsmerkmale herangezogen.

Um die quantitativen Definitionsansätze zu berücksichtigen, wird eine absolute Umsatzobergrenze⁷⁷ eingeführt. Mayer-Friedrich/Schnier (2012) haben bereits festgestellt, dass die Emissionsvolumina in den Mittelstandssegmenten der Wertpapierbörsen zu hoch⁷⁸ für quantitativ⁷⁹ definierte mittelständische Unternehmen sind.⁸⁰ Deshalb wird dem Ansatz des eigentümergeführten Unternehmens mit Größenbeschränkung nach Goeke (2008) gefolgt,

family or families." Diese Definition zielt folglich darauf ab, dass ein Familienunternehmen von blutsverwandten Familienmitgliedern bzw. mehreren Familien kontrolliert wird. Dabei geht es weniger um das aktive Management bzw. die Leitungsfunktion. Es wird lediglich die Ansicht verfolgt, dass das Unternehmen ohne die Personengruppe nicht als autonome wirtschaftliche Einheit existieren würde. Folglich ist die Trägerschaft des Familienunternehmens entscheidend. Das alleinige Mitwirken der Familie wird zunächst als ausreichend für die Klassifizierung als Familienunternehmen erachtet. Darüber hinaus wird im enger gefassten Erklärungsansatz die Forderung postuliert, dass die Familie maßgeblichen Einfluss ausübt, der auf einem spezifischen Firmenverhalten fußt. Dieser Ansatz des Mitwirkens wird als Components-of-involvement-Approach definiert. Der enger gefasste Ansatz des durch den Familieneinfluss resultierenden Unternehmenscharakters wird als Essence-Approach bezeichnet. Die Operationalisierung der Kriterien, die auch der Heterogenität der Unternehmen Rechnung tragen soll, wird immer noch diskutiert. Ähnlich wie im deutschsprachigen Schriftgut ist auch im angloamerikanischen Sprachraum eine breite Literaturbasis vorhanden, die versucht anhand von Kriterien Typen von Familienunternehmen zu identifizieren. Üblicherweise werden im Rahmen internationaler Forschung nationale Ansätze schnell appliziert und diskutiert, wie der bereits erwähnte SFI-Ansatz von Klein (2000) zeigt. Vgl. Chua/Chrisman/Sharma (1999): S. 25; Kormann (2011): S. 6f.; Chrisman/Chua/Sharma (2005): S. 556f.; Schraml (2010): S. 12; Sharma (2003): S. 5ff.; Astrachan/Klein/Smymnios (2002): S. 45ff.; Astrachan/ Shaker (2003): 211ff.; Klein/Astrachan/Smymnios (2005): S. 322ff.; Rutherford/Kuratko/Holt (2008): S. 1089ff.; Westhead/Howorth (2007), S. 422f.; Holt/Rutherford/Kuratko (2010): S. 77ff.. Rutherford/Kuratko/Holt (2008) geben in Ihrem Journalartikel einen adäquaten Überblick zu empirischen Studien zur Messung der Performance von Familienunternehmen. Vgl. Rutherford/Kuratko/Holt (2008): S. 1092.

⁷⁶ Vgl. Goeke (2008): S. 12.

⁷⁷ Die Umsatzobergrenze als einzige Kennzahl wird als sinnvoll erachtet, da aus Perspektive der Unternehmensfinanzierung diese Kennzahl eine Einschätzung der finanziellen Möglichkeiten der Firma ermöglicht.

⁷⁸ Die Segmentzulassung wird von der jeweiligen Börse subjektiv entschieden. Dadurch sind teilweise große Aktiengesellschaften wie die Air Berlin plc in den Mittelstandssegmenten vertreten.

⁷⁹ Es wurde die quantitative Definition der EU-Kommission verwendet. Vgl. Mayer-Friedrich/Schnier (2012): S. 44.

⁸⁰ Vgl. Mayer-Friedrich/Schnier (2012): S. 46.

der als Umsatzobergrenze 500 Mio. EUR festlegt.⁸¹ Häufig ist damit auch der Begriff des *gehobenen Mittelstandes* verbunden. Um den Dissens zwischen den theoretischen Definitionsansätzen und der Praxis zu vermindern, werden umsatzmäßig kleinere eigentümergeführte Unternehmen in der Untersuchung berücksichtigt. In der Stichprobe dieser Ausarbeitung sind Unternehmen mit einem Umsatz bis höchstens 103 Mio. EUR enthalten.⁸²

Darüber hinaus wird die Eigenschaft der Eigentümerführung als qualitatives Merkmal der Mittelstandsdefinition berücksichtigt: Hier wird dem Definitionsansatz des eigentümergeführten Unternehmens der Stiftung Familienunternehmen weitestgehend gefolgt.⁸³ Zur besseren praktischen Anwendung wird geprüft, ob mindestens 50 % der Geschäftsanteile zur Familie des Gründers gehören und mindestens ein Mitglied der Familie in der Geschäftsführungsfunktion (Vorstand, Geschäftsführung o. ä.) tätig ist. Damit wird dem Postulat der Einheit von Eigentum und Leitung Folge geleistet. Zudem wird geprüft, ob der Emittent der Anleihe im Rechtsraum der Bundesrepublik Deutschland ansässig ist (auch bei Konzernverhältnissen) und die Anleihe zur Finanzierung der Gesamtunternehmung bzw. der Hauptgeschäftstätigkeit⁸⁴ dient.

2.2 Finanzierung

Nachdem zuvor das Unternehmen als Untersuchungsobjekt im Fokus stand, wird sich nun dem Finanzbereich zugewendet. Wie bereits in der Einleitung kurz ausgeführt wurde, ist die Finanzierung von Investitionen eines Unternehmens eine essentielle Aufgabe, um die Nachhaltigkeit der Geschäftstätigkeit zu gewährleisten. Im Folgenden wird auf die Terminologie des Finanzierungsbegriffs detaillierter eingegangen, um eine inhaltliche Definition und Abgrenzung zu ermöglichen.

⁸¹ Vgl. Goeke (2008): S. 11.

⁸² Siehe Gliederungspunkt 5.2.3.

⁸³ Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2011): S. 5f.

⁸⁴ Damit sind Projektgesellschaften keine mittelständischen Unternehmen.

2.2.1 Der Finanzierungsbegriff

Der Begriff *Finanzierung* wird in der Literatur auch synonym für Finanzwirtschaft, Kapitalwirtschaft, für den finanziellen Sektor und die finanzielle Sphäre gebraucht. Eine trennscharfe Abgrenzung der Terminologie liegt nicht vor. Unter der Bezeichnung *Finanzierung* werden diverse Begrifflichkeiten subsumiert.⁸⁵

Seit den 1990er-Jahren hat sich das Verständnis des Finanzierungsbegriffs verändert und hat in der Folge eine merkliche Modifizierung erfahren.⁸⁶ Der traditionelle Begriff geht zurück auf Schmalenbach (1937) und fokussiert die Passivseite der Firmenbilanz. Finanzierung ist demnach die kurz- und langfristige Kapitalbeschaffung, -rückzahlung und -umschichtung im Passivbereich.⁸⁷ Der Umgang mit Geld⁸⁸ und geldwerten Äquivalenten⁸⁹ steht hier im Vordergrund.⁹⁰ Zusammenfassend kann die Beschaffung des benötigten Kapitals für die Unternehmung als zentrale Aufgabe der Finanzierung verstanden werden.⁹¹ Eilenberger/Ernst/Toebe (2013) bezeichnen dies als Finanzierung im engeren Sinn.

Die Finanzierung im weiteren Sinn wird durch die Einbeziehung der Aktivseite der Bilanz in Form der Finanzmitteldisposition⁹² definiert.⁹³ Die Kapitalaufbringung⁹⁴ und die Kapitalanlage (Investition)⁹⁵ sind demnach eng miteinander verflochten⁹⁶. Dabei wird neben der Kapitalbeschaffung die Steuerung (Bilanzielle Umschichtung und Reduzierung) sowie

⁸⁵ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 3.

⁸⁶ Vgl. Schachtner (2009): S. 11.

⁸⁷ Vgl. Schmalenbach (1937): S. 1f.; Schmalenbach (1966): S. 9.

⁸⁸ Geld bezeichnet die Ausprägung in Zentralbankgeld (Banknoten sowie Münzen) und Buchgeld (jederzeit verfügbares Guthaben bei Kreditinstituten). Vgl. Becker (2013): S. 125.

⁸⁹ Geldwerte Äquivalente sind Sacheinlagen in Form von Wertpapieren und Geschäftsausstattung, Rechten wie Lizenzen/Patente und Leistungen wie Beratung und Geschäftsvermittlung. Vgl. Becker (2013): S. 125.

⁹⁰ Vgl. Becker (2013): S. 125.

⁹¹ Vgl. Olfert/Rahn (2013): S. 39.

⁹² Die Finanzmitteldisposition beinhaltet die Verwaltung und Problemlösung zu Fragen der Finanzmittel, der Kapitalstrukturierung und der Liquiditätsteuerung. Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 1.

⁹³ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 1.

⁹⁴ Unter Berücksichtigung des Investitionsgedankens kann die Kapitalaufbringung in drei Themengebiete unterteilt werden: Kapitalstruktur (Finanzierungsarten und deren zweckmäßigen Kombination), Kapitalvolumen (Ermittlung des Kapitalbedarfs) und Kapitalkosten (Bestimmung der Kapitalkosten und kostenoptimale Finanzierung). Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 10.

⁹⁵ Unter *Kapitalanlage* wird synonym *Investition* verstanden. Das umfangreiche Themengebiet der Investition wird in dieser Ausarbeitung nicht weiter vertieft. Für weiterführende Ausführungen sei auf Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 10ff. verwiesen.

⁹⁶ Süchting (1995) nimmt diesen unternehmensübergreifenden Gedanken auf und definiert: „Finanzierung umfasst alle zur Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichts der Unternehmung erforderlicher Maßnahmen.“ Süchting (1995): S. 18.

Sicherung des Kapitals berücksichtigt.⁹⁷ Dies wird üblicherweise als Finanzmanagement⁹⁸ bezeichnet.⁹⁹

Oft wird in den genannten Betrachtungsweisen die Finanzmittelverwendung für Realgüter im Unternehmen berücksichtigt, ohne einen integrativen Bezug zum Finanzbereich des Unternehmens oder zur externen Umwelt (z. B. Kapitalmärkte, Kapitalgeber) herzustellen.¹⁰⁰ Neuere Definitionsansätze sind daher an monetären Zahlungsströmen orientiert.¹⁰¹

Im betrieblichen Ablauf entsteht ein Strom von Kapitaleinnahmen und -ausgaben.¹⁰² Im Zusammenhang mit diesen Zahlungsbeziehungen hat das Unternehmen Verbindungen zu Finanzierungsmärkten einerseits und andererseits zu u. a. Güter-, Arbeits- und Rohstoffmärkten.¹⁰³ Dieser Fluss von finanziellen Mitteln lässt sich wie in der folgenden Abbildung als Kreislauf darstellen.

⁹⁷ Vgl. Becker (2013): S. 125.

⁹⁸ Bei der finanzwirtschaftlichen Entscheidung wird traditionell Rentabilität, Liquidität, Sicherheit (Risiko der Kapitalanlage) und Unabhängigkeit (der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit) als allgemeine Zielkriterien definiert. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 11ff.

⁹⁹ Vgl. Volkart (2007): S. 50.

¹⁰⁰ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 2.

¹⁰¹ Vgl. Kracht (2010): S. 15.

¹⁰² Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 5ff.

¹⁰³ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S. 27ff.

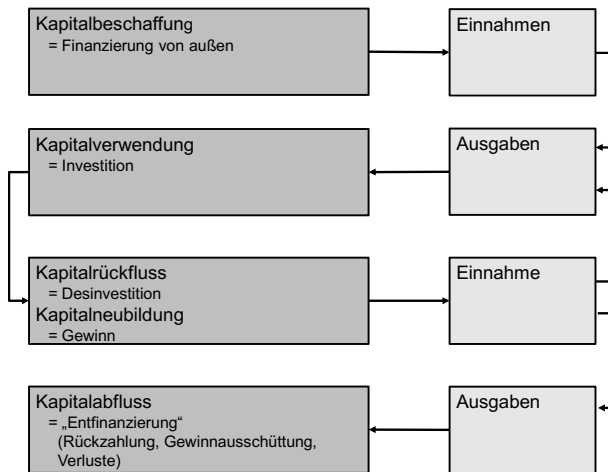


Abbildung 3: Kreislauf finanzieller Mittel.¹⁰⁴

Der aufgezeigte Prozess der finanziellen Mittel beginnt mit der Kapitalbeschaffung von externen Kapitalgebern. Diese führt zu einer Einzahlung und fußt auf einer Ausgabe, wenn das Kapital für eine Investition verwendet wird. Danach folgt der Kapitalrückfluss vom Markt als Einnahme. Rückflüsse aus dem Markt können wieder reinvestiert werden: Der Kreislauf beginnt von vorne. Wird das Anfangskapital zurückgezahlt, entsteht ein Kapitalabfluss. Ist das zurückgezahlte Kapital geringer als das anfänglich investierte Kapital, entsteht ein Verlust für die Kapitalgeber, ansonsten ein Gewinn.¹⁰⁵

Unternehmen in marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystemen sorgen in der Regel für einen ständigen Ausgleich¹⁰⁶ dieser Zahlungsströme, um die Nachhaltigkeit der Unternehmung

¹⁰⁴ Eigene Darstellung, nach Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 5.

¹⁰⁵ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 5.

¹⁰⁶ Dabei bestehen enge gegenseitige Abhängigkeiten, die als finanzwirtschaftliche Interdependenzen bezeichnet werden. So kann die reine Vorteilhaftigkeit und Wirtschaftlichkeit einer Unternehmensinvestition nicht nur isoliert betrachtet werden, sondern muss auch die Implikationen auf den Finanzbereich berücksichtigen. Eine bedeutende Investition kann beispielsweise ohne ausreichende Liquiditätslage und Kapitalausstattung nicht getätigt werden. Durch die Wirkungszusammenhänge haben einzelne Parameteränderungen multiple Auswirkungen. Nahezu alle betrieblichen Entscheidungen sind mit Ein- und Auszahlungen verknüpft und spiegeln sich in der finanziellen Sphäre der Unternehmung wider. Eine integrative Betrachtung der betrieblichen Finanzwirtschaft scheint demnach unerlässlich. Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 2f.; Volkart (2007): S. 41.

zu gewährleisten.¹⁰⁷ Diesem ganzheitlichen Ansatz¹⁰⁸ von Finanz- und Investitionsmanagement wird unter dem Begriff der *Corporate Finance*¹⁰⁹ subsumiert. Zentrale Gestaltungsbereiche sind:

- Investitionspolitik
- Kapitalstrukturpolitik
- Liquiditätspolitik
- Risikopolitik sowie
- Informations- und Kommunikationspolitik¹¹⁰

Der gesamte Finanzbedarf der Unternehmung muss sich in einem langfristigen Finanzierungsplan wiederfinden. Aus diesem gehen der Finanzbedarf in Höhe und zeitlicher Struktur hervor. Aufgrund der Präferenz der Unternehmung können diese Beträge mit lang- und kurzfristigem Fremdkapital oder Eigenkapital gedeckt werden.¹¹¹ Wenn der Unternehmer kein Eigenkapital für die Unternehmung zur Verfügung stellt, ist dieser auf externe Finanzierung angewiesen.¹¹² Diese Mittel können auf Finanzierungsmärkten eingeworben werden, auf denen Investoren diese Finanzierungsmittel bereitstellen.¹¹³ Für das Zustandekommen der Finanzierung muss eine Markttransaktion getätigt werden, indem das Unternehmen Finanzierungstitel ausgibt (Nachfrager) und der Kapitalgeber (Anbieter) diese kauft. Als Finanzierungstitel sind die Gesamtheit von Rechten und Pflichten zu verstehen,

¹⁰⁷ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 10.

¹⁰⁸ Dieser Ansatz der Betrachtung des Unternehmens als Konstrukt von Finanzierungsbeziehungen als Ganzes wird im Gegensatz zur durchgehenden objektbezogenen Finanzierung von Einzelinvestitionen als *totale Finanzierungstheorie* bezeichnet. Bei der Bilanzanalyse wird oft versucht, einen direkten Zusammenhang zwischen Vermögensgegenständen und der Finanzierung dieser Objekte herzustellen. So besagt beispielsweise die *Goldene Bilanzregel*, dass das langfristige Vermögen auch langfristig finanziert werden muss: Das Anlagevermögen muss demnach von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital gedeckt sein, um die Regel zu erfüllen. Dies ist dem Gedanken der partiellen Finanzierungstheorie zuzuordnen. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 6f.

¹⁰⁹ Insbesondere in der US-amerikanischen Literatur ist der Gedanke des Corporate Finance weitverbreitet. Vgl. Berk/DeMarzo (2014): S. 9ff.; Brealey/Meyers/Allen (2011): S. 29ff.; Tirole (2006): S. 15ff.

¹¹⁰ Vgl. Volkart (2007): S. 41.

¹¹¹ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 7.

¹¹² Vgl. Breuer (2013): S. 10.

¹¹³ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S. 28.

die aus der Beziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer entstehen.¹¹⁴ Die Ausgangslage kann als Grundproblem der Unternehmensfinanzierung interpretiert werden: Kapitalnehmer (Unternehmen) und Kapitalgeber (Investoren) stehen demnach im Rahmen der Kapitalüberlassung in einer Finanzierungsbeziehung. Dies sind alle Maßnahmen, die der Mittelbeschaffung und -tilgung dienen. Naturgemäß sind diese monetären Rechte und Pflichten vertraglich zu fixieren.¹¹⁵

Darüber hinaus ist in einer Finanzierungsbeziehung nicht nur die monetäre Perspektive bedeutsam, sondern auch weitere unterstützende Obliegenheiten sind zu beachten – beispielsweise Informationsrechte und -pflichten sowie Einwirkungs- und Gestaltungsrechte. Informationsrechte räumen den Kapitalgebern Informationsmöglichkeiten ein, um die wirtschaftliche Lage des Unternehmens beurteilen zu können (z. B. Einsichtnahme in Geschäftsunterlagen). Informationspflichten betreffen die Geschäftsleitung, die bestimmte Unterlagen zur Ertragslage der Unternehmung zur Verfügung stellen müssen (z. B. Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung etc.).¹¹⁶ Einwirkungsrechte ermöglichen den Kapitalgebern, auf die Geschäftsführung Einfluss zu nehmen (z. B. durch Mitwirkung im Aufsichtsrat). Diese ermöglichen den Vertragsparteien die Geltendmachung von sonstigen Rechten und Pflichten durch eine einseitige Willenserklärung. Kapitalgebern wird beispielsweise ein Kündigungsrecht eingeräumt, wodurch die Forderung an das Unternehmen sofort fällig wird.¹¹⁷ Durch umfassende Einwirkungsrechte wie Überwachungs- und Einflussmöglichkeiten können Kapitalgeber die Geschäftsführung kontrollieren. Wenn Kontrollmechanismen allein nicht ausreichend sind, können – je nach Risikoprofil der Unternehmung – Sicherheiten der Unternehmung von den Kapitalgebern gefordert werden, um die Forderungen der Kapitalgeber im Insolvenzfall bzw. bei Zahlungsverzug zu besichern.¹¹⁸ Die Regelwerke bzw. Bedingungen, die für die Kapitalüberlassung vereinbart werden, sind insbe-

¹¹⁴ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 31. Die externe Finanzierung stellt sich so dar, dass das Unternehmen Finanzierungstitel ausgibt, der Kapitalgeber diese erwirbt und dafür eine Kapitaleinzahlung in Form eines Preises leistet. Der Inhaber des Finanzierungstitels erwirbt die Anwartschaft zukünftiger Zahlungen von Unternehmen. Es werden demnach gegenwärtig verfügbare Zahlungsmittel gegen zukünftige Zahlungen getauscht. Bei der Anleiheemission ist folgende Markttransaktion zu beobachten: Unternehmen begeben Anlehetitel und Kapitalgeber kaufen diese. Vgl. Abschnitt 2.3.

¹¹⁵ Vgl. Breuer (2013): S. 10.

¹¹⁶ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 54.

¹¹⁷ Vgl. Breuer (2013): S. 10f.

¹¹⁸ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 40f.

sondere auch von den Bedingungen am Kapitalmarkt abgänglich, die dafür eine angemessene Kompensation einfordern.¹¹⁹

Im Kontext der Anleihefinanzierung wird gemäß der Ausführung des monetären Finanzierungsansatzes in dieser Arbeit unter *Finanzierung* die „Gesamtheit aller Maßnahmen von Mittelbeschaffung und -rückzahlung und damit die Gestaltung der Zahlungs-, Informations-, Kontroll- und Sicherungsbeziehungen zwischen Unternehmen und Kapitalgeber“¹²⁰ verstanden. Mit dieser Definition wird der weitreichenden Beziehung zwischen externen Kapitalgeber und dem Unternehmen Rechnung getragen. Auf die Unterscheidung der Kapitalgeber wird im Folgenden eingegangen.

2.2.2 Systematisierung von Anleihen als Finanzierungsform

In diesem Unterkapitel wird die Anleihefinanzierung nach Kriterien systematisiert, um eine einheitliche Perspektive auf diese Finanzierungsform zu etablieren. Damit wird eine Basis zur Vergleichbarkeit von Finanzierungstiteln erstellt, die ähnlichen Zielsetzungen gerecht werden bzw. ähnliche Eigenschaften aufweisen.¹²¹ Kategorisiert wird nach drei Perspektiven: Kapitalherkunft, Rechtsstellung der Kapitalgeber und Fristigkeit.

2.2.2.1 Einteilung nach Kapitalherkunft

In diesem Zusammenhang wird eingeordnet, ob die Unternehmensfinanzierung durch externe oder interne Quellen erfolgt. In Anlehnung an die zahlungsorientierte Finanzierungsdefinition wird hier systematisiert: Der Finanzierungsprozess beginnt mit einer Einnahme und endet in letzter Konsequenz mit einer Ausgabe. Die Einnahme wird in dieser Denkweise im engeren Sinn von einer Finanzierungsquelle außerhalb des Unternehmens zugeführt. Demzufolge liegt in diesem Fall eine Außenfinanzierung vor.¹²² Die Einordnung erfolgt entsprechend der Quelle der Kapital- bzw. Mittelherkunft.¹²³ In diesem Zusammenhang wird zwischen Innen- und Außenfinanzierung unterschieden. Letztere bedeutet, dass eine externe Quelle zur Finanzierung dient. Innenfinanzierung demnach, das aus dem Unternehmen bzw. des Unternehmenskomplexes eine innere Quelle zur Finanzierung heran-

¹¹⁹ Vgl. Rehkugler (2007): S. 163.

¹²⁰ Kracht (2010): S. 15.

¹²¹ Vgl. Busse (2003): S. 65.

¹²² Vgl. Rehkugler (2007): S. 163.

¹²³ Vgl. Becker (2013): S. 129.

gezogen wird.¹²⁴ Bei der Innenfinanzierung stammen die finanziellen Mittel aus dem Unternehmen selbst, die aus internen Vorgängen wie dem betrieblichen Umsatzprozess resultieren.¹²⁵ Die Dauer der jeweiligen Kapitalüberlassung kann anlassbezogen geregelt werden.¹²⁶ Die folgende Abbildung zeigt die Systematisierung nach Kapitalherkunft¹²⁷. Die grau hervorgehobenen Kategorien zeigen, wozu Anleihefinanzierung zuzuordnen ist.¹²⁸

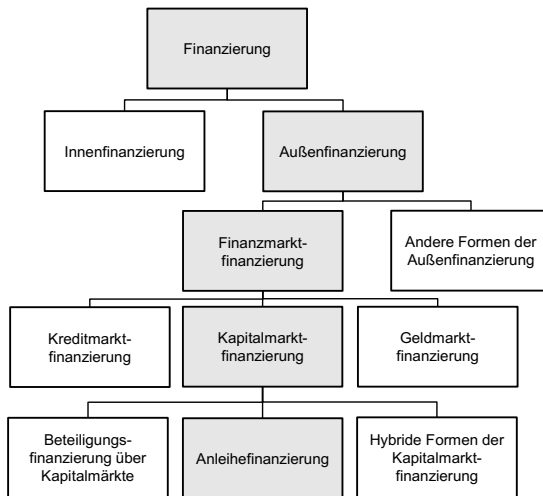


Abbildung 4: Systematisierung von Anleihefinanzierung nach Finanzierungsquelle.¹²⁹

¹²⁴ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 269f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 391. In dieser Betrachtungsweise ist die bilanzielle Einordnung nach Eigen- oder Fremdkapital sekundär, da diese von legalen Definitionskriterien abhängig ist.

¹²⁵ Vgl. Becker (2013): S. 130.

¹²⁶ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 22.

¹²⁷ Die Unterscheidung nach Kapitalherkunft hat sich in der Literatur weitgehend etabliert, weist aber teilweise nicht klare Zuordnungen auf. Süchting (1995) hat bereits konstatiert, dass einige Inkonsistenzen existieren. So kann ein alleiniger Unternehmenseigentümer einer Personengesellschaft dem Unternehmen auch Beteiligungskapital zuführen, was de facto eine Außenfinanzierung darstellt. Jedoch ist die Trennung zwischen Geschäfts- und Privatvermögen (bzw. einer Haftungstrennung) in diesem Fall ausgeschlossen: Eine Separation der Quelle der finanziellen Mittel scheint obsolet.

Als weiteres Beispiel kann die Innenfinanzierung aus dem Umsatzprozess genannt werden. Die Kunden, die für den Umsatz maßgeblich sind, sind genauso wie externe Kapitalgeber als außenstehend zu werten. Deswegen müssen anscheinend Kunden aus Absatzbeziehungen von den anderen externen Kapitalgebern abgegrenzt werden. Hier ist ein weiterer Dissens offensichtlich. Vgl. Süchting (1995): S. 23.

¹²⁸ Durch den Anleihebezug werden ausschließlich die grau hinterlegten Begriffe genauer erläutert und die weiß markierten Felder nicht weiter ausgeführt.

¹²⁹ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 271f.

Die Möglichkeiten der Außenfinanzierung sind die Finanzmarktfiananzierung und andere Formen der Außenfinanzierung (Beteiligungsfinanzierung, Sonderformen der Außenfinanzierung wie Subventionsfinanzierung oder Finanzierung durch Anzahlungen). Die Finanzmarktfiananzierung gliedert sich in Kreditmarktfiananzierung und Kapitalmarktfiananzierung.¹³⁰ Der Kreditmarktfiananzierung wird beispielsweise ein klassischer Bankkredit zugeordnet, bei dem sich Kreditgeber und Kreditnehmer in Form von Bank und Unternehmen gegenüberstehen und einen Kreditvertrag abschließen.¹³¹ Unter der Geldmarktfiananzierung wird primär die kurzfristige verzinsliche Ausleihung von Geldern verstanden. Dabei steht in erster Linie ein Liquiditätsausgleich im Vordergrund. So können beispielsweise große Unternehmungen mit erstklassiger Bonität überschüssige Liquidität an andere Unternehmen bis zu etwa neun Monate ausleihen.¹³² Die Kapitalmarktfiananzierung stellt den Oberbegriff für die Beteiligungsfinanzierung, die Anleihefinanzierung¹³⁴ und die hybride Form der Kapitalmarktfiananzierung dar. Die Beteiligungsfinanzierung ist die Finanzierung durch die Eigentümer des Unternehmens über den Kapitalmarkt mit Eigenkapital (Aufnahme neuer Gesellschafter).¹³⁵ Die hybride Form der Kapitalmarktfiananzierung ist die Mezzanine-Fiananzierung. Dies ist eine bilanzgestalterische Mischform aus Elementen von Eigen- oder Fremdkapital.¹³⁶

Die dritte Möglichkeit ist die Anleihe- oder auch Corporate-Bond-Fiananzierung. Die Fiananzierung erfolgt durch Ausgabe von Schuldverschreibungen von Unternehmen am Kapitalmarkt. Damit ist die Finanzierung per Anleihe in dieser Systematik ein Instrument der Außenfinanzierung. Besonderes Merkmal ist demzufolge der Zugang zum Kapitalmarkt, um diese Fiananzierungsquelle als Unternehmen nutzen zu können.¹³⁷ Neben der Quelle der Fiananzmittel kann ein weiteres Einteilungskriterium definiert werden, welches auf die juristische Einordnung der Kapitalgeber abzielt.

¹³⁰ Für eine umfassende Erläuterung der Begrifflichkeiten und der dazugehörigen Fiananzierungsinstrumente sei auf Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 272ff. verwiesen.

¹³¹ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 273f.

¹³² Wenn die Ausleihung von Geld erwerbsmäßig erfolgt, müsste geprüft werden, ob ggf. eine Banklizenz nötig ist.

¹³³ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S.335f.

¹³⁴ Neben den Unternehmen als Emittenten, die hier im Fokus stehen, fallen unter diese Kategorie auch Anleihen von Banken und öffentlichen Institutionen, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden.

¹³⁵ Vgl. Rehkugler (2007): S. 163; Becker (2013): S. 131; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 293f.

¹³⁶ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 331ff.; Fischl (2011): S. 16.

¹³⁷ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 325.

2.2.2.2 Einteilung nach Rechtsstellung der Kapitalgeber

In diesem Abschnitt wird die Rechtsstellung der Kapitalgeber berücksichtigt, die auch maßgeblich für die Haftung der Kapitalgeber ist. Auch in diesem Fall lassen sich primär zwei Gruppen unterteilen: Eigen- und Fremdfinanzierung.¹³⁸ Demzufolge lassen sich mit Eigen- und Fremdkapital zwei grundlegende Typen differenzieren. Im Rahmen von Finanzkontrakten ist die Unterscheidung von Bedeutung, weil damit unterschiedliche Rechte und Pflichten verbunden sind, die in Tabelle 3 aufgeführt sind.¹³⁹

	Fremdkapital (Debt)	Eigenkapital (Equity)
Laufzeit	Am Ende der vereinbarten Laufzeit ist der Nennbetrag zur Rückzahlung fällig.	Vom Grundsatz her hat es eine unbeschränkte Laufzeit, doch kann unter bestimmten Umständen das Eigenkapital herabgesetzt werden.
Einkommen des Kapitalgebers	Zinszahlungen (beim Kreditvertrag) oder Kuponzahlungen (bei der Anleihe) sowie die Rückzahlung bei Laufzeitende.	Entnahmen und Dividenden, Erlös aus Verkauf der Beteiligung.
Rechte	Der Gläubiger besteht darauf, periodisch vom Schuldner informiert zu werden.	Der Eigenkapitalgeber hat originär umfangreiche Rechte, in die Geschäftsführung des Kapitalnehmers (Unternehmung) einzugreifen.
Risiken	Falls ein <i>Default</i> beim Schuldner eintritt, kann dieser einen Konkurs beantragen.	Wenn es einer Unternehmung wirtschaftlich schlecht geht und sie keine Dividende mehr zahlt, müssen die Eigenkapitalgeber gemeinschaftlich dafür sorgen, dass die Geschäfte besser geführt werden.
Besteuerung beim Kapitalgeber	Zinseinkünfte und Kuponzahlungen, nicht aber die Rückzahlung des Kreditbetrags, unterliegen der Besteuerung beim Gläubiger.	Entnahmen und Dividenden müssen vom Eigenkapitalgeber versteuert werden, bei Verkauf einer Beteiligung müssen vielfach auch die erzielten Wertsteigerungen versteuert werden.
Besteuerung beim Kapitalnehmer (Unternehmung)	Zinszahlung an Fremdkapitalgeber müssen von der Unternehmung nicht versteuert werden.	Wirtschaftliche Ergebnisse, die als Gewinn dargestellt werden, unterliegen bei der Unternehmung einer <i>Corporate Tax</i> .

Tabelle 3: Unterschiede zwischen Fremd- und Eigenkapital.¹⁴⁰

¹³⁸ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 389.

¹³⁹ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): S. 2f.; Busse (2003): S. 40.

¹⁴⁰ Eigene Darstellung nach Spremann/Gantenbein (2007): S. 2.

Bei der Eigenfinanzierung wird das bestehende Eigenkapital genutzt, um die Unternehmung zu finanzieren. Dies erfolgt in der Weise, dass durch den Unternehmenseigner oder durch Gewinnthesaurierung das Eigenkapital per Einlage zahlungswirksam erhöht wird. Das Eigenkapital ist im Insolvenzfall voll haftend und stellt damit für Zahlungsansprüche Dritter Haftungskapital der Unternehmung dar. Eigenkapital steht in der Regel langfristig zur Verfügung und wird durch Ausschüttung der Unternehmensgewinne *verzinst*. Bei der Eigenfinanzierung ist der Kapitalgeber aus juristischer Perspektive als (Mit-)Eigentümer der Unternehmung anzusehen.¹⁴¹

Bei der Fremdfinanzierung erfolgt die Finanzierung über die zahlungswirksame Erhöhung des Fremdkapitals. Die Grundform der Fremdfinanzierung stellt die bilanzrechtliche Anforderung des Fremdkapitals dar. Diesem Verhältnis liegt ein Kreditvertrag¹⁴² zu Grunde, die dem Fremdkapitalgeber eine Forderung einräumt und beim Schuldner folglich eine Verbindlichkeit entsteht.¹⁴³ Diese stellt eine feste Zahlungsverbindlichkeit gegenüber dem Gläubiger dar, die sich aus fixierten Zinszahlungen und dem Tilgungsbetrag ergibt. Im Insolvenzfall haftet dieses Kapital nicht für Unternehmensverbindlichkeiten. Der Gläubiger stellt das Kapital nur zeitlich begrenzt zur Verfügung.¹⁴⁴

Neben der Kreditfinanzierung lassen sich unter dem Oberbegriff der Fremdfinanzierung noch weitere Dimensionen unterteilen, die Abbildung 5 verdeutlicht.

¹⁴¹ Vgl. Rehkugler (2007): S. 165.

¹⁴² Neben der Bank als finanzierende Institution können auch Lieferanten einen Kredit einräumen, indem die Ware nicht beim Erhalt, sondern erst später gezahlt wird. In der Regel sind Lieferanten bei der Kreditwürdigkeitsprüfung nicht so streng wie Banken, sodass hier ein gewisser Anreiz besteht, die eingeräumte Kreditlinie vom Unternehmen zu nutzen. Ein eingeräumter Skonto kann den Kreditnehmer einen Anreiz geben die Lieferung umgehend zu bezahlen, da die fiktiven Zinskosten der Nichtinanspruchnahme oft relativ teuer sind (Opportunitätsbetrachtung). Vgl. Becker (2013): S. 199; Busse (2003): S. 406ff.; Drukarczyk/Lobe (2015): S. 260f.; Süchting (1995): S. 185f.

¹⁴³ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): S. 3.

¹⁴⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 389f.

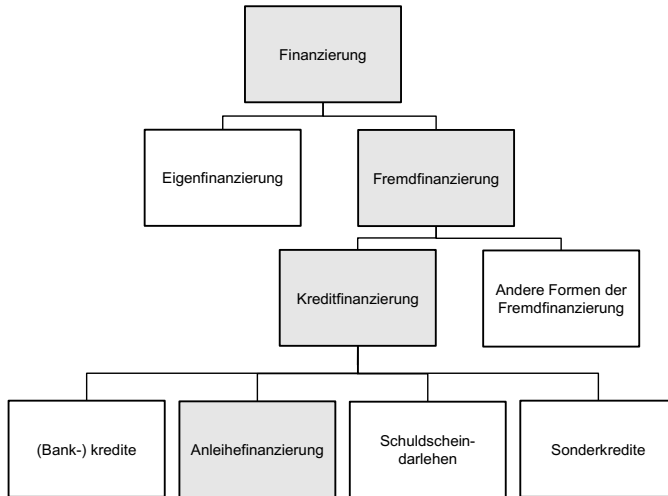


Abbildung 5: Systematisierung von Anleihefinanzierung nach Rechtsstellung der Kapitalgeber.¹⁴⁵

Die Fremdfinanzierung gliedert sich in Kreditfinanzierung und in andere Formen der Fremdfinanzierung wie Finanzierung aus Rückstellungen oder Finanzierung durch Kapitalfreisetzung, wenn beispielsweise nicht betriebsnotwendiges Vermögen veräußert wird.¹⁴⁶ Die Kreditfinanzierung kann wiederum in vier Kategorien eingeteilt werden: (Bank-)Kredite, Anleihefinanzierung, Schuldscheindarlehen und Sonderkredite. (Bank-)Kredite werden von Kreditinstituten begeben, die mit dem Kreditnehmer in einer Kreditbeziehung stehen.¹⁴⁷ Anders als die Finanzierung über Kreditinstitute erfolgt die Anleihefinanzierung durch die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt. In diesem Fall stellen die individuellen Anleihekäufer dem Unternehmen Kredite zur Verfügung.¹⁴⁸ Die dritte Form stellt das Schuldscheindarlehen dar. Schuldscheine sind Großkredite, die aber nicht von einer Bank als Kreditgeber begeben werden. In der Regel stellt der Kreditnehmer einen Schuldschein über den Kreditbetrag zugunsten des Kreditgebers aus. Kreditgeber

¹⁴⁵ Eigene Darstellung; in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 389ff.; Olfert/Reichel (2008): S. 93.

¹⁴⁶ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 391.

¹⁴⁷ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 325. Bankkredite können nach weiteren Formen unterteilt werden wie Darlehen als langfristiger Kredit, Kontokorrentkredite als kurzfristige Kreditform und weitere Ausprägungen wie Diskontkredit, Akzeptkredit, Avalkredit usw. Vgl. Rehkugler (2007): S. 259; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 442.

¹⁴⁸ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 296; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 325.

sind in diesem Fall beispielsweise Versicherungen oder Fondsgesellschaften.¹⁴⁹ Die letzte Form stellen die Sonderkredite¹⁵⁰ dar.

Nachdem die Finanzierung über Anleihen sowohl nach der Kapitalherkunft als auch nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber eingeordnet wurde, bietet sich eine Kombination der beiden Systematisierungsansätze an. Dadurch können Finanzierungsinstrumente identifiziert werden, die ähnliche Eigenschaften wie Anleihen aufweisen. Abbildung 6 stellt die Systematisierung grafisch dar.

Herkunft des Kapitals Rechtsstellung der Kapitalgeber	Außenfinanzierung (Kapitalzuführung)	Innenfinanzierung (Kapitalbindung)
	Beteiligungsfinanzierung	Selbstfinanzierung (Gewinnthesaurierung)
Eigenkapitalfinanzierung (Eigenkapitalgeber)		
Fremdkapitalfinanzierung (Fremdkapitalgeber)	Externe Fremdfinanzierung (Kreditfinanzierung)	Interne Fremdfinanzierung (Finanzierung aus Rückstellungen)

Abbildung 6: Systematisierung der Kreditfinanzierung nach Rechtsstellung der Kapitalgeber und Kapitalherkunft.¹⁵¹

Durch die Kombination der beiden Zuordnungskriterien entsteht eine Matrix. Links ist die Rechtsstellung der Kapitalgeber aufgeführt: unterschieden nach Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung. Im oberen Abschnitt ist die Herkunft des Kapitals aufgeführt: unterschieden nach Außen- und Innenfinanzierung. Im Gültigkeitsbereich von Eigenkapitalfinanzierung und Außenfinanzierung ist die Beteiligungsfinanzierung¹⁵² zu finden.¹⁵³ In Schnittbereich von Eigenkapital- und Innenfinanzierung fällt die Selbstfinanzierung z. B.

¹⁴⁹ Vgl. Becker (2013): S. 215.

¹⁵⁰ Teilweise werden Finanzierungsvorhaben staatlich gefördert, indem öffentlich-rechtliche Spezialinstitute wie die AKA-Ausfuhr-Kredit-Gesellschaft mbH Unternehmen Kredite für den Export zur Verfügung stellen. Vgl. Olfert/Reichel (2008): S. 96.

¹⁵¹ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Prätisch/Schikorra/Ludwig (2012): S. 27.

¹⁵² Broere (2014) hat in einer empirischen Erhebung mit 136 privaten Beteiligungsgesellschaften festgestellt, dass insbesondere die Anforderungen an Eigenkapitalrendite und Reputationsziele von hervorgehobener Bedeutung für eine Investition sind. Dabei scheint auch das Management der Beteiligung eine wesentliche Rolle zu spielen. Vgl. Broere (2014): S. 151ff.

¹⁵³ Darunter sind alle Beschaffungsformen von Eigenkapital durch Kapitaleinlage von außen zu verstehen. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 390.

in Form des betrieblichen Umsatzprozesses.¹⁵⁴ Die interne Fremdfinanzierung¹⁵⁵ ist eine Kombination von Fremdfinanzierung und Innenfinanzierung. Unter externer Fremdfinanzierung wird die Fremdfinanzierung von außerhalb des Unternehmens verstanden. Die Fremdkapitalfinanzierung hat im Mittel einen Anteil von etwa 60 % an der Gesamtbilanzsumme. Damit ist diese Finanzierungsform, die im folgenden Unterkapitel noch einmal nach temporaler Überlassungsstruktur differenziert wird, bei deutschen Unternehmen relativ bedeutend.¹⁵⁶

2.2.2.3. Fristigkeit der Fremdfinanzierung

Die Fristigkeit (Überlassungsdauer, Überlassungsfrist) einzelner Finanzierungstitel ist ein wichtiger Planungsparameter für die Liquiditätsplanung im Unternehmen, um eine fristenkongruente Finanzierung herzustellen.¹⁵⁷ Daher bietet sich eine Unterteilung der Finanzinstrumente nach dem Fristigkeitskriterium an, wie lange das Kapital der Unternehmung zur Verfügung steht. Die zeitliche Struktur der Kapitalüberlassung wird üblicherweise in lang-, mittel- und kurzfristig unterteilt, wobei teilweise auch eine unbefristete Kapitalüberlassung in Erwägung gezogen wird, die zumeist aber unter der langfristigen Perspektive subsumiert wird.¹⁵⁸

Zur temporalen Struktur der Kapitalüberlassung wird im ersten Schritt zwischen Eigen- und Fremdkapital¹⁵⁹ unterschieden. Eigenkapital steht dem Unternehmen in der Regel¹⁶⁰

¹⁵⁴ Darunter sind alle Beschaffungsformen von Finanzmitteln zu verstehen, die weder vom Eigentümer noch vom Gläubiger stammen, sondern vom Unternehmen selbst erwirtschaftet worden sind. Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 269.

¹⁵⁵ Dies sind alle Beschaffungsformen von Finanzmitteln, die aus der Auflösung von Rückstellungen entstehen. Da Rückstellungen spätere Verbindlichkeiten darstellen, sind diese bilanziell dem Fremdkapital zuzuordnen. Daher ist dies eine innerbetriebliche Fremdfinanzierung. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 391.

¹⁵⁶ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S.217ff.

¹⁵⁷ Vgl. Eilenberger (2012): S. 184.; Volkart (2007): S. 31.

¹⁵⁸ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 219; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 391.

¹⁵⁹ Mezzanine-Finanzierung wird nicht weiter berücksichtigt, da je nach Gestaltungsform eine Zuordnung nach Eigen- oder Fremdkapital möglich sein sollte. Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S. 33; Swoboda (1985): S. 343ff.

¹⁶⁰ Auch Eigenkapital kann dem Unternehmen entzogen bzw. lediglich befristet überlassen werden. Kapitalanlagegesellschaften (z. B. Private Equity Fonds) haben oft klare Anlagerichtlinien, die teilweise eine temporale Limitation der Kapitalüberlassung vorsehen. Gesellschafter einer offenen Handelsgesellschaft können gem. § 132 HGB beispielsweise ihre Einlage mit einer sechsmonatigen Frist auszahlen lassen, soweit im Gesellschaftsvertrag keine anderslautenden Regelungen getroffen wurden. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 390f.; HGB (2015): § 132.

langfristig zur Verfügung.¹⁶¹ Eine Übersicht zur Fristigkeit des Fremdkapitals ist in Tabelle 4 gegeben.

Einteilung des Fremdkapitals nach seiner Fristigkeit	Zeitspanne	Beispiel
Kurzfristig		
enge Fassung	bis 90 Tage	Lieferantenkredit
weite Fassung	bis 360 Tage	Kontokorrentkredit
Mittelfristig	mehr als 90 bzw. 360 Tage	Anzahlungen im Anlagenaufbau
	bis zu 5 Jahre	Darlehen / Anleihen
Langfristig	Über 5 Jahre	Anleihen

Tabelle 4: Einteilung des Fremdkapitals nach zeitlicher Struktur.¹⁶²

Die Unterscheidung nach kurz-, mittel- und langfristiger Fremdkapitalüberlassung ist willkürlicher Natur¹⁶³. In der Literatur ist vorwiegend die Unterscheidung nach kurz- und langfristiger Fremdfinanzierung vorherrschend.¹⁶⁴ Unter kurzfristiger Fremdfinanzierung wird eine Finanzierungsdauer von bis zu einem Jahr verstanden. Darunter werden traditionell beispielsweise Kundenanzahlungen, Lieferantenkredite oder Kontokorrentkredite verstanden.¹⁶⁵

Im Rahmen der langfristigen externen Fremdfinanzierung sind die vier folgenden Finanzierungsformen zu kategorisieren.

¹⁶¹ Unter langfristiger Finanzierung werden Zeiträume von länger als vier bis fünf Jahre verstanden. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 358f.

¹⁶² Eigene Darstellung, in Anlehnung an Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 219.

¹⁶³ Verbindlichkeiten sind laut HGB-Bilanzvorschriften nach Restlaufzeit zu strukturieren: Unter Verbindlichkeiten ist der Gesamtbetrag auszuweisen, der eine Restlaufzeit von bis zu einem Jahr aufweist. Im Anhang ist zudem der Gesamtbetrag der Verbindlichkeiten aufzugliedern: kurzfristig bedeutet bis zu einem Jahr, mittelfristig bedeutet ein bis vier Jahre, langfristig bedeutet mehr als fünf Jahre. Die Statistik der Deutschen Bundesbank differenziert nach kurzfristiger (bis einem Jahr) und langfristiger Finanzierung (ab einem Jahr). Eine Unterscheidung zwischen mittel- und langfristiger Perspektive entfällt teilweise. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 390f.; HGB (2015): § 285 Nr. 1; Deutsche Bundesbank (2012): S. 13.

¹⁶⁴ Vgl. Becker (2013): S. 197.

¹⁶⁵ Vgl. Süchting (1995): S. 184ff.; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 352ff.; Olfert (2013): S. 350ff.; Becker (2013): S. 197ff.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 455ff.

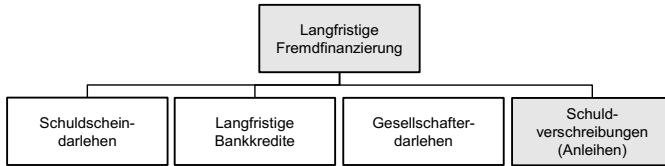


Abbildung 7: Formen der langfristigen Fremdfinanzierung.¹⁶⁶

Im Rahmen der langfristigen Fremdfinanzierung können vier Formen unterschieden werden: Schuldscheindarlehen (langfristiges Darlehen zuzüglich Ausgabe eines Schuldscheines an den Gläubiger), langfristige Bankkredite¹⁶⁷ (klassischer Kredit), Gesellschafterdarlehen sowie Schuldverschreibungen (Anleihen).¹⁶⁸ Die genannten Formen haben gemein, dass sie für Unternehmen eine langfristige Möglichkeit bieten, sich zu finanzieren. Bei jeder der genannten langfristigen Finanzierungsform nimmt der Kapitalgeber eine Gläubigerposition ein.

Aus diesem Grund wird im nächsten Gliederungspunkt auf die Grundlagen der Kreditfinanzierung eingegangen, die damit auch die Ausgangsbasis für die Anleihefinanzierung darstellen.

2.2.3 Grundlagen der Kreditfinanzierung¹⁶⁹

Die Kreditfinanzierung nimmt im Mittelstand eine bedeutende Position in der Kapitalstruktur ein. 75 bis 90 % der Unternehmen sind kreditfinanziert.¹⁷⁰ Die langfristigen Kreditbeziehungen von mittelständischen Unternehmen bestehen meistens mit der Hausbank. Durch diese langfristige Zusammenarbeit ist ein Geschäftsverhältnis entstanden, in welchem die Bank die Kreditüberwachung etabliert hat. Dies führt in der Regel zu einer besseren Informationslage der Bank über die Chancen und Risiken der Unternehmung, was sich

¹⁶⁶ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 427.

¹⁶⁷ Zu diesem Begriff sind auch öffentlich geförderte Kreditprogramme zuzuordnen, welche von Förderinstituten des Bundes, der Länder oder anderen Institutionen aufgelegt werden. Vgl. Becker (2013): S. 209.

¹⁶⁸ Vgl. Olfert, K./Reichel, C. (2008): S. 323ff.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 427; Drukarczyk/Lobe (2015): S. 345ff.

¹⁶⁹ Im engeren Sinn ist hier ein Darlehen gemäß § 488 BGB gemeint. Ein Darlehen zeichnet sich durch die zeitliche Überlassung von (üblicherweise) Geldwerten zugunsten eines Schuldners aus. Jedoch wurde in diesem Kontext bewusst das Wort *Kredit* gewählt, da es sowohl in der Literatur als auch in der Praxis häufig synonym verwendet wird. Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 247.

¹⁷⁰ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 274.

positiv auf die Finanzierungskosten auswirken kann. Andere Kapitalgeber haben es häufig schwerer, eine solche Einschätzung über das Unternehmen zu erhalten.¹⁷¹

Die Grundlage für die Kreditfinanzierung¹⁷² eines Unternehmens bildet der Kreditvertrag¹⁷³, aus welchem ein gegenseitiges Kooperationsverhältnis erwächst.¹⁷⁴ Da die Kreditfinanzierung als Fremdkapital anzusehen ist, sind die groben Finanzierungsleitlinien bereits definiert.¹⁷⁵ In den folgenden Abschnitten werden relativ kurz die wesentlichen Parameter der Kreditfinanzierung vorgestellt. Sowohl für die (Bank-)Kredit- als auch die Anleihefinanzierung sind diese Eigenschaften relevant.

2.2.3.1 Charakteristik

Damit der Kreditgeber die Risiken der Kreditvergabe besser einschätzen kann, wird die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers im Vorhinein geprüft.¹⁷⁶ Insbesondere die Bonität (v. a. die wirtschaftlichen Verhältnisse) des Kreditnehmers ist für die Kreditgewährung von besonderer Bedeutung.¹⁷⁷ Nachdem der Kreditvertrag rechtsgültig geschlossen wurde, wird das Unternehmen Schuldner und die Bank Gläubiger.¹⁷⁸ Die Kreditfinanzierung weist folgende typische Charakteristika auf:

- Geldgeber haben keine Mitspracherechte bei der Geschäftsführung,
- Kreditüberlassung ist befristet,
- Rückzahlungsanspruch auf die nominelle Höhe des Kredites,
- Fester Zinssatz für die Kapitalüberlassung,

¹⁷¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2012): S. 23.

¹⁷² Der Begriff des Kredits geht zurück auf den lateinischen Ursprung credere (Vertrauen) bzw. Credo (ich glaube). Folglich muss der Kreditgeber dem Kreditnehmer vertrauen, das überlassene Geld in der Zukunft zurückzuerhalten. Vgl. Eilenberger (2012): S. 184; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 247. Auf rechtliche Kreditvorschriften wird in diesem Kontext nicht weiter eingegangen. Vgl. Eilenberger (2012): S. 185ff.

¹⁷³ Dieser Vertrag zeichnet sich dadurch aus, dass der Kreditgeber (in der Regel ein Kreditinstitut) dem Kreditnehmer (Unternehmen) einen Geldbetrag überlässt, welcher zu einem späteren Zeitpunkt mit ggf. Zinszahlungen getilgt werden muss. Bestehen die gegenseitigen Leistungen aus Geld, so liegt ein Darlehen vor. Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 166; Gischer/Herz/Menkhoff (2012): S. 137; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 247; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 274.

¹⁷⁴ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 1115.

¹⁷⁵ In der Tabelle 3 wurden bereits die Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdkapital dargestellt.

¹⁷⁶ Auf den Prozess der Kreditwürdigkeitsprüfung wird hier nicht näher eingegangen, sondern auf die bestehende Literatur verwiesen. Vgl. Eilenberger (2012): S. 192ff.; Busse (2003): S. 262ff.; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 429ff.; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 221ff.

¹⁷⁷ Vgl. Eilenberger (2012): S. 192.

¹⁷⁸ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 32.

- Zins- und Tilgungszahlungen sind fixiert, d. h. unabhängig von der wirtschaftlichen Situation der Unternehmung.¹⁷⁹

Das Kreditgeschäft bringt die Eigenschaft mit sich, dass dem Schuldner vor der Mittelverwendung das Geld zur Verfügung gestellt wird und der Gläubiger somit in Vorleistung tritt. Nach der Kreditgewährung hat der Schuldner Möglichkeiten, diese fehlenden Handlungsmöglichkeiten zum Nachteil des Gläubigers zu gestalten, was im schlechten Szenario auf einer Insolvenz des Schuldners fußt (Gliederungspunkt 2.2.3.2).¹⁸⁰ Diese Verhaltensunsicherheit¹⁸¹ kann die Bank antizipieren und im Kreditvertrag beispielsweise Besicherungen (vgl. Gliederungspunkt 2.2.3.3) oder sonstige Vereinbarungen einfordern (Kündigungsrechte o. ä., vgl. Gliederungspunkt 2.2.3.4).¹⁸²

2.2.3.2 Insolvenz

Die Insolvenz eines Unternehmens ist häufig das Resultat einer finanziellen Notlage, wenn eine außergerichtliche Einigung zwischen Gläubiger und Schuldner nicht mehr möglich ist.¹⁸³ In der Regel ist die (Zwangs-)Insolvenz nicht im Interesse des Unternehmens, sodass der Schuldner Anreize zur Verzögerung des Insolvenzeröffnung oder Vermögensübertragung haben kann, was zwar im eigenen Interesse ist, jedoch die Gläubiger schädigt. Solch ein Verhalten wird im Strafgesetzbuch §§ 283-283d (Insolvenzstraftaten) sanktioniert.¹⁸⁴

Das Insolvenzverfahren ist legal in der Insolvenzordnung (InsO) definiert und beginnt mit der schriftlichen Antragstellung beim zuständigen Insolvenzgericht des Schuldners.¹⁸⁵ Dafür muss ein Insolvenzgrund nach § 16 InsO vorliegen: Zahlungsunfähigkeit (§ 17 Abs. 1 InsO), drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 Abs. 1 InsO) oder Überschuldung (§ 19 Abs. 1 InsO).

¹⁷⁹ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 415.

¹⁸⁰ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 417; Gischer/Herz/Menkhoﬀ (2012): S. 138.

¹⁸¹ Auf diese asymmetrische Informationen wird in den Gliederungspunkten 3 und 4 noch dezidiert eingegangen.

¹⁸² Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 173; Drukarczyk/Lobe (2015): S. 228ff.

¹⁸³ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 417; Franke/Hax (2009): S. 574.

¹⁸⁴ Vgl. StGB (2013): § 283ff.; Franke/Hax (2009): S. 574.

¹⁸⁵ Vgl. InsO (2013): § 13 Abs. 1 S. 1; § 3 Abs. 1 S. 1.

Zahlungsunfähigkeit liegt vor, wenn „der Schuldner [das Unternehmen] nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen. Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat.“¹⁸⁶

Die drohende Zahlungsunfähigkeit ist gegeben, wenn der Schuldner „voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen.“¹⁸⁷ Diese Formulierung berücksichtigt demnach die vorausschauende, zeitliche Perspektive. Dadurch soll der erhöhten Wahrscheinlichkeit der Unternehmenssanierung Rechnung getragen werden.¹⁸⁸

Die Überschuldung zielt auf juristische Personen und Personengesellschaften ohne natürliche Personen als Vollhafter ab (z. B. GmbH & Co. KG).¹⁸⁹ „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt.“¹⁹⁰ Zur Beurteilung des Tatbestandes ist zu prüfen, ob die Verbindlichkeiten¹⁹¹ der Unternehmung die Liquidationswerte des Vermögens übersteigen. Im Fall der Überschuldung wird im zweiten Schritt geprüft, ob die Fortführung beabsichtigt wird und wirtschaftlich vertretbar ist. Fällt die Fortführungsprognose positiv aus, wird das Aktivvermögen mit Fortführungswerten bewertet, andernfalls mit Liquidationswerten.¹⁹²

Wird die Fortführung des Unternehmens beabsichtigt, kann ein Insolvenzplan¹⁹³ aufgestellt werden, wie mit den Gläubigeransprüchen verfahren werden soll.¹⁹⁴ Zur Befriedigung der jeweiligen Gläubigeransprüche sind Anspruchsgruppen¹⁹⁵ zu bilden:

¹⁸⁶ InsO (2013): § 17 Abs. 1 und 2 InsO. Als fällig sind Zahlungsverpflichtungen zu bewerten, die vom Forderungsinhaber nachdrücklich eingefordert werden. Zudem müssen betroffenen Forderungen mindestens 10 % der fälligen Gesamtverbindlichkeiten betragen und für mindestens drei Wochen bestehen (Zahlungsstockungsfrist). Vgl. Sikora (2012): S. 309.

¹⁸⁷ InsO (2013): § 18 Abs. 2 InsO.

¹⁸⁸ Vgl. Koss (2006): S. 49.

¹⁸⁹ Vgl. InsO (2013): § 19 Abs. 1 und 3 InsO; Koss (2006): S. 49.

¹⁹⁰ InsO (2013): § 19 Abs. 1 S.1 InsO.

¹⁹¹ Im Fall einer expliziten Rangrücktrittserklärung der Geber von Gesellschafterdarlehen und diesen gleichgestellten Verbindlichkeiten sind diese Verbindlichkeiten nicht bei der Überschuldungsprüfung zu berücksichtigen. Vgl. Gehrman (2013): o. S.

¹⁹² Vgl. Gehrman (2013): o. S.

¹⁹³ Neben einem im Insolvenzplan verfolgten Restrukturierungs- oder Sanierungsverfahren ist auch ein Liquidationsverfahren möglich. Vgl. Pape (2010): S. 3279.

¹⁹⁴ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 577.

¹⁹⁵ Absonderungsberechtigte Gläubigergruppen sind zu erfassen, wenn der Insolvenzplan ihre Rechte betrifft. Genauso ist mit nachrangigen Insolvenzgläubigern zu verfahren, sofern diese Forderungen gem. § 225 InsO Abs. 1 nicht als erlassen gelten. Vgl. Pape (2010): S. 3281.

- absonderungsberechtigte Gläubiger¹⁹⁶ (z. B. Gläubiger mit Pfandrechten, Zurückbehaltungsrechten, Sicherungsabtretung, die separat anspruchsberechtigt sind)
- nicht-nachrangige Insolvenzgläubiger¹⁹⁷ (Gläubiger, deren Forderungen aus der Insolvenzmasse befriedigt werden)
- nachrangige Insolvenzgläubiger (werden befriedigt, wenn die vorher genannten Forderungen beglichen wurden)¹⁹⁸

Dabei dürfen die Gläubigergruppen im Insolvenzplan nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne Plan stünden.¹⁹⁹ Die Gläubiger stimmen in der Gläubigerversammlung über die Annahme des Insolvenzplans ab, wobei die Kopf- als auch Summenmehrheit der abstimmenden Gläubiger zustimmen muss. Der angenommene Plan wird dann durch das Insolvenzgericht bestätigt.²⁰⁰

Abgesehen vom Insolvenzplanverfahren kann ein Regelinsolvenzverfahren durchgeführt werden. Auch in diesem Verfahren werden Anspruchsgruppen gebildet, die von der Insolvenzmasse befriedigt werden.²⁰¹ Da oft die Insolvenzmasse nicht ausreicht, um alle verbleibenden Forderungen (nach Tilgung der vorrangig zu bedienenden Ansprüche) zu befriedigen, wird über die noch offenen Forderungen eine Befriedigungs- bzw. Deckungsquote (Insolvenzquote) vom Insolvenzgericht festgelegt.²⁰² Über die zu erwartende Höhe der Deckungsquote gibt es uneinheitliche²⁰³ Angaben. Bei klein- und mittelständischen Unternehmen endet das gerichtliche Insolvenzverfahren zumeist in der Zerschlagung.²⁰⁴ Tendenziell führen Fortführungslösungen (übertragende Sanierung 9,0 % Befriedigungsquote der ursprünglichen Forderung; Insolvenzplanverfahren 28,0 % Befriedigungsquote)

¹⁹⁶ Vgl. InsO (2013): §§ 49-51.

¹⁹⁷ Vgl. InsO (2013): § 38.

¹⁹⁸ Vgl. Pape (2010): S. 3281.

¹⁹⁹ Vgl. InsO (2013): § 245 Abs. 1 S. 1 InsO; Gehrman (2013): o. S.; Pape (2010): S. 3284f.

²⁰⁰ Vgl. InsO (2013): § 248 Abs. 1 InsO; Pape (2010): S. 3284f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 418.

²⁰¹ Vgl. Gehrman (2013): o. S.

²⁰² Vgl. Sinz (2010): InsO § 182 Streitwert Rn 8; Franke/Hax (2009): S. 576; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 418.

²⁰³ Es gibt verschiedene Gründe für die uneinheitliche Veröffentlichung von Deckungsquoten. Oft werden wesentliche Auswertungsdaten nicht detailliert dokumentiert und die Deckungsquote ist auch von branchen- und unternehmensspezifischen Einflüssen geprägt, sodass die Streuung der Quoten teilweise erheblich ist. Vgl. Icks/Kranz (2010): S. 52.

²⁰⁴ Vgl. Franke/Hax (2009): S. 579.

zu höheren Deckungsquoten als die Liquidation (etwa 1 % Befriedigungsquote der ursprünglichen Forderung).²⁰⁵

Insgesamt gab es im Jahr 2012 etwa 28.297 Insolvenzen von den insgesamt 3.620.576 im Unternehmensregister eingetragenen Unternehmen. Dies entspricht einer Quote von etwa 0,8 % pro Jahr.²⁰⁶ Typische Ursachen für Insolvenzen sind üblicherweise Absatzschwierigkeiten, Managementfehler, Finanzplanungsfehler oder eine zu niedrige Eigenkapitalausstattung der Unternehmen.²⁰⁷

Um sich vor den zumeist negativen Auswirkungen einer Insolvenz zu schützen, verlangen Kreditgeber in der Regel Kreditsicherheiten. Diese bieten auch im Insolvenzfall einen relativ werthaltigen Schutz vor Forderungsausfällen. Um diese Relevanz der Sicherheiten bei der Kreditgewährung zu berücksichtigen, wird im folgenden Abschnitt die Kreditbesicherung erläutert.

2.2.3.3 Kreditbesicherung

Die Kreditbesicherung ist ein wichtiges Prüfungskriterium des Kapitalgebers im Kreditvergabeprozess. Die Kreditsicherheiten dienen dazu, die Rückzahlungsforderung abzusichern und damit das Kreditrisiko einzuschränken.²⁰⁸ Da diese Sicherheiten, auch *Collateral* genannt, erst im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners liquidiert werden, bezeichnet man diese als Sicherheiten im engeren²⁰⁹ Sinn.²¹⁰ Eine Einteilung der praktisch relevanten Kreditsicherheiten zeigt die folgende Abbildung.

²⁰⁵ Vgl. Icks/Kranzusch (2010): S. 92.

²⁰⁶ Vgl. Destatis (2013c): o. S.

²⁰⁷ Vgl. Koss (2006): S. 48; Franke/Hax (2009): S. 567.

²⁰⁸ Vgl. Süchting (1995): S. 207; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 225; Koss (2006): S. 83; Olfert (2013): S. 333f. Bei der relativ niedrigen Eigenkapitalquote von Banken würde eine unzureichende Kreditbesicherung schnell die Existenz gefährden. Vgl. Süchting (1995): S. 207.

²⁰⁹ Sicherheiten im weiteren Sinn werden im Abschnitt 2.2.3.4 ausgeführt, welche die Verhaltensweisen des Schuldners vor dem Default beeinflussen sollen.

²¹⁰ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): 281.

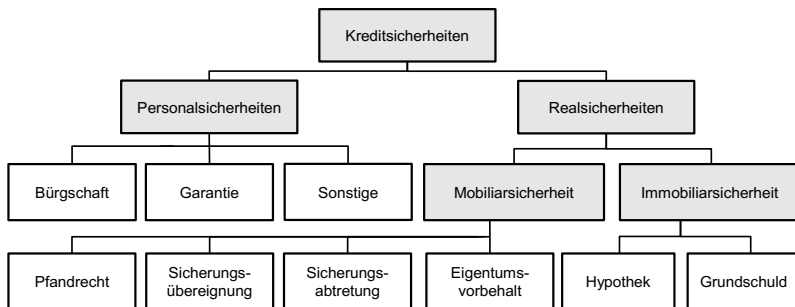


Abbildung 8: Übersicht zu Kreditsicherheiten.²¹¹

Hinsichtlich der Sicherungsart können Personal- und Realsicherheiten unterschieden werden. Bei den Personalsicherheiten haftet neben dem Schuldner eine dritte Person mit dem dazugehörigen Vermögen für den Kredit, bei den Realsicherheiten dienen Vermögensgegenstände oder auch Verwendungsrechte an Forderungen als Absicherung.²¹²

Zu den Personalsicherheiten gehören die Bürgschaft, die Garantie sowie sonstige²¹³ Personalsicherheiten (Kreditauftrag, Schuldbeitritt bzw. Schuldmitübernahme, Depotwechsel, Patronatserklärung etc.). Die Bürgschaft ist ein rechtlicher Vertrag (§§ 765-782 BGB; § 349 HGB), bei dem eine dritte Person eine Verpflichtung abgibt, im Schadensfall für den Schuldner zu haften und für die Verbindlichkeiten einzustehen. Die Höhe der Bürgschaft ist von der Hauptschuld abhängig (Akzessorietät²¹⁴).²¹⁵ Die Garantie ist ein privatrechtlicher Vertrag, bei der sich der Garant verpflichtet, für den Erfolg (beispielsweise die Rück-

²¹¹ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Muscheler/Schewe (2011): S. 5; Becker (2013): S. 191ff.; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 275f.

²¹² Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 418; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 169; Olfert (2013): S. 334.

²¹³ Die sonstigen Personalsicherheiten sind zur Vervollständigung aufgenommen worden, sind für den weiteren Verlauf jedoch von untergeordneter Bedeutung. Vgl. Becker (2013): S. 193f.

²¹⁴ Akzessorische Sicherheiten sind immer an die zugrunde liegende Hauptschuld gebunden. Bei den fiduziarischen Sicherheiten ist die Sicherheitenstellung unabhängig von der Hauptschuld und kann separat vereinbart werden. Vgl. Olfert (2013): S. 347; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 226.

²¹⁵ Vgl. Becker (2013): S. 192; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 418; Koss (2006): S. 84; Olfert (2013): S. 334f.; Süchting (1995): S. 217; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 170; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 226ff.. In der Bankpraxis ist oft die selbstschuldnerische Bürgschaft anzutreffen, bei welcher der Bürge sofort in Regress genommen werden kann. Bei der üblichen Bürgschaft muss der Gläubiger zuerst gegen den Hauptschuldner eine Zwangsvollstreckung durchführen, um auf den Bürgen zuzugreifen. Dies entfällt bei der selbstschuldnerischen Bürgschaft. Zur Modellierung von Bürgschaften in Kreditverträgen Vgl. Neus (2006): S. 356ff.

zahlung von Zins- und Tilgungszahlung) zu garantieren. Dabei ist die Garantie von der eigentlichen Schuld (z. B. den rechtlichen Pflichten aus dem Kreditvertrag), im Unterschied zur Bürgschaft, losgelöst und unabhängig von der eigentlichen Schuld.²¹⁶ Darüber hinaus ist die Patronatserklärung von Bedeutung. In dieser verpflichtet sich eine Muttergesellschaft für die finanziellen Verpflichtungen des Tochterunternehmens einzustehen.²¹⁷ Dies ist bei Anleiheemissionen von Tochterunternehmen eine wichtige Risikodeterminante.

Bei den Real- oder Sachsicherheiten ist zwischen Mobiliar- und Immobiliarsicherheiten zu unterscheiden. Bei den Mobiliarsicherheiten bilden bewegliche Sachen und Rechte die Sicherungsgrundlage, bei den Immobiliarsicherheiten unbewegliche Sachen.²¹⁸ Zu den Mobiliarsicherheiten gehören: Pfandrecht, Sicherungsübereignung, Sicherungsabtretung und der Eigentumsvorbehalt. Beim Pfandrecht erhält der Gläubiger ein Sicherungsrecht an den Vermögenswerten. Bei der Verpfändung von beweglichen Sachen (§§ 1204-1259 BGB) ist die Übergabe des Sicherungsgutes unabdingbar. Im Kontext der Unternehmensfinanzierung ein eher unüblicher Sicherungstyp im Gegensatz zur Verpfändung von übertragbaren Rechten (§§ 1273-1296 BGB). Insbesondere Rechte an Wertpapieren oder Forderungen sind in diesem Zusammenhang zu nennen.²¹⁹

Die Sicherungsübereignung (§ 929 BGB) bezeichnet die Übertragung von beweglichem Eigentum des Schuldners (Zedent) auf den Gläubiger (Zessionar).²²⁰ Der Schuldner darf in der Regel den Vermögenswert weiterhin nutzen, was durch ein Besitzkonstitut gemäß § 930 BGB vertraglich vereinbart wird (z. B. ein Leihgeschäft).²²¹

Bei der Sicherungsabtretung oder auch Sicherungszession wird die Forderung des Schuldners (z. B. aus Warenlieferung oder aus anderen Rechtsansprüchen wie Gesellschafteran-

²¹⁶ Vgl. Becker (2013): S. 193; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 228f.; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 170; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 420.

²¹⁷ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 170.

²¹⁸ Vgl. Becker (2013): S. 194.

²¹⁹ Vgl. Koss (2006): S. 87; Becker (2013): S. 195; Süchting (1995): S. 215; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 420f.

²²⁰ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 171.

²²¹ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 233f.; Becker (2013): S. 196; Süchting (1995): S. 214; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 421.

teilen) auf einen Dritten (i. d. R. Gläubiger) übertragen.²²² Je nach Ausprägungsform können die abgetretenen Forderungen entweder vom bisherigen Forderungsinhaber eingefordert werden (stille Zession) oder der neue Forderungsinhaber macht diese geltend (offene Zession).²²³ Eine weitere Variante ist die Abtretung von Einzelforderungen bis zur Abtretung aller Forderungen (Globalzession), welche anlassbezogen oder periodisch revolving vereinbart werden können. Zudem können spezielle Gruppen identifiziert werden, dessen Forderungen abgetreten werden oder eine Forderungshöhe kann im Rahmen eines Rahmenvertrages in Form einer Mantelzession definiert werden. Bei der Mantelzession werden die Forderungen erst mit Übergabe der Schuldnerliste übertragen, während bei der Globalzession die Forderungen bereits bei der Entstehung abgetreten werden.²²⁴

Der Eigentumsvorbehalt (§ 449 BGB) ist häufig bei Liefergeschäften vorzufinden. In der Grundform ist der Lieferant einer Ware solange Eigentümer, bis der Kaufpreis der Ware vollständig bezahlt wurde. Diese Vereinbarung wird entweder im Kaufvertrag oder auch in den allgemeinen Geschäftsbedingungen geregelt.²²⁵

Die Hypothek und die Grundschuld bilden die Immobiliarsicherheiten²²⁶. Die Hypothek (§§ 1113-1190 BGB) bezeichnet die finanzielle Belastung eines Grundstückes²²⁷, welche im Grundbuch eingetragen wird. Falls der Schuldner seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommt, kann der Gläubiger seine Forderung aus der Grundstücksveräußerung befriedigen und den Schuldner persönlich in Regress nehmen. Die Hypothek besitzt akzessorische Eigenschaften, während bei der Grundschuld (§§ 1191-1198 BGB) diese Eigenschaft fehlt.²²⁸ Dadurch ist die Grundschuld häufig bei Krediten vorzufinden, da der Forde-

²²² Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 171; Olfert (2013): S. 344; Perridon/Steiner/ Rathgeber (2012): S. 422.

²²³ Vgl. Koss (2006): S. 91; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 171; Becker (2013): S. 196f.; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 231f.

²²⁴ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 171; Süchting (1995): S. 214; Olfert (2013): S. 234.

²²⁵ Vgl. Becker (2013): S. 197; Olfert (2013): S.339; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 229f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 422.

²²⁶ Zudem ist die Rentenschuld als eine weitere Art des Grundpfandrechts zu nennen, welcher aber in der Kreditsicherung kaum von Bedeutung ist. Die Rentenschuld (§ 1199 BGB) bezeichnet eine regelmäßige periodische Zahlung aus dem Grundstück, die durch den im Grundbuch eingetragenen Betrag abgelöst werden kann. Vgl. Olfert (2013): S. 346; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 426.

²²⁷ Grundstück ist in diesem Fall ein Oberbegriff für die Grundfläche als auch Aufbauten auf diesem Grundstück wie Gebäude oder langfristig mit dem Grundstück verbundene Maschinen. Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 173.

²²⁸ Vgl. Olfert (2013): S.348f.; Koss (2006): S. 88; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 235; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 425.

rungsbetrag nicht periodisch angepasst werden muss.²²⁹ Zudem haftet der Schuldner bei der Grundschild nicht persönlich.²³⁰ Die Beleihungsgrenze von Grundstücken ist in der Regel begrenzt, sodass beispielsweise maximal 60 % (Bausparkassen 80 %) des Verkehrswertes beliehen werden.²³¹ Der Verkehrswert ist hingegen nicht immer objektiv²³² bewertbar.

Abschließend kann konstatiert werden, dass Realsicherheiten Rechte gegenüber Dritten²³³ darstellen, welche im Insolvenzfall geltend gemacht werden können. Personalsicherheiten lassen sich hingegen nur vom Sicherungsgeber einfordern.²³⁴ Um gar nicht erst in die Situation zu geraten, Sicherheiten zu verwerten, werden häufig zusätzliche Abreden, Covenants, vereinbart. Auch wenn ein ungedeckter (nicht besicherter) Kredit (Blankokredit) gewährt wird, spielen zumindest Covenants eine Rolle.²³⁵

2.2.3.4 Covenants

Der fehlenden Kontrollmöglichkeit des Gläubigers kann mithilfe von Verhaltensklauseln (Convenants) im Finanzierungsvertrag entgegengewirkt werden. Covenants sichern dem Kreditgeber über die Vertragslaufzeit gewisse Informations-, Kontroll- und ggf. auch Mitspracherechte zu, um den Kreditnehmer in der Geschäftsführung bzw. in seinem Verhalten potenziell beeinflussen zu können, indem der Kredit fällig gestellt wird oder zusätzliche Sicherheiten respektive Strafzahlungen verlangt werden.²³⁶ Covenants sollen die Hauptleistungspflicht absichern, die Aufrechterhaltung der finanziellen Rahmenbedingungen des Schuldners verklausulieren und gelten im Kreditvertrag als zu erfüllende Nebenbedingung.

²²⁹ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 173; Olfert (2013): S. 349.

²³⁰ Vgl. Becker (2013): S. 195.

²³¹ Vgl. Stiefl (2008): S. 68.

²³² Dieses Bewertungs- bzw. Einschätzungsproblem von Sicherheiten ist in der Praxis häufig anzutreffen. Beispielsweise könnten bewegliche Sachen an zwei Gläubiger (z. B. Banken) sicherungsübereignet werden, wobei der zweite Gläubiger eine wirkungslose Besicherung inne hätte. Zudem können beispielsweise sicherungsübereignete Waren unter Eigentumsvorbehalt stehen. Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 172; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 234ff.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 422f.

²³³ Die vielfache Nutzung von Sicherungsrechten und die mangelnde Publizität dieser Vereinbarungen kann dazu führen, dass potenzielle Kreditgeber ein falsches Bild über die Vermögenslage des Schuldners erhalten können. Diese mangelnde Information von gutgläubigen Dritten ist ein zentrales Diskussionsthema zu Insolvenzverfahren. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 423f.

²³⁴ Vgl. Koss (2006): S. 92.

²³⁵ Vgl. Volkart (2007): S. 812; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 275.

²³⁶ Vgl. Thießen (1996a): S. 20ff.; Thießen (1996b): S. 146; Olfert (2013): S. 326; Spremann/Gantenbein (2007): S. 281 ; Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 242.

Dabei steht im Gegensatz zur Verwertung der Sicherheiten im Insolvenzfall vorwiegend die langfristige, proaktive Sicherung und Beibehaltung der Liquidität und Solvenz im Vordergrund.²³⁷ Bei Unternehmensanleihen werden Covenants zugesichert, um die Rückzahlungswahrscheinlichkeit von Zins- und Tilgung zu erhöhen.²³⁸ Anleihecovenants werden in den dazugehörigen Bedingungen geregelt.²³⁹ Die Stellung von Sicherheiten und die Akzeptanz von Covenants (seitens der Unternehmung) kann häufig zu günstigeren Kreditkonditionen²⁴⁰ führen, beschränkt aber auch die Dispositionsfreiheit der Unternehmung, wenn beispielsweise bestimmte Verhaltensweisen des Schuldners vereinbart werden.²⁴¹ Die Zusicherung von bestimmten Handlungen des Schuldners kann das Vertrauen der Investoren in diese Anlageklasse erhöhen.²⁴²

Covenants können²⁴³ in zwei Kategorien unterteilt werden²⁴⁴:

- Affirmative Covenants (Non-Financial Covenants): Der Schuldner wird im positiven Sinn angehalten, bestimmte Handlungen auszuführen wie beispielsweise Versicherungen abzuschließen (positive Covenants) bzw. im negativen Sinn angehalten, bestimmte Handlungen zu unterlassen, wie beispielsweise wichtige Vermögensgegenstände zu veräußern (negative Covenants).
- Financial Covenants: Dem Schuldner werden indirekte Vorgaben gemacht, indem bestimmte Finanzkennzahlen erfüllt werden müssen, wie beispielsweise die Erfüllung von bestimmten Liquiditätskennzahlen.²⁴⁵

²³⁷ Vgl. Thießen (1996a): S. 30f.; Thießen (1996b): S. 156f.; Heitzer/Wittgruber (2011): S. 507; Spremann/Gantenbein (2007): S. 281.

²³⁸ Vgl. Berk/DeMarzo (2014): S. 847.

²³⁹ Vgl. Stüchting (1995): S. 154.

²⁴⁰ Wenn Covenants zugesichert werden, sinken in der Regel die Zinskosten, da durch die Verhaltensrestriktionen Investoren potenziell weniger Risiken in die Renditeforderung einpreisen. Vgl. Reisel (2010): S. 21; Walchshofer (2012): S. 58.

²⁴¹ Vgl. Volkart (2007): S. 812; Franke/Hax (2009): S. 492; Terstege/Ewert (2011): S. 98f.

²⁴² Vgl. Walchshofer (2012): S. 64f.

²⁴³ Aufgrund der privatrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten sind teilweise im Detail sehr heterogene Ausprägungen zu finden.

²⁴⁴ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 173f.; Walchshofer (2012): S. 59.

²⁴⁵ Vgl. Thießen (1996a): S. 21; Thießen (1996b): S. 144f.; Terstege/Ewert (2011): S. 280f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 426; Zantow/Dinauer (2011): S. 166f.; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 173; Eilenberger/Haghani (2008): S. 65f.

Affirmative Covenants bieten dem Kreditgeber die Möglichkeit, dem Schuldner konkrete Verhaltensvorgaben machen zu können.²⁴⁶ Zu den üblichen affirmative Covenants gehören:

- Nichtbesicherungsklausel (negative pledge): Der Schuldner darf die gestellten Sicherheiten nicht für weitere, zukünftige Schulden verwenden. Oft wird gleichzeitig ein positiver Covenant vereinbart, dass das Grundstück beispielsweise nicht zugunsten Dritter als Sicherheit genutzt wird.
- Gleichbehandlungsklausel (pari passu): Im Konkursfall sind alle Forderungen, die nicht explizit mit Sicherheiten und Absonderungsrechten²⁴⁷ verbunden sind, gleichrangig zu behandeln.
- Cross-Default-Klausel: Der Kreditgeber bekommt Handlungsrechte (z. B. Kündigungsrechte) eingeräumt, wenn der Kreditnehmer (finanzielle) Verpflichtungen gegenüber Gläubigern nicht einhält.
- Die Disposal-of-assets-Klausel reglementiert die Veräußerungs- bzw. Verwendungsmöglichkeiten von Vermögenswerten.
- Die Dividend-restriction-Klausel (dividend-constraint-Klausel) beschränkt bzw. verhindert Dividendenausschüttungen.²⁴⁸
- Change-of-Ownership-Klausel (Owner-Maintenance-Klausel): Der Kreditgeber erhält Handlungsrechte, wenn Änderungen im Gesellschafterkreis bzw. im wirtschaftlichen Schuldverhältnis eintreten – beispielsweise der Verkauf des Unternehmens.²⁴⁹

Die Vorgaben erfordern eine Präzisierung, um ein bestimmtes Verhalten zu reglementieren.²⁵⁰ Durch die Vielzahl an Verhaltensmöglichkeiten ist prinzipiell eine relativ große

²⁴⁶ Vgl. Terstege/Ewert (2011): S. 281.

²⁴⁷ Die Besicherung von Gläubigerforderungen im Insolvenzfall wurde bereits in Abschnitt 2.2.3.2 erläutert.

²⁴⁸ Vgl. Thießen (1996a): 20f.; Thießen (1996b): S. 144f.; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 174f.; Spremann/Gantenbein (2007): S. 287f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 426; Walchshofer (2012): S. 61.

²⁴⁹ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): S. 288; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 426; Vgl. Walchshofer (2012): S. 59f.

²⁵⁰ Vgl. Thießen (1996a): S. 21; Thießen (1996b): S. 145; Spremann/Gantenbein (2007): S. 283.

Anzahl an Vorgaben nötig.²⁵¹ In Deutschland sind oft keine individuell vereinbarten Kreditklauseln zu finden, sondern weitestgehend in Vertragswerken standardisiert.²⁵²

Financial Covenants sind demgegenüber vergleichsweise gut zu definieren und auszuwerten. Vorgaben können beispielsweise auf Finanzkennzahlen aus dem Jahresabschluss (z. B. Verschuldungsgrad, Gewinn, EBIT, Liquiditätsgrad oder Eigenkapitalkoeffizient) reduziert werden. Diese lassen sich relativ gut errechnen und prüfen.²⁵³ Financial Covenants sind im Rahmen der Kreditvergabe von hervorgehobener Bedeutung.²⁵⁴ Insbesondere der Eigenkapitalquote²⁵⁵, der Gesamtkapitalrentabilität²⁵⁶, dem Anlagendeckungsgrad²⁵⁷, dem Zinsdeckungsgrad²⁵⁸, dem Schuldendienstdeckungsgrad²⁵⁹ und dem Nettoverschuldungsgrad²⁶⁰ werden in der Praxis²⁶¹ eine hohe Bedeutung beigemessen.²⁶² Die Verschlechterung der Bonität des Schuldners kann bei Anleihen beispielsweise über eine Step-up-Clause (bzw. Step-down-Klausel) kompensiert werden, indem der Kuponzins sich infolge einer Verschlechterung im Rating erhöht.²⁶³

Neben der Handlungsbezogenheit von Affirmative und Financial Covenants ist ebenfalls ein Informations- und Sanktionsbezug herzustellen. So müssen Regelungen getroffen werden, wie der Gläubiger informiert wird (z. B. indem der Jahresabschluss oder Quartalszahlen in einer bestimmten Frist zur Verfügung gestellt werden). Übliche Regelungen²⁶⁴ bei der Nichteinhaltung von Covenants sind ein sofortiges Kündigungsrechts des Kreditgebers, die Stellung von mehr Sicherheiten seitens des Schuldners oder zusätzlich entstehende

²⁵¹ Vgl. Terstege/Ewert (2011): S. 281.

²⁵² Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 175.

²⁵³ Vgl. Becker (2013): S. 221; Terstege/Ewert (2011): S. 281.

²⁵⁴ Vgl. Haghani/Voll/Holzamern (2008): S. 5.

²⁵⁵ Eigenkapitalquote = Eigenkapital/Bilanzsumme.

²⁵⁶ Gesamtkapitalrentabilität = (Jahresüberschuss+Fremdkapitalzinsen)/Bilanzsumme.

²⁵⁷ Anlagendeckungsgrad = Eigenkapital/Anlagevermögen (in diesem Fall wird der Anlagendeckungsgrad I exemplarisch ausgewählt)

²⁵⁸ Zinsdeckungsgrad = EBITDA/Zinsaufwand.

²⁵⁹ Schuldendienstdeckungsgrad = Cashflow für Schuldendienst/Schuldentilgung und Zinszahlungen.

²⁶⁰ Nettoverschuldungsgrad = Nettoverschuldung/EBITDA.

²⁶¹ So wirkt beispielsweise auch die Material-Adverse-Change-Clause, die dem Kreditgeber ein sofortiges Kündigungsrecht einräumt, sobald eine durch Kennzahlen definierte wirtschaftliche Situation eintritt. Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): S. 283.

²⁶² Vgl. Haghani/Voll/Holzamern (2008): S. 6; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 175.

²⁶³ Vgl. Walchshofer (2012): S. 60.

²⁶⁴ Die detaillierten Regelungen und die Folgen sind in den Anleihe- bzw. Kreditbedingungen zu finden.

Zahlungsansprüche des Gläubigers.²⁶⁵ Als wesentlicher Vorteil von Covenants werden die individuell gestaltbaren Rahmenbedingungen genannt.²⁶⁶

Covenants sind im Vergleich zu Anleihen bei Kreditverträgen wesentlich umfassender geregelt, da der Geldgeber (i. d. R. die Bank) üblicherweise mehr Einflussnahme ausüben kann, da der Geldgeber in der Regel aus einer Institution besteht.²⁶⁷ Allerdings ist die Beobachtung von Covenant-Verletzungen²⁶⁸ für die Geldgeber in der Regel schwierig, da diese als Unternehmensexterne beispielsweise gar nicht informiert werden.²⁶⁹ Darüber hinaus besteht bei Financial Covenants die Schwierigkeit darin, dass die Kennzahlen auf Buchwerten beruhen und die Nutzung von Bilanzierungswahlrechten die Kennzahlen maßgeblich beeinflussen können. Zudem können unternehmensexterne Einflüsse der Grund für die Nichteinhaltung der Covenants sein und kein gläubigerschädliches Verhalten des Schuldners. Ein weiteres Problem ist der zeitliche Versatz zwischen Jahresabschlusserstellung und -veröffentlichung.²⁷⁰ Aus den genannten Gründen werden vermutlich Covenant-Verletzungen in Kreditverträgen nicht immer konsequent sanktioniert (bzw. gegen eine Gebühr [Waiver Fee] angepasst oder ausgesetzt). Unternehmen erfahren bei Covenantverletzungen mehrheitlich kaum negative Auswirkungen auf das operative Geschäft und die Refinanzierungsmöglichkeiten werden dadurch wenig beeinflusst.²⁷¹

2.3 Anleihen

Die Anleiheemission ist eine Variante der langfristigen Fremdfinanzierung und stellt demnach bilanzielles Fremdkapital der Gesellschaft dar.²⁷² Im Rahmen der Unternehmensfinanzierung für klein- und mittelständische Unternehmen ist die Anleiheemission in der Vergangenheit mit Schwierigkeiten behaftet gewesen, da die Zugangsbarrieren und die Anforderungen an die Emittenten hoch waren (z. B. hohe Emissionsvolumen,

²⁶⁵ Vgl. Thießen (1996a): S. 21f.; Thießen (1996b): S. 146; Bitz/Stark (2008): S. 247; Terstege/Ewert (2011): S. 282; Becker (2013): S. 221; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2015): S. 175; von Livonius (2012): S. 45; Franke/Hax (2009): S. 491.

²⁶⁶ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S. 238; Thießen (1996b): S. 146ff.

²⁶⁷ Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 169; Mann (2012): S. 25.

²⁶⁸ In diesem Zusammenhang ist zwischen Maintenance- und Incurrence-Covenants zu unterscheiden. Maintenance Covenants werden ständig überwacht, während Incurrence-Covenants nur zu Stichtagen überprüft werden. Durch die relativ hohen Monitoringkosten sind bei Mittelstandsanleihen Incurrence-Covenants bisher üblich. Vgl. Walchshofer (2012): S. 61f.

²⁶⁹ Vgl. Walchshofer (2012): S. 61.

²⁷⁰ Vgl. Terstege/Ewert (2011): S. 281; Walchshofer (2012): S. 61.

²⁷¹ Vgl. Haghani/Voll/Holzamern (2008): S. 16.

²⁷² Vgl. Abschnitt 2.2.2.

Transparenzaufgaben). Die tendenziell zunehmende Wahrnehmung von Anleihen als Finanzierungsinstrument seitens mittelständischer Unternehmen scheint den angenommenen Trend von der Kreditmarktförderung zur Kapitalmarktförderung widerzuspiegeln.²⁷³ Diese Entwicklung stellt die folgende Abbildung dar.

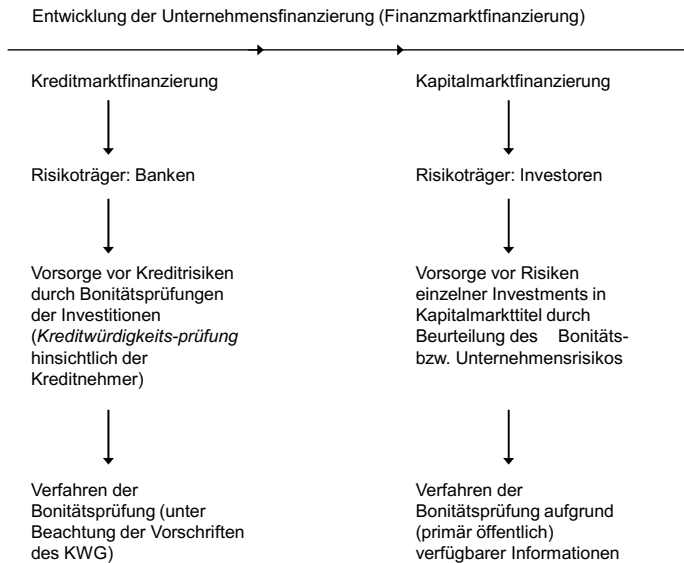


Abbildung 9: Entwicklung der Unternehmensfinanzierung.²⁷⁴

Anleihen werden auch als *(Corporate) Bonds*, *Corporates*, *Unternehmensanleihen*, *Schuldverschreibungen*, *Festverzinsliche Wertpapiere*, *Renten* bzw. *Rentenpapiere* oder *(Industrie-)Obligationen*²⁷⁵ bezeichnet.²⁷⁶ Neben privaten Unternehmen können auch Banken oder öffentliche Finanzierungsinstitutionen als Anleiheemittenten auftreten. Dies verdeutlicht die folgende Abbildung.

²⁷³ Vgl. Gliederungspunkt 1.

²⁷⁴ Eigene Darstellung, in Anlehnung an Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 273.

²⁷⁵ Der antiquiert anmutende Begriff der *Industrieobligation* geht auf den traditionell großen Anteil der Industrieunternehmen an den Anleiheemittenten zurück. Der Begriff wird auch für andere private Unternehmensemittenten wie Dienstleistungs- oder Handelsgesellschaften verwendet und beschränkt sich nicht nur auf die Industrie Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 428; Olfert (2013): S. 392; Stiefel (2008): S. 74.

²⁷⁶ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 325; Olfert (2013): S. 391; Zantow/Dinauer (2011): S. 228f.

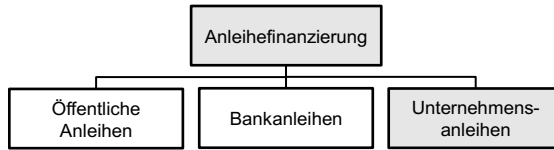


Abbildung 10: Emittenten von Anleihen.²⁷⁷

Im Rahmen der Dissertationsschrift werden explizit Unternehmensanleihen untersucht und im Folgenden charakterisiert. Darauf aufbauend wird auf Mittelstandsanleihen genauer eingegangen.

2.3.1 Charakteristik

Anleihen (langfristige Schuldverschreibungen) sind Wertpapiere, welche die Forderung der Gläubiger verbrieften.²⁷⁸ Der Gesamtbetrag der Schuld wird in einzelne Teilschuldverschreibungen (Obligationen) zerlegt und an Geldgeber verkauft, die eine Gläubigerposition einnehmen.²⁷⁹

Unter juristischen Gesichtspunkten ist eine Schuldverschreibung gemäß § 793 Abs. 1 BGB eine Urkunde, in der ein Schuldner dem Gläubiger eine Leistung verspricht. Diese Leistung besteht aus der terminlich fixierten Rückzahlung des vom Schuldner aufgenommenen Kapitals zuzüglich der Zahlung der vereinbarten Zinsen. Bei der Inhaberschuldverschreibung als Ausprägungsform verpflichtet sich der Gläubiger die Leistungen an den jeweiligen Inhaber zu erbringen.²⁸⁰ Dem Inhaber werden Forderungsrechte (Gläubigerrechte) eingeräumt.²⁸¹ Er hat damit gemäß der Vorschriften im Papier einen Anspruch auf Leistung.²⁸² Die Verbriefung in Form der Urkunde wird als Mantel bezeichnet.²⁸³ Bei der Inhaberschuldverschreibung kann der Gläubiger vom Schuldner die Leistung gemäß Urkunde verlangen. Damit besteht ein Glaubensschutz zugunsten des Inhabers, da dieser auf die verbrieft Leistung vertrauen kann.²⁸⁴ Da die physische Urkunde in der täglichen Praxis kaum noch Relevanz hat, können bei öffentlichen Anleihen Anleihebedingungen digital

²⁷⁷ Eigene Darstellung.

²⁷⁸ Vgl. Becker (2013): S. 97.

²⁷⁹ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S.246; Olfert (2013): S. 392f.

²⁸⁰ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 295f.; Hahn (1971): S. 59.

²⁸¹ Vgl. Becker (2013): S. 209; Hahn (1971): S. 657.

²⁸² Die genauen Vorschriften sind in der Regel in den Anleihebedingungen detailliert geregelt.

²⁸³ Vgl. Grunow/Figgener (2006): S. 179; Olfert (2013): S. 393.

²⁸⁴ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 295f.; Hahn (1971): S. 657.

zugänglich gemacht werden. Die jeweiligen Rechte und Pflichten der beiden Parteien werden in diesen Bedingungen geregelt.²⁸⁵

Durch die Stückelung der Gesamtforderungen in kleinere Einheiten besteht bei Börsenzulassung der Vorteil, dass eine Handelbarkeit (Fungibilität) an der Wertpapierbörse besteht, an der Anleihen üblicherweise in Prozent vom Nominalwert gehandelt werden.²⁸⁶ Damit finanziert sich das Unternehmen nicht über einen speziellen Kapitalgeber, sondern über den anonymen²⁸⁷ Kapitalmarkt.²⁸⁸

Die Gestaltungsmöglichkeiten von Anleihen sind sehr vielfältig und können emittentenbezogen variieren und auf die jeweiligen Bedürfnisse angepasst werden. Die Grundform der Anleihe ist die Gestaltungsform als Festzinsanleihe²⁸⁹. Diese besteht üblicherweise aus zwei Teilen: aus dem Tilgungsbetrag am Ende der Laufzeit und aus den regelmäßigen Zinszahlungen, die im Zinskupon verbrieft sind (Kuponzins). Der Kuponzins (z. B. 4 %) bezieht sich auf den Nennwert (auch *Face Value* oder *Nominalwert*) der Anleihe (z. B. 1.000 EUR).²⁹⁰

Die Ausgabe und Rücknahme der Festzinsanleihe zu pari (100 %) des Nennwertes ist möglich (auch eine unter oder über pari-Regelung ist oft am Markt zu beobachten).²⁹¹ Die Stückelung des Gesamtkreditbetrages in Teilschuldverschreibungen kann individuell erfolgen: In der Regel²⁹² erfolgt die Stückelung der Papiere zum Nennwert von 100 EUR, 500 EUR, 1.000 EUR, 5.000 EUR, 10.000 EUR oder bis zu 100.000 EUR.²⁹³ Der Euro ist für deutsche Emittenten in der Regel die bedeutendste Anleihewährung, obwohl auch hier Gestal-

²⁸⁵ Vgl. Süchting (1995): S. 154; SchVG (2012): § 2; Drukarczyk/Lobe (2015): S. 247.

²⁸⁶ Vgl. Koss (2006): S. 96.

²⁸⁷ Der Kapitalmarkt ist insofern anonym, als das jeweilige Unternehmen, welche die Schuldverschreibung begibt, in der Regel keine bzw. kaum eine Kenntnis über die Besitzer bzw. Leistungsempfänger hat. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 427.

²⁸⁸ Vgl. Kracht (2010): S. 95f.

²⁸⁹ Die Festzinsanleihe ist auch unter dem Namen Plain-Vanilla Bond, Fixed Rate Bond, Kuponanleihe oder Straight Bond bekannt.

²⁹⁰ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007): S. 18.

²⁹¹ Bei der Ausgabe über pari wird von einem *Agio* gesprochen, bei Ausgabe unter pari von einem *Disagio*. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 428; Becker (2013): S. 211.

²⁹² Auch höhere Nennwerte sind nicht ausgeschlossen. Dies hängt jedoch auch von der Investorenstruktur der Anleihe ab. Für institutionelle Anleger und Großunternehmen sind Nennwerte von 500.000 EUR keine ungewöhnlichen Dimensionen. Dies limitiert den Investorenkreis, was wiederum mit Vor- und Nachteilen verbunden ist. Diese muss das emittierende Unternehmen abwägen und festlegen. Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 159f.

²⁹³ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 296; Stiefl (2008): S. 74; Achleitner/Volk (2013): S. 159.

tungsfreiheit herrscht. Demzufolge werden von deutschen Unternehmen oft Anleihen auf dem deutschen Kapitalmarkt platziert, die als *Inlandsanleihe* bezeichnet werden.²⁹⁴

Der Zins wird oft jährlich oder auch halbjährlich, nachschüssig von Unternehmen bezahlt. Wird die Anleihe unterjährig bzw. abweichend von den Zinsterminen über die Börse veräußert, fallen Stückzinsen²⁹⁵ an, die dem Verkäufer für den Zeitraum nach der letzten Zinszahlung zustehen.²⁹⁶ Der Zinssatz bleibt über die gesamte Laufzeit²⁹⁷ von üblicherweise fünf bis zehn Jahren konstant.²⁹⁸ Die Laufzeit beträgt in der Regel zwischen fünf und 20 Jahren, wobei neuerdings bei Großunternehmen auch Laufzeiten von bis zu 50 Jahren gewählt werden.²⁹⁹ Am Ende der Laufzeit wird der Tilgungsbetrag³⁰⁰ häufig gesamtfällig bezahlt. Der Anleihewert bestimmt sich üblicherweise durch den erwarteten Barwert zukünftiger Zahlungsströme zu einem bestimmten Betrachtungszeitpunkt. Die formale Bewertungsformel lässt sich folgendermaßen darstellen, wobei sich der Anleihewert (P) als die Summe der Zins- und Tilgungszahlungen (Z) im Zeitpunkt (t) diskontiert mit der geforderten Rendite (r) darstellen lässt³⁰¹:

²⁹⁴ Neben der Inlandsanleihe gibt es auch die Möglichkeit der Ausgabe einer Auslandsanleihe. In diesem Fall wird die Anleihe des Emittenten in der landesspezifischen Währung begeben. Sowohl Inlands-, als auch Auslandsanleihen adressieren tendenziell Investoren in bestimmten Regionen. Die Euroanleihe bzw. der Eurobond hat hingegen einen hohen Internatisierungsgrad. Die Anleihe ist so gestaltet, dass nationale Beschränkungen kaum tangiert werden. Damit sind diese Bonds international handelbar und ermöglichen große Handelsvolumen durch breite Investorengruppen. Der Name ist unabhängig von der Handelswährung, daher kann die Dotierung in Euro oder US-Dollar erfolgen. Den höchsten Internationalisierungsgrad haben Globalanleihen. Diese sind an den globalen Handelsplätzen zeitunabhängig handelbar. Die Anleihewährung ist US-Dollar. Vgl. Langendorf (2006): S. 34; Berk/DeMarzo (2014): S. 841; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 330f.

²⁹⁵ Aus diesem Grund wird an der Börse zwischen Clean- und Dirty-Preis unterschieden. Der Dirty-Preis berücksichtigt den aktuell quotierten Kurspreis des Papiers, den Clean-Preis, zuzüglich aufgelaufener Stückzinsen. Daher wird der Dirty-Preis auch Rechnungspreis genannt. Vgl. Berk/DeMarzo (2011): S. 263.

²⁹⁶ Vgl. Olfert (2013): S. 395 ; Becker (2013): S. 211.

²⁹⁷ Auch unbegrenzte Laufzeiten ohne festen Rückzahlungstermin und ohne Kündigungsrecht sind möglich. Diese Wertpapiere werden als *ewige Renten* bezeichnet, welche auf unbestimmte Zeit zu verzinsen, jedoch theoretisch nie zu tilgen wären. Die Tilgung wird so dargestellt, dass im Insolvenzfall ein fixer oder variabler Anteil am Liquidationserlös eingeräumt wird. Diese Gestaltungsform ist in Deutschland jedoch von untergeordneter Bedeutung. Vgl. Bitz/Stark (2008): S. 247.

²⁹⁸ Vgl. Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 327.

²⁹⁹ Vgl. Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker (2013): S. 310; Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 429.

³⁰⁰ Auch andere Tilgungsvarianten sind möglich, wie die Tilgung über einen Zeitraum durch eine Annuität oder durch Auslösung (dabei ist die Wertpapiernummer der Anleihe relevant). Das Unternehmen kann auch einen niedrigen Börsenkurs ausnutzen, um die Anleihe vorzeitig zurückzukaufen. Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 429; Zantow/Dinauer (2011): S. 240; Bachmann (2004): S. 12.

³⁰¹ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 191; Galatti (2011): S. 34.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1+r)^t}$$

Dies wird anhand eines kurzen Beispiels einer Standardanleihe erläutert: Der Kuponzins wird mit 3 % angenommen, Rückzahlungswert sei 100 % nominal, die angenommene geforderte Rendite sei 10 % und die Laufzeit betrage drei Jahre, wobei die Zinsen jährlich zum Ende der Periode gezahlt werden. Die Bewertung ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

	t_0	t_1	t_2	t_3	t
Zahlungen in t		3	3	100+3	
Barwert der Zahlungen in t_0		$\frac{3}{1,1} = 2,73$	$\frac{3}{1,1^2} = 2,48$	$\frac{103}{1,1^3} = 77,38$	
Summe der Barwerte	82,59				

Abbildung 11: Beispiel für die Berechnung des Preises einer Standardanleihe.³⁰²

Nach einem Jahr werden dem Anleihebesitzer 3 % auf das Nominal gezahlt, was in diesem Fall 3 Geldeinheiten (GE) entspricht. Nach dem zweiten Jahr erfolgt ebenfalls die feste Zinszahlung von 3 GE. Im dritten Jahr erfolgt die finale Zinszahlung zuzüglich der 100 GE Verbindlichkeiten der Unternehmung. Um die Anleihe zu bewerten, müssen die zeitlich unterschiedlich anfallenden Zins- und Tilgungszahlung mit dem Kalkulationszins zu t_0 harmonisiert bzw. diskontiert werden. Damit ergibt sich ein Anleihewert von 82,59 GE.^{303 304}

Die Bewertung einer Anleihe hängt maßgeblich von der angenommenen Zinsstrukturkurve ab.

³⁰² Eigene Darstellung, Zahlenbeispiel in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 190.

³⁰³ Berechnung der geforderten Rendite von 10 % nach der Baldwin-Methode zur Probe: $r_b = \left(\sqrt[3]{\frac{109,93}{82,591}} - 1 \right) \cdot 100$.

³⁰⁴ Vgl. Baldwin (1959): S. 101ff.; Zischg (2013): S. 71f.

³⁰⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012): S. 190.

Diese schlägt sich im Kalkulationszins nieder, der die Preisbildung³⁰⁵ beeinflusst.³⁰⁶ Aus empirischen Studien konnten bisher jedoch keine zuverlässigen Zinsvorhersagemodelle³⁰⁷ entwickelt werden, sodass Zinsannahmen mit gewissen Risiken verbunden sind.³⁰⁸

Neben den üblichen systematischen Risiken sind Unternehmensanleihen mit speziellen Risiken behaftet (Emittentenrisiko). Das Risiko sollte sich üblicherweise in der Rendite des Wertpapiers widerspiegeln. Um diesem Risiko zu begegnen, wird versucht, Unternehmen und Bonität einzuordnen sowie zu bewerten: durch das Rating.³⁰⁹ Dabei sind das Emissionsrating bzw. Anleiherating und das Emittentenrating zu unterscheiden. Beim Emissionsrating wird die Ausstattung des Finanzierungstitels bewertet und beim Emittentenrating der jeweilige Emittent.³¹⁰ Dabei ist die Solvenz nur ein Bewertungsparameter des Ratings.³¹¹ Bei Anleihen sind die üblichen international bedeutenden externen³¹² Ratingfirmen Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P) und Fitch Ratings vertreten.³¹³ Neben den ratingrelevanten quantitativen Faktoren (z. B. Bilanzkennzahlen) werden auch qualitative Faktoren (z. B. Managementfähigkeiten) zur Bewertung³¹⁴ herangezogen. Die Ratingergebnisse sind alle ordinal skaliert und in Ratingklassen unterteilt.³¹⁵ Standard & Poor's nutzt beispielsweise folgende Klassifizierung: AAA (Höchste Bonität), AA, A,

³⁰⁵ Neben dem Zinsfaktor der Anleihebewertung sind insbesondere auch die Unterschiede in der Anleihegestaltung maßgeblich, so kann beispielsweise durch ein Agio oder Disagio die Effektivverzinsung die Anleihe gänzlich anders sein als die Nominalverzinsung der Anleihe. Vgl. Stiefl (2008): S. 75; Berk/DeMarzo (2014): S. 175ff.

³⁰⁶ Zur Messung der Volatilität infolge von Zinsänderungen wird die Macaulay Duration üblicherweise herangezogen. Diese ist ein Maß für die prozentuale Preisänderung des Bonds infolge einer prozentualen Änderung der Zinsrate. Vgl. Livingston (1999): S.89ff.; Becker (2013): S. 101ff.

³⁰⁷ Zur Modellierung von Diskontierungszinssätzen werden üblicherweise Preise für Schuldscheine, insbesondere Zerobonds, der U.S. Treasury herangezogen, welche als nahezu risikofrei gelten. Daraus lassen sich Zinsstrukturkurven ableiten, welche auf zukünftige Zahlungsströme von Anleihen angewendet werden können, um Diskontierungsfaktoren mit einem ggf. adjustierten Risikoaufschlag herzuleiten. Vgl. Diebold/Li (2006): S. 337ff.; Becker (2013): S. 99ff.; Zantow/Dinauer (2011): S. 235ff.; Berk/DeMarzo (2014): S. 182.

³⁰⁸ Vgl. Sharpe/Alexander/Bailey (1999): S. 419.

³⁰⁹ Vgl. Koss (2006): S. 65.

³¹⁰ Vgl. Zantow/Dinauer (2011): S. 241.

³¹¹ Vgl. van Aubel (2000): S. 5ff.

³¹² Im Gegensatz zu externen Ratingagenturen führen Banken, Leasing- und Factoringgesellschaften, Kreditversicherer oder das Unternehmen selbst interne Ratings durch, um eine Kreditwürdigkeit zu prüfen. Vgl. Munsch (2007): S. 225; Vitthum (2008): S. 53ff.

³¹³ Vgl. Zantow/Dinauer (2011): S. 241; Eilenberger/Ernst/Toebe (2013): S. 326.

³¹⁴ In diesem Zusammenhang sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die Objektivität der Ratingeinschätzungen nicht unumstritten ist. Gerade die Transparenz der Entscheidungsfindung und die Unabhängigkeit der Agenturen sind ein stark diskutiertes Themenfeld. Vgl. Zantow/Dinauer (2011): S. 244f.; White (2012): S. 220ff.; Levine (2012): S. 43ff.; Benmelech/Dlugosz (2010): S. 190ff.; Mathis/McAndrews/Rochet (2009): S. 669.

³¹⁵ Vgl. Reich (2007): S. 11ff.; Standard & Poor's (2013): 3ff.; Zantow/Dinauer (2011): S. 242.

BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (Zahlungsausfall).³¹⁶ Die Kategorisierung ist letztendlich ein Ausdruck der hergeleiteten Ausfallwahrscheinlichkeit. Ratings bis BBB gelten als Investment Grade, ab BB als Speculative Grade.³¹⁷ Unterhalb eines BB-Ratings wird von Ramsch-Anleihen (Junk Bonds) oder Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) gesprochen. Diese Anleihen haben einen Emittenten mit schlechter Bonitätseinstufung und/oder eine schlechte Anleiheausstattung mit relativ hohem Ausfallrisiko.³¹⁸

Wird die Zahlungsverpflichtung vom Unternehmen nicht eingehalten, so kann der Gläubiger oft nicht auf Sicherheiten zugreifen, da Schuldverschreibungen in der Regel nicht mit speziellen Sicherheiten unterlegt sind.³¹⁹ Bei Anleihen sind allgemein vier Handlungsfelder durch Covenants reguliert, um die Werthaltigkeit der Gläubigerforderungen zu protegieren: die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital, Dividendenzahlungen, Unternehmenszusammenschlüsse und die Verwendung von Unternehmenswerten.³²⁰ Bei Mittelstandsanleihen wird in der Regel die Einflussnahme des Investors verstärkt limitiert. Vereinzelt werden den Kapitalgebern Kündigungsrechte eingeräumt, wenn Covenants verletzt werden.³²¹ Dies ist aber momentan noch recht uneinheitlich, wobei eine Annäherung an die Regularien von größeren Industrieanleihen absehbar ist.³²²

Abschließend sollte noch einmal explizit hervorgehoben werden, dass die Emissionsvolumina der Anleihen von Großunternehmen in der Regel bei über 200 Mio. EUR liegen, so dass eher Großunternehmen von dieser Finanzierungsform Gebrauch machen. Üblicherweise erfolgt die Emission mithilfe von Bankenkonsortien, welche die Anleihen am Markt platzieren.³²³ Dies wird als Fremdemission bezeichnet. Eine abschließende Übersicht zur Abgrenzung zwischen Mittelstandsanleihen und traditionellen Unternehmensanleihen, die in der Regel an institutionelle Anleger adressiert sind, gibt die folgende Übersicht.

³¹⁶ Vgl. Standard & Poor's (2013): S. 6. Vor Erläuterungen zum Ablauf der Bewertung sowie zu den detaillierten Definitionen der jeweiligen Ratingkategorie wird abgesehen.

³¹⁷ Vgl. Drukarczyk/Lobe (2015): S. 248ff.; Berk/DeMarzo (2014): S. 187.

³¹⁸ Vgl. Zantow/Dinauer (2011): S. 260.

³¹⁹ Vgl. Grunow/Figgner (2006): S. 177.

³²⁰ Vgl. Livingston (1999): S. 153. Auf diesen vier Handlungsfeldern kann das Risiko von Unternehmensseite stark variiert werden. Es kann die Situation entstehen, dass Gläubiger durch Entscheidungen der Eigenkapitalgeber potenziell geschädigt werden und der Wert des Eigenkapitals ansteigt. Durch Covenants wird diesem Effekt entgegengewirkt, indem sowohl Eigenkapital- und Fremdkapital wertstiftend verwendet werden. Vgl. Leland (1994): S. 1243ff.; Smith/Warner (1979): S. 118ff.

³²¹ Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 169.

³²² Vgl. von Livonius (2012): S. 44; Heseler (2012): S. 89.

³²³ Vgl. Blättchen/Nespethal (2012): S. 143.

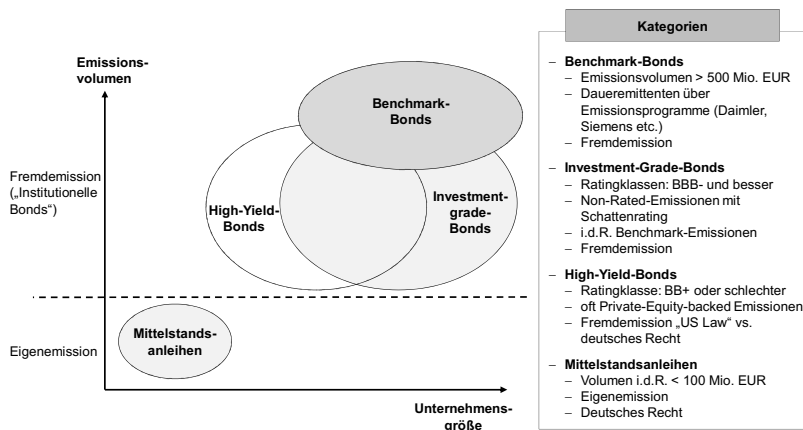


Abbildung 12: Typische Charakteristik von Mittelstandsanleihen und traditionellen Bonds.³²⁴

2.3.2 Mittelstandsanleihen

Als *Mittelstandsanleihen* oder *-bonds* werden Anleihen von mittelständischen Emittenten bezeichnet. Neben dem Emittenten kann auch das Volumen der Anleihe betrachtet werden, weshalb auch der Begriff *Mikroanleihe* verwendet wird.³²⁵

Durch die relativ hohen (Fix-)kosten der Anleihefinanzierung, den Zulassungsvorschriften der jeweiligen Börsensegmente sowie das daraus resultierende Mindestvolumen des Finanzierungsbedarfes ist die Bezeichnung der Mittelstandsanleihe bisher nicht trennscharf formuliert. Oft werden Mindestvolumina³²⁶ von Mittelstandsanleihen von 25 bis 150 Mio. EUR als Bandbreite genannt.³²⁷ Dieser Finanzierungsbedarf ist in der Regel nur bei größeren mittelständischen Firmen zu finden, weshalb mittlere bis große mittelständische Unternehmen Mittelstandsanleihen begeben.³²⁸ Um eine klare Trennung zwischen Mittelstand und Großunternehmen zu erwirken, wurde bereits in Abschnitt 2.1.3 eine

³²⁴ Eigende Darstellung nach Blättchen/Nespethal (2012): S. 143.

³²⁵ Vgl. Horsch/Sturm (2007): S. 265ff.; Ueberschär (2013): S. 58.

³²⁶ Einige Mittelstandsanleihen konnten nicht voll am Markt platziert werden, weshalb in den Mittelstandssegmenten auch durchaus kleinere Emissionsvolumina im einstelligen Millionenbereich zu verzeichnen sind. Teilweise wurden auch bewusst Emissionen im einstelligen Millionenbereich vorgenommen.

³²⁷ Vgl. Bösl (2011a): S. 33; Bösl/Hasler (2012): S. 14.

³²⁸ Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 157; Mayer-Friedrich/Schnier (2012): S. 47.

Mittelstandsdefinition gegeben. Anleihen von Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen, werden in dieser Ausarbeitung als *Mittelstandsanleihen*³²⁹ bezeichnet.

Die an den Mittelstandssegmenten gehandelten Anleihen unterscheiden sich von den im vorherigen Abschnitt einführend beschriebenen Unternehmensanleihen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick mit Abgrenzungsmerkmalen zwischen institutionellen Bonds und Mittelstandsanleihen.

Merkmale	„Institutionelle Bonds“	Mittelstandsanleihe
Emittententypus	- SDAX aufwärts - Kapitalmarktorientierte Emittenten	- Mittlerer/ gehobener Mittelstand - Keine Aktiennotierung/ Freiverkehrsnotierung der Aktien
Volumen	> 150 - 200 Mio. EUR - Emissionsprogramme mit mehreren Tranchen	< 100 - 150 Mio. EUR - i.d.R. einmalige Emission
Emissionsverantwortung	- Fremdemission: „Unterwriting“ durch Emissionskonsortium „Best-Effort“ Angebote („Abwicklungsrisiko“)	- kein „Unterwriting“ - Eigenemission durch Emittenten
Emissionsstruktur	Bankenkonsortium aus Lead (Bookrunner) und Co-Manager	- Direktvertrieb (Family&Friends) - Zeichnungsfunktion der Börsen - Selling Agents
Ratinganforderungen	- Rating erfolgt durch institutionelle Rating-Agentur (S&P, Moody's, Fitch) - Non-Rated-Emission möglich („Schattenrating“) - Strenge Covenant-Regelungen gehören zum Standard (insb. High-Yield-Emissionen)	Mittelstandsrating-Agenturen
Anleihebedingungen/ Dokumentation	- EU-Emissionsprospekt (i.d.R.), oft Basisprospekt für Emissionsprogramme - Deutsches Recht (SchVG) / NY-State Law (HY-Bonds) - Unterwriting Agreement, Indenture, Legal Opinions, Comfort Letter, Disclosure Opinions, Trustee-Agreements	- Weniger strenge Covenant-Regelungen (kein Standard) - Wertpapierprospekt (BaFin gebilligt) - Deutsches Recht (Schuldverschreibungsgesetz)
Börsennotierung	- Regulierter Markt / Freiverkehr - Luxemburg als Hauptlistingbörse	- Freiverkehr - Mittelstandssegmente - Öffentliches Angebot (mit Private Placement)
Angebot/ Investoren	- Private Placement - Institutionelle Investoren (Inland, Ausland)	Starker Retail-Fokus (Inland), semi-institutionelle Investoren
Pricing	- Bookbuilding-Verfahren („Dutch Auction“), Festpreis - Platzierung innerhalb weniger Stunden - Plain Vanilla, Floater, Fremdwährung	- Festpreisverfahren - Max. 12 Monate Angebotsdauer
Anleihestruktur	1.000 EUR, 50.000 EUR und 100.000 EUR Stückelung	- i.d.R. Plain Vanilla 1.000 EUR Stückelung

Tabelle 5: Abgrenzung von institutionellen Bonds und Mittelstandsanleihen.³³⁰

³²⁹ In der Ausarbeitung wird nicht auf nicht-börsengehandelte Anleihen mittelständischer Unternehmen eingegangen, da gerade das Entstehen der Börsensegmente für mittelständische Unternehmensanleihen ein wesentlicher Treiber für diese Finanzierungsform ist. Von einer weiteren Unterscheidung von Mittelstandsanleihen wird deshalb abgesehen. Nach Ueberschär (2013) werden deshalb Mittelstandsanleihen im weiteren Sinn als Mittelstandsanleihen dieser Arbeit kategorisiert. Vgl. Ueberschär (2013): S. 59f.

³³⁰ Blättchen/Nespethal (2012): S. 145. Unterwriting bezeichnet in diesem Fall die Unterschrift der Bank(en) auf dem Wertpapierprospekt und die dementsprechende Haftung für die Angaben.

Im Mai 2010 wurde mit Bondm an der Börse Stuttgart erstmalig ein deutsches Börsensegment für mittelständische Unternehmensanleihen geschaffen. Im Zeitablauf haben weitere Börsenplätze wie München (m:access), Düsseldorf (ehemals der Mittelstandsmarkt, jetzt Primärmarkt Düsseldorf A, B, C³³¹) Frankfurt (Entry und Prime Standard) sowie Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) nachgezogen und solche Segmente etabliert.³³² Bondm war zum Ende 2012 Marktführer und repräsentierte einen Marktanteil³³³ von etwa 50 % des Emissionsvolumens. Danach folgten³³⁴ der Entry Standard Frankfurt mit einem Anteil von etwa 30 % und der Mittelstandsmarkt Düsseldorf mit gut 10 %.³³⁵

Mittlerweile wurde das Segment Bondm als Marktführer durch den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse abgelöst (nach Anzahl der notierten Anleihen).³³⁶ Die Börsensegmente sind alle dem Freiverkehr zuzuordnen, in dem privatrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten der jeweiligen Börsen maßgeblich sind.³³⁷ Die Anforderungen an Emittenten sind teilweise sehr heterogen ausgeprägt und vom jeweiligen Börsensegment abhängig (z. B. Erfordernis zur Erstellung von einem Rating, einem Zwischenbericht, spezieller Kennzahlen).³³⁸ Bevor Anleihen in den Handel am jeweiligen Börsensegment kommen, müssen bzw. sollten die Emittenten sogenannte Kapitalmarktbetreuer bzw. Emissionsexperten einbinden, die das Unternehmen über den gesamten Emissionsprozess hin betreuen.³³⁹ Dazu gehört beispielsweise die Einschätzung, ob der Emittent anleihefähig³⁴⁰ ist sowie die fachliche Unterstützung bei der Umsetzung der Emission (bei Cashflow-Planung, Festlegung der Anleihebedingungen, Erstellung des Wertpapierprospektes

³³¹ Die Segmenteteilung in A, B, C ist abhängig vom Credit Spread des Emittenten im Vergleich zur Durchschnittsrendite von Bundesanleihen. Vgl. Börse Düsseldorf (2015): o. S.

³³² Vgl. Bösl/Hasler (2012): S. 13.

³³³ Das gesamte Marktmissionsvolumen beläuft sich zum Stand Dezember 2012 auf gerundet 3,2 Mrd. EUR. Bondm hat einen absoluten Marktanteil von 1,74 Mrd. EUR. Vgl. Kammler/Röder (2013): S. 55f.

³³⁴ Anteil Mittelstandsbörse Deutschland ca. 2 %, m:access rund 0,5 %. Vgl. Kammler/Röder (2013): S. 56.

³³⁵ Vgl. Kammler/Röder (2013): S. 56.

³³⁶ Vgl. BondGuide (2015d): S. 4.

³³⁷ Vgl. Götz/Hartmann (2012): S. 204; Bösl/Hasler (2012): S. 13.

³³⁸ Bösl/Hasler (2012): S. 14.

³³⁹ Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011), S. 54; Götz/Hartmann (2012): S. 206.

³⁴⁰ Um die Emittentenqualität zu steigern, sollten sowohl die Emissionsberater als auch die Börsenplätze die Solvabilität der Emittenten prüfen. Die objektive Prüfung der Emittentenqualität durch die Börse bzw. die Emissionsberater ist zu hinterfragen, da diese Institutionen an der Emission wirtschaftlich partizipieren. In diesem Fall kann also ein Interessenkonflikt existieren. Vgl. Kinateder (2013): S. 193; Teske (2012): S. 9f.; Bösl/Hasler (2012): S. 17.

etc.).³⁴¹ Der Emissionsprozess bzw. der Ablauf der Transaktion lässt sich grob in folgende Phasen einteilen.

Transaktionsprozess			
Entscheidungsphase	Vorbereitung	Durchführung	Nutzung
– Informationen über die Kapitalmarktnutzung sammeln – Kapitalmarktfähigkeit prüfen – Marktumfeld analysieren – Bedeutung für das Unternehmen diskutieren – Entscheidung treffen	– Verantwortliche und Team im Unternehmens festlegen – Kapitalmarktpartner bestimmen – Notwendige Änderungen einleiten – Informationen bereitstellen	– Dokumente erstellen (Wertpapierprospekt) und Genehmigung der BaFin einholen – Antrag an die Börse stellen – Prüfung durch die Banken (Due Dilligence) – Marketing und Investorenansprache – Preisfestsetzung – Platzierung	– Folgepflichten beachten (Being Public) – Finanzierung strategisch nutzen – Kommunikation umsetzen und Investor-Relations-Abteilung etablieren

Abbildung 13: Phasen im Prozess der Emission einer Mittelstandsanleihe.³⁴²

Die Platzierung der Mittelstandsanleihen erfolgt typischerweise in Form der Eigenemission. (Wertpapier- bzw. Emissions-)Banken oder Berater nehmen in diesem Fall eine Intermediärsfunktion³⁴³ ein, welche die Anleihen bei den Investorengruppen anbieten sowie die Anleiheinformationen zirkulieren (Selling Agents).³⁴⁴ Im Vergleich zu Emissionen von Großunternehmen, die in der Regel eine Fremdemission vollziehen und Banken auswählen, welche bevorzugt institutionelle Investoren ansprechen, werden bei den Emissionen von Mittelstandsanleihen auch Privatinvestoren verstärkt berücksichtigt.³⁴⁵ Die nominelle Anleihestückelung von bis zu 1.000 EUR trägt dazu bei, das auch private Anleger und Vermögensverwalter diese Anleihen leicht zeichnen können.³⁴⁶ Diese Investoren wer-

³⁴¹ Vgl. Götz/Hartmann (2012): S. 206.

³⁴² Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011), S. 112; In dieser Abbildung wird der Kapitalmarktpartner erst in der Phase der Vorbereitung bestimmt, was aber dadurch konterkariert wird, dass in der Entscheidungsphase die Kapitalmarktfähigkeit geprüft wird, wo der Kapitalmarktpartner durchaus Mehrwert leisten kann.

³⁴³ In dieser Variante ist die Abgrenzung zwischen Eigen- und Fremdemission erschwert, da beispielsweise der rudimentäre Einbezug einer Emissionsbank teilweise als Fremdemission bewertet wird. Die bei großen Transaktionen übliche Fremdemissionscharakteristika hinsichtlich Übernahmevereinbarungen der Anleihen seitens der Bank mit dem Emittenten, die bankseitige Unterzeichnung des Wertpapierprospektes (Underwriting) neben dem Emittenten etc. bleiben weitestgehend unberücksichtigt. Vgl. Hinz/Johannson (2012): S. 194f.; Blättchen (2012): S. 34; Kuthe (2012): S. 112; Horsch/Sturm (2007): S. 272f.

³⁴⁴ Vgl. Blättchen (2012): S. 34; Blättchen/Nespethal (2012): S. 143; Hinz/Johannson (2012): S. 194.

³⁴⁵ Vgl. Schlitt/Kasten (2011): S. 97.

³⁴⁶ Vgl. Blättchen/Nespethal (2010): S. 499; Achleitner/Volk (2013): S. 167.

den bei Mittelstandsanleihen als wichtige Zielgruppe genannt, die damit den Investorenkreis erweitern.³⁴⁷ Teilweise wird den Privatanlegern ein Anteil von bis zu 70 % des Emissionsvolumens zugeschrieben. In der Regel sollte sich bei Börsennotierung der Anleihe der Investorenmix auf 50 % Privatanleger und 50 % institutionelle Investoren aufteilen.³⁴⁸ Darüber hinaus wird die Zeichnung von Neuemissionen auch über die jeweiligen Börsensegmente angeboten, wodurch der Zugang auch für nicht-institutionelle Investoren vereinfacht wird.³⁴⁹ Dieser Vertriebskanal wird oft als Zeichnungsbox bezeichnet. Diese internetbasierte Zeichnungsfunktion³⁵⁰ kann auch auf der Webpräsenz des Emittenten eingefügt werden, sodass auch dem Emittenten nahestehende Investoren (z. B. Arbeitnehmer, Lieferanten, Family&Friends) davon Gebrauch machen können.³⁵¹ Dies bedeutet, dass die Anleihen öffentlich, aber auch in der privaten Sphäre angeboten werden.

Das Verfahren der Bepreisung von Mittelstandsanleihen hat spezielle Eigenschaften. In der Regel werden die Anleihen in der einfachen Form als Festzinsanleihe (Euronotierung, jährliche Zinszahlung, fixierter Kuponzins usw.) ausgestaltet.³⁵² Der Ausgabe- und Rücknahmepreis entspricht üblicherweise dem Nennwert der Anleihe (dies bedeutet eine endfällige Tilgung zu pari), sodass die Rendite mit dem Zinskupon zum Emissionszeitpunkt identisch ist.³⁵³ Die Bestimmung des emittentenspezifischen Zinskupons ist nicht trivial, da dieser durch zahlreiche Einflussfaktoren (z. B. Bonität, Branche, wirtschaftliche Lage) determiniert wird.³⁵⁴ Letztendlich muss vom Emittenten das Optimum zwischen Angebot und Nachfrage bestimmt werden. Im Extremfall ist die Anleihe stark überzeichnet (die Anleiherendite ist für Investoren sehr attraktiv) oder wird nicht voll am Markt platziert (relativ unattraktiv für Investoren).³⁵⁵

³⁴⁷ Vgl. Teske (2012): S. 8f.; Cezanne/Schierbeck/Streuer (2013): S. 241; Eckert/Schäfer (2011): S. 106f.

³⁴⁸ Vgl. Wegerich (2012): S. 213.

³⁴⁹ Vgl. Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011), S. 54.

³⁵⁰ Diese IT-technische, automatische Anbindung und Abwicklung erlaubt es, dass verschiedene Investorengruppen über diese Zeichnungsbox gezielt, auch ohne Bank, angesprochen werden können: So kann die Zeichnungsbox auf verschiedenen Internetseiten integriert sein, die für die Zeichnung erforderlichen Dokumente individuell gestaltet werden oder die Zeichnungsmöglichkeit nur für spezielle Gruppen zugänglich sein. Vgl. Blättchen/Nespethal (2012): S. 146f.

³⁵¹ Vgl. Blättchen (2012): S. 34; Blättchen/Nespethal (2012): S. 146.

³⁵² Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 164.

³⁵³ Aus diesem Grund wird in diesem Abschnitt nicht zwischen Rendite und Zins unterschieden. Vgl. Wegerich (2012): S. 214.

³⁵⁴ Vgl. Heseler (2012): S. 82.

³⁵⁵ Vgl. Wegerich (2012): S. 206.

Im ersten Schritt zur Bestimmung des Zinskupons wird während des Emissionsprozesses eine Bewertungsspanne definiert, die oft mithilfe eines Pilot-Fishing-Verfahrens (auch *Pre-Marketing* oder *Pre-Sounding*) konkretisiert wird: Ausgewählte institutionelle Investoren werden im Vorfeld der Emission mit dem Unternehmensprofil bzw. dem Chance-/Risiko-Profil der Anleihe konfrontiert³⁵⁶ und geben daraufhin eine Einschätzung zur Investorenattraktivität ab. Aufgrund der Rückmeldung kann das Pricing der Anleihe verfeinert und letztendlich festgelegt werden.³⁵⁷ Die Preisfixierung orientiert sich in diesem Segment an den Risikoprämien von Hochzinsanleihen, wobei die Korrelation zwischen Rating und Höhe des Zinssatzes nicht besonders ausgeprägt zu sein scheint.³⁵⁸ Das Angebot der Anleihe an Investoren erfolgt dann in der Regel im Festpreisverfahren^{359 360}.

Ein weiterer bedeutender Parameter der Preisbestimmung ist das Anleiherisiko, welches potenzielle Investoren üblicherweise antizipieren. Für das Risiko der Anleihe ist die Anleiheausstattung maßgeblich, die durch die Anleihebedingungen (Emissionsbedingungen)³⁶¹ determiniert wird.³⁶² Die besonders emittentenfreundliche Gestaltung wird bei Mittelstandsanleihen hervorgehoben, da es im Vergleich zum Bankkredit relativ wenige Reglementie-

³⁵⁶ Der relativ frühe Kontakt zu Investoren bietet diesen die potenzielle Möglichkeit des Erhaltes von Insiderinformationen. Bei bereits börsennotierten Unternehmen kann dies von besonderer Relevanz sein. Deshalb ist das Pilot-Fishing nicht unumstritten und wird deshalb von der EU reglementiert, weshalb nun ein Wall-Crossing-Prozess bei Kapitalmarkttransaktionen in der Diskussion steht. In diesem Verfahren wird das spezifische Unternehmen erst einmal anonym vorgestellt und bei Investoreninteresse anschließend eine Vertraulichkeitsvereinbarung geschlossen, die dem Investor dazu anhält, das Insiderrecht zu beachten. Vgl. von Oppeln/Holst (2013): S. 48f.

³⁵⁷ Vgl. Hinz/Johannson (2012): S. 201; von Oppeln/Holst (2013): S. 48f.; Götz/Hartmann (2012): S. 206.

³⁵⁸ Vgl. Hasler/Karl (2012): S. 111ff.; Achleitner/Volk (2013): S. 165; Feiler/Kirstein (2014): S. Die Korrelation zwischen Rating und Kurs wird dann durch den Börsenhandel bzw. die freie Kursfestsetzung möglich und deutlich. Vgl. Abschnitt 5.3.3.

³⁵⁹ Bei Emissionen von Benchmark-Bonds wird üblicherweise das Bookbuilding-Verfahren angewendet. In diesem Fall werden a priori Quoten für institutionelle und private Investoren festgelegt. Daraufhin werden Emissionsbanken mit der Platzierung beauftragt, die dann mit bestimmten Investorengruppen (Institutionelle Investoren oder Banken) die Konditionen verhandeln und Preisspannen festlegen. Je nach vereinbarter Kondition mit dem Investor erfolgt dann die Zuteilung gemäß Orderbuch. Jedoch wurde dieses Verfahren seit 2006 wohl erst einmal bei einer Emission einer Mittelstandsanleihe angewendet. Dies ist u. a. den Zeichnungsfunktionen der jeweiligen Mittelstandsbörsen geschuldet, denen zufolge bei der Zeichnung bereits alle Anleiheparameter fixiert sein müssen. Vgl. Achleitner/Volk (2013): S. 162f.; Wegerich (2012): S. 200f.; Kuthe (2012): S. 117.

³⁶⁰ Vgl. Hinz/Johannson (2012): S. 201.

³⁶¹ Die Anleihebedingungen sind für diese Arbeit von besonderer Bedeutung, da diese für den Umgang bezüglich der Verhaltens- und Informationspflichten des Emittenten maßgeblich sind.

³⁶² Vgl. von Livonius (2012): S. 31.

rungen gibt.³⁶³ Die Flexibilität wird durch fehlende Besicherung, Covenants und fehlende Zweckbindungen der Mittel begründet.³⁶⁴

Neben der Anleihestruktur ist die Bonität und Branche des Emittenten zu beachten, um Zins und Tilgung zu leisten. Bei einer Laufzeit der Papiere zwischen üblicherweise drei bis sieben Jahre ist die Zahlungsfähigkeit ein bedeutender Faktor.³⁶⁵ Dies ist insbesondere bei der Refinanzierung der Anleihe relevant, da ansonsten die Anleihelaufzeit verlängert werden muss.

Diese Einschätzung zur Bonität der Emittenten bzw. ein Unternehmensrating vergeben in der Regel die sogenannten Mittelstands-Ratingagenturen. Anleiheratings³⁶⁶ sind bisher von untergeordneter Bedeutung. Vielmehr werden Unternehmensratings vorgenommen.³⁶⁷ Die bedeutendste Ratingagentur bei Mittelstandsanleihen ist Creditreform Rating. Zudem sind Euler Hermes Rating, Scope Rating und Feri Eurorating in dem Segment³⁶⁸ aktiv.³⁶⁹ Die größten Ratingagenturen (S&P, Moody's oder Fitch) sind in diesem Marktsegment bisher kaum in Erscheinung getreten, obwohl S&P nun verstärkt den Markt in den Geschäftsfokus nimmt und sogar separate Ratingklassen für mittelständische Emittenten initiiert hat.³⁷⁰

Das Erfordernis eines Ratings hängt auch vom jeweiligen Börsensegment ab. Die jeweiligen Zulassungs- und Folgepflichten definieren, ob überhaupt ein Rating benötigt wird und ob ggf. nach dem Erstrating auch ein Folgerating erforderlich ist.³⁷¹

Die Spanne der Emittentenratings ist relativ breit, sodass auch gute und schlechte Ratings vorhanden sind. Teilweise variieren die Ratings je nach Börsensegment bzw. Branche.³⁷²

³⁶³ Vgl. Mann (2012): S. 25ff.

³⁶⁴ Vgl. Bösl (2011b): S. 17; Mann (2012): S. 28; Wegerich (2012): S. 214; Walchshofer (2012): S. 64.

³⁶⁵ Vgl. Wegerich (2012): S. 214.

³⁶⁶ Ein Anleiherating ist dann sinnvoll, wenn durch die Anleihegestaltung wie Sicherheiten o. ä. ein anderes Risikoprofil erreicht wird als das jeweilige Unternehmensrisiko. Vgl. Heseler (2012): S. 84.

³⁶⁷ Vgl. Heseler (2012): S. 84.

³⁶⁸ Zudem haben die GBB Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung und die PSR Rating eine BaFin-Erlaubnis. Vgl. Hasler (2012a): S. 226.

³⁶⁹ Vgl. Kammler/Röder (2013): S. 55; Heseler (2012): S. 84; Schulte (2013): S. 44.

³⁷⁰ Vgl. Hasler (2012a): S. 226; Schulte (2013): S. 44; Hinrichs (2013): S. V5.

³⁷¹ Vgl. Felz (2012): S. 99.

³⁷² Vgl. Cezanne/Schiereck/Streuer (2013): S. 242.

Oft erhalten die Emittenten sogar ein Erstrating im Investment-Grade-Bereich^{373, 374}. Dies ist im Vergleich zu Corporate-Ratings großer Ratinggesellschaften eher unüblich, da kleinere Unternehmen eher branchenspezifischen Risiken ausgesetzt sind. Ein weiteres Indiz für die starke Heterogenität in den jeweiligen Ratingklassen ist die starke Spreizung der Kuponzinsen: So sind teilweise mehr als drei Prozentpunkte Unterschied auszumachen.³⁷⁵ Die meisten Ratings bei Mittelstandsanleihen sind im Sub-Investment-Grade-Bereich zu verzeichnen.³⁷⁶ Die Emittenten-Ausfallraten (innerhalb der nächsten fünf Jahre) beginnen in diesem Bereich bei 7,25 % und zeigen das relativ hohe Risiko der nicht-fristgerechten Begleichung der eingegangenen Zahlungsverpflichtungen der Emittenten.³⁷⁷

Nach dem Erstrating zum Zeitpunkt der Bondemission erscheinen Folgeratings üblicherweise im zwölfmonatlichen Rhythmus. Die Aktualität der Bonitätseinschätzung soll somit Rechnung getragen werden, damit auch über die tatsächliche finanzielle Lage eine Einschätzung gegeben wird.³⁷⁸ Seit dem Bestehen der Mittelstandssegmente konnte häufig eine Ratingverschlechterung im Zeitablauf beobachtet werden, auch Insolvenzratings sind nicht unüblich.³⁷⁹ Das allgemeine Ratingniveau wurde in Richtung Sub-Investment-Grade verschoben und entspricht nun eher dem typischen High-Yield-Markt^{380, 381}.

Neben dem laufenden Rating sind weitere Folgepflichten der Börsensegmente zu beachten, um die Transparenz für Investoren von Mittelstandsanleihen zu erhöhen. Gerade für bisher nicht-börsengelistede Unternehmen sind diese Publizitätspflichten oft ein Paradigmenwechsel. Grundsätzlich müssen Anleihegläubiger informiert werden, wenn Informationen³⁸² das Potenzial zukommt, den Kurs der Anleihe zu beeinflussen bzw. die Investitionsentscheidung der Investoren zu beeinflussen.³⁸³ Dies ist dann gegeben, wenn die Erfüllung

³⁷³ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Ratingeinschätzungen häufig kritisiert werden, da die Ratingeinschätzungen der Mittelstands-Ratingagenturen im Vergleich zu den großen Ratingagenturen zu optimistisch seien und das Risiko nicht adäquat widerspiegeln. Vgl. Bukowski (2013): S. 71; Seith (2013): S. 77; Wallbaum (2013): S. 41ff.

³⁷⁴ Vgl. Wegerich (2012): S. 214.

³⁷⁵ Vgl. Feiler/Kirstein (2014): S. 14.

³⁷⁶ Vgl. Feiler/Kirstein (2014): S. 14.

³⁷⁷ Vgl. Mayer-Friedrich/Schnier (2012): S. 45f.; Ahlers (2011): S. 72.

³⁷⁸ Vgl. Felz (2012): S. 99.

³⁷⁹ Vgl. Kinader (2013): S. 193.

³⁸⁰ Zum Markt für High Yield Bonds in den USA und in Deutschland Vgl. Kracht (2010): S. 106ff.

³⁸¹ Vgl. Hasler/Launer/Wilhelm (2013): S. 4.

³⁸² Solche Informationen sind z. B.: Neustrukturierung des Geschäftes bzw. der Beteiligungen, Personalwechsel in der Geschäftsführung, Kapitalmaßnahmen etc. Vgl. Felz (2012): S. 100.

³⁸³ Vgl. Zipperle/Kuthe (2012): S. 66; Felz (2012): S. 99f.

der Zahlungsverpflichtung aus der Anleihe tangiert wird.³⁸⁴ Die unmittelbare Informationsobliegenheit der Emittenten wird als *Quasi Ad-hoc-Pflicht* bezeichnet und wird von allen Börsensegmenten vorgeschrieben.³⁸⁵ Darüber hinaus müssen die Emittenten periodische Geschäftsberichte offenlegen, aber auch einen nicht-geprüften Zwischenlagebericht³⁸⁶ nach drei Monaten des Berichtszeitraumes, einen ungeprüften Halbjahresbericht sowie einen testierten Jahresabschluss sowie Lagebericht innerhalb von sechs Monaten nach Bilanzstichtag.³⁸⁷ Die Berichterstattung kann auf HGB-Bilanzierung basieren, was die Komplexität und Kostenintensität insbesondere für nationale Emittenten reduziert.³⁸⁸

Neben der unscharf definiert anmutenden Quasi Ad-hoc-Pflicht können Covenants die Publizitätspflichten konkretisieren. Diese können bestimmte Fälle vorsehen, in denen Anleihegläubiger informiert werden müssen – z. B. bei Änderungen wesentlicher Kennzahlen.³⁸⁹ Zur weiteren Information der Anleger müssen Unternehmensvorstellung, Kennzahlen und der Finanzkalender (beispielsweise Zins- und Tilgungstermine) des Emittenten gepflegt und der jeweiligen Börse zur Verfügung gestellt werden.³⁹⁰

Trotz der geschilderten ordnenden Wirkung von Covenants – auch hinsichtlich des Gläubigerschutzes – wurde davon bei Mittelstandsanleihen bisher wenig Gebrauch gemacht.³⁹¹ Die Zweckbindung der liquiden Mittel aus der Emission wird in der Regel nicht reglementiert und steht den unternehmerischen Entscheidungsträgern frei zur Verfügung.³⁹²

³⁸⁴ Vgl. Zipperle/Kuthe (2012): S. 66.

³⁸⁵ Vgl. Felz (2012): S. 99f.

³⁸⁶ In einem Zwischenlagebericht sind die wesentlichen Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage im Vergleich zur entsprechenden Vorperiode zu erläutern. Der entsprechende Bericht sollte um einen Prognose-, sowie Chancen- und Risikobericht erweitert und bedeutende Geschäfte von dem Unternehmen nahestehender Personen sollten offenbart werden. Vgl. Strieder/Ammedick (2007): S. 1369f.

³⁸⁷ Vgl. Vogt/Rieß (2013): S. 449.

³⁸⁸ Vgl. Schlitt/Kasten (2011): S. 100.

³⁸⁹ Vgl. Zipperle/Kuthe (2012): S. 67.

³⁹⁰ Vgl. Vogt/Rieß (2013): S. 449.

³⁹¹ Vgl. Wegerich (2012): S. 214; Mann (2012): S. 25.

³⁹² Vgl. Feiler (2013): S. 492; Feiler/Kirstein (2014): S. 4.

Die Schutzklauseln sind im Vergleich zum etablierten amerikanischen High-Yield-Markt bisher unterentwickelt. Zukünftig sind für den Mittelstandsanleihemarkt strengere Covenant-Regelungen³⁹³ zu erwarten, um Gelder bei den Investoren einwerben zu können.³⁹⁴ Durch einen verbesserten Investorenschutz würden auch zunehmend mehr institutionelle Investoren in dieses Marktsegment investieren.³⁹⁵

Neben den schwach ausgeprägten Schutzklauseln werden auch oft keine Besicherungen für die Anleiheforderungen der Gläubiger bestellt.³⁹⁶ Durch die fehlende Zweckbindung der Mittel, die oftmals nicht-existente Besicherung der Anleihe und die mangelnden Schutzklauseln sind die Investoren vom Handeln des Managements hinsichtlich der Zins- und Tilgungszahlung abhängig (vgl. Mehrfallstudienanalyse im fünften Gliederungspunkt).³⁹⁷ Auch nach der Anleiheemission kann das Management bzw. der Eigentümer seine Informationslage nutzen, um die Risikoposition der Gläubiger zu erhöhen (Moral Hazard). Diese Absicht kann aber auch bereits vor der Anleiheausgabe existieren. Diese Prinzipal-Agenten-Beziehung wird im folgenden Kapitel in einen theoretischen Rahmen eingebettet und erläutert.

Resümierend wurde im vorliegenden Kapitel das Arbeitsthema inhaltlich gefüllt und ein grundsätzliches Verständnis von Inhalten wie Mittelstand, Finanzierung und Anleihen herausgearbeitet. Die ausführlich³⁹⁸ erläuterten Aspekte wie Grundlagen der Kreditfinanzierung, Charakteristika der Insolvenz, Covenants etc. sind zum einen wichtig für das Verständnis der nachfolgenden theoretischen Probleme (insb. hinsichtlich Gläubiger-Eigner-Konflikten) und sind zum anderen für die praktische Untersuchung von Bedeutung (z. B. bei der Untersuchung der Anleihebedingungen der einzelnen Anleihen).

³⁹³ Durch die fehlende Besicherung und die Nachrangigkeit der Forderung ist es bei amerikanischen High-Yield-Anleihen üblich, dass den Anleihegläubigern Covenants zugesichert werden, welche sicherstellen, dass die finanziellen Mittel im Unternehmen verbleiben bzw. investiert werden. Vgl. Kracht (2010): S. 134.

³⁹⁴ Vgl. Feiler/Kirstein (2014): S. 15; Regelin/Bourgeois (2013): 194f.

³⁹⁵ Vgl. Walchshofer (2012): S. 64.

³⁹⁶ Vgl. Mann (2012): S. 25; Feiler (2013): S. 492; Feiler/Kirstein (2014): S. 4.

³⁹⁷ Vgl. Kinader (2013): S. 194.

³⁹⁸ Die Verkürzung der Inhalte schien aufgrund der späteren Relevanz als nicht angemessen.

Anleihefinanzierung im eigentümergeführten deutschen
Mittelstand

Eine theoretische und praktische Untersuchung von
Informationsasymmetrien

Döweling, H.

2017, XVII, 310 S. 45 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-18373-8