

Schriften zur Finanzwirtschaft

herausgegeben vom
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
der
Technischen Universität Ilmenau

Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?

Dr. Alexander Fox

Heft 9





Technische Universität Ilmenau

Schriften zur Finanzwirtschaft

Dr. Alexander Fox
Technische Universität Ilmenau
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
Postfach 10 05 65
98684 Ilmenau
Tel: ++49 (0)3677 69 4016
Fax: ++49 (0)3677 69 4218
E-Mail: Alexander.Fox@tu-ilmenau.de

Alexander Fox:

Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?

Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 9, Technische Universität Ilmenau, 2012

ISSN 1615-7656

Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?

von

Dr. Alexander Fox

Zusammenfassung:

Anleihen werden seit einigen Jahren als neue Finanzierungsalternative für Unternehmen des Mittelstands propagiert, wobei dem durch die Schaffung von so genannten Mittelstandssegmenten für Anleihen an den deutschen Börsen Rechnung getragen wurde. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, inwieweit es sich bei den Unternehmen, deren Anleihen an den einzelnen Börsen notieren, wirklich um Mittelständler handelt. Der vorliegende Beitrag versucht diese Problematik anhand eines Vergleichs der quantitativen Eigenschaften dieser Unternehmen mit den Kriterien der Mittelstandsdefinitionen von Europäischer Union und des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn zu beantworten.

Inhaltsverzeichnis

1	EINLEITUNG	5
2	DEFINITORISCHE EINORDNUNG DES MITTELSTANDES.....	5
3	ANLEIHEN ALS FINANZIERUNGSMÖGLICHKEIT FÜR DEN MITTELSTAND	8
3.1	EINORDNUNG	8
3.2	ABLAUF EINER ANLEIHEEMISSION	11
4	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG	13
5	FAZIT	16
	LITERATUR	17

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Co.	Compagnie
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EUR	Euro
f.	folgende
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
gGmbH	gemeinnützige Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
mbH	mit beschränkter Haftung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
plc	public limited company
S.A.	Société Anonyme
TSD	Tausend
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

Die Beschaffung ausreichender finanzieller Mittel stellt für Unternehmen des Mittelstands seit jeher ein wichtiges Thema dar. Den Hauptteil davon besorgen sich diese regelmäßig aus eigenen Mitteln und über Fremdkapital (wie Kontokorrentkredite oder Bankdarlehen).¹ Hierbei muss jedoch beachtet werden, dass Banken bei der Vergabe von Krediten gemäß dem eingegangenen Risiko Eigenkapital hinterlegen müssen und infolgedessen entsprechende Risikoprämien von den Unternehmen verlangen. Diese fallen umso geringer aus, je besser das Rating des Unternehmens ist, welches zum maßgeblichen Teil von der Eigenkapitalausstattung beeinflusst wird. Daher besteht für Mittelständler oft das Problem, ausreichend Fremdkapital zu bezahlbaren Konditionen zu beschaffen. Um diesen Problemen bei der Kapitalbeschaffung zu begegnen, wurden in der Vergangenheit verstärkt Anleihen als mögliche Lösung erwähnt, wobei dem durch die Schaffung von so genannten Mittelstandssegmenten für Anleihen an den deutschen Börsen Rechnung getragen wurde.² Im Rahmen dieser Untersuchung soll geklärt werden, inwieweit es sich bei den börsennotierten Anleihen überhaupt um Verbriefungen von Mittelständlern handelt oder ob die Begrifflichkeit nur aus Marketinggründen verwendet wird und Mittelständler diese Finanzierungsform gar nicht verstärkt nutzen. Dazu wird im zweiten Kapitel zunächst eine definitorische Charakterisierung des Mittelstandes erarbeitet. Danach erfolgt im dritten Kapitel eine Einordnung von Anleihen in das vorhandene Spektrum an Finanzierungsmöglichkeiten sowie eine Analyse von Anleihen als Alternative für den Mittelstand, woran sich im vierten Kapitel eine empirische Untersuchung zur Zusammensetzung der einzelnen Mittelstandssegmente in Deutschland anschließt. Abgeschlossen wird die Arbeit mit einem kurzen Fazit.

2 Definitorische Einordnung des Mittelstandes

Eine einheitliche Definition für Mittelstand bzw. kleine und mittlere Unternehmen (KMU) existiert nicht, so dass eine Vielzahl an möglichen Abgrenzungskriterien vorhanden ist. Für eine genauere Einordnung der Begrifflichkeit wird vor allem auf quantitative und qualitative Kriterien zurückgegriffen.³ Als eine Möglichkeit der quantitativen Einordnung von KMU bietet sich die Empfehlung der Europäischen Kommission zur Definition von KMU (2003/361/EG) an, welche bei weniger als 250 Beschäftigten und einem Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR oder einer Jahresbilanzsumme von höchstens 43 Mio.

¹ Dies wird auch durch die Unternehmensbefragung 2011 der KfW Bankengruppe bestätigt; vgl. KfW Bankengruppe (2011), S. 57 ff. und 79 ff.

² Vgl. hierzu z.B. Blättchen/Nespethal (2010), S. 496 ff.; Schlitt/Kasten (2011), S. 97 ff.

³ Siehe z.B. Institut für Mittelstandsforschung Bonn unter: <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=3> (Abruf am 01.12.2011).

EUR von mittelständischen Unternehmen ausgeht.⁴ Die nachfolgende Tabelle zeigt eine detaillierte Übersicht zu den einzelnen Größenklassen:⁵

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	und	Umsatz pro Jahr in EUR	oder	Bilanzsumme pro Jahr in EUR
	kleinst	bis 9		bis 2 Mio.	
klein	bis 49		bis 10 Mio.		bis 10 Mio.
mittel	bis 249		bis 50 Mio.		bis 43 Mio.

Abbildung 1: KMU-Schwellenwerte der EU seit 01.01.2005

Quelle: EU-Richtlinie 2003/361/EG

Das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) in Bonn unterscheidet folgende Größenklassen:

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	und	Umsatz pro Jahr in EUR
	klein	bis 9	
mittel	bis 499		bis unter 50 Mio.
(KMU) zusammen	unter 500		unter 50 Mio.

Abbildung 2: KMU-Definition des IfM Bonn seit 01.01.2002

Quelle: Vgl. <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=89> (Abruf am 13.12.2011)

Eine weitere quantitative Einordnung von Unternehmen findet sich im Handelsgesetzbuch in § 267 Abs. 1 bis 3 HGB, wonach kleine Kapitalgesellschaften solche sind, die mindestens zwei der drei nachstehenden Merkmale nicht überschreiten:

- 4.840.000 Euro Bilanzsumme nach Abzug eines auf der Aktivseite ausgewiesenen Fehlbetrags (§ 268 Abs. 3 HGB)
- 9.680.000 Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag
- im Jahresdurchschnitt fünfzig Arbeitnehmer.

Mittelgroße Kapitalgesellschaften stellen Unternehmen dar, die mindestens zwei der drei dargestellten Merkmale von kleinen Kapitalgesellschaften überschreiten und jeweils mindestens zwei der drei nachstehenden Merkmale nicht überschreiten:

- 19.250.000 Euro Bilanzsumme nach Abzug eines auf der Aktivseite ausgewiesenen Fehlbetrags (§ 268 Abs. 3 HGB)
- 38.500.000 Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag
- im Jahresdurchschnitt zweihundertfünfzig Arbeitnehmer.

⁴ Vgl. dazu auch Europäische Union (2006), S. 14.

⁵ Die Unternehmensgröße mittel stellt KMU als Ganzes dar.

Große Kapitalgesellschaften sind demgegenüber Unternehmen, die mindestens zwei der drei dargestellten Merkmale von kleinen Kapitalgesellschaften überschreiten. Eine Kapitalgesellschaft im Sinn des § 264d HGB gilt stets als große. Die Herangehensweisen der Europäischen Kommission und des IfM betonen zudem die Unabhängigkeit der Unternehmen. So darf gemäß der Empfehlung der Europäischen Kommission kein anderes Unternehmen einen Anteil von mehr als 25 % des betreffenden Unternehmens besitzen.⁶ Nach dem IfM Bonn müssen bis zu zwei natürliche Personen oder ihre Familienmitglieder mindestens 50% der Anteile eines Unternehmens halten. Besteht die Rechtsform einer Kommanditgesellschaft, müssen sie als Komplementäre auftreten.⁷

Neben den genannten quantitativen Merkmalen sind auch die verschiedenen qualitativen Eigenschaften von KMU geeignet, eine Abgrenzung vorzunehmen. So besteht bei KMU oft eine Identität von Eigentümern und Management⁸, welche dazu führt, dass Anteilsverwässerungen und Mitspracherechte durch Dritte unerwünscht sind. Infolgedessen ist die unternehmerische Fähigkeit des Eigentümers für den Erfolg von entscheidender Bedeutung. Zudem besitzen KMU oft eine Abhängigkeit von meist nur wenigen Abnehmern und Lieferanten.⁹ Des Weiteren bestehen im Mittelstand teils hohe Informationsasymmetrien und damit eine eingeschränkte Informationsbasis für die (potenziellen) Kapitalgeber.¹⁰ So tun sich viele Mittelständler schwer, interne Daten Dritten offen zu legen. Kapitalgeber werden aber vor einer Kapitalbereitstellung regelmäßig umfangreiche Kontroll- und Informationsrechte einfordern. Zudem muss beachtet werden, dass für die breite Masse der KMU die Wachstumsperspektiven eher begrenzt sind und Planungsinstrumente nur vereinzelt genutzt werden.¹¹

Von KMU sind des Weiteren so genannte Familienunternehmen abzugrenzen.¹² Nach dem IfM Bonn werden unter Familienunternehmen Unternehmen verstanden, „bei denen die Eigentums- und Leitungsrechte in der Person des Unternehmers oder der Unternehmerin bzw. deren Familie vereint sind.“ Danach müssen „bis zu zwei natürliche Personen oder ihre Familienangehörigen mindestens 50% der Anteile eines Unternehmens halten und diese natürlichen Personen der Geschäftsführung angehören.“¹³ Damit liegt es in der Natur der Sache, dass die Schnittmenge von Familienunternehmen und KMU sehr groß ist. Beide Unternehmensformen aber eben nicht deckungsgleich sind, da es auch Familienunternehmen mit mehr als 249 bzw. 499 Beschäftigten oder mehr als 43 bzw. 50 Mio. EUR Jahresumsatz gibt. Genauso existieren KMU, die z.B. konzerngebunden und damit keine Familienunternehmen sind.¹⁴ Insgesamt ist zu

⁶ Vgl. dazu auch Europäische Union (2006), S. 11.

⁷ Vgl. Wolter/Hauser (2001), S. 33.

⁸ Vgl. Wolter/Hauser (2001), S. 33; IDW (2008), S. 31.

⁹ Vgl. Fox/Schonert (2009), S. 414.

¹⁰ Vgl. IDW (2008), S. 31 zum Problem von Informationsasymmetrien bei KMU; vgl. auch Niederöcker (2002).

¹¹ Vgl. dazu auch Kamp/Solmecke (2005), S. 619 f. m.w.N. Ausnahmen bilden in diesem Zusammenhang Wachstumsunternehmen, welche unter die KMU-Definition fallen. Hier sind Phasen überdurchschnittlichen Wachstums die Regel.

¹² Vgl. <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=68> (Abruf am 15.12.2011).

¹³ <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=68> (Abruf am 15.12.2011).

¹⁴ Vgl. <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=68> (Abruf am 15.12.2011).

beachten, dass es sich bei KMU um eine sehr heterogene Gruppe von Unternehmen handelt, die quantitativ, aber auch qualitativ kaum erfasst werden kann.¹⁵

3 Anleihen als Finanzierungsmöglichkeit für den Mittelstand

3.1 Einordnung

Die Finanzierungsmöglichkeiten von KMU sind vielfältig. Die einzelnen Formen lassen sich dabei anhand der Kriterien Rechtsstellung der Kapitalgeber bzw. Kapitalhaftung sowie Mittelherkunft systematisieren.¹⁶ Bei der Eigenfinanzierung wird dem Unternehmen von seinen Eigentümern Eigenkapital zugeführt, welches als Risikokapital für alle Verpflichtungen des Unternehmens haftet. Die Fremdfinanzierung ist hingegen dadurch gekennzeichnet, dass die Kapitalgeber Gläubiger des Unternehmens sind und einen vertraglichen Anspruch auf Rückzahlung des überlassenen Kapitals haben. Fremdkapital haftet grundsätzlich nicht für Verbindlichkeiten gegenüber Dritten. Daneben existieren eine Vielzahl an Kreditsubstituten (z.B. Leasing¹⁷ oder Factoring¹⁸) sowie Mezzanine-Kapital.¹⁹ Nach dem Kriterium Mittelherkunft wird in Innen- und Außenfinanzierung unterschieden. Die Innenfinanzierung umfasst alle Vorgänge, die zur Freisetzung finanzieller Mittel durch das Unternehmen selbst führen, während bei der Außenfinanzierung eine Zuführung finanzieller Mittel durch Eigentümer oder Gläubiger erfolgt. Die sich durch die Zusammenfassung der genannten Aspekte ergebenden konkreten Finanzierungsformen werden in der folgenden Abbildung dargestellt:

¹⁵ Vgl. hierzu auch Böttcher/Linnemann (2008), S. 163 f.

¹⁶ Vgl. z.B. Busse (2003), S. 63 ff.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 358 ff.

¹⁷ Der Begriff Leasing leitet sich vom englischen „to lease“ ab, was mit mieten bzw. pachten übersetzt werden kann. Eine Legaldefinition für den Begriff Leasing hat sich bisher nicht herausgebildet; er dient vielmehr als Sammelbegriff für eine Vielzahl unterschiedlicher Sachverhalte im Zusammenhang mit der entgeltlichen Nutzungsüberlassung von beweglichen und unbeweglichen Investitions- und Gebrauchsgütern, vgl. zum Leasing z.B. Fox/Schonert (2009), S. 422 ff. m.w.N.

¹⁸ Factoring ist ein Kreditsubstitut, welches seine Finanzierungswirkung durch einen Tausch innerhalb der Aktiva hin zu liquiden Mitteln entfaltet. Factoring bedeutet den einmaligen oder regelmäßigen Ankauf von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen vor Fälligkeit durch einen darauf spezialisierten Finanzdienstleister („Factor“), vgl. zum Factoring Fox/Schonert (2009), S. 422 f.

¹⁹ Mezzanine-Finanzierung ist eine Form der Außenfinanzierung, die alle rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten zwischen Eigen- und Fremdkapital annehmen kann. Damit handelt es sich nicht um eine spezielle Finanzierungsform, sondern es werden nur die bilanziellen und haftungsrechtlichen Wirkungen verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten beschrieben, welche sich in ihrer Ausgestaltung zwischen Eigen- und Fremdkapital bewegen; vgl. dazu ausführlich z.B. Busse (2003), S. 40; Dörscher/Hinz (2003), S. 606; Nelles/Klusemann (2003), S. 1; Werner (2007), S. 21.

Mittelherkunft \ Rechtsstellung	Innenfinanzierung	Außenfinanzierung
Eigenfinanzierung	Selbstfinanzierung	Beteiligungsfinanzierung Mezzanine-Finanzierung
Fremdfinanzierung	Finanzierung durch Rückstellungen	Kreditfinanzierung

Abbildung 3: Systematisierung klassischer Finanzierungsmöglichkeiten

Bei Anleihen handelt es sich um Instrumente der langfristigen Kreditfinanzierung, die einen Kreditvertrag, zerlegt in einzelne Teilschuldverschreibungen, verbriefen und somit im Unterschied zu klassischen Formen, wie dem Kontokorrent- oder dem Bankkredit, eine Börsenfähigkeit aufweisen. Diese führt zu einer hohen Fungibilität. Anleihen können von Unternehmen, Staaten, öffentlichen Körperschaften (Städte, Gemeinden), Realkreditanstalten (Hypothekenbanken), aber auch von supranationalen Einrichtungen (z.B. der Weltbank) emittiert werden.²⁰ Die Emissionsfähigkeit ist dabei grundsätzlich an keine Rechtsform gebunden. Einschränkungen ergeben sich jedoch durch mögliche Anforderungen an die Bonität des Anleiheemittenten und die Größe der Anleiheemission.²¹ Die Beurteilung der Bonität von Anleihen und deren Emittenten für den Zeitraum der Laufzeit, also die Bewertung der Fähigkeit zur Zinszahlung und Schuldentilgung, stellt hierbei ein wichtiges Instrument bei der Emission von Anleihen dar. So kann ein gutes Rating²² als positives Signal für potentielle Investoren dienen und den Verkauf der Schuldverschreibung fördern. In letzter Zeit verzichten jedoch nicht wenige Unternehmen bei der Emission auf ein Rating und nehmen damit den Ausschluss bestimmter Investorengruppen und mögliche Preisabschläge in Kauf.²³ Die Ausgestaltung von Anleihen hinsichtlich der Rechteübertragung, Laufzeit, Währung, Verzinsung, Ausgabe- und Rückzahlungskurs sowie Tilgung ist frei wählbar, muss jedoch im Vorfeld durch den Emittenten der Anleiheemission im Anleiheprospekt gemäß § 1 Abs. 1 WpPG veröffentlicht werden, sofern sich aus § 1 Abs. 2 WpPG, §§ 2-4 WpPG nichts anderes ergibt. Die Varianten Wandel- und Optionsanleihe²⁴ sollen in diesem Zusammenhang nicht weiter berücksichtigt werden, da mit ihrer Emission eine etwaige Börsennotierung verbunden ist, welche in Deutschland nur wenige KMU aufweisen. Zudem ist es bei Unternehmensanleihen üblich, Klauseln (Covenants) zum Schutz der Gläubiger zu vereinbaren. Diese legen für die Laufzeit der Anleihe bestimmte Handlungsspielräume für finanzielle Entscheidungen des Unternehmens fest.²⁵ Anleihen werden überwiegend als Inhaberschuldverschreibungen ausgegeben,

²⁰ Vgl. Spremann/Gantenbein (2007), S. 17 f.; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 395 f.

²¹ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 396.

²² Vgl. einführend zum Rating z.B. Steiner/Starbatty (2004), S. 19 ff.

²³ Vgl. dazu Blättchen/Nespethal (2010), S. 500.

²⁴ Vgl. dazu ausführlich z.B. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 399 ff.

²⁵ Vgl. dazu z.B. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 174 f.

da diese im Unterschied zu Namensschuldverschreibungen mit allen aus ihnen resultierenden Rechten ohne weiteres an Dritte übertragbar sind.²⁶

Anleihen können damit für KMU eine interessante Alternative zu den klassischen Formen der Kreditfinanzierung, wie Kontokorrent- oder Bankkredit, darstellen. Vor allem mit dem Inkrafttreten von Basel II in Deutschland am 1. Januar 2007 hat die Bonitätsprüfung bei der Kreditvergabe durch Banken und Sparkassen einen neuen Stellenwert erhalten. Die Anforderungen an Sicherheiten und Transparenz erhöhen sich dadurch deutlich und haben einen stärkeren Einfluss auf den Zugang zu Krediten und die Höhe der Kreditzinsen als in der Vergangenheit. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen mit schlechter Bonität haben in diesem Zusammenhang häufig Probleme, Kredite zu für sie angemessene Konditionen bzw. überhaupt Kredite zu erhalten.²⁷ Mit der schrittweisen Einführung von Basel III ab 2013 wird sich diese Entwicklung mutmaßlich weiter verstärken. Wenn man dazu das Kreditvergabeverhalten von Banken und Sparkassen über längere Zeiträume untersucht und dabei auch die jeweils ausstehenden Kreditvolumina einbezieht, lassen sich ähnlich den gesamtwirtschaftlichen Konjunkturzyklen auch Kreditzyklen beobachten.²⁸ Ein Kreditzyklus läuft dem jeweiligen Konjunkturzyklus hierbei in der Regel hinterher. In Folge einer konjunkturellen Abkühlung stehen KMU tendenziell häufig vor dem Problem, dass sich ihre Kreditfinanzierungsmöglichkeiten verschlechtern. Dieser Nachteil verstärkt sich noch dadurch, dass gerade in Phasen verminderter Gewinne und Cashflows auch die Möglichkeiten einer (offenen) Selbstfinanzierung meist eingeschränkt sind.

KMU messen je nach Unternehmensgröße den einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten unterschiedliche Bedeutung zu. Jedoch sind durchschnittlich bei allen Größenklassen die Innenfinanzierung und klassische Bankkredite am wichtigsten. Anleihen spielen dagegen bei allen Größenklassen nur eine untergeordnete Rolle.²⁹ Auch die Rechtsform der Unternehmen stellt einen wichtigen Punkt bei der gewählten Finanzierungsform dar. So wird die Mehrzahl der KMU als Einzelunternehmung, Personenhandelsgesellschaft (OHG, KG) oder als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) geführt.³⁰ Diese haben im Unterschied zu Aktiengesellschaften (AG)³¹ i.d.R. keinen Zugang zu hoch organisierten Kapitalmärkten, auf

²⁶ Vgl. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 179.

²⁷ Siehe dazu auch die Ergebnisse Unternehmensbefragung 2011 der KfW Bankengruppe; vgl. KfW Bankengruppe (2011), S. 35 ff.

²⁸ Die Entwicklung des Kreditvolumens deutscher Banken und Sparkassen kann anhand der monatlich veröffentlichten Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank nachvollzogen werden. Die KfW Bankengruppe veröffentlicht u. a. auf Basis dieser Daten vierteljährlich ihren KfW-Kreditmarktausblick, welcher Einschätzungen der Situation auf dem Kreditmarkt sowie Prognosen der zukünftigen Entwicklung beinhaltet.

²⁹ Vgl. KfW Bankengruppe 2011, S. 80.

³⁰ Im Rahmen der Unternehmensbefragung Frühjahr 2011 der Creditreform Wirtschaftsforschung gaben 18,4 % der Unternehmen an, als Einzelunternehmen tätig zu sein. Des Weiteren hatten 3 % die Rechtsform einer Personengesellschaft und 71,6 % die Rechtsform einer GmbH gewählt; vgl. Creditreform Wirtschaftsforschung (2011), S. 32.

³¹ Im Rahmen der Unternehmensbefragung Frühjahr 2011 der Creditreform Wirtschaftsforschung gaben nur 2,1 % der Unternehmen an, die Rechtsform einer AG zu besitzen, vgl. Creditreform Wirtschaftsforschung (2011), S. 32. Für die Mehrzahl der KMU wird ein Börsengang auch zukünftig keine ernsthafte Option darstellen, da mit diesem die Erfüllung umfangreicher Offenlegungs- und Transparenzanforderungen verbunden ist, welche in der Regel den Vorstellungen der Alteigentümer zuwiderläuft, vgl. dazu z.B. Huchzermeier (2006).

denen Eigenkapital beschafft werden könnte. Bei der Emission von Anleihen bestehen dagegen keine Anforderungen an die Rechtsform des emittierenden Unternehmens, so dass es in der Vergangenheit KMU eher aufgrund der zu geringen Emissionsvolumina nicht möglich war, Anleihen öffentlich am Kapitalmarkt zu platzieren, da die damit verbundenen Emissions- und Folgekosten im Vergleich zum Emissionsvolumen zu hoch waren.³² Mittlerweile existieren jedoch an den Börsen in Düsseldorf (mittelstandsmarkt)³³, Frankfurt (Entry Standard)³⁴, Hamburg-Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland)³⁵, München (m:access bonds)³⁶ und Stuttgart (Bondm)³⁷ Segmente für Anleihen mittelständischer Unternehmen, bei denen entweder keine oder mit 10 bzw. 25 Mio. EUR mittelstandsadäquate Mindestemissionsvolumina verlangt werden. Zum Schutz der Investoren müssen dabei bestimmte Publizitätspflichten erfüllt werden, welche jedoch i.d.R. geringer als im regulierten Anleihemarkt ausfallen und somit den Vorstellungen der Eigentümer von mittelständischen Unternehmen entgegenkommen. Zudem verlangen bis auf die Mittelstandsbörse Deutschland alle anderen Börsen ein Unternehmensrating, auf welches aber an den Börsen in Frankfurt, Stuttgart und Düsseldorf bei Listing des emittierenden Unternehmens im regulierten Markt verzichtet wird.³⁸

3.2 Ablauf einer Anleiheemission

Bei der Emission einer Anleihe haben die emittierenden Unternehmen die Wahl zwischen Eigen- und Fremdemission.³⁹ Bei einer Eigenemission übernimmt der Emittent sämtliche Aufgaben, welche mit der Platzierung der Anleihe verbunden sind. Er trägt damit auch das Platzierungsrisiko. Damit ist gemeint, dass er nicht den vollständigen Anleihebetrag begeben kann und somit auch nicht die geplanten finanziellen Mittel erhält. In der Regel erfolgt eine Anleiheplatzierung jedoch in Form einer Fremdemission, bei der eine oder mehrere Banken die Emission mit einigen oder allen damit verbundenen Aufgaben durchführen. Im Rahmen einer Festübernahme kauft das Bankenconsortium die vollständige Anleihe und trägt in Folge selber das Absatzrisiko. Bei einer Kommissionsübernahme verkaufen die Banken die Anleihe in eigenem Namen, aber auf Rechnung des Unternehmens. Die Fremdemission bietet für das emittierende Unternehmen somit den Vorteil, dass es auf die Infrastruktur und Erfahrungen der jeweiligen Banken zurückgreifen kann. Damit verbunden sind natürlich entsprechende zusätzliche Emissionskosten.

³² So auch z.B. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 190; Blättchen/Nespethal (2010), S. 496; Schlitt/Kasten (2011), S. 97.

³³ Verfügbar unter: <http://www.dermittelstandsmarkt.de> (Abruf am 11.01.2012).

³⁴ Verfügbar unter: <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=126> (Abruf am 11.01.2012).

³⁵ Verfügbar unter: http://www.boersenag.de/de/investments/Mittelstandsbörse_Deutschland (Abruf am 11.01.2012).

³⁶ Verfügbar unter: <http://www.maccess.de> (Abruf am 11.01.2012).

³⁷ Verfügbar unter: <https://www.boerse-stuttgart.de/bondm> (Abruf am 11.01.2012).

³⁸ Vgl. ausführlich zu den Anforderungen der einzelnen Börsen z.B. Schlitt/Kasten (2011), S. 98 ff.

³⁹ Vgl. im Folgenden Beike/Schlütz (2010), S. 348 ff.

Des Weiteren kann zwischen öffentlicher und Privatplatzierung (Angebot an eine bestimmte Investorengruppe) unterschieden werden.⁴⁰ Diese Entscheidung trifft das Unternehmen in Abhängigkeit von seinen strategischen Zielen, vom geplanten Emissionsvolumen und von den potentiellen Investoren. Bei einer öffentlichen Platzierung lassen sich die Auflegung zur öffentlichen Zeichnung, der freihändige Verkauf⁴¹ sowie der börsenmäßige Verkauf⁴² unterscheiden. Im Rahmen der öffentlichen Zeichnung gibt die begleitende Bank ein Prospekt heraus und interessierte Investoren haben bis zu einem festgelegten Zeitpunkt die Möglichkeit, eine Zeichnungserklärung für eine Stückzahl bzw. einen Nennbetrag der Anleihe an die Bank abzugeben. Nach dem Ablauf der Zeichnungsfrist werden die Anleihen dem Käufer in der gewünschten Anzahl überstellt. Alternativ besteht die Möglichkeit eines Auktions- bzw. Tenderverfahrens, bei dem die Anleger während der Zeichnungsfrist einen Nennbetrag und Kurs für die Anleihe bieten können.⁴³

Zu vermuten ist, dass sich KMU in der Regel für eine öffentliche Platzierung der Anleihe in Form einer Fremdemission entscheiden, da hier auf das know-how entsprechender Finanzintermediäre zurückgegriffen und gleichzeitig ein möglichst großer Personenkreis angesprochen werden kann.⁴⁴ Bei besonders kleinen Volumina scheint es jedoch sinnvoll, die öffentliche Platzierung in Form einer Eigenemission durchzuführen, um die entsprechende(n) Gebühre(n) der begleitende(n) Bank(en) zu umgehen. Hierbei ist es jedoch für das KMU nötig, eine angemessene Infrastruktur für die Abwicklung der Transaktion vorzuhalten, damit z.B. die Einbuchung der Anleihe in die Kundendepots oder die Abrechnung der Zinskupons und Tilgungsbeträge ordnungsgemäß erfolgt. Bondm an der Stuttgarter Börse bietet z.B. in diesem Zusammenhang verschiedene Dienstleistungen im Rahmen der Eigenemission für Unternehmen an.⁴⁵ Die öffentliche Platzierung einer Anleihe erfolgt im Regelfall in fünf Schritten:

⁴⁰ Vgl. für eine kurze Übersicht zu den rechtlichen Rahmenbedingungen von öffentlichen und Privatplatzierung z.B. Schlitt/Kasten (2011), S. 100 f. m.w.N.

⁴¹ Beim freihändigen Verkauf erfolgt das Angebot der Anleihen fortlaufend an die Kunden der Banken zu einem freibleibenden Kurs, da sich die Banken vorbehalten, den Kurs fortlaufend an das jeweilige Marktzinsniveau anzupassen; Beike/Schlütz (2010), S. 349.

⁴² Beim börsenmäßigen Verkauf werden die Anleihen zunächst an der Börse eingeführt und dann über diese verkauft; Beike/Schlütz (2010), S. 349.

⁴³ Vgl. zum Auktions- bzw. Tenderverfahren z.B. Beike/Schlütz (2010), S. 378 f.

⁴⁴ So auch hinsichtlich der öffentlichen Platzierung Schlitt/Kasten (2011), S. 100.

⁴⁵ Vgl. dazu Blättchen/Nespethal (2010), S. 501 ff.

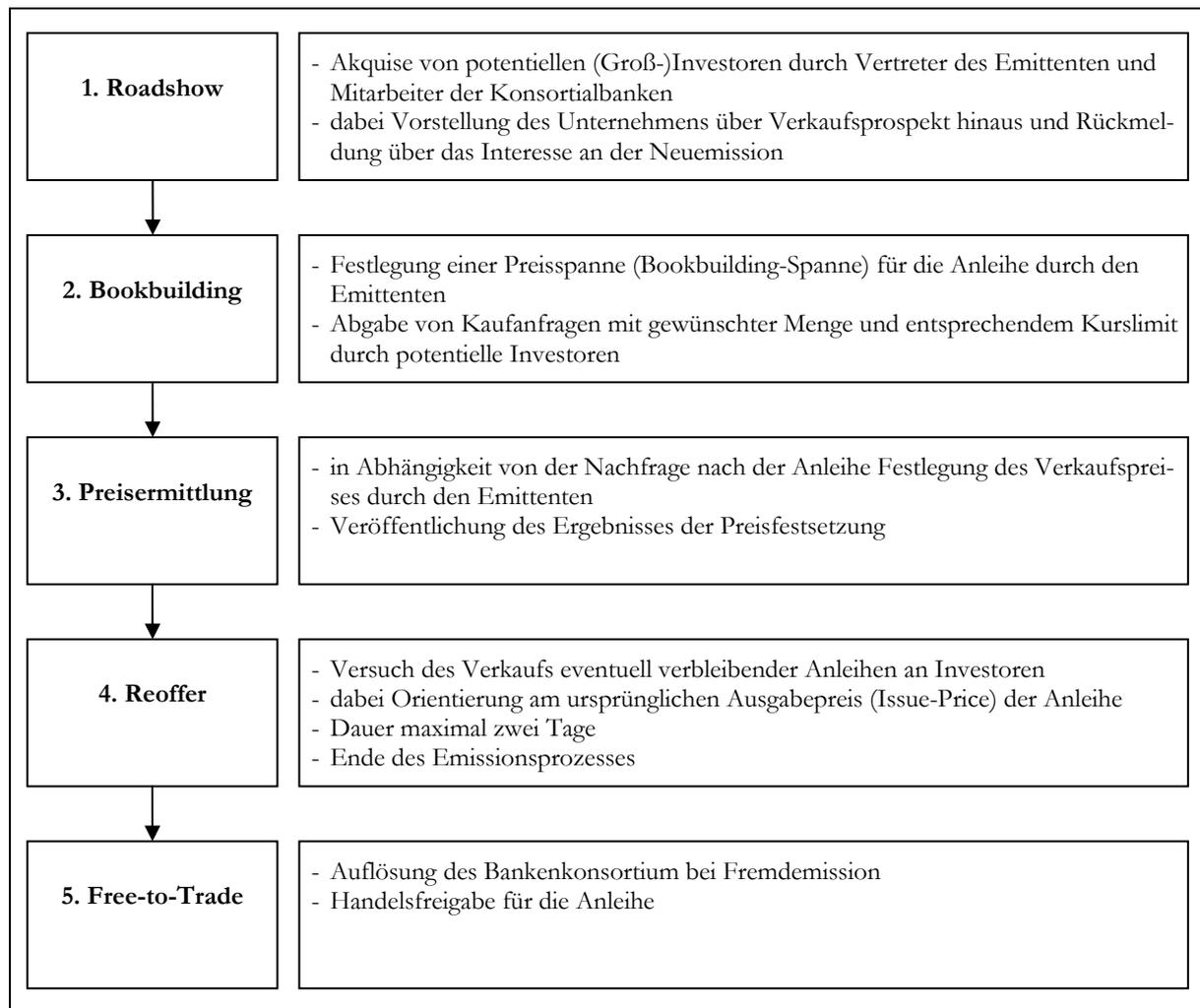


Abbildung 4: Phasen einer öffentlichen Anleihenplatzierung
Quelle: in Anlehnung an Beike/Schlütz (2010), S. 349 ff.

4 Empirische Untersuchung

Zum Stichtag 20.12.2011 waren an den fünf deutschen börslichen Mittelstandssegmenten insgesamt 41 Anleihen von 37 verschiedenen Unternehmen notiert. In Abbildung 5 werden die emittierten Anleihen hinsichtlich ihrer wichtigsten Charakteristika dargestellt und darauf aufbauend in Abbildung 6 die Größe der 37 Unternehmen mit den Kriterien der Mittelstandsdefinitionen von EU und IfM Bonn verglichen. Da alle Anleihen in den Jahren 2010 oder 2011 emittiert wurden, werden hierfür die Geschäftszahlen aller Unternehmen des Jahres 2010 herangezogen.⁴⁶

⁴⁶ Folgende Unternehmen weisen abweichende Geschäftsjahre auf, so dass deren Daten verwendet wurden: Bastei Lübbe GmbH & Co. KG (01.04.2010 bis 31.03.2011), Procar Automobile Finanz-Holding GmbH & Co. KG (01.10.2009 bis 30.09.2010), Semper idem Underberg GmbH (01.04.2010 bis 31.03.2011), BKN biostrom AG (01.10.2009 bis 30.09.2010), Golden Gate AG (01.07.2010 - 30.06.2011).

Emittent der Anleihe	Börse	Tag der Emission	Fälligkeit	Geplantes Volumen (in TSD EUR)	Erhöhungsoption (in TSD EUR)	Verzinsung (in %)
Ariston Real Estate AG	Düsseldorf	14.03.2011	13.03.2016	25.000	nein	7,250
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	Düsseldorf	26.10.2011	25.10.2016	30.000	nein	6,750
e.n.o. energy GmbH	Düsseldorf	30.06.2011	29.06.2016	25.000	nein	7,375
FFK Environment GmbH	Düsseldorf	01.06.2011	31.05.2016	25.000	nein	7,250
GIF - Gesellschaft für Industrieforschung mbH	Düsseldorf	20.09.2011	19.09.2016	15.000	nein	8,500
hkw personalkonzepte GmbH	Düsseldorf	15.11.2011	14.11.2016	10.000	nein	8,250
Katjes International GmbH & Co. KG	Düsseldorf	19.07.2011	18.07.2016	30.000	nein	7,125
Procar Automobile Finanz-Holding GmbH & Co. KG	Düsseldorf	14.10.2011	13.10.2016	30.000	nein	7,750
Semper idem Underberg GmbH	Düsseldorf	20.04.2011	19.04.2016	50.000	nein	7,125
Valensina GmbH	Düsseldorf	28.04.2011	27.04.2016	50.000	nein	7,375
SIAG Schaaf Industrie AG	Frankfurt	12.07.2011	11.07.2016	50.000	nein	9,000
SeniVita Sozial gGmbH	Frankfurt	17.05.2011	16.05.2016	15.000	nein	6,500
S.A.G. Solarstrom AG	Frankfurt	11.07.2011	10.07.2017	200.000	nein	7,500
S.A.G. Solarstrom AG	Frankfurt	15.12.2010	14.12.2015	50.000	nein	6,250
MS Spaichingen GmbH	Frankfurt	16.07.2011	15.07.2016	30.000	nein	7,250
KTG AGRAR AG	Frankfurt	06.06.2011	05.06.2017	50.000	nein	7,125
Golden Gate AG	Frankfurt	11.04.2011	10.10.2014	30.000	nein	6,500
EYEMAXX Real Estate AG	Frankfurt	26.07.2011	25.07.2016	25.000	nein	7,500
DIC ASSET AG	Frankfurt	16.05.2011	15.05.2016	100.000	nein	5,875
ALBIS Leasing AG	Hamburg-Hannover	04.10.2011	03.10.2016	50.000	nein	7,625
BKN biostrom AG	Hamburg-Hannover	06.06.2011	05.06.2016	25.000	nein	7,500
3W Power S.A.	Stuttgart	01.12.2010	30.11.2015	125.000	nein	9,250
Air Berlin plc	Stuttgart	10.11.2010	09.11.2015	150.000	50.000	8,500
Air Berlin plc	Stuttgart	19.04.2011	18.04.2018	100.000	50.000	8,250
Air Berlin plc	Stuttgart	01.11.2011	31.10.2014	100.000	50.000	11,500
Albert Reiff GmbH & Co. KG	Stuttgart	16.05.2011	26.05.2016	30.000	nein	7,250
CENTROSOLAR Group AG	Stuttgart	15.02.2011	14.02.2016	50.000	nein	7,000
Dürr AG	Stuttgart	13.09.2010	27.09.2015	150.000	nein	7,250
German Pellets GmbH	Stuttgart	01.04.2011	31.03.2016	75.000	25.000	7,250
Joh. Friedrich Behrens AG	Stuttgart	15.03.2011	14.03.2016	30.000	nein	8,000
KTG Agrar AG	Stuttgart	15.09.2010	14.09.2015	25.000	nein	6,750
MAG IAS GmbH	Stuttgart	08.02.2011	07.02.2016	50.000	nein	7,500
Nabaltec AG	Stuttgart	15.10.2010	14.10.2015	30.000	nein	6,500
Payom Solar AG	Stuttgart	08.04.2011	07.04.2016	50.000	nein	7,500
RENA GmbH	Stuttgart	15.12.2010	14.12.2015	75.000	nein	7,000
Royalbeach Spielwaren & Sportartikel Vertriebs GmbH	Stuttgart	27.10.2011	26.10.2016	25.000	nein	8,125
SiC Processing GmbH	Stuttgart	01.03.2011	29.02.2016	100.000	nein	7,125
Solarwatt AG	Stuttgart	01.11.2010	31.10.2015	25.000	nein	7,000
Uniwheels Holding GmbH	Stuttgart	19.04.2011	18.04.2016	50.000	10.000	7,500
Windreich AG	Stuttgart	01.03.2010	28.02.2015	50.000	nein	6,500
Windreich AG	Stuttgart	15.07.2011	14.07.2016	75.000	nein	6,500

Abbildung 5: Anleihen an deutschen Mittelstandssegmenten (Stand: 20.12.2011)
Quelle: eigene Recherche

Unternehmen	Mitarbeiter	Umsatz (in TSD EUR)	Bilanzsumme (in TSD EUR)	KMU-Vorgaben erfüllt von	
				EU	IfM Bonn
Ariston Real Estate AG	7	10.109	129.822	ja	ja
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	178	74.525	47.142	nein	nein
e.n.o. energy GmbH	38	47.971	44.559	ja	ja
FFK Environment GmbH	78	24.384	20.534	ja	ja
GIF - Gesellschaft für Industrie- forschung mbH	435	38.212	58.925	nein	ja
hkw personalkonzepte GmbH	569	10.680	2.987	nein	nein
Katjes International GmbH & Co. KG	0 ⁴⁷	914	11.082	ja	ja
Procar Automobile Finanz- Holding GmbH & Co. KG	923	399.025	167.259	nein	nein
Semper idem Underberg GmbH	107	128.547	142.182	nein	nein
Valensina GmbH	233	142.199	67.079	nein	nein
SIAG Schaaf Industrie AG	1.870	144.044	136.613	nein	nein
SeniVita Sozial gGmbH	221	7.703	8.440	ja	ja
S.A.G. Solarstrom AG	159	201.030	249.130	nein	nein
MS Spaichingen GmbH	425	94.788	90.725	nein	nein
KTG AGRAR AG	256	44.860	191.310	nein	ja
Golden Gate AG	30	1	57.570	ja	ja
EYEMAXX Real Estate AG	35	14.152	34.471	ja	ja
DIC ASSET AG	110	228.770	2.049.970	nein	nein
ALBIS Leasing AG	190	391	547.800	ja	ja
BKN biostrom AG	27	17.644	20.772	ja	ja
3W Power S.A.	1.516	306.000	640.307	nein	nein
Air Berlin plc	8.900	3.723.600	2.370.100	nein	nein
Albert Reiff GmbH & Co. KG	1.379	379.090	140.436	nein	nein
CENTROSOLAR Group AG	1.078	403.446	184.698	nein	nein
Dürr AG	5.915	1.261.379	1.216.465	nein	nein
German Pellets GmbH	190	156.698	138.927	nein	nein
Joh. Friedrich Behrens AG	390	80.831	67.142	nein	nein
KTG Agrar AG	256	44.900	191.300	nein	ja
MAG IAS GmbH	1.515	299.607	277.130	nein	nein
Nabaltec AG	372	112.700	166.000	nein	nein
Payom Solar AG	17	154.281	30.874	nein	nein
RENA GmbH	1.112	214.877	278.236	nein	nein
Royalbeach Spielwaren & Sport- artikel Vertriebs GmbH	87	63.091	47.651	nein	nein
SiC Processing GmbH	604	160.872	279.305	nein	nein
Solarwatt AG	432	324.464	171.694	nein	nein
Uniwheels Holding GmbH	1.867	293.400	195.600	nein	nein
Windreich AG	26	120.834	415.601	nein	nein

Abbildung 6: Unternehmenskennzahlen Geschäftsjahr 2010

Quelle: eigene Recherche

⁴⁷ Die Emittentin verfügte zum 31. Dezember 2010 über keine eigenen Mitarbeiter, sondern nur über zwei Geschäftsführer, welche als Vertreter der Emittentin aufgrund ihrer Geschäftsführerposition bei der Komplementär-GmbH auftreten.

Zuallererst macht die geringe Zahl von nur 41 Anleihen deutlich, dass unabhängig von der tatsächlichen Größe der Unternehmen Mittelstandssegmente in Deutschland noch keine große Bedeutung erlangen konnten. Von den 37 Unternehmen, welche Anleihen emittiert haben, erfüllen nur 9 und damit 24,3 % die Kriterien der Mittelstandsdefinition der EU sowie 12 und somit 32,4 % die Kriterien der Mittelstandsdefinition des IfM Bonn. Berücksichtigt man in diesem Zusammenhang, dass es sich bei 7 gelisteten Unternehmen um Beteiligungs-, Immobilien- oder Leasinggesellschaften handelt, sinkt der Anteil der mittelständischen Unternehmen auf 8,1 % bzw. 16,2 %. Die Auswertung macht somit deutlich, dass nur die wenigsten Unternehmen die Kriterien der Mittelstandsdefinitionen von EU bzw. IfM Bonn erfüllen und in der Regel größere Unternehmen an den so genannten Mittelstandssegmenten notieren. So ist es z.B. nicht ersichtlich, warum die Anleihen der börsennotierten Fluggesellschaft Air Berlin PLC mit mehreren tausend Angestellten und über 3,7 Mrd. EUR Umsatz in einem Mittelstandssegment notieren.

5 Fazit

Die Untersuchungen bestätigen die Vermutung, dass es sich bei den börsennotierten Anleihen größtenteils nicht um Verbriefungen von Mittelständlern, sondern von größeren Unternehmen handelt, die teilweise weltweit agierende Konzerne mit mehreren tausend Mitarbeitern darstellen. Damit liegt der Verdacht nahe, dass die Begrifflichkeit Mittelstandsanleihe nur aus Marketinggründen verwendet wird, um das oftmals damit verbundene positive Image von soliden und verantwortungsvoll handelnden Unternehmen zu verwenden, und gar keine verstärkte Nutzung von Anleihen zur Finanzierung unter KMU erfolgt. Dies deckt sich auch mit den Ergebnissen von Unternehmensbefragungen, in welchen KMU Anleihen als Finanzierungsmöglichkeit nur eine geringe Bedeutung beimessen.⁴⁸ Schon 2005 kamen Reichling/Beinert/Henne bei einer Untersuchung zu dem Ergebnis, dass nur wenige KMU wirklich Anleihen zur Finanzierung herangezogen haben.⁴⁹ Die Ergebnisse zeigen, dass sich bis dato daran nichts geändert hat.

⁴⁸ Vgl. z.B. KfW Bankengruppe 2011, S. 80.

⁴⁹ Vgl. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 189 f.

Literatur

BEIKE, ROLF/SCHLÜTZ, JOHANNES (2010): Finanznachrichten: lesen – verstehen – nutzen, 5. Auflage, Stuttgart

BLÄTTCHEN, WOLFGANG/NESPETHAL, UWE (2010): Anleiheemission mittelständischer Unternehmen, in: Corporate Finance biz, 8/2010, 1. Jg., S. 496-503

BÖTTCHER, BARBARA/LINNEMANN, CARSTEN (2008), Erfolgsmodell Mittelstand – Fakten und Irrtümer, in: Finanzbetrieb, 2/2008, 10. Jg., S. 163–167

BUSSE, FRANZ-JOSEPH (2003): Grundlagen der Finanzwirtschaft, 5. Auflage, München

CREDITREFORM WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (2011): Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand – Frühjahr 2011, Neuss

DÖRSCHER, MARTIN/HINZ, HOLGER (2003): Mezzanine Capital – Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, in: Finanzbetrieb, 10/2003, 5. Jg., S. 606–610

EUROPÄISCHE UNION (2006): Die neue KMU-Definition: Benutzerhandbuch und Mustererklärung, verfügbar unter:
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_de.pdf (Abruf am: 13.12.2011)

FOX, ALEXANDER/SCHONERT BASTIAN (2009): Mezzanine Finanzierungsinstrumente – eine Perspektive für KMU?, in: Müller, David (Hrsg.): Controlling für kleinere und mittlere Unternehmen, München/Wien, S. 413-442

HUCHZERMEIER, MALTE (2006): Investor Relations beim Börsengang – Konzept für mittelständische Unternehmen, Wiesbaden

IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer (2008): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), Düsseldorf

KAMP, ANDREAS/SOLMECKE, HENRIK (2005): Mezzanine Kapital: Ein Eigenkapitalsubstitut für den Mittelstand?, in: Finanzbetrieb, 10/2005, 7. Jg., S. 618–625

KFW BANKENGRUPPE (2011): Unternehmensbefragung 2011: Folgen der Krise auf die Unternehmensfinanzierung weitgehend überwunden – strukturelle Finanzierungsprobleme rücken wieder in den Vordergrund, Frankfurt a. Main

NELLES, MICHAEL/KLUSEMANN, MARKUS (2003): Die Bedeutung der Finanzierungsalternative Mezzanine-Kapital im Kontext von Basel II für den Mittelstand, in: Finanzbetrieb, 1/2003, 5. Jg., S. 1-10

NIEDERÖCKER, BETTINA (2002): Finanzierungsalternativen in kleinen und mittleren Unternehmen, Wiesbaden

PERRIDON, LOUIS/STEINER, MANFRED/RATHGEBER, ANDREAS W. (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage, München

REICHLING, PETER/BEINERT, CLAUDIA/HENNE, ANTJE (2005): Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden

SCHLITT, MICHAEL/KASTEN, ROMAN A. (2011): Börsennotierte Anleihen mittelständischer Unternehmen – ein Überblick über die neuen Anleihe-segmente, in: Corporate Finance law, 2/2011, 2. Jg., S. 97-103

SPREMANN, KLAUS/GANTENBEIN, PASCAL (2007): Zinsen, Anleihen, Kredite, 4. Auflage, München

STEINER, MANFRED/STARBATY, NIKOLAUS (2004): Bedeutung von Ratings in der Unternehmensfinanzierung, in: Achleitner, Ann-Kristin/Everling, Oliver (Hrsg.), Handbuch Ratingpraxis, Wiesbaden, S. 15-35

WERNER, HORST S. (2007): Mezzanine-Kapital: Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen, 2. Auflage, Köln

WOLTER, HANS-JÜRGEN/HAUSER, HANS-EDUARD (2001): Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland - Eine Auseinandersetzung mit der qualitativen und quantitativen Definition des Mittelstands, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 90 NF, Wiesbaden, S. 24-77

Bisher in der Reihe „Schriften zur Finanzwirtschaft“ erschienene Arbeitspapiere:

Niederöcker, B.: Die Bedeutung von Business Angels für die Innovationsfinanzierung deutscher Unternehmen. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 1, TU Ilmenau, 2000.

Trost, R.; Stelzer, D.; Dechant, H.: Ein Bewertungsansatz für Geschäftsmodelle der digitalen Ökonomie – dargestellt am Beispiel Application Service Providing (ASP). Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 2, TU Ilmenau, 2003.

Schonert, B.: Das europäische Emissionshandelssystem aus Anlegerperspektive. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 3, TU Ilmenau, 2006.

Trost, R.: Berechnungsformeln für den Unternehmenswert unter der Annahme der Teilausschüttung. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 4, TU Ilmenau, 2006.

Fox, A.; Hocker, R.-M.; Peetz, S.: Alternativen bei der Spielfilmfinanzierung in Deutschland. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 5, TU Ilmenau, 2007.

von Heßling, W.: Finanzinstrumente des Devisenmarktes. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 6, TU Ilmenau, 2009.

Weimar, D.; Fox, A.: Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 7, TU Ilmenau, 2010.

von Heßling, W.: Konzepte der traditionellen Wechselkursstheorie. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 8, TU Ilmenau, 2010.

Fox, A.: Wie viel Mittelstand steckt in Mittelstandsanleihen?. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 9, TU Ilmenau, 2012.

Technische Universität Ilmenau
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Finanzwirtschaft/Investition
PF 10 05 65
98684 Ilmenau