November, 13 2013

Outlook 2014
Deutscher SME Anleihenmarkt

www.scoperatings.com

Steigende Refinanzierungsrisiken vs. wirtschaftliche Erholung

Scope Ratings hat den deutschen Markt für Mittelstandsanleihen analysiert und gibt einen Ausblick auf das Jahr 2014. Die Kernergebnisse:

1. Wirtschaftliche Erholung beflügelt deutschen Mittelstand

Die deutsche Wirtschaft und insbesondere der Mittelstand werden im kommenden Jahr deutlich von der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone profitieren. Dies betrifft vor allem exportorientierte Unternehmen.

2. Scope erwartet Zunahme des Emissionsvolumens bis zu 10%

Scope erwartet eine Zunahme des Emissionsvolumens bei Mittelstandsanleihen um 5% bis 10%. Die Gründe: Die Erholung in der Eurozone wird Investitionen und entsprechend den Finanzierungsbedarf im Mittelstand erhöhen. Hinzu kommt, dass 2014 die ersten Mittelstandsanleihen refinanziert werden müssen. Aufgrund des weiterhin moderaten Kreditwachstums bleiben Alternativen zum Bankkredit gefragt.

3. Erhöhte Refinanzierungsrisiken bei einem Drittel der Anleihen

Scope erwartet bei einem Drittel der Anleihen Refinanzierungsrisiken aufgrund zu niedriger Zinsdeckungsgrade. Dies betrifft vor allem Unternehmen in den Sektoren „Erneuerbare Energien“, „Bekleidung“, „Immobilien“ und „Automobil-Zulieferer“.

4. Risikoaufschläge für Neuemission werden 2014 weiter ansteigen

Die Höhe der Kupons wird in zunehmendem Maße das tatsächliche Risikoprofil der Anleihen widerspiegeln. Als Folge wird sich nach Auffassung von Scope die Lücke zwischen emittiertem und platziertem Anleihevolumen gegenüber 2013 spürbar verkleinern. Darüber hinaus wird der Trend hin zu kleineren Emittenten den durchschnittlichen Risikoaufschlag in der Tendenz weiter erhöhen.

5. Anzahl besicherter Anleihen nimmt deutlich zu

Aufgrund steigender Risikosensibilität der Investoren und Professionalisierung des Marktes erwartet Scope 2014 eine Zunahme besicherter Anleihen um 20% bis 30%. Insbesondere Emittenten mit einem hohen Kredit-Risikoprofil können mit umfangreichen und werthaltigen Besicherungen die Höhe des Kupons senken.

6. Branchen: Verstärkte Heterogenität der Emittenten erwartet

Die Heterogenität der Emittentenlandschaft in Bezug auf Größe, Branche und Finanzierungsbedarf nimmt 2014 zu. Scope erwartet hohe Emissionstätigkeit vor allem bei Immobilienunternehmen und Belebung bei bislang unterrepräsentierten Sektoren wie „Telekommunikation“, „IT“ und „Gesundheitswesen“.

7. Banken-unabhängige Finanzierungen nehmen europaweit zu

Zahlreiche Anleihemärkte für mittelständische Emittenten sind in den vergangenen 12 Monaten europaweit entstanden – zum Beispiel in Frankreich, Italien, Spanien und Österreich. Daneben beobachtet Scope einen Trend zu Privatplatzierungen, der vor allem von institutionellen Investoren getragen wird.

Kontakte

Sebastian Zank
Senior Analyst
s.zank@scoperatings.com

Dr. Stefan Keller
Head of Institutional Clients
s.keller@scoperatings.com

Thomas Morgenstern
Chief Operating Officer
t.morgenstern@scoperatings.com

André Fischer
Manager Communications
a.fischer@scoperatings.com

Events

Scope Ratings auf der NYSE Euronext in Paris - Conférence annuelle du marché boursier
4. Dezember 2013

Wirtschaftliche Erholung beflügelt deutschen Mittelstand 2014

Das Ende der Rezession in der Eurozone – gute Nachricht für den Mittelstand

Das Vertrauen kehrt zurück

Für die deutsche Wirtschaft ist das Ende der Rezession in der Eurozone die wichtigste Nachricht. Scope erwartet für Deutschland und seine Haupthandelspartner eine allmähliche Steigerung der Wirtschaftsleistung im kommenden Jahr. Die Staatsschuldenkrise in der europäischen Peripherie ist zu großen Teilen überwunden. Das Vertrauen der Märkte in die europäischen Volkwirtschaften kehrt sukzessive zurück.

Die deutsche Wirtschaft hat die Krise besser bewältigt als die meisten ihrer Handelspartner in der Eurozone. Verantwortlich dafür sind wesentlich die mittelständischen Unternehmen in Deutschland. Sie haben in den vergangenen Jahrzehnten Expertise in zahlreichen und hochspezialisierten Segmenten aufgebaut und damit auch unter schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Marktanteile gewinnen können.

Der Großteil der deutschen Mittelstandsunternehmen ist in zyklischen Sektoren wie zum Beispiel „Maschinenbau“, „Automobil-Zulieferer“, „Chemikalien“ und „Elektrische Geräte“ aktiv. Aufgrund der hohen Konzentration in diesen Sektoren wird der deutsche Mittelstand besonders von der stärkeren Wachstumsdynamik profitieren.

Weltweites Wirtschaftswachstum 2011-2014 in %

Wirtschaftswachstum (in %)	2011	2012	2013	2014
Weltweit	3,9	3,2	2,9	3,6
U.S.A.	1,8	2,8	1,6	2,6
Eurozone	1,5	-0,6	-0,4	1,0
Japan	-0,6	2,0	2,0	1,2
Emerging Markets	6,2	4,9	4,5	5,1
Deutschland	3,4	0,9	0,5	1,4
Frankreich	2,0	0,0	0,2	1,0
U.K.	1,1	0,2	1,4	1,9

Quelle: IMF

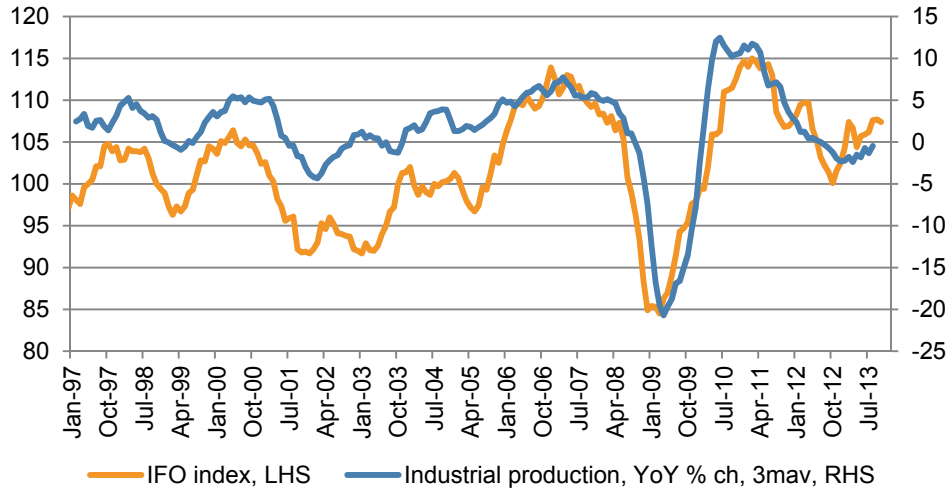
Frühindikatoren positiv

Die jüngsten Konjunkturindikatoren bestätigen den Trend für die deutsche Volkswirtschaft. Insbesondere der IFO-Geschäftsklimaindex belegt, dass sich das Wachstum der Industrieproduktion fortsetzen wird. Die gute Auftragslage unterstützt die Profitabilität der Unternehmen und wird zur Steigerung der Beschäftigung beitragen. Die Verbesserung der globalen Parameter führt sowohl zu mehr Unternehmensinvestitionen als auch zu steigendem Konsum der Privathaushalte.

Unsicherheit Mindestlohn

Die mögliche Einführung eines Mindestlohns zählt zu den größten wirtschaftlichen Unsicherheiten für den deutschen Mittelstand. Zwar werden Details noch diskutiert. Fest steht jedoch, dass kleinere Unternehmen davon stärker betroffen sein werden als größere. Eine jüngst veröffentlichte Studie vom DIW (Wochenbericht Nr. 39.2013) belegt, dass rund ein Sechstel der deutschen Erwerbsbevölkerung von der Einführung des Mindestlohns von 8,50 Euro profitieren wird. Die steigenden Kosten, die sich für Unternehmen daraus ergeben, werden sich negativ auf deren Profitabilität auswirken.

IFO-Geschäftsklimaindex deutet auf steigende Industrieproduktion hin



Quelle: Bloomberg, Scope

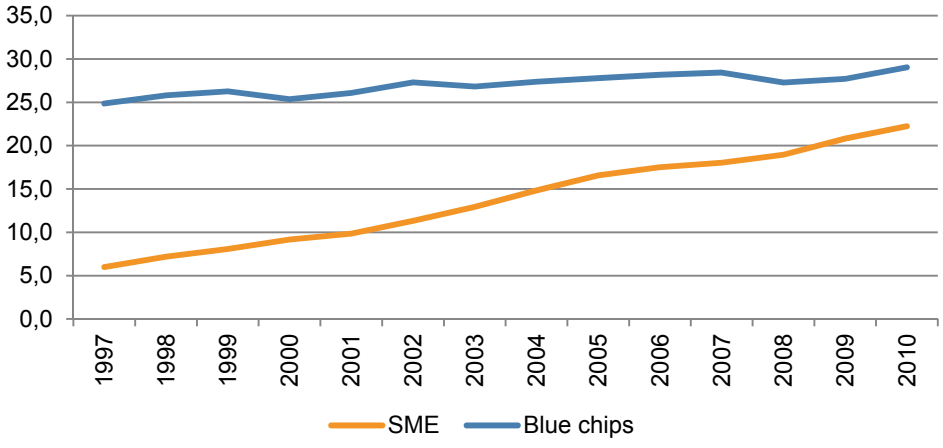
Eigenkapitalquoten deutscher SMEs nähern sich Niveau von Blue Chips an

Zahlen der Deutschen Bundesbank belegen einen seit mehr als zehn Jahren anhaltenden Aufwärtstrend der durchschnittlichen Eigenkapitalquoten von kleinen und mittleren Unternehmen (SME) in Deutschland. Dieser Aufwärtstrend bezieht sich auf Unternehmen jeglicher Größenordnungen und Branchenzugehörigkeit – in der verarbeitenden Industrie, Handwerk, Handel und Baugewerbe.

Eigenkapitalanteil von SMEs seit 2000 vervierfacht

Seit 2000 hat sich der Eigenkapitalanteil von deutschen SMEs nahezu vervierfacht, während er bei Blue Chips nur leicht zugenommen hat. Verantwortlich dafür ist neben dem gestiegenen Eigenkapital auch das vergleichsweise geringe Wachstum der Bilanzen von SMEs in diesem Zeitraum (+38%), wohingegen große Unternehmen ihre Bilanzen im gleichen Zeitraum mehr als verdoppelt haben.

Signifikanter Anstieg der Eigenkapitalquoten deutscher Mittelständler



Quelle: Deutsche Bundesbank, Scope

Neue Finanzierungsinitiativen für den Mittelstand

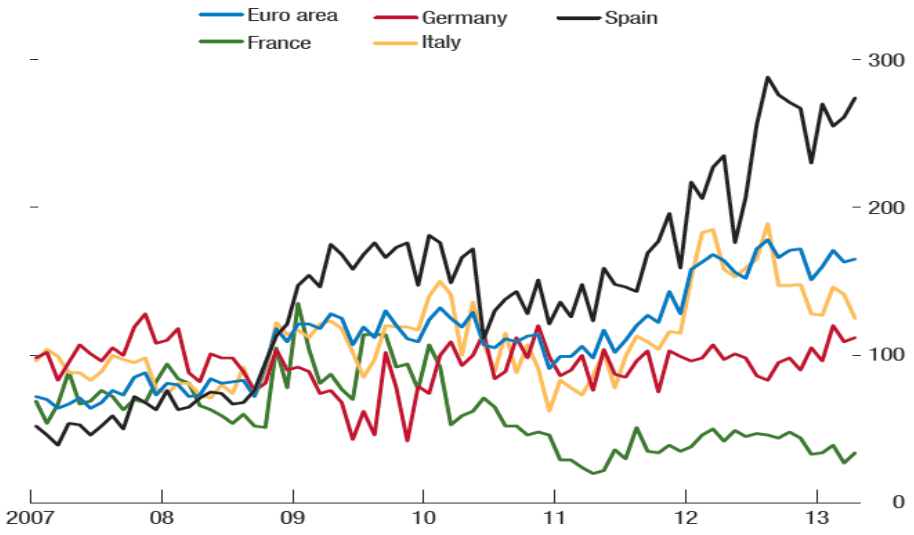
Neben der Ausweitung des Eigenkapitals haben deutsche Mittelstandsunternehmen in den vergangenen Jahren auch neue Fremdkapitalquellen erschlossen, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken. Seit 2010 haben mehrere deutsche Börsen neue Marktsegmente eingeführt, um Kapitalmarktfinanzierung von mittelständischen Unternehmen zu fördern. Diese Initiativen führten zu zahlreichen Anleiheemissionen in Deutschland.

Finanzierungsbedarf wächst schneller als Kreditvergabe

Scope erwartet, dass die Finanzierung des Mittelstands durch Banken auch 2014 aufgrund regulatorischer Bedingungen im Rahmen von Basel III eingeschränkt bleibt. Infolgedessen wird die Kreditvergabe an SMEs nicht so schnell wachsen wie deren Finanzierungsbedarf. Die Kreditvergabe von Banken aus der Peripherie Europas wird noch deutlich restriktiver ausfallen.

Von der Fragmentierung des Bankensystems in der Eurozone sind SMEs daher insbesondere in der Peripherie Europas betroffen. Der Unterschied zwischen dem Risikoaufschlag, den Mittelständler im Vergleich zu Großunternehmen zahlen müssen, hat sich dort mehr als verdoppelt. In Deutschland hingegen blieb der Unterschied nahezu konstant und hat in Frankreich sogar abgenommen. In den vergangenen Monaten haben sich die Marktbedingungen schrittweise normalisiert. Alternativen zum Bankkredit werden auch weiterhin gefragt sein. SME-Finanzierungsinitiativen werden daher aus Sicht von Scope ausdrücklich begrüßt.

Risikoaufschlag (Basispunkte) von SME-Krediten im Vergleich zu Großunternehmen



Quelle: EZB, IMF

Der Markt für Mittelstandsanleihen in Deutschland

Scope erwartet 2014 Zunahme des Emissionsvolumens um bis zu 10%

Rund 7 Mrd. Euro seit 2010 emittiert

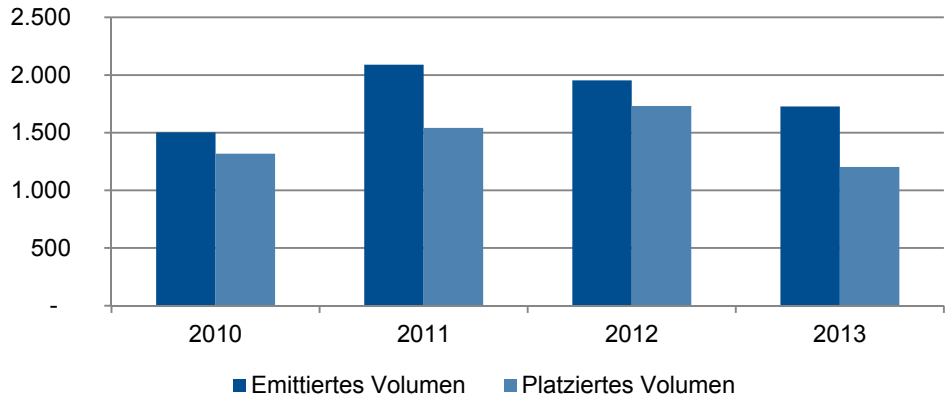
Scope Ratings hat insgesamt 145 Anleihen untersucht, die seit 2010 von insgesamt 127 mittelständischen Emittenten begeben wurden. Das gesamte Emissionsvolumen der betrachteten Anleihen beläuft sich auf 7,3 Mrd. Euro. Der Großteil der betrachteten Anleihen ist an den speziellen Mittelstandssegmenten deutscher Börsen (Bondm Stuttgart, m:access München, der Mittelstandsmarkt Düsseldorf, Mittelstandsbörse Hamburg-Hannover, Entry Standard) gelistet. Zusätzlich wurden Anleihen mittelständischer Emittenten in die Untersuchung einbezogen, die an anderen Börsensegmenten (Freiverkehr, Prime Standard) notieren. Nicht berücksichtigt wurden Emittenten mit Bilanzsummen von mehr als drei Mrd. Euro oder Anleihevolumen von mehr als 200 Mio. Euro.

Das Anleihe-Emissionsvolumen mittelständischer Emittenten erreichte 2011 einen bisherigen Höhepunkt mit insgesamt über 2,2 Mrd. Euro. Im Jahr 2012 sank es leicht ab auf rund 2,0 Mrd. Euro. Bis zum Ende dieses Jahres erwartet Scope ein Emissionsvolumen in ähnlicher Größenordnung.

Leichte Zunahme des Emissionsvolumens 2014 erwartet

Ausblick
Für 2014 rechnet Scope mit einer Zunahme des Emissionsvolumens in Höhe von 5% bis 10%. Die Gründe: Zum einen bleiben Alternativen zum Bankkredit für Mittelständler weiterhin gefragt. Zum anderen müssen 2014 die ersten Mittelstandsanleihen refinanziert werden. Darüber hinaus wird die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone die Investitionsaktivitäten und dementsprechend den Finanzierungsbedarf mittelständischer Unternehmen erhöhen. Insbesondere in den kapitalintensiven Branchen mit hoher Exportorientierung wie beispielsweise Maschinenbau oder verarbeitende Industrie ist mit stärkerer Kapitalmarktorientierung zu rechnen.

Emittiertes vs. platziertes Anleihevolumen in Mio. Euro



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

80% des Emissionsvolumens platziert

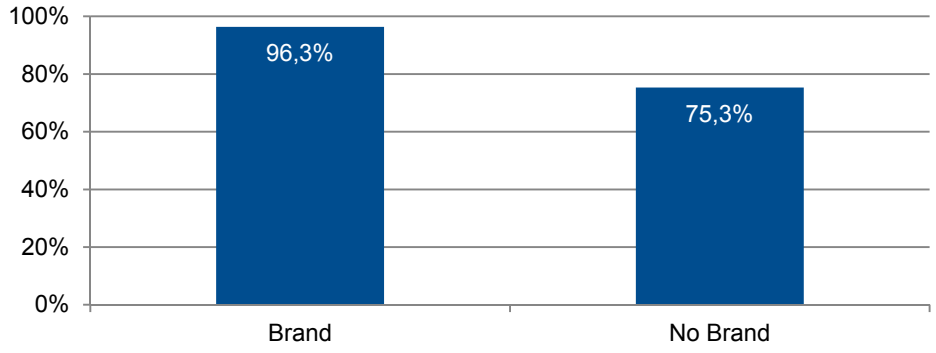
Die Lücke zwischen emittiertem und platziertem Anleihevolumen hat sich unterdessen kontinuierlich vergrößert. Insgesamt wurde seit 2010 ein Volumen von rund 5,6 Mrd. Euro platziert. Während jedoch im Jahr 2010 lediglich 12% des Emissionsvolumens nicht in der offiziellen Zeichnungsfrist platziert werden konnten, hat sich 2013 die Lücke zwischen dem emittierten und dem platzierten Anleihevolumen auf 30% vergrößert.

Wie lässt sich der steigende Anteil nicht oder nicht vollständig platzierter Anleihen erklären? Fest steht: Die bekannt gewordenen Unternehmensinsolvenzen im Mittelstandssegment haben Investoren sensibilisiert. Sie sind insgesamt kritischer geworden. Das Risikoprofil der Emissionen fließt stärker in die Investitionsentscheidung ein. Die zum Teil moderaten Kuponhöhen waren in zahlreichen Fällen nicht ausreichend, um Investoren für das Risiko zu entschädigen.

„Brand"-Bonds mit deutlich höherem Platzierungserfolg

Bei Mittelstandsanleihen in Deutschland galt bisher oft: „Brand is beautiful". Emittenten mit bekannten Markennamen konnten bislang deutlich erfolgreicher platzieren. Scope hat insgesamt 28 „Brand"-Bonds – wie zum Beispiel Underberg, Seidensticker oder Air Berlin – identifiziert und deren Platzierungsquoten mit denen von herkömmlichen Mittelstandsanleihen verglichen. Das Ergebnis: „Brand"-Bonds konnten mit 96,3% fast vollständig platziert werden. Die Anleihen von Emittenten ohne allgemein bekannten Markennamen konnten hingegen ein Viertel des Emissionsvolumens nicht platzieren.

Durchschnittliche Platzierungsquoten



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Lücke zwischen Emissions- und Platzierungsvolumen wird sich 2014 verringern

Ausblick

Bei den Bondemissionen zum Ende dieses Jahres beobachtet Scope wieder geringere Differenzen zwischen emittiertem und platziertem Kapital. Auch für 2014 erwartet Scope, dass sich die Erwartungen von Emittenten und Investoren an die Kuponhöhen angleichen werden und sich in der Folge der Anteil von nicht platziertem Anleihevolumen gegenüber 2013 verringert. Darüber hinaus wird die zunehmende Reife des Marktes, die sich vor allem auch in höheren Emissionsstandards manifestiert, für eine Verringerung der Lücke zwischen Emissions- und Platzierungsvolumen sorgen. Die Bedeutung des für Privatanleger wichtigen Markennamens wird abnehmen.

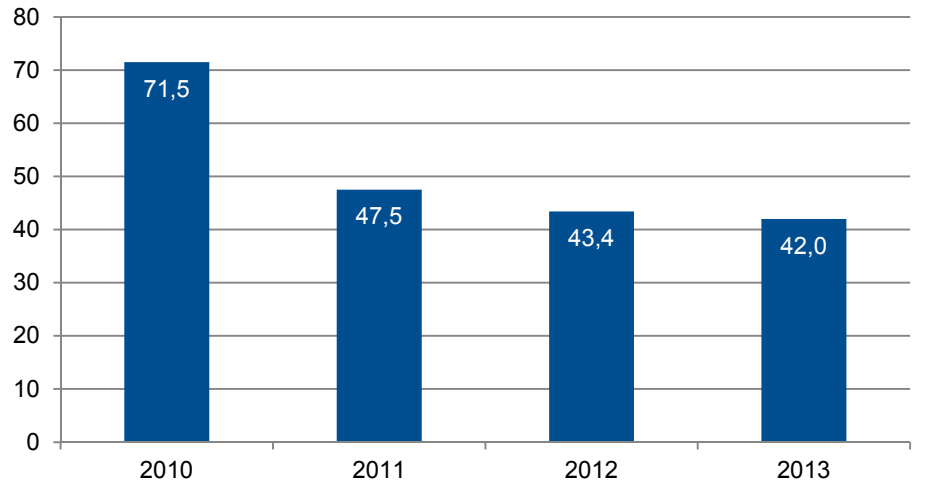
Anleihevolumina nehmen im Durchschnitt ab

Im Jahr 2010 betrug das durchschnittliche Emissionsvolumen deutscher Mittelstandsanleihen über 71 Millionen Euro. Im folgenden Jahr verringerte es sich auf rund 47 Mio. Euro. Im Jahr 2012 wiesen die Emissionen ein durchschnittliches Volumen von nur noch 43 Mio. Euro auf. Die bislang in diesem Jahr emittierten Mittelstands-Bonds kommen im Durchschnitt auf 42 Mio. Euro.

Öffnung des Marktes für kleinere Mittelständler

Die Akzeptanz von geringen Emissionsvolumina ist aus Sicht kleinerer Unternehmen positiv. Für sie wird der direkte Zugang zum Kapitalmarkt zunehmend zur Alternative zum Bankkredit. Aus Investorenperspektive sind mit kleinen Emissionsvolumina jedoch Risiken verbunden. Zum einen nimmt die Handelbarkeit der Anleihen mit geringeren Volumina ab. Zum anderen steigt die prozentuale Kostenbelastung aufgrund der fixen Kostenbestandteile bei der Bondemission. Darüber hinaus werden Anleihen mit geringen Volumina in der Regel von kleinen Unternehmen begeben. Diese haben im Vergleich zu größeren Unternehmen mit einem diversifizierten Geschäftsmodell häufig ein höheres Risikoprofil.

Durchschnittliche Emissionsvolumen in Mio. Euro



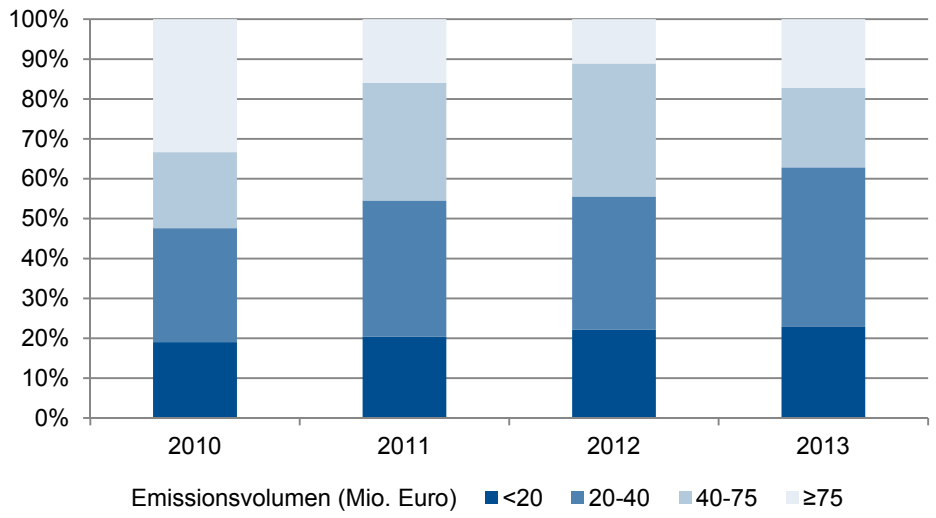
Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Heterogenität der Emittenten nimmt zu

Ausblick

Scope erwartet auch für 2014 durchschnittliche Anleihevolumen von unter 50 Mio. Euro. Mit einem weiteren Absinken des durchschnittlichen Bondvolumens rechnet Scope jedoch nicht. Das Spektrum an Bondgrößen wird sich jedoch stärker auffächern. Das heißt, es werden zunehmend größere Anleihen (>75 Mio. Euro) und auch mehr „Micro"-Bonds (< 20 Mio. Euro) an den Markt kommen. Der Hauptgrund dafür: Die Heterogenität der Emittentenlandschaft in Bezug auf Größe, Branche und Finanzierungsbedarf nimmt zu.

Verteilung des Emissionsvolumen nach Größe der Anleihen



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Kontinuierlicher Anstieg der Risikoaufschläge

Kupon ist 2013 auf durchschnittlich 7,6% angestiegen

Mittelstandsanleihen sind bei Anlegern vor allem wegen des hohen Kupons beliebt. Bei den seit 2010 bislang begebenen 145 Anleihen reicht das Spektrum von 4,0% bis 11,25%. Über alle Mittelstandsanleihen ergibt sich eine durchschnittliche Kuponhöhe (ungewichtet) von 7,2% (gewichtet: 7,1%) .

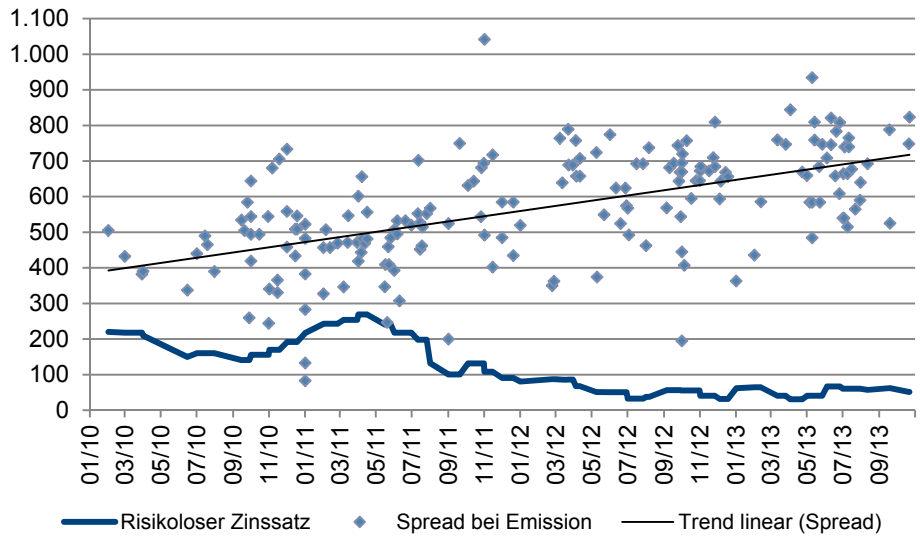
Über die vergangenen Jahre ist die durchschnittliche Kuponhöhe geringfügig gestiegen. 2010 boten die emittierten Mittelstandsanleihen im Durchschnitt 6,5%. Im Jahr 2011 folgte ein Anstieg auf durchschnittlich 7,3%. Im vergangenen Jahr und in diesem Jahr (bis einschließlich Oktober) lag der durchschnittliche Kupon mit 7,0% bzw. 7,6% auf einem ähnlichen Niveau. Zum Vergleich: Anleihenkupons von Large-Cap-Anleihen sind im Betrachtungszeitraum deutlich gesunken. Während Anleihen deutscher Large Caps im Jahr 2010 noch einen durchschnittlichen Kupon von 4,5% aufwiesen, haben diese sich bis ins aktuelle Jahr auf durchschnittlich 2,3% fast halbiert (Quelle: Bloomberg, Scope). Diese divergierende Entwicklung untermauert die signifikant unterschiedlichen Risikoprofile sowie den unterschiedlichen Reifegrad beider Marktsegmente.

Spreads auf Rekordniveau

Bezieht man den risikolosen Zins mit ein und betrachtet damit den zu zahlenden Risikoaufschlag, ergibt sich ein weiter verschärftes Bild. Die Differenz zwischen der durchschnittlichen Kuponhöhe und dem risikolosen Zins ist bei Mittelstandsanleihen zum Zeitpunkt der Emission deutlich gestiegen. 2010 stellten Mittelständler ihren Anlegern Kupons in Aussicht, die durchschnittlich 480 Basispunkte über dem risikolosen Zins lagen. 2011 waren es bereits 530 Basispunkte. Im vergangenen Jahr betrug die Differenz 680 Basispunkte. In den Monaten Januar bis Oktober 2013 betrug der Renditeaufschlag sogar 700 Basispunkte.

Zum risikolosen Zins: Die durchschnittliche Laufzeit von Mittelstandsanleihen beträgt rund 5 Jahre. Als Referenzwert für den risikolosen Zins hat Scope daher die Renditen deutscher Bundesanleihen mit 5-jähriger Laufzeit herangezogen.

Entwicklung Risikoaufschlag bei Emission in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Scope – Stand: 31.10.2013

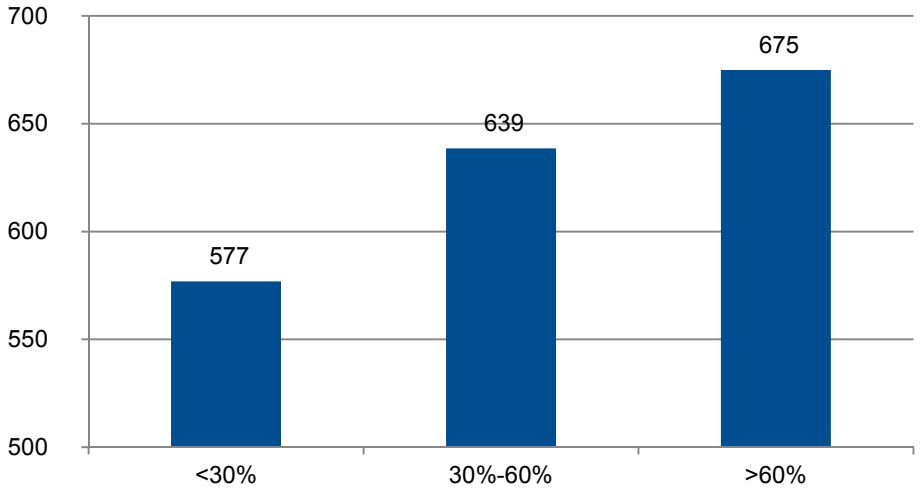
Höheres Risiko wird zunehmend eingepreist

Der signifikante Anstieg des Risikoaufschlags zeigt, dass Investoren das Risiko von Mittelstandsanleihen zunehmend höher bewerten. Ein Grund dafür sind die diversen Insolvenzen von Bond-Emittenten seit 2010. Ein weiterer Grund ist, dass zunehmend kleine Unternehmen Anleihen begeben. Im Vergleich zu größeren Unternehmen mit diversifizierten Geschäftsaktivitäten haben kleinere häufig ein höheres Risikoprofil.

Hoher Anteil der Anleihe an der Bilanzsumme erhöht Risikoaufschlag

Ein wesentlicher Treiber bei der Bestimmung des Risikoaufschlags ist der Umfang und die Diversifizierung des Fremdkapitals. Zwischen Mittelständlern, bei denen die Anleihe weniger als 30% der Bilanzsumme bei Emission entsprach und Unternehmen, bei denen dieses Verhältnis bei über 60% lag, unterscheidet sich der Risikoaufschlag um durchschnittlich einen Prozentpunkt.

Spread bei Emission in Relation zum Anteil der Anleihe an Bilanzsumme in %

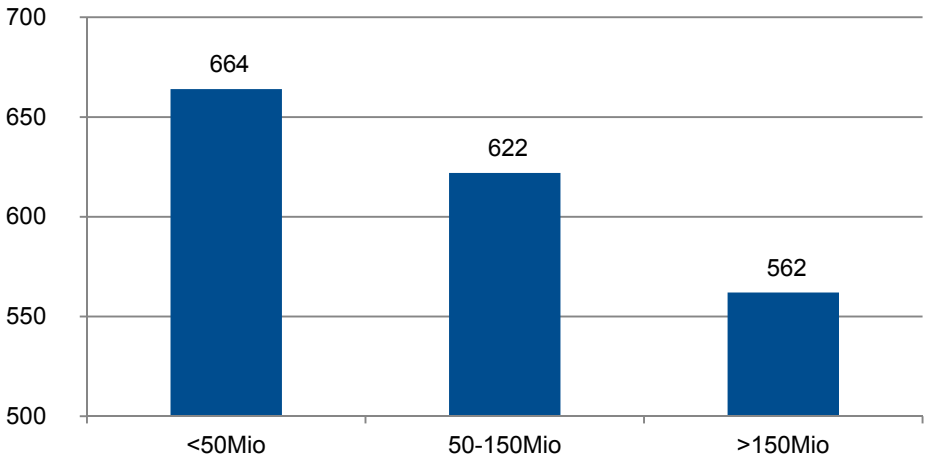


Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Kleinere Emittenten zahlen höheren Risikoaufschlag

Ein weiterer Faktor, der den Risikoaufschlag bestimmt, ist die Größe des emittierenden Unternehmens. Scope beobachtet in den vergangenen Jahren gemessen an der Bilanzsumme einen konstanten Rückgang der Größe neu emittierender Unternehmen: Die Mittelständler, die im Jahr 2010 eine Anleihe begeben haben, weisen aktuell (für 2012) eine Bilanzsumme von durchschnittlich 230 Mio. Euro (Median) aus. Die Unternehmen, die sich 2012 über eine Mittelstandsanleihe finanzierten, kommen nur noch auf eine durchschnittliche Bilanzsumme von 99 Mio. Euro. Für das Jahr 2013 fällt die Bilanzsumme auf durchschnittlich 63 Mio. Euro.

Spread bei Emission in Relation zur Unternehmensgröße (gemessen an Bilanzsumme in Mio. Euro)



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Weiterer Anstieg des durchschnittlichen Risikoaufschlags im Jahr 2014

Ausblick
Scope erwartet für 2014 einen weiteren Anstieg des durchschnittlichen Risikoaufschlags für Mittelstandsanleihen. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die verstärkte Risikosensibilität auf Investorenseite. Die Höhe der Kupons spiegelt in zunehmenden Maße das Risikoprofil der Anleihen adäquat wider. Der Trend hin zu kleineren Emittenten wird den durchschnittlichen Risikoaufschlag in der Tendenz weiter erhöhen. Der Anstieg des Risikoaufschlags ist vor allem für jene Unternehmen mit erheblichen Risiken verbunden, deren Anleihen in den kommenden Jahren auslaufen und die dementsprechend eine Anschlussfinanzierung benötigen.

Mittelstandsanleihen: Refinanzierungswelle ab 2015

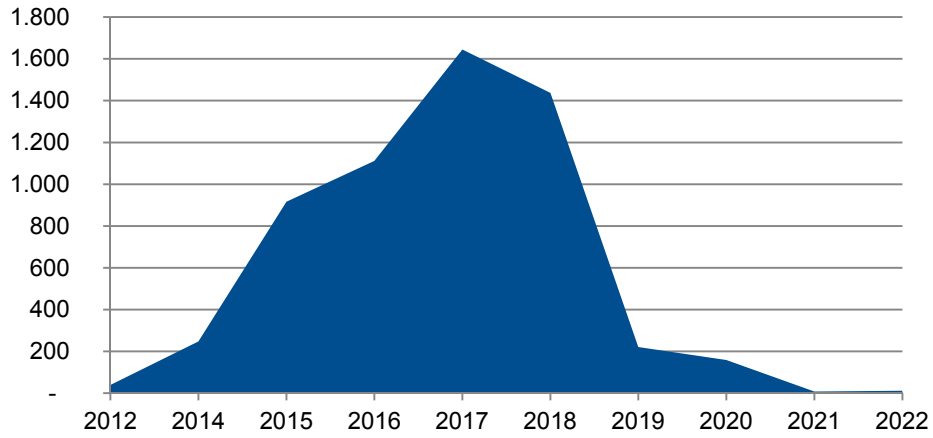
Bereits im Jahr 2014 stehen die ersten Mittelstandsanleihen zur Refinanzierung an. Insgesamt wird ein Volumen von fast 250 Mio. Euro fällig. In den Jahren 2015 und 2016 müssen dann jeweils rund eine Mrd. Euro an platziertem Anleihevolumen refinanziert werden. Der Höhepunkt der Refinanzierungswelle steht dann 2017 mit über 1,6 Mrd. Euro an.

Ausblick
Für die Mehrheit der Emittenten erwartet Scope eine erfolgreiche Refinanzierung – entweder mittels neuer Anleihen oder Bankfinanzierungen. Bei immerhin einem Drittel der Unternehmen liegt der Zinsdeckungsgrad auf Basis der Bilanzdaten von 2012 jedoch unter 1,2. Für diese Emittenten sieht Scope ein deutlich erhöhtes Refinanzierungsrisiko für den Fall, dass sich die Profitabiliät nicht spürbar verbessert. Die höchste Dichte an Unternehmen mit kritischem Zinsdeckungsgrad beobachtet Scope in den Sektoren „Erneuerbare Energien“, „Bekleidung“, „Immobilien“ und „Automobil-Zulieferer“.

Mehr als 30% der Emittenten mit hohen Refinanzierungsrisiken

Der Zinsdeckungsgrad zeigt an, inwieweit die Profitabilität des Emittenten ausreicht, um die gesamten Fremdkapitalkosten zu bedienen. Ein Zinsdeckungsgrad von 1 bedeutet, dass das operative Ergebnis exakt den Zinsaufwendungen entspricht. Auf Basis der Bilanzdaten von 2012 wiesen zwei Drittel der Mittelständler einen Zinsdeckungsgrad von mehr als 1,2 auf. Bei mehr als der Hälfte der Unternehmen liegt der Zinsdeckungsgrad über 1,4 – was unter Refinanzierungsaspekten einen ausreichenden Puffer signalisiert.

Refinanzierungsvolumen Mittelstandsanleihen in Mio. Euro



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Refinanzierung verteuert sich

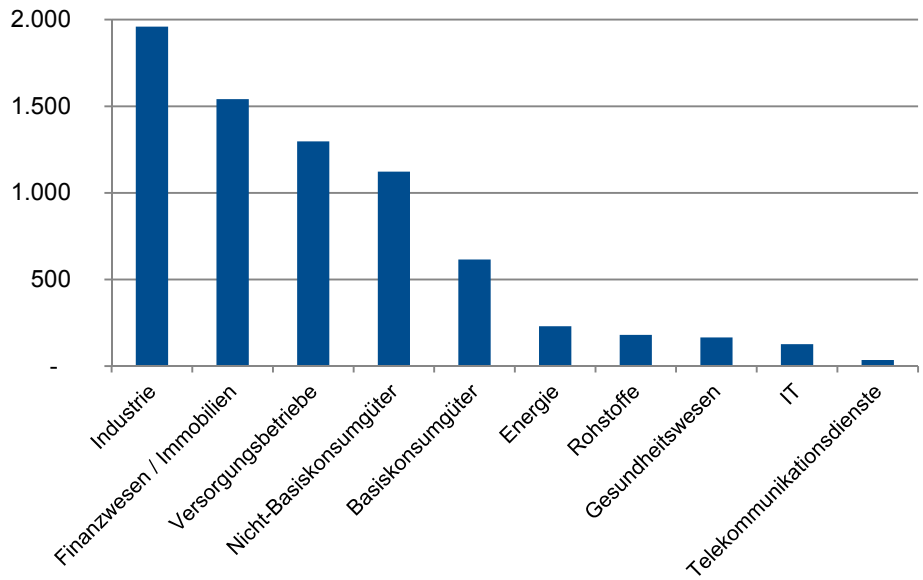
Auch bei erfolgreicher Refinanzierung werden sich im Vergleich zur ersten Anleiheemission die Kosten für viele Unternehmen spürbar erhöhen. Scope erwartet, dass die Risikoaufschläge in der Tendenz auch weiterhin zunehmen werden. Hinzu kommt, dass trotz Rekordtiefs der Leitzinsen mittelfristig ein allgemeiner Anstieg des Zinsniveaus erwartet werden kann. Dies wird auch die Refinanzierung verteuern. Vor allem für Unternehmen, die einen vergleichsweise großen Teil der Bilanz über Mittelstandsanleihen finanziert haben, können steigende Risikoaufschläge bei der Refinanzierung zu signifikant höheren Belastungen führen.

Signifikante Branchenunterschiede

Vier Branchen vereinen 80% des gesamten Emissions-volumens

Scope hat sämtliche Anleihen nach Branchen klassifiziert. Dabei wurde auf die zehn Hauptkategorien des Global Industry Classification Standard (GICS) abgestellt. Das Ergebnis: Die vier bestimmenden Sektoren im deutschen Mittelstandsanleihenmarkt sind „Finanzwesen / Immobilien“, „Versorgungsbetriebe / Stromerzeuger“, „Industrie“ und „Nicht-Basiskonsumgüter“. Sie vereinen zusammen fast 80% des gesamten Emissionsvolumens.

Emissionsvolumen seit 2010 nach Branche in Mio. Euro



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

„Versorger / Stromerzeuger“ geringste Risikoaufschläge bei Emission

Die im Durchschnitt niedrigsten Spreads zeigen Unternehmen des Sektors „Versorgungsbetriebe / Stromerzeuger“. Bei den bislang 26 Anleihen dieser Branche, zu der auch das Gros der Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien zählt, liegt der durchschnittliche Risikoaufschlag zum Zeitpunkt der Emission bei 540 Basispunkten.

In Anbetracht der zahlreichen Insolvenzen in diesem Bereich ist der Spread bei Emission hier tendenziell zu gering ausgefallen. Das vergleichsweise hohe Kreditrisiko wurde nicht angemessen eingepreist. Eine Erklärung: Die Stabilität, die Investoren grundsätzlich mit Versorgern assoziieren, wurde auch auf Erneuerbare-Energien-Unternehmen übertragen. Die Risiken, die aus einer deutlichen Reduktion der öffentlichen Förderung bei zugleich massiver Verschärfung der Konkurrenzsituation resultieren, wurden hingegen unterschätzt.

Immobilienunternehmen reduzieren Kupon häufig mit Besicherung

Mit durchschnittlich 550 Basispunkten weisen auch die 35 Mittelstandsanleihen des Sektors „Finanzen / Immobilien“ vergleichsweise niedrige Spreads zum Zeitpunkt der Emission aus. Zurückzuführen ist dies vor allem auf den hohen Anteil von Immobilienunternehmen. Der geringere Risikoaufschlag von Immobilienunternehmen lässt sich vor allem mit dem großen Umfang an Besicherungen erklären – mehr als die Hälfte der Immobilienunternehmen hat die begebene Anleihe mit Grundschulden besichert. Diese zusätzlichen Sicherheiten senken aus Investorensicht das Risiko von hohen Verlusten und senken in der Tendenz den Risikoaufschlag.

Die im Durchschnitt höchsten Risikoaufschläge beobachtet Scope im Sektor „Industrie“. Die bislang 23 Anleihen in diesem Sektor wiesen zum Emissionszeitpunkt einen Spread von durchschnittlichen 649 Basispunkten auf (Referenz: 5-jährige Bundesanleihen).
Neben den Risikoaufschlägen hat Scope auch die Volatilität der Anleihenkurse analysiert. Für jeden Sektor wurden die Kursschwankungen sämtlicher Anleihen seit Erstnotierung betrachtet. Das Ergebnis: Die geringste Volatilität mit durchschnittlich (Median) 11,4% p.a. zeigen Unternehmen aus dem Bereich Konsumgüter.

„Versorger / Stromerzeuger" mit höchsten Volatilitäten und meisten Defaults

Signifikant höhere Volatilitäten beobachtet Scope hingegen für Anleihen von „Versorgern" (21,6% p.a.). Insgesamt entspricht das Volatilitätsniveau bei Mittelstandsanleihen damit eher Aktien-Investments. Zum Vergleich: Die Volatilität des DAX beträgt seit 2010 rund 18,6% p.a. Die Volatilität von Anleihen deutscher Large-Cap-Unternehmen hingegen liegt deutlich im einstelligen Prozentbereich.

Die extrem hohen Volatilitäten der insolventen Anleihen hat Scope zwar aus der Berechnung ausgeklammert (um stark verzerrende Effekte zu vermeiden), dennoch ist die hohe Anzahl von Ausfällen für die hohe Volatilität des Sektors „Versorgungsbetriebe / Stromerzeuger" verantwortlich. Der Grund: Unternehmensinsolvenzen führen nicht nur zu hohen Kursschwankungen der betroffenen Anleihen, sondern erhöhen in der Regel auch die Volatilität des gesamten Sektors (Spill-over-Effekt).

Insolvenzen überwiegend bei Erneuerbaren Energien

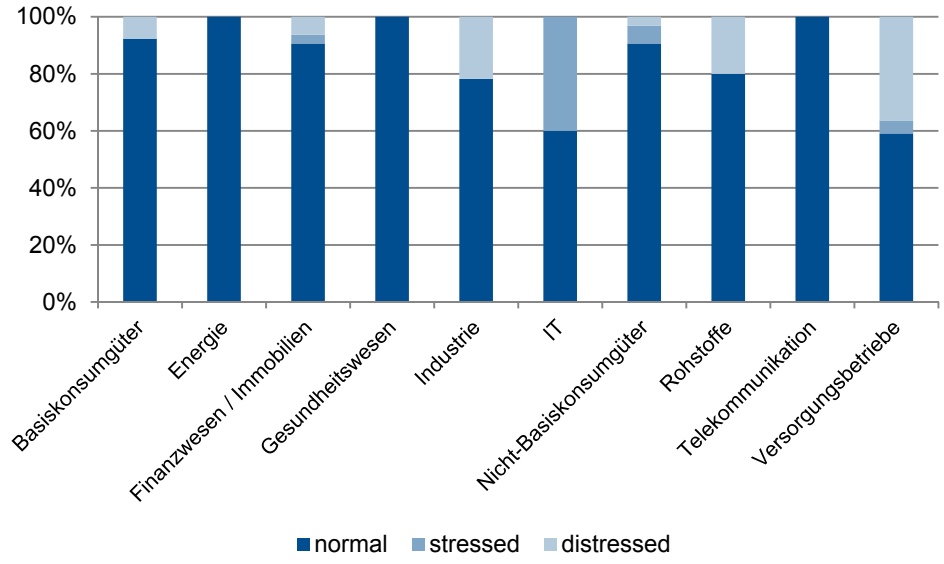
Fast alle insolventen Unternehmen sind mit dem Thema Erneuerbare Energien verbunden – der Großteil davon als „Versorger" wie beispielsweise die Windreich AG aber auch als Komponentenproduzent aus dem Sektor „Industrie" wie zum Beispiel die SIAG Schaaf Industrie AG.

Jede achte Anleihe Ende Oktober 2013 „distressed"

Scope hat sämtliche Anleihenkurse zum Stichtag 31.10.2013 betrachtet. Zu diesem Zeitpunkt lagen vier von fünf Anleihen im „non-stressed"-Bereich, das heißt der Anleihekurs lag über 85%. Der Kurs etwa jeder zwanzigsten Anleihe bewegte sich hingegen im „stressed"-Bereich zwischen 65% und 85%. Immerhin jede achte Anleihe notierte zum Betrachtungszeitpunkt unter 65% und wird von Scope als „distressed" kategorisiert (die Anleihen der insolventen Emittenten sind hierin enthalten).

Die Branche „Versorger / Stromerzeuger" weist nicht nur die höchsten Volatilitäten und meisten Defaults, sondern auch den höchsten Anteil von „distressed"-Anleihen auf. Rund ein Drittel der Anleihen dieser Branche notiert zum Stichtag unter 65% des Nennwerts.

Anteil von „distressed"-Anleihen nach Branche



Quelle: Bloomberg, Scope – Stand: 31.10.2013

Ausblick

Nach Ansicht von Scope werden sich die Parameter bei Neuemissionen aus dem Bereich Erneuerbare Energien zukünftig ändern. Emittenten werden dabei zum einen deutlich höhere Risikoaufschläge als bislang zahlen müssen. Zum anderen rechnet Scope mit einer stärkeren

Verlagerung in diesem Segment hin zu besicherten Projektanleihen (Asset Based Debt Instruments).

2014: Mehr besicherte Anleihen / unterrepräsentierte Sektoren holen auf

Weiterhin hohe Emissionstätigkeit erwartet Scope im Sektor „Finanzwesen / Immobilien" – vor allem Immobilienunternehmen werden sich 2014 noch umfangreicher mit besicherten Anleihekonzepten über den Kapitalmarkt finanzieren. Darüber hinaus erwartet Scope mit zunehmendem Reifegrad des Mittelstandsanleihemarktes steigende Emissionsvolumina in den bislang unterrepräsentierten Sektoren – vor allem bei „Telekommunikation", „IT" und „Gesundheitswesen".

Immer mehr Anleihen dienen Finanzierung von Verbindlichkeiten

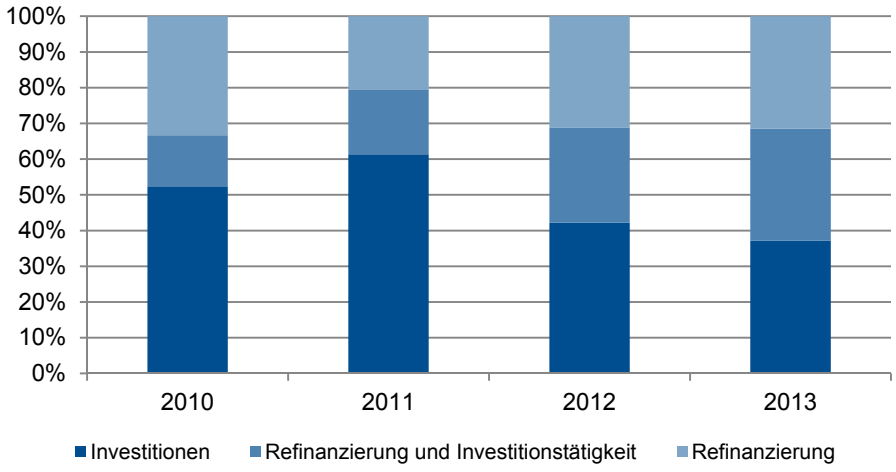
Rund 50% der Emittenten nutzten Erlöse für Investments – Tendenz sinkend

Scope hat die Mittelverwendung sämtlicher Mittelstandsanleihen analysiert. Bei rund der Hälfte der 145 Anleiheemissionen ist der Emissionserlös für Investitionen geplant. Vor allem Emittenten aus den Bereichen „Immobilien" und „Energieversorgung" haben verstärkt Mittel zur Finanzierung ihrer Investitionspläne eingesammelt. Bei 28% der Anleihen hingegen war das einzusammelnde Kapital nahezu ausschließlich zur Ablösung von bestehenden Verbindlichkeiten vorgesehen. Bei immerhin 24% der Emissionen wurde das Anleihevolumen sowohl für Investitionen als auch zur Ablösung von Verbindlichkeiten genutzt.

Refinanzierungen durch Mittelstandsanleihen immer beliebter

Interessant ist dabei die Entwicklung: In den Jahren 2010 / 2011 dienten noch deutlich mehr als die Hälfte der Anleihen ausschließlich der Finanzierung von Investitionen. Die bislang in diesem Jahr emittierten Anleihen sind hingegen nur zu rund einem Drittel ausschließlich für Investitionen bestimmt. Die Anleihenverwendung bei Mittelständlern ist damit konservativer geworden.

Veränderung der Mittelverwendung



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Die Tatsache, dass zunehmend Mittelstandsanleihen zur Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten genutzt werden, lässt sich nicht pauschal bewerten. Grundsätzlich gilt: Wird der Anleiheerlös für Investitionen verwendet, werden zwar künftige Einnahmequellen finanziert. Diese Investitionen sind in der Regel jedoch mit Risiken behaftet. Finanziert der Emittent mit dem Anleiheerlös sogar eine strategische Neuausrichtung des Unternehmens, erhöht sich das Risikoprofil weiter. Mehr als die Hälfte der Insolvenzen traten bislang bei Anleihen auf, die Investitionen dienten.

Anleihen zu Refinanzierungszwecken tragen dieses Risiko in der Regel nicht. Es findet lediglich ein Gläubigerwechsel statt. Die Gründe für einen derartigen Gläubigerwechsel können vielfältig sein: Zum einen motivieren günstige Zinskonditionen Mittelständler zur Neustrukturierung der Bilanz. Zum anderen wird Mittelständlern die Möglichkeit gegeben, ihre Außenfinanzierung breiter aufzustellen und sich zunehmend unabhängig von strikten Auflagen (Covenants) der Hausbanken zu machen. Nichtsdestotrotz hat es in den vergangenen Jahren auch Anleihenplatzierungen von

Emittenten gegeben, denen andere Finanzierungswege nicht mehr offen standen. Die Mittelstandsanleihe diente hier primär dazu, den Rückzug von Banken oder anderen Fremdkapitalgebern zu finanzieren.

Anzahl besicherter Anleihen nimmt zu

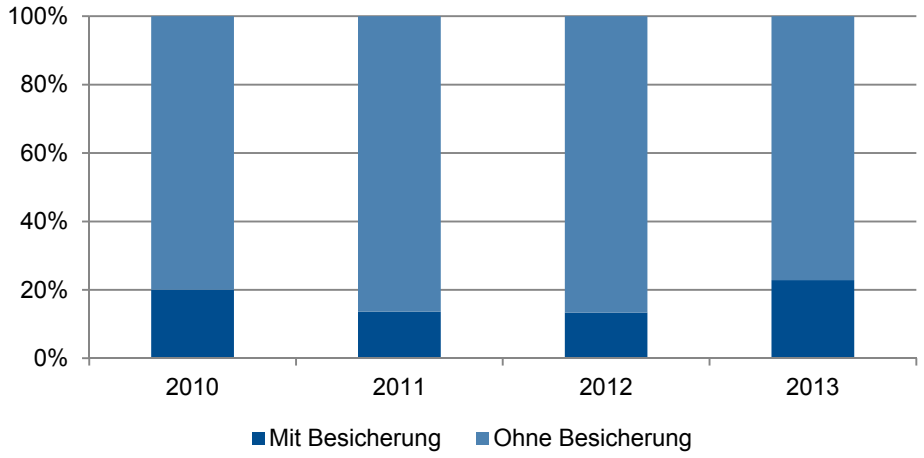
Besicherte Anleihen mit einem Volumen von 1,4 Mrd. Euro seit 2010 emittiert

Von den 145 betrachteten Anleihen, die seit 2010 an deutschen Börsen gelistet wurden, weisen 24 Anleihen eine Besicherung auf. Das gesamte Emissionsvolumen besicherter Mittelstandsanleihen summiert sich bislang auf ca 1,4 Mrd. Euro – das entspricht fast einem Fünftel des gesamten Emissionsvolumens seit 2010.

Bei unbesicherten Unternehmensanleihen setzen Investoren ausschließlich auf die Bonität des Emittenten. Kann der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommen, werden Anleger gemeinsam mit anderen Gläubigern aus der Insolvenzmasse bedient – dies geht in der Regel mit deutlichen Verlusten einher. Mit einer Ausnahme handelte es sich bei den bisherigen Unternehmensinsolvenzen im Mittelstandssegment um unbesicherte Anleihen. Die Erlösquote (Recovery Rate) – also der Anteil der Forderungen, den Anleiheinvestoren nach Liquidierung sämtlicher Vermögenswerte erhalten – lag dabei durchschnittlich unter 10%.

Anders sieht es bei besicherten Anleihen aus. Kommt es zum Zahlungsausfall, können die Anleihegläubiger die Sicherheiten exklusiv verwerten und aus den Erlösen ihre Ansprüche vor anderen Gläubigern befriedigen. Ein Beispiel: Bei US-Hochzinsanleihen liegt die Erlösquote bei besicherten Anleihen bei durchschnittlich rund 60% (Quelle: Deutsche Bank).

Anteil besicherter Anleihen am Emissionsvolumen



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Ausfallwahrscheinlichkeit und Recovery Rate für Rating relevant

Um die Risiken von Unternehmensanleihen einschätzen zu können, bewerten Ratingagenturen wie Scope neben der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten (probability of default) stets auch die Werthaltigkeit und die Verwertungsmöglichkeit der Anleihesicherheiten (Recovery Rating). Das Anleihe-Rating spiegelt daher neben der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten stets auch die erwartete Recovery Rate wider.

Insbesondere Emittenten mit einem hohen Kredit-Risikoprofil können mit umfangreichen und werthaltigen Besicherungen die laufenden Kosten (Kupon) der Anleihe senken. Dies gilt vor allem für kleinere Unternehmen, da sie im Vergleich mit Großunternehmen in der Tendenz ein höheres Risikoprofil aufweisen.

Besicherung für finanzschwächere und kleinere Unternehmen attraktiv

Die Möglichkeiten zur Besicherung sind umfangreich und werden spezifisch für jede Unternehmensanleihe konzipiert. In der Praxis häufig anzutreffende Formen der Besicherung sind Rechte an Vermögensgegenständen wie Immobilien, Mobilien, Beteiligungen und Wertpapiere, aber auch Bürgschaften oder Garantien Dritter. Bei mehr als einem Drittel der bislang emittierten

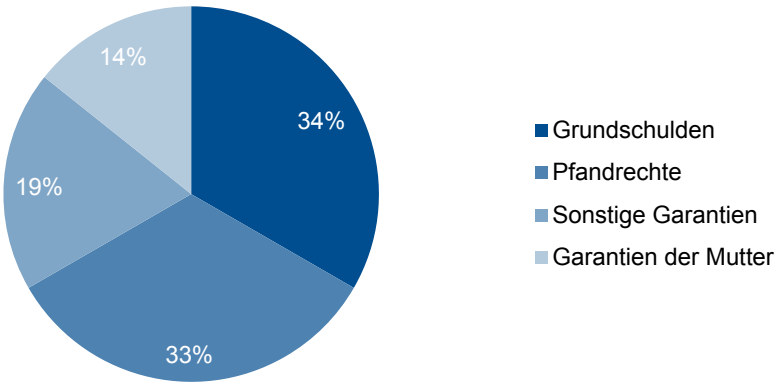
besicherten Anleihen wurden Grundschulden und Hypotheken als Sicherheit verwendet. Daneben spielen Pfandrechte und Garantien Dritter eine wesentliche Rolle.

Ausblick

Scope erwartet 2014 weitere Zunahme besicherter Anleihen

Aufgrund der steigenden Risikosensibilität der Investoren und der Professionalisierung des Marktes erwartet Scope, dass Anzahl und Volumen besicherter Anleihen 2014 um 20% bis 30% gegenüber 2013 zunehmen werden. Insbesondere Branchen mit geeigneten Vermögensgegenständen wie beispielsweise Immobilienunternehmen werden Kapitalmarktfinanzierungen mit Besicherungen verstärken. Gleichzeitig werden Unternehmen mit Anleihen ohne Besicherung weitere Risikoaufschläge bei der Emission berücksichtigen müssen.

Besicherungsarten bei Mittelstandsanleihen



Quelle: Scope – Stand: 31.10.2013

Mittelstandsfinanzierung im europäischen Ausland

In jüngster Vergangenheit haben sich nicht nur an deutschen Börsen, sondern auch in anderen europäischen Ländern Mittelstandssegmente entwickelt: Die NYSE hat mit ihren Börsenplätzen in Paris, Brüssel, Amsterdam und Lissabon ein Marktsegment für Small Cap Unternehmen im Jahr 2012 etabliert und bereits mehrere Anleihen platziert.

Auch in Spanien und Österreich beobachtet Scope ähnliche Initiativen. Großbritannien und Italien haben ihre Retail-Plattformen genutzt, um einer breiteren Schicht von Unternehmen den Zugang zu Anleihenmärkten zu eröffnen. In Italien zum Beispiel hat sich ein Markt für Minibonds von Small Caps etabliert.

Privatplatzierungen nehmen zu

Darüber hinaus zeichnet sich ein Trend zu Privatplatzierungen ab. Vor allem große Mittelständler mit einem Umsatz von mehr als 250 Mio. Euro nutzen verstärkt diesen Finanzierungsweg. Auf der Käuferseite finden sich institutionelle Investoren. US-Investoren zum Beispiel haben in den vergangenen zwei Jahren über 5 Mrd Euro in europäische Mittelständler investiert.

Diese Entwicklungen belegen das große Investoreninteresse am europäischen Mittelstand. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass sich die Anleihe-Renditen zahlreicher Large Cap Unternehmen mittlerweile unterhalb des Inflationsniveaus befinden. Scope ist überzeugt, dass das Investoreninteresse sowohl an öffentlichen Anleihen als auch an Privatplatzierungen im Mittelstandssegment weiterhin wachsen wird.

Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin
T: +49 (0)30 27891-0
F: +49 (0)30 27891-100
Service: +49 (0)30 27891-300
info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Ratings ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Publikation noch für Schäden, die aus oder im Zusammenhang mit der Publikation entstehen, eine Haftung und schließt diese hiermit ausdrücklich aus. Dies und die nachfolgenden Ausführungen gelten für alle Informationen, Aussagen und Empfehlungen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Aussagen und Empfehlungen dienen ausschließlich der generellen Information. Hierauf sollten Sie sich hinsichtlich Ihrer Entscheidung für oder gegen eine Kapitalanlage nicht verlassen. Der Inhalt soll nicht als Anlageberatung gesehen werden und er stellt auch keine Anlageberatung dar. Scope Ratings kann trotz sorgfältiger Auswahl und ständiger Verifizierung der Daten keine Gewähr für deren Richtigkeit übernehmen. Informationen zu einzelnen Unternehmen bzw. Emissionen stellen keine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren dar. Scope Ratings kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Ratings in angemessener Weise bemüht, die Vollständigkeit und Richtigkeit sicherzustellen. Die Verwendung der Publikationen und der Informationen, Aussagen und Empfehlungen erfolgt auf eigenes Risiko. Für Verluste oder Schäden übernimmt Scope Ratings keine Haftung. Sie sind selbst dafür verantwortlich, die nötigen Schritte einzuleiten, um Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen zu überprüfen. Da es sich ausschließlich um generelle Informationen, Aussagen und Empfehlungen handelt, sind diese nicht auf die Verwendung in individuellen Fällen abgestimmt und können daher auch für konkrete Anlageentscheidungen ungeeignet sein. Für die in den Publikationen enthaltene Anzeigen und Verweise zu externen Publikationen und zu verbundenen Warenzeichen oder Unternehmen wird weder für diese noch für deren Inhalt, Informationen, Aussagen, Empfehlungen, Güter oder Dienstleistungen eine Gewähr übernommen. Für Verluste oder Schäden, die Ihnen aufgrund der Verwendung dieser Seiten entstehen, übernimmt Scope Ratings keine Haftung. Die Anzeigen und Verweise erfolgen lediglich um Ihnen zu diesen Informationen und Dienstleistungen Zugang zu ermöglichen, da diese gegebenenfalls für Sie interessant sein könnten.