

Mittelständische Anleihemärkte in Deutschland – 2010-13



MANAGEMENT SUMMARY

Anknüpfend an die im letzten Jahr erschienene Studie „Corporate Bonds in Deutschland“ hat Creditreform Rating die Entwicklung des mittelständischen Anleihemarktes und der Emittenten analysiert.

1. An den mittelständischen Anleihemärkten in Deutschland sind bis Ende 2013 106 Anleihen begeben worden. Dabei beläuft sich die Gesamtzahl der Emittenten auf 95 Unternehmen – das nominale Emissionsvolumen auf rd. 4,92 Mrd. Euro. Das durchschnittliche Emissionsvolumen der Anleihen beträgt 91,4 Mio. Euro (Median 30 Mio. Euro). Der durchschnittliche Kupon ist von 7,0 % im Jahr 2010 auf 7,5 % in 2013 gestiegen. Insgesamt verfügen 90,6 % der Anleiheemittenten über die Beurteilung einer Ratingagentur. Die große Mehrheit der Ratings stammt von Creditreform Rating (71,7 %).

2. Von den seit 2010 am geregelten Markt notierten 95 Anleiheemittenten sind bis 2013 insgesamt elf Unternehmen ausgefallen – vier Unternehmen im Jahr 2012 und sieben im vergangenen Jahr. Das nominale Emissionsvolumen der 13 betroffenen Anleihen beläuft sich auf insgesamt 531 Mio. Euro – dies entspricht 10,8 % des gesamten Nominalwerts. Mit Zamek kam 2014 ein weiterer Ausfall hinzu, so dass sich das Emissionsvolumen der ausgefallenen Anleihen auf 576 Mio. Euro oder 11,7 % des gesamten Nominalwerts erhöhte.

3. Creditreform Rating hat bei Marktveränderungen frühzeitig reagiert und in der Folge eine entsprechende Herabstufung der Ratings durchgeführt. Diese wurden zeitnah erstellt und veröffentlicht. Folgende Aspekte sind besonders zu beachten.

- a) Die vorgenommenen Herabstufungen sind das Ergebnis eines Ratingprozesses und spiegeln die Veränderungen in den quantitativen und qualitativen Faktoren wider. So zeigt die differenzierte Untersuchung der Finanzkennzahlen eine signifikante Verschlechterung der Emittenten. Die Unternehmen weisen im Durchschnitt eine rückläufige Ertragskraft und Eigenkapitalisierung sowie eine Verschlechterung bei den Kennzahlen der Schuldendienstfähigkeit auf. Auffallend ist insbesondere die negative Entwicklung der Unternehmen, die im Jahr 2011 eine Anleihe emittiert haben.
- b) In der jüngeren Vergangenheit haben einige Emittenten ihre Emissionen durch die Ausgabe zusätzlicher Anleihen aufgestockt. Dies hat in der Regel merkliche Auswirkungen auf die Entwicklung relevanter Kennzahlen und damit die Unternehmensbeurteilung. Kritisch ist in dieser Hinsicht festzustellen, dass die Ratingagentur und der Ka-

pitalmarkt nicht immer frühzeitig informiert werden, ob, wann und zu welchen Konditionen die Maßnahmen erfolgen sollten.

- c) Die Mittelverwendung ist in einigen Fällen von der ursprünglichen Intention abgewichen. Die Information, ob ein Emittent die Mittel aus der Anleiheemission für die Ablösung bestehender Verbindlichkeiten oder z.B. für den Ausbau neuer Geschäftsfelder verwenden wird, ist durchaus ratingrelevant. Dabei kann eine risikoreichere Mittelverwendung kaum im Interesse der Anleger sein.
- d) Creditreform Rating berücksichtigt über die Laufzeit des Ratingauftrages sämtliche, relevanten Informationen. Insbesondere im Falle einer Verschlechterung der Liquiditätssituation und fehlender konkreter Refinanzierungskonzepte ist in der Regel von einer Ratingverschlechterung auszugehen. Ein sicheres Refinanzierungskonzept wird umso wichtiger, je näher der Rückzahlungszeitpunkt rückt.

4. Der Blick auf die ausgefallenen Unternehmen zeigt, dass von einer branchenspezifischen Risikokonzentration gesprochen werden kann. Bei einer differenzierten Betrachtung der Ausfälle wird deutlich, dass sich unter den elf ausgefallenen Anleiheemittenten acht Unternehmen aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien befinden. Dabei waren vor allem die Adjustierung des deutschen Fördersystems und deren Folgen für die Erneuerbaren Energien in diesem Ausmaß nicht vorhersehbar und erfassten den Markt weitestgehend unvorbereitet. Die Solarpark-Projektierer bzw. im Photovoltaik-Segment tätigen Unternehmen nehmen in dieser Hinsicht einen besonderen Stellenwert ein. Die Ausfälle der beiden Unternehmen getgoods.de sowie hkw Personalkonzepte werden dagegen unter Einbeziehung der Staatsanwaltschaft untersucht.

5. Der geregelte Markt für Mittelstandsanleihen wird auch in der kurzen bis mittleren Frist eine wertvolle Alternative der Unternehmensfinanzierung und Ergänzung im Finanzierungsmix der Unternehmen bleiben. Allerdings dürfte sich die Unternehmensfinanzierung über die mittelständischen Anleihemärkte langfristig nur dann etablieren, wenn klare Anhaltspunkte zur Einschätzung der Bonität der Emittenten und insbesondere der zukünftigen Chancen und Risiken vorliegen. Die Praxis zeigt, dass die Finanzkommunikation bei Anleiheemittenten aus dem mittelständischen Segment Defizite zu erkennen gibt. Die Unternehmen, die sich an die Kapitalmärkte begeben wollen, sind somit gefordert, eine adäquate und vor allem kontinuierliche Finanzkommunikation zu gewährleisten.

6. Creditreform Rating geht davon aus, dass die Nachfrage nach einer Finanzierung über die Anleihemärkte auch im Jahr 2014 rege sein wird – Unternehmen werden auch weiterhin die Kapitalaufnahme über die Anleihemärkte suchen. Die Emissionstätigkeit wird sich in 2014 aller Voraussicht nach auf einem vergleichbaren Niveau bewegen können wie im vergangenen Jahr. Nichtsdestotrotz werden die Jahre 2014 und 2015 für das Mittelstandssegment zwei wichtige Jahre, da die Tilgungs- und Refinanzierungsphasen noch bevorstehen.

Autoren/Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr
Chefvolkswirt
+49 2131 109-5172
B.Mohr@Creditreform-Rating.de

INHALTSVERZEICHNIS

MANAGEMENT SUMMARY.....	3
INHALTSVERZEICHNIS.....	6
ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	7
1. EINLEITUNG	8
2. DER GEREGLTE MARKT FÜR MITTELSTÄNDISCHE ANLEIHEN	10
3. DIE RISIKOTRAGFÄHIGKEIT AN MITTELSTANDBÖRSEN	18
4. DIE RISIKOEINSCHÄTZUNG VON CREDITREFORM RATING	23
5. BEGRÜNDUNGSZUSAMMENHÄNGE.....	27
6. SCHLUSSBEMERKUNGEN	30
ANHANG.....	31

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Anzahl der Anleiheemissionen am geregelten Markt.....	11
Abbildung 2: Entwicklung der Emission von Unternehmensanleihen.....	11
Abbildung 3: Emittenten an geregelten Mittelstandssegmenten nach Unternehmensgröße.....	12
Abbildung 4: Anleiheemittenten nach Sektor	13
Abbildung 5: Entwicklung des Emissionsvolumens an mittelständischen Anleihemärkten	13
Abbildung 6: Anleiheemissionen nach Höhe des prospektierten Emissionsvolumens	14
Abbildung 7: Entwicklung der Nominalverzinsung.....	15
Abbildung 8: Mittelstandsanleihen nach Kuponhöhe.....	15
Abbildung 9: Anteil der Anleiheemissionen nach Ratingagentur	16
Abbildung 10: Ausfälle am geregelten Markt.....	17
Abbildung 11: Eigenkapitalquote	18
Abbildung 12: Fremdkapitalstruktur	19
Abbildung 13: Gesamtkapitalrentabilität	20
Abbildung 14: EBIT-Marge.....	21
Abbildung 15: EBIT Interest Coverage	21
Abbildung 16: Net Debt/EBITDA	22
Abbildung 17: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2011 und 2012 – Unternehmensratings	24
Abbildung 18: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2011 und 2012 – Anleiheratings.....	24
Abbildung 19: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2012 und 2013 – Unternehmensratings	25
Abbildung 20: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2012 und 2013 – Anleiheratings.....	25
Abbildung 21: Entwicklung ausgewählter Kennzahlen am geregelten Markt.....	27

I. Einleitung

In Deutschland lässt sich der Trend einer verstärkten Nutzung des Anleihemarktes feststellen. Auch wenn bei mittelgroßen Unternehmen aufgrund ihrer Größe oder Rechtsform traditionell immer noch eher die Kreditbeziehung zur Hausbank im Vordergrund steht, war in den letzten Jahren eine zunehmende Finanzierung durch Unternehmensanleihen zu beobachten. So hat eine Untersuchung von Creditreform Rating über den deutschen Anleihemarkt gezeigt, dass die Zahl der pro Jahr emittierten Anleihen seit 2010 kontinuierlich gestiegen ist (vgl. „Corporate Bonds in Deutschland“, September 2013). Nachdem es in den Jahren 2009 und 2010 69 bzw. 68 Anleihen waren, sind 2011 schon 84 Anleihen und 2012 bereits 120 Unternehmensanleihen emittiert worden. Die Studie ergab insbesondere, dass dieser positive Trend vor allem in einer zunehmenden Emissionstätigkeit mittelgroßer Unternehmen – speziell am geregelten Markt – seinen Niederschlag fand.

Zurückgeführt werden kann dies mitunter auf die Tatsache, dass die Unternehmen einer Finanzierung über die Kapitalmärkte grundsätzlich offener gegenüber zu stehen scheinen als vor einigen Jahren. Grundlegend profitiert hat die Entwicklung jedoch zweifelsohne von der Eröffnung spezieller Marktsegmente für mittelständische Unternehmensanleihen. Nachdem die Börse Stuttgart im Jahr 2010 erfolgreich ihr Marktsegment Bondm eröffnet hatte, folgten mit Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg-Hannover sowie München einige weitere deutsche Börsen, die spezielle Segmente für den Mittelstand schufen.

Creditreform Rating will als Marktführer im Segment mittelständischer Anleiheemittenten an die Studie „Corporate Bonds in Deutschland“ anknüpfen und die Entwicklung des mittelständischen Anleihemarktes und der Emittenten analysieren. Im Gegensatz zu anderen Untersuchungen liegt der Fokus nicht auf der Analyse der Rendite- oder Kursentwicklung. Vielmehr soll eine Charakterisierung der Anleihemärkte und der Emittenten gegeben werden. Im Rahmen der Untersuchung können wir auf eine umfassende Datenbasis mit allen relevanten Daten zu den derzeit ausstehenden deutschen Unternehmensanleihen und deren Emittenten (Jahresabschlüsse und Strukturdaten) zurückgreifen. Neben diesen öffentlich zugänglichen Informationen fließen ratingrelevante Daten von Creditreform Rating in die Untersuchung ein.

Der Rest der Analyse ist wie folgt strukturiert. Kapitel 2 ist der grundlegenden Untersuchung der mittelständischen Anleihemärkte gewidmet. Dabei werden neben den Strukturmerkma-

len der Anleiheemissionen vor allem die Ausfälle auf dem Mittelstandsmarkt beleuchtet. Kapitel 3 analysiert die finanzielle Risikotragfähigkeit des Markts für Mittelstandsanleihen. In diesem Zusammenhang wird eine Längsschnittuntersuchung von für Finanzmarktteilnehmer relevanten Finanzkennzahlen vorgenommen. Kapitel 4 beschäftigt sich mit der Risikoeinschätzung von Creditreform Rating, die im Rahmen von Kapitel 5 in einen Begründungszusammenhang gesetzt wird. Kapitel 6 schließt mit einem Fazit. Im Anhang wird ein Überblick über die Definitionen der Kennzahlen und die analysierten Emittenten gegeben.

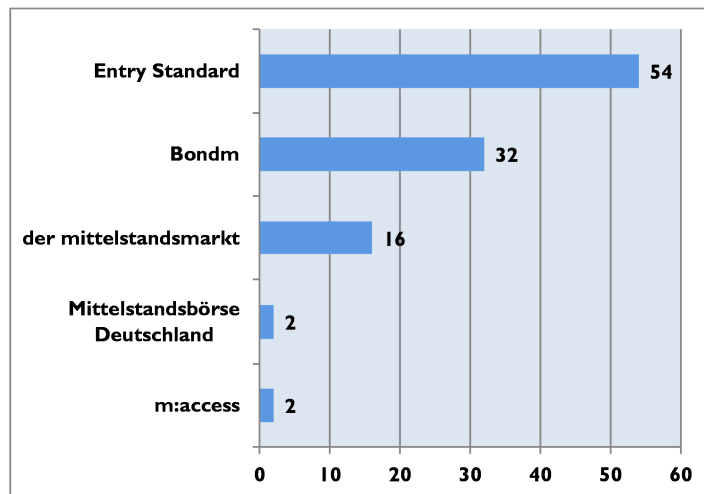
2. Der geregelte Markt für mittelständische Anleihen

Seit der Finanzkrise in den Jahren 2007-09 kann eine verstärkte Mittelaufnahme über die Anleihemärkte bei den mittelgroßen Unternehmen beobachtet werden. Gestützt wird diese Entwicklung insbesondere durch das Entstehen neuer Börsensegmente. So bietet sich Unternehmen seit 2010 die Möglichkeit, über die Börsensegmente in Düsseldorf (der mittelstandsmarkt), Frankfurt (Entry Standard), Hamburg-Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland), München (m:access) sowie Stuttgart (Bondm), Fremdkapital im Zuge einer Anleiheemission aufzunehmen. Diese Segmente bezeichnen wir in ihrer Gesamtheit als geregelten Markt. Ziel dieser Segmente für Unternehmensanleihen ist in erster Linie, börsennotierten – vor allem aber auch noch nicht-börsennotierten Unternehmen – eine weitere Möglichkeit der Kapitalbeschaffung zu eröffnen bzw. einem weiteren Kreis an Unternehmen die Finanzierung über Anleihen zu ermöglichen. Dabei richten sich die Börsensegmente in erster Linie an mittelgroße Unternehmen, die Anleihen mit einem relativ geringen Emissionsvolumen emittieren wollen.

Aus dem Blickwinkel der Transparenz spielt es eine große Rolle, ob sich die Anleihe im geregelten Markt oder im Freiverkehr befindet. So unterliegen die Unternehmen bestimmten Zugangsbeschränkungen, wenn sie den Zugang zum Kapitalmarkt über eines der Börsensegmente suchen. Soll die Anleihe an einer Börse wie dem Entry Standard in Frankfurt gelistet werden, muss das Unternehmen umfangreichen Dokumentationspflichten nachkommen, indem ein Wertpapierprospekt, ein Unternehmenskurzporträt sowie ein testierter Konzernjahresabschluss mit einem Konzernlagebericht veröffentlicht werden. Zudem muss eine Bewertung durch eine unabhängige Ratingagentur vorliegen. Nach der Emission sind die gelisteten Emittenten zur Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresberichten sowie für die Kursentwicklung der emittierten Anleihe wichtigen Informationen verpflichtet und müssen fortlaufend aktualisierte Folge-Ratings und Unternehmenskennzahlen vorweisen.

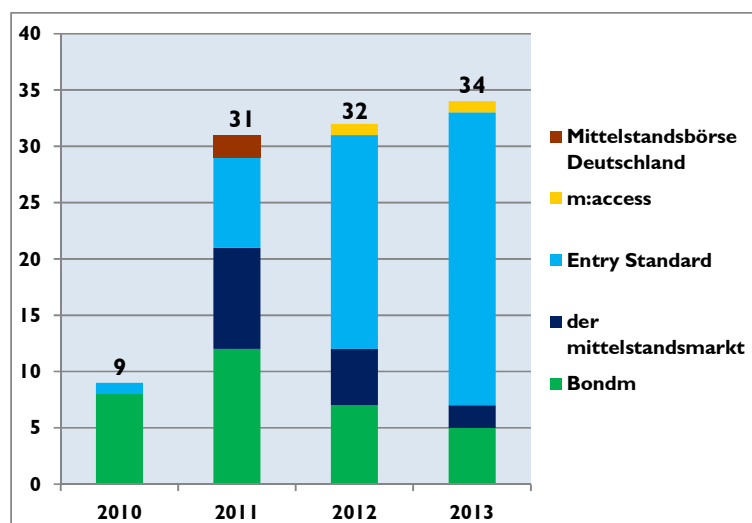
An den mittelständischen Anleihemärkten in Deutschland sind bis zum Jahr 2013 106 Anleihen begeben worden. Dabei beläuft sich die Gesamtzahl der Emittenten auf 95 Unternehmen. Von diesen insgesamt 106 Anleihen ist mehr als die Hälfte (54 Anleihen) am Entry Standard in Frankfurt emittiert worden (siehe Abb. 1). Weitere 32 Anleihen wurden am Bondm in Stuttgart emittiert. Gemessen an der Anzahl der Emissionen rangiert das Segment „der mittelstandsmarkt“ in Düsseldorf mit 16 Anleihen an dritter Stelle.

Abbildung 1: Anzahl der Anleiheemissionen am geregelten Markt



Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die zunehmende Zahl von Anleiheemissionen am Entry Standard (siehe Abb. 2). Während im Jahr 2010 lediglich eine Anleiheemission verzeichnet wurde, waren es im Jahr darauf bereits acht emittierte Anleihen am Frankfurter Segment. Die Zahl der Anleiheemissionen sollte sich bis 2013 verdreifachen: 2012 wurden am Entry Standard schon 19 Anleihen emittiert und im vergangenen Jahr waren es insgesamt 26 Anleihen. Dagegen ist das Emissionsaufkommen an den Segmenten in Stuttgart und Düsseldorf rückläufig. Nachdem am Bondm in den Jahren 2011 und 2012 zwölf bzw. sieben Anleihen emittiert wurden, waren es 2013 nur noch fünf Anleihen. Analog die Entwicklung in Düsseldorf: Nach neun und fünf Anleihen in den Jahren 2011 und 2012 wurden 2013 nur noch zwei Anleihen am Düsseldorfer Segment begeben.

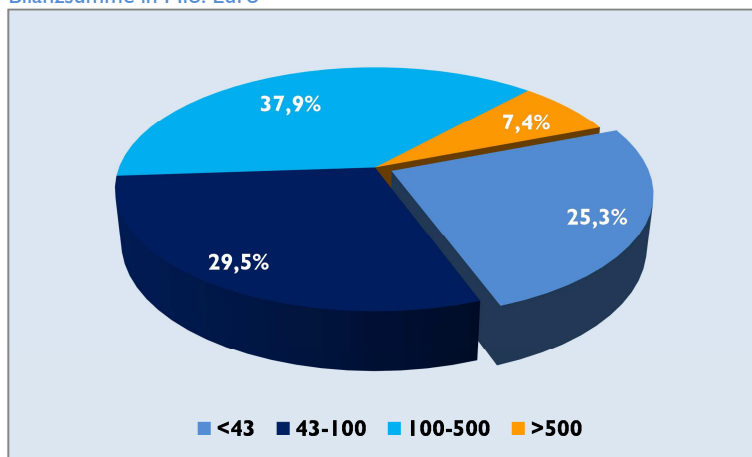
Abbildung 2: Entwicklung der Emission von Unternehmensanleihen



Nach der seit 01.01.2005 gültigen Definition kleiner und mittelgroßer Unternehmen der Europäischen Kommission umfasst die Kategorie der mittleren Unternehmen die Betriebe, die zwischen 50 und 250 Mitarbeiter beschäftigen und die entweder einen Jahresumsatz zwischen 10 und 50 Mio. Euro erwirtschaften oder deren Jahresbilanzsumme zwischen 10 und 43 Mio. Euro beträgt. Die Auswertung der Jahresabschlüsse zeigt, dass 25,3 % der Anleiheemittenten am geregelten Markt eine Bilanzsumme von weniger als 43 Mio. Euro aufweisen und in entsprechender Orientierung an der EU-Definition als mittelgroße Unternehmen identifiziert werden würden (siehe Abb. 3). Nahezu jeder dritte Emittent verfügt über eine Bilanzsumme zwischen 43 und 100 Mio. Euro. Immerhin 7,4 % der Unternehmen, die eine Anleihe an den mittelständischen Börsensegmenten emittiert haben, besitzen eine Bilanzsumme von mehr als 500 Mio. Euro. Zwischen 2009 und 2012 stieg die durchschnittliche Bilanzsumme (Median) von rd. 59 auf rd. 100 Mio. Euro. Gleichzeitig nahm der Jahresumsatz zu. Im Jahr 2012 konnten die Unternehmen im Durchschnitt rd. 108 Mio. Euro umsetzen, nachdem die Umsatzerlöse 2009 rd. 86 Mio. Euro betragen hatten.

Abbildung 3: Emittenten an geregelten Mittelstandssegmenten nach Unternehmensgröße

Bilanzsumme in Mio. Euro

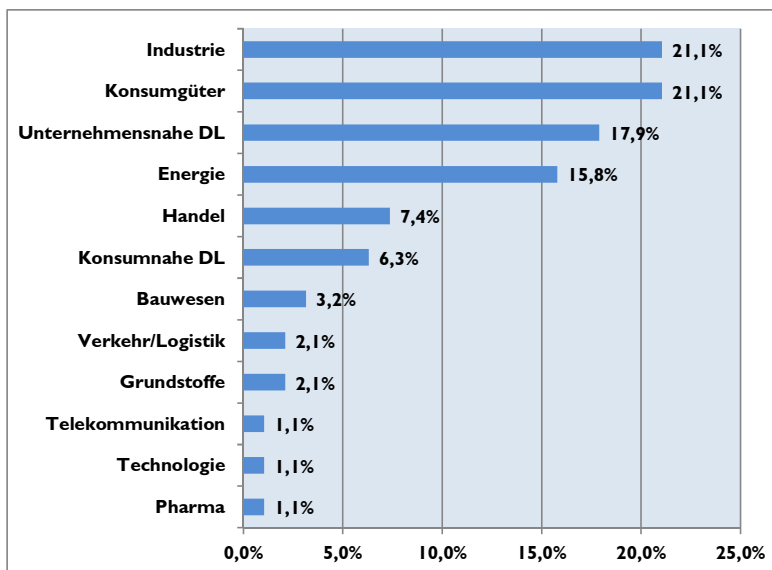


Bei den Anleiheemittenten handelt es sich größtenteils um inhabergeführte Unternehmen, bei denen es eine enge Verbindung zwischen der Geschäftsführung und dem Inhaberkreis gibt.

Unter den Emittenten befinden sich vor allem Unternehmen der deutschen Industrie und der Konsumgüterbranche (siehe Abb. 4). Der industrielle Sektor setzt sich vor allem aus den Branchen Automobil, Chemie, Maschinen-/Anlagenbau und Metallbau zusammen. Jedes fünfte Unternehmen (21,1 %), das eine Anleihe in Umlauf gebracht hat, ist ein Industrieunternehmen. Ebenso stark vertreten ist mit 21,1 % das Konsumgütersegment (z.B. Bekleidung, Nah-

rungs- und Genussmittel). Weitere 17,9 % der Emittenten sind unternehmensnahe Dienstleister (z.B. Grundstücks- und Wohnungswesen, Rechts- und Steuerberatung, Werbung und Marktforschung etc.). Insgesamt stammen 15,8 % der Emittenten aus dem Energie-Sektor – dabei handelt es sich fast ausschließlich um Unternehmen aus dem Bereich Erneuerbare Energien.

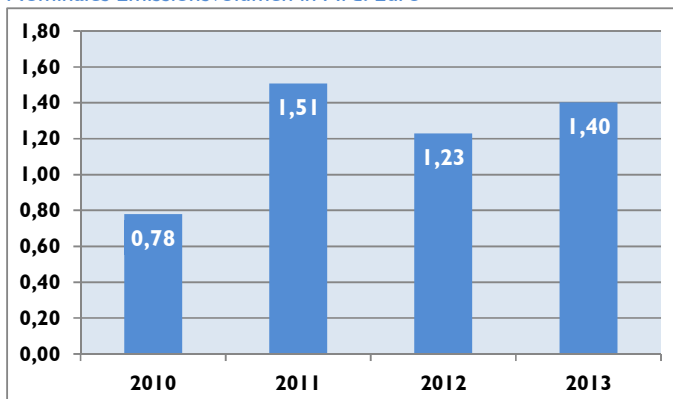
Abbildung 4: Anleiheemittenten nach Sektor



Insgesamt wurden an den mittelständischen Anleihemärkten Anleihen mit einem nominalen Emissionsvolumen von rd. 4,92 Mrd. Euro emittiert. Dabei beträgt das durchschnittliche Emissionsvolumen der Anleihen 91,4 Mio. Euro (Median 30 Mio. Euro). Im Vergleich der vergangenen vier Jahre konnte im Jahr 2011 das höchste Emissionsvolumen festgestellt werden (siehe Abb. 5).

Abbildung 5: Entwicklung des Emissionsvolumens an mittelständischen Anleihemärkten

Nominales Emissionsvolumen in Mrd. Euro

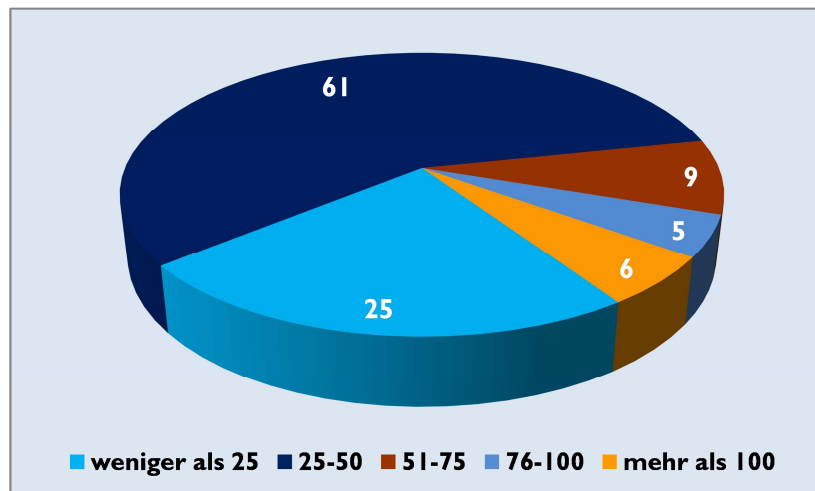


Während das nominale Emissionsvolumen 2010 bei 0,78 Mrd. Euro lag, hatte sich das Emissionsvolumen im Jahr darauf mit 1,51 Mrd. Euro fast verdoppelt. Im Jahr 2013 wurden Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 1,40 Mrd. Euro begeben, nachdem das Volumen im Jahr 2012 auf 1,23 Mrd. Euro zurückgegangen war.

Das nominale Emissionsvolumen der an Mittelstandsbörsen begebenen Anleihen liegt in der Regel unterhalb von 50 Mio. Euro (siehe Abb. 6). Insgesamt weisen nur 18,9 % der Anleihen ein Emissionsvolumen von über 50 Mio. Euro auf. Hingegen besitzt mit 57,5 % mehr als die Hälfte der Anleihen ein Emissionsvolumen zwischen 25 und 50 Mio. Euro. Weitere 23,6 % der Anleiheemissionen verfügen über ein Volumen von weniger als 25 Mio. Euro. Dabei scheinen kleinvolumige Emissionen zunehmend an Attraktivität zu gewinnen. Nach 25,0 % in 2012 hatten im vergangenen Jahr bereits 35,3 % der Anleihen ein Emissionsvolumen von weniger als 25 Mio. Euro. Im Jahr 2011 lag dieser Anteilswert bei lediglich 16,1 %.

Abbildung 6: Anleiheemissionen nach Höhe des prospektierten Emissionsvolumens

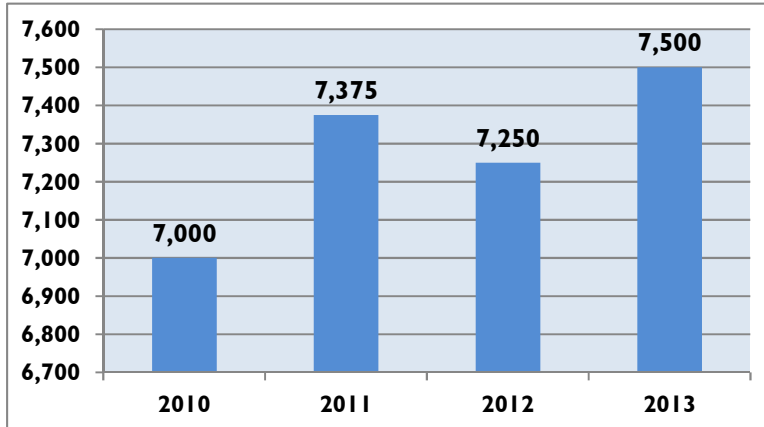
Anzahl der Emissionen, nominales Emissionsvolumen in Mio. Euro



Indessen sind die Risikoaufschläge im mittelfristigen Vergleich gestiegen. Sofern der Referenzzinssatz über den Betrachtungszeitraum hinweg auf einem niedrigen Niveau bleibt, entspricht ein höherer Zinskupon grundsätzlich einem höheren Risikoaufschlag. Im Jahr 2010 lag der durchschnittliche Kupon (Median) bei 7,000 % (siehe Abb. 7). Im Jahr darauf bot eine an den mittelständischen Anleihemärkten begebene Anleihe im Durchschnitt 7,375 % und lag 2012 mit 7,250 % auf einem vergleichbaren Niveau. Im Jahr 2013 betrug die durchschnittliche Kuponhöhe schließlich 7,500 %.

Abbildung 7: Entwicklung der Nominalverzinsung

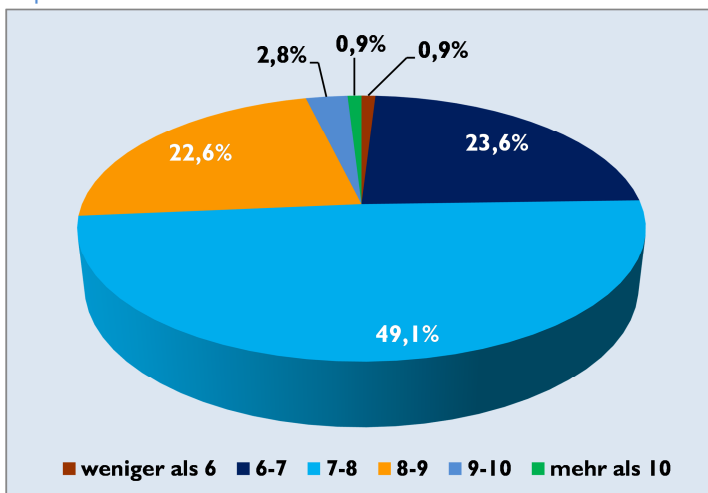
Durchschnittlicher Kupon (Median) in %



Über alle seit 2010 am geregelten Markt emittierten mittelständischen Unternehmensanleihen ergibt sich eine Zinsspanne, die von 5,875 % bis 11,500 % reicht, wobei der Zinskupon in den meisten Fällen zwischen 7 und 8 % liegt (49,1 %, siehe Abb. 8). Bei ungefähr jeder vierten Anleihe beträgt der Kupon zwischen 6 und 7 % (23,6 %) bzw. zwischen 8 und 9 % (22,6 %).

Abbildung 8: Mittelstandsanleihen nach Kuponhöhe

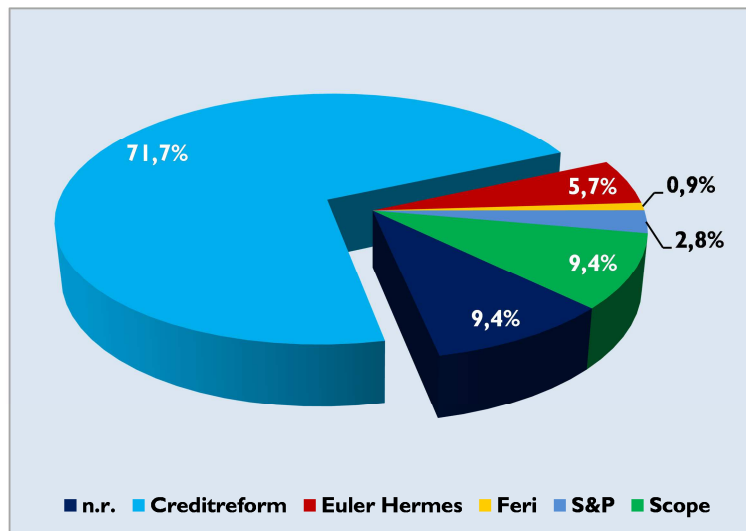
Kupon in %



Während Anleihen von Large Caps fast ausschließlich Ratings von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch aufweisen, dominieren bei der Beurteilung der an den geregelten Mittelstandsmärkten gelisteten Emittenten drei deutsche Ratingagenturen (siehe Abb. 9). Die große Mehrheit der Ratings stammt von Creditreform Rating (71,7 %). Insgesamt ver-

fügen 90,6 % der Anleiheemittenten am geregelten Markt über die Bewertung einer Ratingagentur.

Abbildung 9: Anteil der Anleiheemissionen nach Ratingagentur



In der Regel handelt es sich bei den Ratings um Unternehmensratings, welche die Meinung der Ratingagentur über die Ausfallgefahr des Unternehmens widerspiegeln. Anleiheratings fokussieren ergänzend auf die Untersuchung der spezifischen Anleihebedingungen. Somit liefern sie eine Einschätzung darüber, wie hoch die erwartete Rückzahlung aus einer Anleihe voraussichtlich sein wird, wenn das Unternehmen ausfallen sollte. Am geregelten Markt bestehen bislang keine Zugangsbeschränkungen, die das Vorliegen eines Anleiheratings notwendig machen. So muss ein Unternehmen lediglich ein Unternehmensrating einer unabhängigen Ratingagentur vorweisen, wenn es den Zugang zu den geregelten Börsensegmenten sucht. Insofern dominieren bei den Anleiheemissionen an den geregelten Börsen die Unternehmensratings, die allerdings im Hinblick auf die Chancen und Risiken weniger Transparenz schaffen als ein Anleiherating.

Von den seit 2010 am geregelten Markt notierten 95 Anleiheemittenten sind bis 2013 insgesamt elf Unternehmen ausgefallen – vier Unternehmen im Jahr 2012 und sieben im vergangenen Jahr (siehe Abb. 10). Das nominale Emissionsvolumen der 13 betroffenen Anleihen beläuft sich auf insgesamt 531 Mio. Euro – dies entspricht 10,8 % des gesamten Nominalwerts. Mit Zamek kam 2014 ein weiterer Ausfall hinzu, so dass sich das Emissionsvolumen der ausgefallenen Anleihen auf 576 Mio. Euro oder 11,7 % des gesamten Nominalwerts erhöhte.

Abbildung I0: Ausfälle am geregelten Markt

Emittent	ISIN	Ausfalljahr
BKN biostrom AG	DE000A1KQ8V1	2012
Centrosolar Group AG	DE000A1E85T1	2013
FFK Environment GmbH	DE000A1KQ4Z1	2013
getgoods.de AG	DE000A1PGVS9	2013
Günther Zamek Produktions- und Handelsgesellschaft mbH & Co. KG	DE000A1K0YD5	2014
hkw Personalkonzepte GmbH	DE000A1K0QR1	2013
S.A.G. Solarstrom AG	DE000A1K0K53	2013
S.A.G. Solarstrom AG	DE000A1E84A4	2013
SIAG Industrie GmbH	DE000A1KRASI	2012
SIC Processing GmbH	DE000A1H3HQ1	2012
Solarwatt GmbH	DE000A1EWPU8	2012
Solen AG	DE000A1H3M96	2013
Windreich AG	DE000A1CRMQ7	2013
Windreich AG	DE000A1H3V38	2013

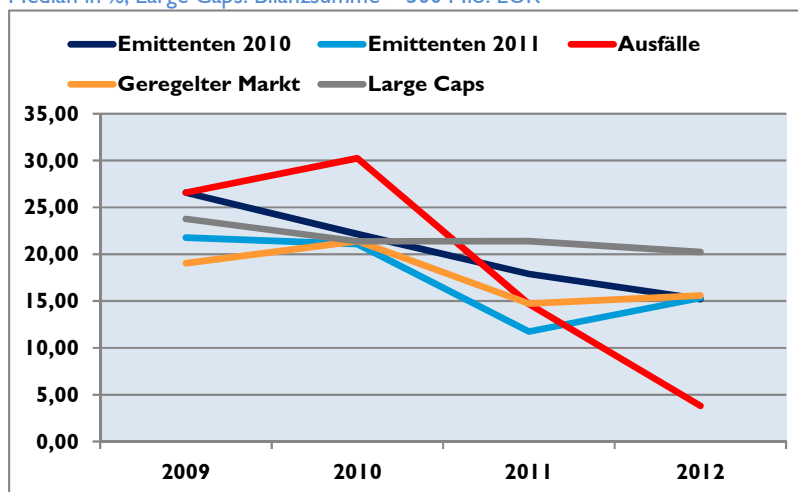
Ein Unternehmen gilt nach unserer Definition als ausgefallen, wenn Creditreform Rating davon ausgeht, dass ein Unternehmen seinen Kreditverpflichtungen mit großer Wahrscheinlichkeit nicht mehr nachkommen kann, ohne dass Kapitalgeber, Investoren oder Banken auf die Verwendung von Sicherheiten zurückgreifen; oder (ii) eine wesentliche Kreditverpflichtung des Unternehmens gegenüber den Kapitalgebern, Investoren oder Banken mit mehr als 90 Tagen überfällig ist (siehe genauer im Anhang).

3. Die Risikotragfähigkeit an Mittelstandbörsen

Im Folgenden soll die Entwicklung der Risikotragfähigkeit der Emittenten an den mittelständischen Anleihemärkten dargestellt werden, indem die für die Einschätzung eines Unternehmens relevanten Kennzahlen untersucht werden. In diesem Zusammenhang wird auf Kennzahlen zur Kapitalstruktur, Rentabilität und Finanzkraft eingegangen – die Definitionen der Kennzahlen finden sich im Anhang. Die Grundlage der Analyse sind die relevanten Daten aus den Jahresabschlüssen und Wertpapierprospekten der Emittenten. Um eine statistische Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse zu gewährleisten, wurden die Jahresabschlussinformationen strukturiert und rechnungslegungsübergreifend aufbereitet. Um eine Vergleichsbasis zu schaffen, wurde zum einen die Entwicklung im Large Cap-Segment – also der Unternehmen mit einer Bilanzsumme von mehr als 500 Mio. Euro – gegenübergestellt (siehe auch „Corporate Bonds in Deutschland“). Zudem wurde die Entwicklung der Unternehmen abgebildet, die im Jahr 2010 bzw. 2011 eine Anleihe an den mittelständischen Börsensegmenten emittiert haben. Schließlich wurde auch die Veränderung der finanziellen Risikotragfähigkeit bei den am regulierten Markt ausgefallenen Unternehmen zum Vergleich herangezogen.

Abbildung 11: Eigenkapitalquote

Median in %, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR



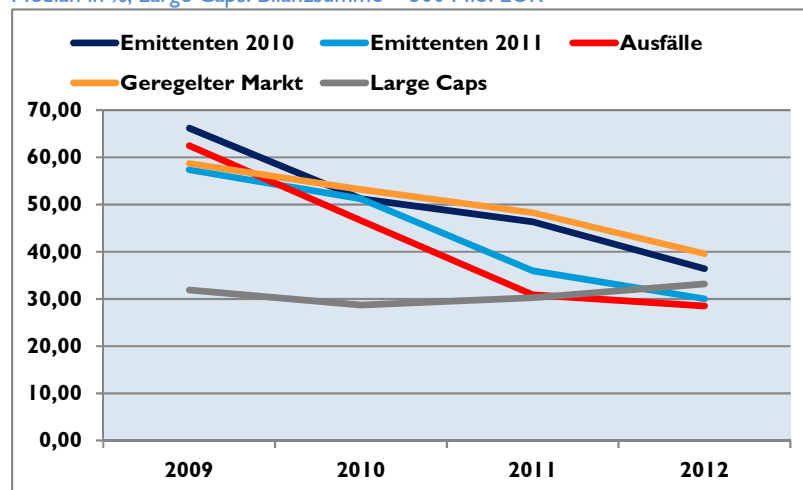
Die Eigenkapitalquote ist eine der zentralen Indikatoren für die Beurteilung der Risikotragfähigkeit. Prinzipiell nimmt die Solidität der Finanzierung mit einem steigenden Anteil des Eigenkapitals zum Gesamtkapital zu, da ein hoher Eigenkapitalanteil die Haftungsbasis eines Unternehmens verbessert, eine weitgehende Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern sicherstellt und die Liquidität entlastet. Bei der Berechnung der Eigenkapitalquote wurde das bereinigte

Eigenkapital durch die bereinigte Bilanzsumme dividiert (siehe genauer im Anhang). Die durchschnittliche Eigenkapitalquote (Median) der Emittenten am geregelten Markt verringerte sich zwischen 2009 und 2011 von 19,1 auf 14,7 % (siehe Abb. 11). Dagegen konnten die untersuchten Unternehmen ihre Eigenkapitalausstattung im Jahr 2012 stärken. Der Anteil des bereinigten Eigenkapitals an der bereinigten Bilanzsumme erhöhte sich leicht auf 15,6 %.

Es zeigt sich des Weiteren, dass die Unternehmen ihre kurzfristige Verschuldung im Zuge der Anleiheemission merklich zurückführen konnten. Grundsätzlich gilt die Finanzierung eines Unternehmens als sicherer, je länger das Fremdkapital zur Verfügung steht. Das finanzielle Risiko ist bei einem steigenden Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals ungleich höher. Kurzfristige Verschuldung bedeutet, dass das Fremdkapital kurzfristig zurückgezahlt werden muss. Die hierfür nötigen liquiden Mittel sind jedoch nicht immer vorhanden. Zudem kann ein hoher Grad der kurzfristigen Verschuldung zu einer höheren Ausfallsgefahr des Unternehmens führen, da es in einem solchen Fall auf eine kurzfristige Anschlussfinanzierung angewiesen ist, die nicht zu jedem Zeitpunkt gesichert sein muss.

Abbildung 12: Fremdkapitalstruktur

Median in %, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR

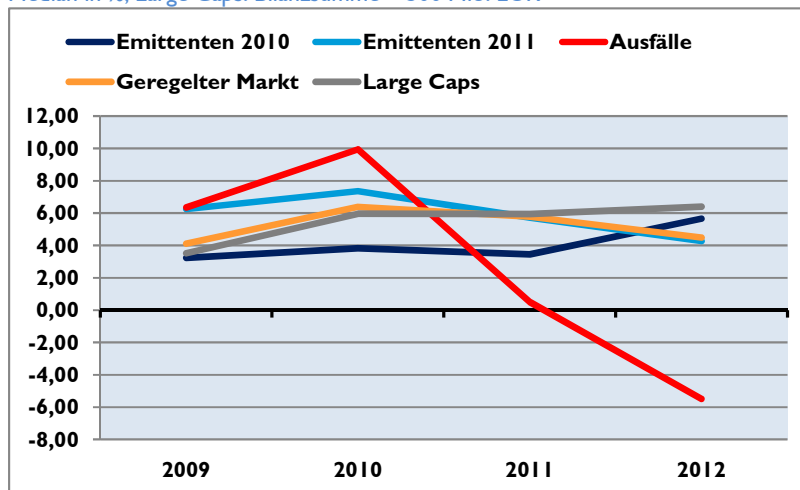


Die Fremdkapitalstruktur, definiert als Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten am Fremdkapital, ist bei den Anleiheemittenten zwischen 2009 und 2012 im Durchschnitt von 58,7 auf 39,6 % zurückgegangen (siehe Abb. 12). Allein im Vorjahresvergleich zu 2011 (48,3 %) hatte sich der Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals um fast zehn Prozentpunkte verringert.

Ihre Ertragskraft konnten die Anleiheemittenten im Zeitraum zwischen 2009 und 2012 weitgehend stabil halten, wenngleich die Entwicklung der Risikokennziffern von Schwankungen begleitet war. Gemessen an der Gesamtkapitalrentabilität hat sich das Rentabilitätsniveau am aktuellen Rand abgeschwächt (siehe Abb. 13). So ging die Gesamtkapitalrentabilität auf Jahres-sicht von 5,8 % im Jahr 2011 auf 4,5 % in 2012 zurück. Die Gesamtkapitalrentabilität wird als Messgröße für die Verzinsung des im Unternehmen eingesetzten Gesamtkapitals eingesetzt und berechnet sich als Quotient aus dem um den Zinsaufwand erweiterten Jahresüberschuss und der bereinigten Bilanzsumme. Steigende Werte deuten auf die zunehmende Fähigkeit und Effizienz eines Unternehmens hin, mit dem zur Verfügung stehenden Vermögen nachhaltig Gewinne zu erzielen. Gleichwohl hat sich die durchschnittliche Gesamtkapitalrentabilität im Vergleich zum Jahr 2009 verbessert, als sie mit 4,1 % noch etwas niedriger lag.

Abbildung 13: Gesamtkapitalrentabilität

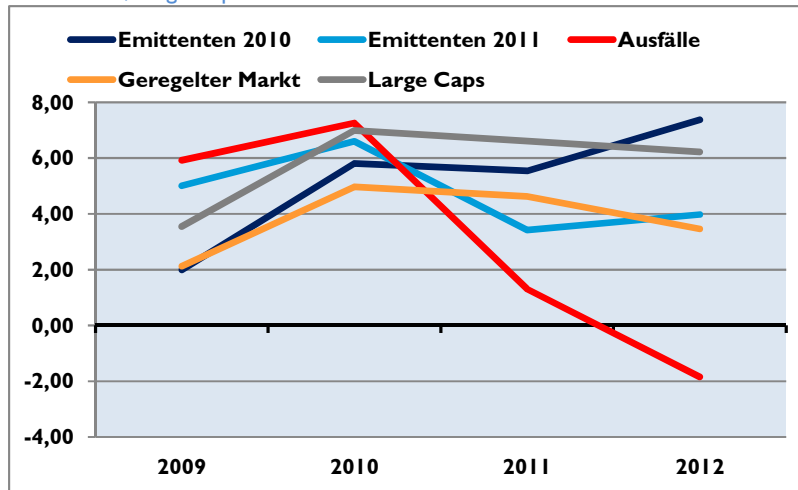
Median in %, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR



Die EBIT-Marge (vergleichbar mit der Umsatzrentabilität) wird als Indikator für die Überschusserzielung aus Umsätzen betrachtet. In der hier definierten Form wird das Betriebsergebnis durch die Umsatzerlöse dividiert. Eine höhere EBIT-Marge deutet auf gute Erfolgspotenziale der betrieblichen Tätigkeit hin. Die Entwicklung der EBIT-Marge zeichnet ein ähnliches Bild wie die Gesamtkapitalrendite (siehe Abb. 14). Während die analysierten Unternehmen im Jahr 2012 eine EBIT-Marge von lediglich 3,5 % realisieren konnten, liegt die Kennzahl deutlich über dem Stand des Jahres 2009 (2,1 %). Dennoch ist die Ertragskraft der Emittenten rückläufig – im mittelfristigen Vergleich ist die EBIT-Marge seit 2010 (5,0 %) um 1,5 Prozentpunkte gefallen.

Abbildung 14: EBIT-Marge

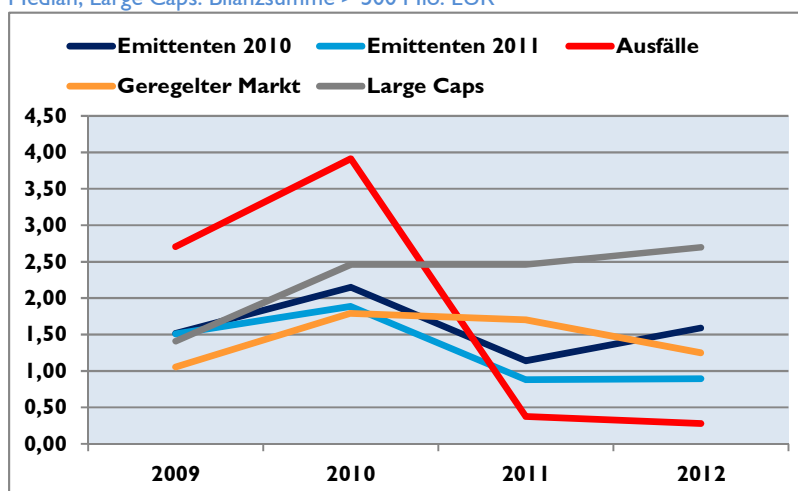
Median in %, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR



Die EBIT-Interest Coverage (EBIT-Zinsdeckungsgrad) der Anleiheemittenten signalisiert, dass die Zinsdeckung durch das operative Ergebnis vergleichsweise gering ist. Der EBIT-Zinsdeckungsgrad gibt an, inwieweit die Zinsaufwendungen aus dem Betriebsergebnis bedient werden können und ist definiert als der Quotient aus Betriebsergebnis und Zinsaufwand. Eine niedrigere EBIT-Interest Coverage zeigt bei steigenden Fremdkapitalkosten auf höhere Ergebnisbelastung an und deutet auf ein höheres Risiko hin, dass ein Unternehmen die Zinsbedienung nicht mehr erbringen kann.

Abbildung 15: EBIT Interest Coverage

Median, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR

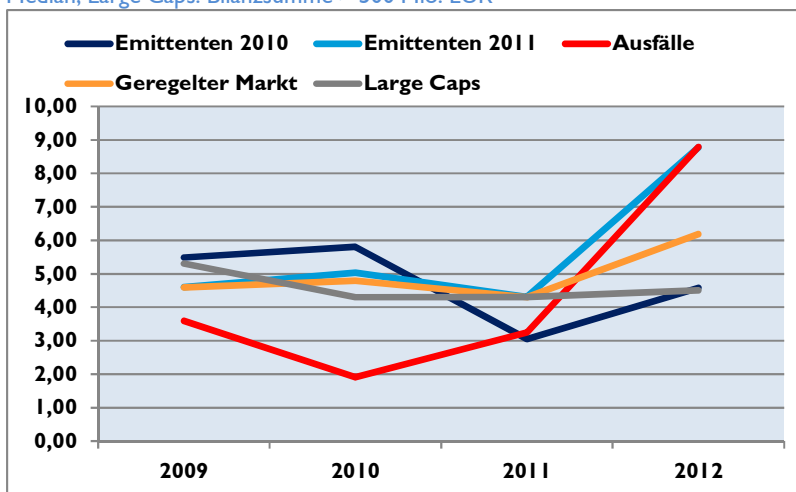


Die EBIT-Interest Coverage hatte sich von 1,1 im Jahr 2009 auf 1,8 in 2010 erhöht (siehe Abb. 15). Während die Unternehmen ihren Zinsdeckungsgrad mit 1,7 im Jahr 2011 noch relativ stabil halten konnten, ging der EBIT-Zinsdeckungsgrad im Jahr darauf allerdings auf 1,3 zurück, so dass dieser annähernd wieder auf dem Niveau von 2009 liegt.

Das Verhältnis zwischen Nettoverbindlichkeiten und EBITDA entwickelte sich zwischen 2009 und 2011 tendenziell eher seitwärts, bevor 2012 ein spürbarer Anstieg verzeichnet werden musste. Diese Messgröße ermöglicht eine Aussage über die Schuldendienstfähigkeit der Anleiheemittenten und setzt das gesamte Fremdkapital abzüglich der erhaltenen Anzahlungen, der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der liquiden Mittel ins Verhältnis zum EBITDA. Ein niedrigerer Wert signalisiert eine bessere Rückzahlungsfähigkeit.

Abbildung 16: Net Debt/EBITDA

Median, Large Caps: Bilanzsumme > 500 Mio. EUR



Die Kennzahl Net Debt/EBITDA befand sich bei den Large Caps und den mittelständischen Anleiheemittenten im Zeitraum zwischen 2009 und 2011 auf einem vergleichbaren Niveau (siehe Abb. 16). Im Jahr 2012 wurde bei den Emittenten an den mittelständischen Börsensegmenten im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ein deutlicher Anstieg der Verschuldung registriert. Das Verhältnis der Nettofinanzschulden zum EBITDA legte von 4,3 im Jahr 2011 auf 6,2 in 2012 zu.

4. Die Risikoeinschätzung von Creditreform Rating

Eine große Zahl von Anleiheemissionen im Segment mittelständischer Anleiheemittenten wurde von Creditreform Rating beurteilt. Dabei wird die international gebräuchliche Ratingskala (AAA-D) verwendet. Während hier nicht näher auf die Ratingsystematik von Creditreform Rating eingegangen wird (siehe hierzu www.creditreform-rating.de), soll im Folgenden durch die Darstellung der Ratingmigration eine Einschätzung der Ratings ermöglicht werden.

Ausgangspunkt der Auswertung sind die Daten, die am Anfang des Betrachtungszeitraums ein gültiges Rating besitzen. Wenn eine Anleihe bzw. der Emittent zum Beginn des jeweiligen Betrachtungszeitraums über kein gültiges Rating verfügt, geht diese nicht in die Analyse der entsprechenden einjährigen Migration ein. Als Betrachtungszeitraum gilt jeweils das Kalenderjahr, d.h. im Hinblick auf die einjährige Ratingmigration von 2011 auf 2012 wird bspw. die Zeitspanne vom 01.01.2012 bis zum 31.12.2012 zugrunde gelegt. Ausschlaggebend für die Zuordnung eines Ratingjahrgangs war der Stichtag des Erst- bzw. Folgeratings. Als „not rated“ (n.r.) werden diejenigen Fälle gewertet, die auf Grund des zeitlichen Gültigkeitsendes des Ratings aktiv ausgesetzt wurden oder wenn keine ausreichenden Informationen mehr vorhanden waren, um das Rating aufrecht zu erhalten.

Da der geregelte Markt für mittelständische Anleihen noch ein relativ neues Marktsegment darstellt, ist die Anzahl der Ratings noch vergleichsweise gering, so dass keine belastbaren Interpretationen der Migration von Ratings in Form von Erst- und Folgeratings vorgenommen werden können.

Dennoch zeigt die Analyse der einjährigen Ratingmigrationen, dass die Häufigkeit einer Ratingmigration im Zeitraum zwischen 2011 und 2012 geringer ist als die Häufigkeit der Vergabe derselben Ratingnote. So fand im einjährigen Vergleich in 14 Fällen keine Ratingveränderung statt – bei sieben Downgrades und drei Upgrades. Dabei zeigt ein Blick auf Abb. 17, dass die Mehrheit der Ratings im BB-Bereich liegt. Die Auswertung der Ratingmigration der wenigen Anleiheratings deutet ebenfalls auf eine Stabilität der Ratings hin (siehe Abb. 18). Drei der fünf Ratings sind stabil geblieben, während zwei Ratings von einem BBB bzw. BBB- auf n.r. gesetzt wurden.

Abbildung 17: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2011 und 2012 – Unternehmensratings

Unternehmensratings am geregelten Markt, n.r. = not rated

	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D	n.r.	Σ
A+																		0
A																		0
A-				1														1
BBB+							1									1		2
BBB					4		1										1	6
BBB-					1	2	1											4
BB+							6		1								2	9
BB							2	1	1								1	5
BB-									1								1	2
B+																	1	1
B																		0
B-																		0
CCC																		0
CC																		0
C																		0
D																		0
n.r.																		0
Σ	0	0	0	1	5	2	11	1	3	0	0	0	0	0	0	1	6	30

Abbildung 18: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2011 und 2012 – Anleiheratings

Anleiheratings am geregelten Markt, n.r. = not rated

	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D	n.r.	Σ
A+																		0
A																		0
A-																		0
BBB+				1														1
BBB					1												1	2
BBB-																	1	1
BB+																		0
BB								1										1
BB-																		0
B+																		0
B																		0
B-																		0
CCC																		0
CC																		0
C																		0
D																		0
n.r.																		0
Σ	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2	5

Im Verlauf des Jahres 2013 hat Creditreform Rating eine Reihe von Anpassungen bei der Einstufung einiger Anleiheemittenten vorgenommen. Die differenzierte Untersuchung der Kennzahlen und Ausfälle hat gezeigt, dass sich der Markt für Mittelstandsanleihen durchaus in einer Phase der Etablierung befindet (siehe auch Kapitel 5).

Eine Auswertung der Ratingmigration zwischen 2012 und 2013 lässt eine Zunahme der Herabstufungen erkennen (siehe Abb. 19). So wurden insgesamt 13 Ratingurteile bei Unternehmensratings unverändert belassen, während 21 Downgrades durchgeführt wurden. Gleichzeitig wurden in diesem Zeitraum zwei Heraufstufungen vorgenommen. Bei den Anleiheratings überwiegt dagegen die Zahl der stabilen Ratings (siehe Abb. 20). Insgesamt wurde das Rating des Vorjahres in drei Fällen bestätigt – bei einem Upgrade und einem Downgrade.

Abbildung 19: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2012 und 2013 – Unternehmensratings

Unternehmensratings am geregelten Markt, n.r. = not rated

	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D	n.r.	Σ
A+																		0
A																		0
A-																		0
BBB+					1													1
BBB				1	3	2			1								1	8
BBB-					1	1	1	1	2	1						1		7
BB+							6	3									3	14
BB									2	1						1		5
BB-								1	2	2								5
B+										1								1
B																		0
B-																		0
CCC																		0
CC																		0
C																		0
D																		0
n.r.																		0
Σ	0	0	0	1	4	3	7	5	7	5	0	2	0	0	0	2	5	41

Abbildung 20: Einjährige Ratingmigration der Jahre 2012 und 2013 – Anleiheratings

Anleiheratings am geregelten Markt, n.r. = not rated

	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D	n.r.	Σ
A+																		0
A																		0
A-			1															1
BBB+				1	1													2
BBB					1													1
BBB-					1													1
BB+																		0
BB																	1	1
BB-																		0
B+																		0
B																		0
B-																		0
CCC																		0
CC																		0
C																		0
D																		0
n.r.																		0
Σ	0	0	1	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6

Im Jahr 2013 sind mehr Unternehmen ausgefallen als im Vorjahr. Diesbezüglich muss deutlich hervorgehoben werden, dass Creditreform Rating bei Marktveränderungen frühzeitig reagiert und in der Folge eine entsprechende Herabstufung der Ratings durchgeführt hat. Diese wurden zeitnah erstellt und veröffentlicht.

Dabei ist für Creditreform Rating sichergestellt, dass im Zuge der Unternehmens- und Anleihebeurteilungen die Unabhängigkeit des Ratingprozesses zu jeder Zeit gewährleistet ist und somit die Interessen der Anleger gewahrt sind. In der jüngsten Vergangenheit hat das in der Finanzindustrie gängige Modell der Beauftragung durch den Emittenten für Kritik gesorgt. Ein Einwand ist, dass ein solches Modell zu Verzerrungen im Anreizgefüge führen würde. Die Durchführung von Ratings unterliegt strengen Vorgaben, die das Aufkommen von Interessenkonflikten im Ratingprozess von Creditreform Rating nahezu unmöglich machen. So besteht

zwischen dem Ratingvertrieb und der Ratinganalyse eine Funktionentrennung. Analysten nehmen nicht an Preisverhandlungen teil und werden auch nicht in Abhängigkeit von einzelnen Ratings bezahlt. Herabstufung ziehen somit keine persönlich oder finanziellen Konsequenzen nach sich. Hinzu kommt, dass die Analysten nicht alleine das Rating bestimmen, sondern lediglich einen Vorschlag unterbreiten, der im Ratingkomitee diskutiert wird. Zusätzlich werden für jedes Rating Compliance-Prüfungen durchgeführt. Die Ratingmethodik und deren ordnungsgemäße Umsetzung unterliegen einer ständigen Überprüfung. Vor diesem Hintergrund werden regelmäßig Backtesting-Prozesse durchgeführt. Anhand des Backtestings werden die Trennschärfe und die Prognosegüte der Ratings und die Bedeutung der einzelnen Ratingkriterien untersucht.

5. Begründungszusammenhänge

Im Rahmen dieser Analyse wurde eine Bestandsaufnahme der Entwicklung des mittelständischen Anleihemarktes und der Emittenten vorgenommen. Die Analyse hat gezeigt, dass es bei der Diskussion um die Zukunftsfähigkeit des noch jungen Mittelstandssegments eines differenzierten Blicks bedarf – insbesondere in Bezug auf die Unternehmensgröße sowie das jeweilige Geschäftsmodell und den jeweiligen Wirtschaftszweig.

Im Verlauf des vergangenen Jahres hat Creditreform Rating eine Reihe von Anpassungen bei der Einstufung einiger Anleiheemittenten vorgenommen. Dabei sind die vorgenommenen Herabstufungen das Ergebnis eines Ratingprozesses. Den Downgrades lagen Veränderungen in den qualitativen – vor allem aber auch in den quantitativen – Faktoren zugrunde.

So hat die differenzierte Untersuchung der Finanzkennzahlen gezeigt, dass sich die Kennzahlen der Emittenten am Markt für Mittelstandsanleihen verschlechtert haben (siehe auch Kapitel 3). Die Verwendung der Anleihemittel hat in den Ratingprozessen ihre Berücksichtigung gefunden. Jedoch haben sich die Kennzahlen auch unter Einbeziehung von Post-Money-Effekte verschlechtert. Im Jahr 2012 hat sich die Situation im Hinblick auf die finanzielle Risikotragfähigkeit der Emittenten merklich eingetrübt. Die Unternehmen, die eine Anleihe am geregelten Markt begeben haben, weisen eine rückläufige Ertragskraft und Eigenkapitalisierung sowie eine Verschlechterung bei den Kennzahlen der Schuldendienstfähigkeit auf.

Die durchschnittliche Gesamtkapitalrendite der Emittenten sank von 6,4 % im Jahr 2010 auf 4,5 % im Jahr 2012 und die EBIT-Marge von 5,0 auf 3,5 %. Gleichzeitig ging die EBIT-Zinsdeckung in diesem Zeitraum von 1,8 auf 1,3 zurück und das Verhältnis von Nettofinanzschulden zum EBITDA stieg von 4,8 auf 6,2. Auffallend ist insbesondere die negative Entwicklung der Unternehmen, die im Jahr 2011 eine Anleihe emittiert haben. Mit 1,9 bewegte sich die durchschnittliche EBIT-Interest Coverage dieser Unternehmen im Jahr 2010 auf einem mit dem gesamten geregelten Markt vergleichbaren Niveau – sank allerdings bis 2012 auf 0,9 (siehe Abb. 21). Auch die Kennzahl Net debt/EBITDA verschlechterte sich deutlich. Zwischen 2010 und 2012 stieg das Verhältnis zwischen Nettoverbindlichkeiten und EBITDA von 5,0 auf 8,8 – verglichen mit einem Anstieg von 4,8 auf 6,2 unter den Emittenten am geregelten Markt insgesamt.

Abbildung 21: Entwicklung ausgewählter Kennzahlen am geregelten Markt

Median

Eigenkapitalquote (in %)	2009	2010	2011	2012
Geregelter Markt	19,1	21,4	14,7	15,6
Emittenten 2010	26,6	22,2	17,9	15,2
Emittenten 2011	21,8	21,1	11,7	15,3
EBIT Interest Coverage				
Geregelter Markt	1,1	1,8	1,7	1,3
Emittenten 2010	1,5	2,1	1,1	1,6
Emittenten 2011	1,5	1,9	0,9	0,9
Total Net Debt/EBITDA				
Geregelter Markt	4,6	4,8	4,3	6,2
Emittenten 2010	5,5	5,8	3,1	4,6
Emittenten 2011	4,6	5,0	4,3	8,8

Zudem müssen drei weitere Aspekte berücksichtigt werden, die bei der Bewertung der emittierenden Unternehmen eine wesentliche Rolle spielen. So stockten in der jüngeren Vergangenheit einige Emittenten ihre Emissionen durch die Ausgabe zusätzlicher Anleihen auf. Dies hat in der Regel merkliche Auswirkungen auf die Entwicklung relevanter Kennzahlen wie die Eigenkapitalquote oder das Verhältnis zwischen Nettofinanzschulden und dem EBITDA und damit auf die Unternehmensbeurteilung von Seiten der Ratingagenturen. Nicht selten zieht die Aufstockung einer bestehenden Anleihe eine Herabstufung nach sich, da sich die zusätzlichen Finanzverbindlichkeiten negativ auf den Verschuldungsgrad auswirken und zu einer stärkeren Belastung der Ertragssituation führen. Kritisch ist in dieser Hinsicht festzustellen, dass die Ratingagentur und der Kapitalmarkt nicht immer frühzeitig informiert wurden, ob, wann und zu welchen Konditionen die Maßnahmen erfolgen sollten.

Des Weiteren weicht die Mittelverwendung in einigen Fällen von der ursprünglichen Intention ab. Die Information, ob ein Emittent die Mittel aus der Anleiheemission für die Ablösung bestehender Verbindlichkeiten oder z.B. für den Ausbau neuer Geschäftsfelder verwenden wird, ist durchaus ratingrelevant. Eine risikoreichere Mittelverwendung kann kaum im Interesse der Anleger sein und dürfte grundsätzlich eine abweichende Beurteilung durch die Ratingagentur nach sich ziehen.

Schließlich berücksichtigt Creditreform Rating über die Laufzeit des Ratingauftrages sämtliche, relevanten Informationen. Insbesondere im Falle einer Verschlechterung der Liquiditätssituation und fehlender konkreter Refinanzierungskonzepte ist in der Regel von einer Ratingverschlechterung auszugehen. Ein sicheres Refinanzierungskonzept wird umso wichtiger, je näher

der Rückzahlungszeitpunkt rückt. Insgesamt spiegelten die Herabstufungen durch Creditreform Rating somit keine Anpassung von zuvor vermeintlich zu optimistischen Bewertungen wider.

Indessen verdeutlicht ein Blick auf die ausgefallenen Unternehmen eine branchenspezifische Risikokonzentration im Bereich Energie. Zwar hat sich der Branchenmix im Jahr 2013 etwas vielfältiger gestaltet – zu den betroffenen Unternehmen traten mit getgoods.de und hkw Personalkonzepte Unternehmen hinzu, die nicht aus dem Energie-Sektor stammen. Dennoch wird bei einer differenzierten Betrachtung der Ausfälle deutlich, dass sich unter den elf ausgefallenen Anleiheemittenten acht Unternehmen aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien befinden. Noch 2010 wurde der Markt in Deutschland als einer der weltweit zukunftsreichsten Märkte angesehen und aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen als stabil eingeschätzt. Deutsche Unternehmen galten bis zu diesem Zeitpunkt als Weltmarktführer. Die plötzlichen Veränderungen ab 2011 hatte jedoch kaum jemand für möglich gehalten. Dabei waren vor allem die Adjustierung des deutschen Fördersystems und deren Folgen in diesem Ausmaß nicht vorhersehbar und erfassten den Markt weitestgehend unvorbereitet. Die Solarpark-Projektierer bzw. im Photovoltaik-Segment tätigen Unternehmen nehmen in dieser Hinsicht einen besonderen Stellenwert ein. Diese litten unter erheblichen Kürzungen bei der Vergütung von Photovoltaik-Strom (Photovoltaik-Novelle 2012). Zudem führte der kräftige Ausbau der Kapazitäten chinesischer Photovoltaikzellenhersteller zunächst zu einer Erosion der Gewinne, bevor schließlich eine Reihe deutscher Photovoltaikunternehmen gänzlich vom Markt gedrängt wurden.

Die Ausfälle der beiden Unternehmen getgoods.de sowie hkw Personalkonzepte werden dagegen unter Einbeziehung der Staatsanwaltschaft untersucht. Die Unternehmensbeurteilung durch Ratingagenturen basiert auf Unterlagen und Informationen des jeweiligen Unternehmens. Darunter befinden sich bspw. geprüfte Jahresabschlüsse. Unregelmäßigkeiten, die bewusst verschleiert werden sollen, können jedoch weder die Ratinganalysten noch andere im Vorbereitungsprozess zu einer Anleiheemission involvierte Akteure wie begleitende Banken, Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwaltskanzleien erkennen.

6. Schlussbemerkungen

Der geregelte Markt für Mittelstandsanleihen wird auch in der kurzen bis mittleren Frist eine wertvolle Alternative der Unternehmensfinanzierung und Ergänzung im Finanzierungsmix der Unternehmen bleiben. Allerdings dürfte sich die Unternehmensfinanzierung über die mittelständischen Anleihenmärkte langfristig nur dann etablieren, wenn klare Anhaltspunkte zur Einschätzung der Bonität der Emittenten und insbesondere der zukünftigen Chancen und Risiken vorliegen. Für die Nachfrage einer marktbasierter Außenfinanzierung ist nicht nur die Kenntnis über die Beschaffenheit der Märkte und die Strukturmerkmale der Emittenten notwendig. Sicherlich existieren inzwischen strenge Transparenzanforderungen, die einen hinreichenden Austausch von Informationen mit den Kapitalmärkten ermöglichen. Die Praxis zeigt jedoch, dass die Finanzkommunikation bei Anleiheemittenten aus dem mittelständischen Segment Defizite zu erkennen gibt. Insbesondere nach der Anleiheemission wissen manche Emittenten nicht durch eine stringente Kommunikation zur Entwicklung des Unternehmens und des Geschäftsmodells sowie eine transparente Darstellung der Finanzkennzahlen zu überzeugen. Folglich gestaltet sich die Früherkennung von strukturellen Problemen in einzelnen Fällen schwierig. Die Unternehmen, die sich an die Kapitalmärkte begeben wollen, sind somit gefordert, eine adäquate und vor allem kontinuierliche Finanzkommunikation zu gewährleisten.

Creditreform Rating geht davon aus, dass die Nachfrage nach einer Finanzierung über die Anleihenmärkte auch im Jahr 2014 rege sein wird – Unternehmen werden auch weiterhin die Kapitalaufnahme über die Anleihenmärkte suchen. Die vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass die konjunkturelle Dynamik in Deutschland in der kurzen bis mittleren Frist deutlich zunehmen könnte. Mit der konjunkturellen Aufhellung in den Industrieländern und der allmählichen Erholung im Euroraum dürften sich die bislang belastenden Faktoren abschwächen, was sich belebend auf die Investitions- und Exporttätigkeit auswirken sollte. Im Hinblick auf die finanziellen Rahmenbedingungen sollten wir im laufenden Jahr nur geringfügige Veränderungen beobachten können. Vor diesem Hintergrund wird sich die Emissionstätigkeit in 2014 aller Voraussicht nach auf einem vergleichbaren Niveau bewegen können wie im vergangenen Jahr. Nichtsdestotrotz werden die Jahre 2014 und 2015 für das Mittelstandssegment zwei wichtige Jahre, da die Tilgungs- und Refinanzierungsphasen noch bevorstehen. Ausfälle können ungeachtet aller Transparenzanforderungen und Bonitätsprüfungen auch zukünftig nicht ausgeschlossen werden.

Anhang

Definition Kennzahlen

Eigenkapitalquote (%) =	$\frac{\text{bereinigtes Eigenkapital}}{\text{bereinigte Bilanzsumme}} \times 100$
EBIT Interest Coverage =	$\frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Zinsen u. ä. Aufwendungen}}$
EBIT-Marge (%) =	$\frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Umsatzerlöse}} \times 100$
Fremdkapitalstruktur (%) =	$\frac{(\text{Verbindlichkeiten aus L. u. L.} + \text{Wechsel} + \text{Verb. ggü. Kreditinstituten})}{\text{Fremdkapital}} \times 100$
Gesamtkapitalrentabilität (%) =	$\frac{(\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwand})}{\text{bereinigte Bilanzsumme}} \times 100$
Total Net Debt / EBITDA =	$\frac{(\text{Fremdkapital} - \text{Verb. aus L. u. L.} - \text{erhaltene Anzahlungen} - \text{liquide Mittel})}{(\text{Betriebsergebnis} + \text{Abschreibungen})}$

Definition Kennzahlen

Bereinigtes Eigenkapital	<ul style="list-style-type: none"> Nennkapital, Kapitalkonto I + Kapitalkonto II - ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital + Kapitalrücklage + Gewinnrücklagen/Rücklagen bei Personengesellschaften - Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes und für die Eigenkapitalbeschaffung - aktivierter Geschäfts- oder Firmenwert - selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände - sonstige Korrekturposten im Rahmen der Umgliederung von IAS(IFRS)-/US-GAAP-Positionen (EK) - Disagio - aktivische latente Steuern + passivische latente Steuern + Zuschüsse (inkl. 2/3 Baukostenzuschüsse) + Aufwandsrückstellungen + 1/2 Sonderposten mit Rücklagenanteil + Ausgleichsposten zur Konzernbilanz + Verbindlichkeiten gegen Gesellschafter mit EK-Charakter (Rangrücktritt) + Genussrechtskapital + Minderheitsanteile am Eigenkapital + sonstiges Eigenkapital + Gewinnvortrag / - Verlustvortrag + Jahresüberschuss / - Jahresfehlbetrag + Bilanzgewinn / - Bilanzverlust
Bereinigte Bilanzsumme	<ul style="list-style-type: none"> Bereinigtes Eigenkapital +Summe Fremdkapital

Definition Ausfall

Creditreform Rating lehnt sich bei der Begriffsdefinition an die Definition des „Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht“ (Basel II) und an die Definition der „Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management“ (DVFA) an.

Ein Ausfall im Hinblick auf ein bestimmtes Unternehmen/einen Emittenten gilt als gegeben, wenn mindestens eines der beiden Kriterien erfüllt ist:

- Creditreform Rating geht davon aus, dass der Unternehmer / Emittent seinen Kreditverpflichtungen mit großer Wahrscheinlichkeit nicht mehr nachkommen kann, ohne dass Kapitalgeber / Investoren / Banken auf die Verwendung von Sicherheiten zurückgreifen
- (eine) wesentliche Kreditverpflichtung(en) des Unternehmens / Emittenten gegenüber den Kapitalgebern / Investoren/Banken ist (sind) mit mehr als 90 Tage überfällig. Verpflichtungen werden als überfällig bezeichnet, wenn der Unternehmer / Emittent das zugesagte Zahlungslimit überschritten hat

Als Hinweise auf eine drohende Zahlungsfähigkeit gelten (ohne Anspruch auf Vollständigkeit) folgende Punkte:

- Kapitalgeber / Investoren/Banken verzichten auf die laufende Belastung von Zinsen (Zinsstundung)
- Kapitalgeber / Investoren/Banken verkaufen die Kreditverpflichtung mit einem bonitätsbedingten (bedeutenden) wirtschaftlichen Verlust
- Kapitalgeber / Investoren / Banken stimmen einer unausweichlichen Restrukturierungsmaßnahme zu, die zu einer Reduzierung der Schuld (durch Forderungsverzicht oder Stundung) führt
- Kapitalgeber / Investoren / Banken haben Antrag auf Einleiten des Insolvenz oder vergleichbare Maßnahmen (in Bezug auf die Kreditverpflichtung) gestellt
- das Unternehmen / der Emittent selbst hat den Antrag auf Insolvenz gestellt
- es liegt eine Information aus dem Creditreform Auskunftsrating vor, dass der Bonitätsindex des Unternehmens / Emittenten auf 600 (= Insolvenz) gesetzt wurde

Übersicht der Anleiheemittenten an den geregelten Märkten

3W Power S.A.
ADLER REAL ESTATE AG
Air Berlin PLC
Albert Reiff GmbH & Co. KG
Albis Leasing AG
Alfmeier Präzision AG Baugruppen und Systemlösungen
ALNO Aktiengesellschaft
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG
BDT MEDIA AUTOMATION GMBH
Berentzen-Gruppe Aktiengesellschaft
Bio Energie Taufkirchen GmbH & Co. KG
BKN biostrom AG
Centrosolar Group AG
Cloud No 7 GmbH
Constantin Medien AG
Deutsche Rohstoff AG
DF Deutsche Forfait Aktiengesellschaft
Dürr AG
e.n.o. energy GmbH
Ekosem-Agrar GmbH
Ekotechnika GmbH
Enterprise Holdings
eterna Mode Holding GmbH
Euroboden GmbH IHS
EYEMAXX Real Estate AG
Ferratum Capital Germany GmbH
FFK Environment GmbH
friedola Gebr. Holzapfel GmbH
Fußballclub Gelsenkirchen-Schalke 04 e.V.
gamigo AG
Gebr. Sanders GmbH & Co. KG
German Pellets GmbH
getgoods.de AG
GIF Gesellschaft für Industrieforschung mbH
GOLDEN GATE AG
Golfino AG
Grand City Properties SA
Günther Zamek Produktions- und Handelsgesellschaft mbH & Co. KG
Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG

HALLHUBER Beteiligungs GmbH
HELMA Eigenheimbau AG
hkw Personalkonzepte GmbH
Homann Holzwerkstoffe GmbH
Hörmann Finance GmbH
IPSAK mbH
Jacob Stauder GmbH & Co. KG
Joh. Friedrich Behrens AG
Karlie Group GmbH
Karlsberg Brauerei GmbH
Katjes International GmbH & Co.KG
KTG Agrar AG
KTG Energie AG
Laurèl GmbH
MAG IAS GmbH
MBB Clean Energy AG
Metalcorp Group B.V.
MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG
MITEC Automotive AG
More & More AG
Mox Telecom AG
MS "Deutschland" Beteiligungsgesellschaft mbH
MS Spaichingen GmbH
MT Energie GmbH
Nabaltec AG
paragon AG
Peach Property Group (Deutschland) AG
Peine GmbH
Porr AG
posterXXL AG
Procar Automobile Finanz-Holding GmbH & Co. KG
RENA GmbH
RENÉ LEZARD Mode GmbH
Royalbeach Spielwaren und Sportartikel Vertriebs GmbH
Rudolf Wöhrl Aktiengesellschaft
S&T AG
S.A.G. Solarstrom AG
SANHA GmbH & Co. KG
Sanochemia Pharmazeutika AG
Scholz AG
Semper idem Underberg GmbH

SeniVita Sozial gGmbH
SIAG Industrie GmbH
SIC Processing GmbH
Singulus Technologies AG
Solarwatt GmbH
Solen AG
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG
Stern Immobilien AG
Sympatex Holding GmbH
Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG
Travel24.com AG
UNIWHEELS GmbH
Valensina GmbH
VST Building Technologies AG
Windreich AG

© 2014 Creditreform Rating AG

Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig.

Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar. Die Analysen der Studie bieten keine Richtigkeitsgewähr und die Creditreform Rating AG übernimmt daher keine Gewähr für die Vollständigkeit oder Angemessenheit der Analyseergebnisse.