



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Unternehmensberatung

Der Markt von Bonds

Ein Überblick zum aktuellen Status quo

Hamburg, 02.02.2015



1	Mittelstandsanleihen – Eine Statusaufnahme	1
2	Wächst der Markt aus den „Kinderschuh“?	8
3	Refinanzierung von Mittelstandsanleihen – „Deutsch Debt Wall“ oder „Sturm im Wasserglas“?	14
4	Thesen zur aktuellen Situation	22



Debt Wall (Daten in bil. USD)



Quelle: Bloomberg, S&P Leverage Commentary, eigene Berechnung

Liquidität im Markt

- EZB senkt im Herbst 2013 den Leitzins auf ein historisch tiefes Niveau von 0,25 Prozent
- Dax steigt Ende Oktober 2013 das erste mal wieder auf einen Wert über 9.000
- 2014 startet der Dax mit rd. 9.400 Punkten und markiert Anfang Juni ein neues All-Time-High über 10.000 Punkte
- Tagesgeldkonten liefern Renditen unter 1 Prozent, gleichzeitig zeigt sich immer mehr, dass Sichteinlagen von Sparern nicht mehr sicher sind
- Anfang Februar 2014 machen Gerüchte über eine weitere Senkung des Leitzins

Die EZB gibt im Januar 2015 den Ankauf von Staatsanleihen bekannt.

Image der Banken

- Image-Werte der Banken auf Talfahrt
- Wunsch nach bankenunabhängiger Finanzierung nimmt zu
- Entsprechende Angebote „schießen aus dem Boden“
- Unabhängig davon ist das Kreditvolumen mindestens stabil, wenn nicht sogar leicht steigend



Genussrecht

- Genussrecht ist ein juristischer Begriff aus dem deutschen Schuldrecht.
- Ein Genussschein ist eine Anlageform, die z. B. Rechte am Reingewinn einer Gesellschaft übergibt.
- Das Stimmrecht ist dabei immer ausgeschlossen. Die Rendite ist oft recht hoch. Der Totalverlust der Einlage ist möglich.

Privatplatzierungen / Private Placement

- Private Placements finden immer unter Ausschluss einer Börse (öffentlichen Handelsplatzes) statt.
- Einige, wenige Privatpersonen oder Institutionen werden direkt angesprochen.
- Privatplatzierungen entbinden teilweise von Publizitätspflichten.

„Prime-Standard“

- Der höchste Transparenzlevel für börsennotierte Unternehmen.
- Geht über die gesetzlichen Mindestanforderungen des Amtlichen Marktes und des Geregelteten Marktes hinaus.
- Der Prime Standard ist auf Unternehmen, die sich auch auf internationale Investoren ausrichten wollen.

„Entry-Standard“

- Anleihen im Entry Standard sind festverzinsliche Wertpapiere kleinerer bis mittelgroßer Unternehmen, die sich auf diese Art Fremdkapital finanzieren.
- Im wesentlichen wird auf nationale Investoren abgezielt.
- Finanzmarktkommunikation auf deutsch und in niedriger Frequenz.

Mittelstandsanleihen sind somit per se keine neue Erscheinung, sondern „nur“ der Vorstoß einer bekannten Finanzierungsform in neue Größenklassen.



2010

Marktsegment für junge
Firmen

Transparenz und Rating sind
die Erfolgsfaktoren

Finanzierung entwickelt sich
weiter

Trainingsläufer für den IPO

Doch Analysten mahnen zur
Vorsicht.

2013 / 2014

Mittelstandsanleihen bieten
zu wenig Sicherheiten

Bei Mittelstandsanleihen
kündigt sich Klagewelle an

Irreführende Ratings

[...] meldet Insolvenz an

Ratings fallen wie welkes
Laub

Sind Mittelstandsanleihen damit nur eine Mode-Erscheinung?!



Marktplätze (Stand: 3.3.2014)

Börsenplatz	Anzahl der Anleihen
Börse Stuttgart: Bond M	26
Börse Düsseldorf: Der Mittelstandsmarkt	16
Börse München: m:accessbonds	3
Börse Frankfurt: Entry-Standard	54
Börse Hamburg und Hannover: Mittelstandsbörse	2
Summe	101

Quelle: eigene Berechnung, Stand 3.3.2014

Branchen – TOP 5

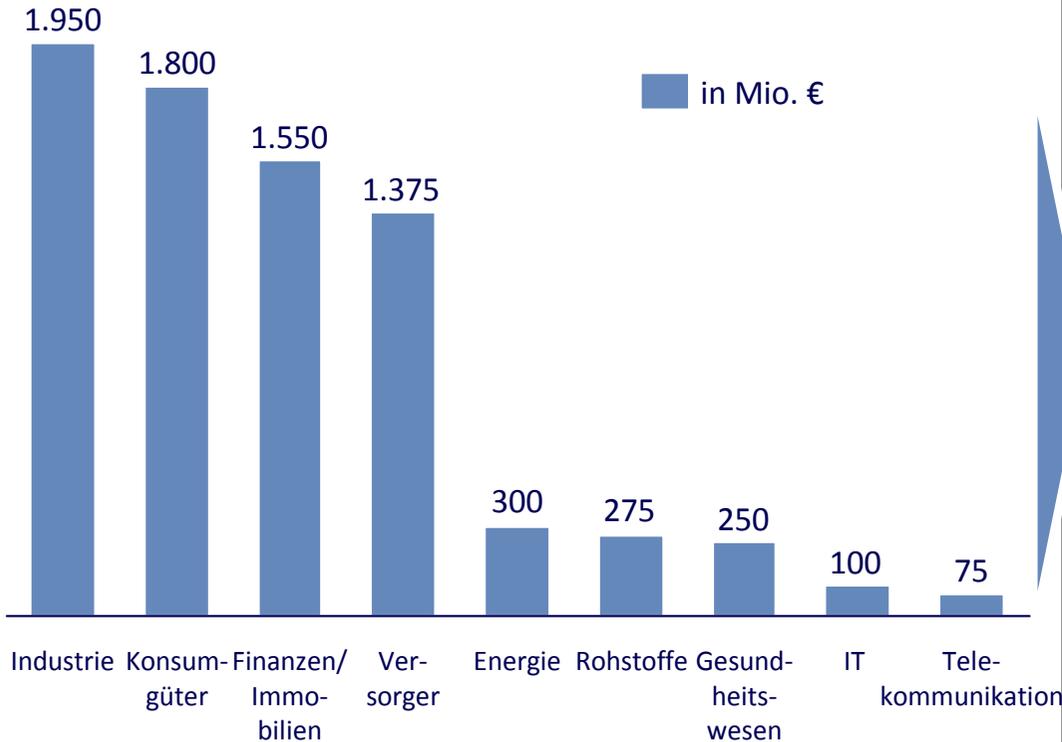
- Erneuerbare Energien
- Textil und Bekleidung
- Nahrungs- und Genussmittel
- Immobilien
- Fahrzeugbau und -zubehör

Index – z.B. Micro Bond Index



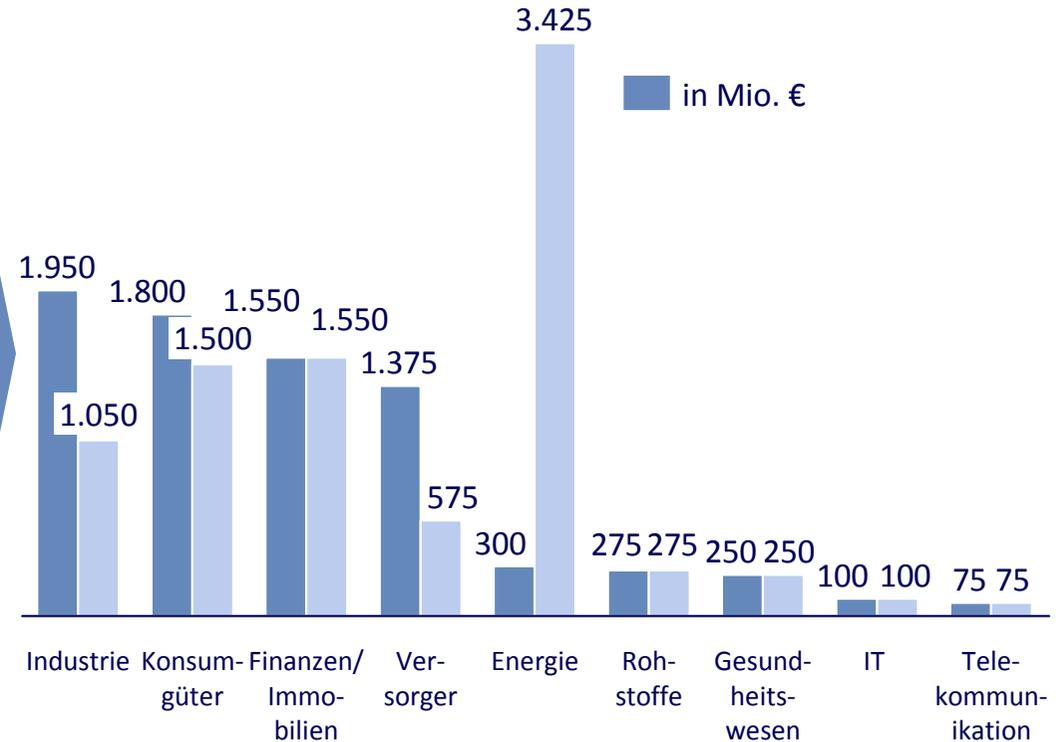


Brancheneinordnung gemäß Handelsplatz



Quelle: Scope, Stand 31.10.2014

Brancheneinordnung – bereinigt



Quelle: eigene Berechnung, Stand 3.3.2014

Der überwiegende Teil der Anleihen wurde im Bereich der Erneuerbaren Energien und angrenzenden Industrien begeben.

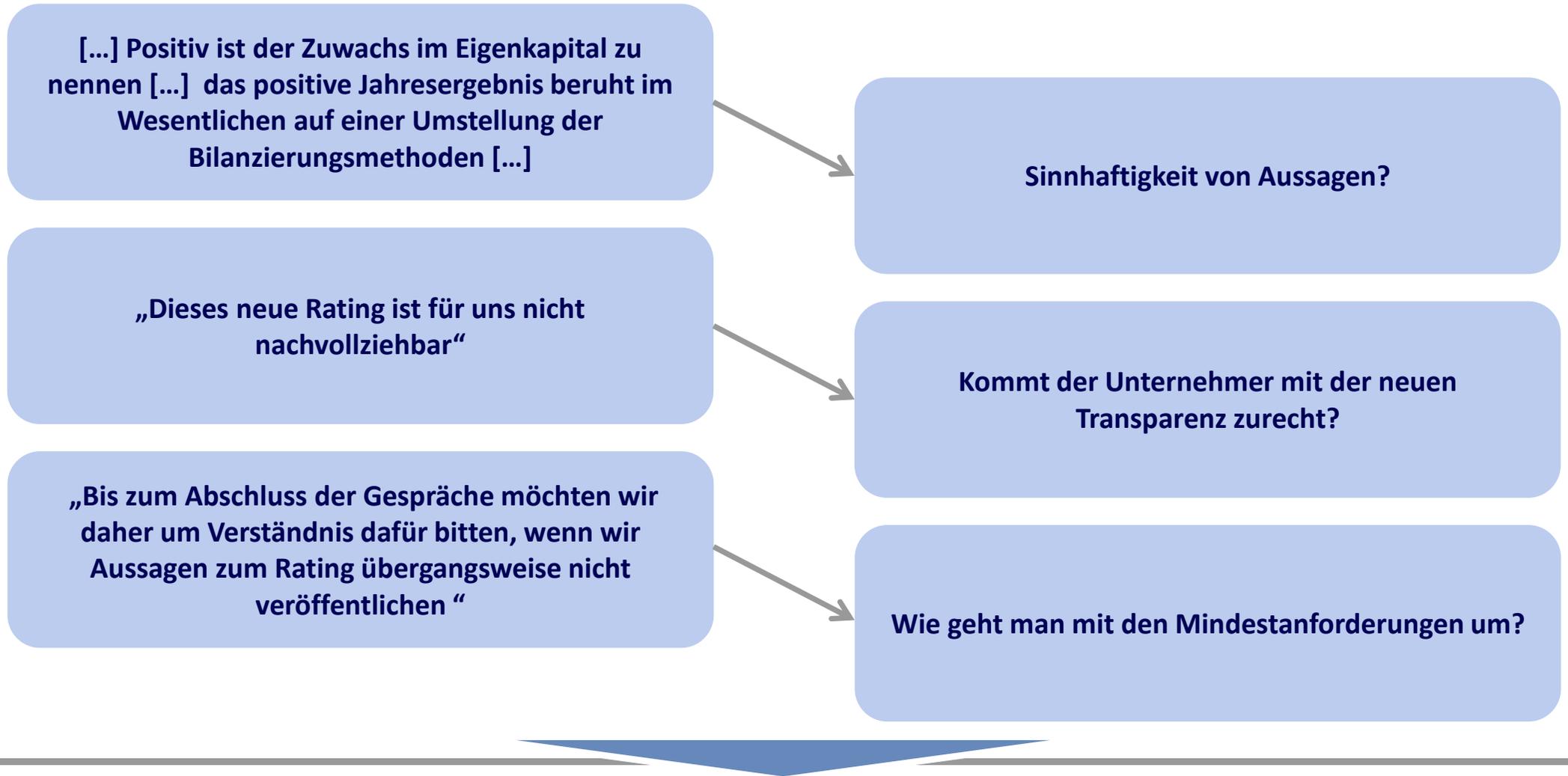


	Bondm	Der Mittelstandsmarkt	Entry-Standard Frankfurt	m:accessbonds	Mittelstandsbörse
Gebilligter Wertpapierprospekt	ja	ja	ja	ja	ja, mit Ausnahmen
Anleihevolumen	Keine Vorgabe	Ab 10 Mio. €	Keine Vorgabe	Ab 25 Mio. €	Keine Vorgabe
Rating	Erforderlich	Erforderlich, mindestens BB	Erforderlich	Erforderlich	Nicht erforderlich
Folgeratings	Erforderlich	Erforderlich	Erforderlich	Erforderlich	Nicht erforderlich
Jahresabschluss	Letztes Geschäftsjahr	Letzten drei Geschäftsjahre	Letztes Geschäftsjahr + Halbjahresberichte	Letzten drei Geschäftsjahre	Letztes Geschäftsjahr
Quasi-ad-hoc-Pflicht	ja	ja	ja	ja	ja
Begleitende Börsenexperten	BondM-Coach	Kapitalmarktpartner	Deutsche-Börse-Listing-Partner	Emissionsexperten	Nicht vorgesehen

Quelle: eigene Recherche



1	Mittelstandsanleihen – Eine Statusaufnahme	1
2	Wächst der Markt aus den „Kinderschuhen“?	8
3	Refinanzierung von Mittelstandsanleihen – „Deutsch Debt Wall“ oder „Sturm im Wasserglas“?	14
4	Thesen zur aktuellen Situation	22



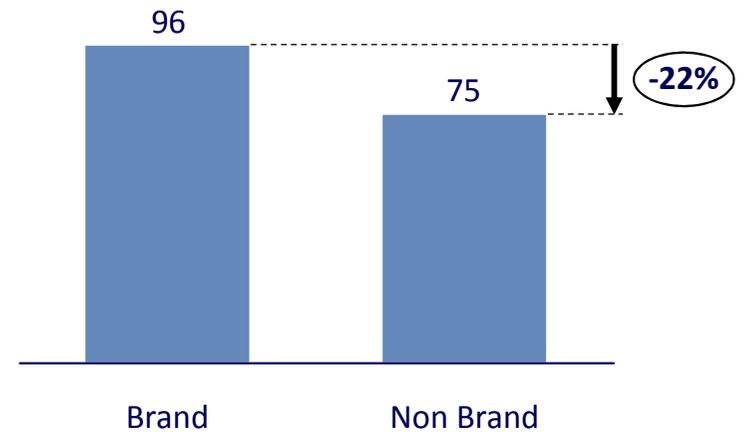
Der Unternehmer muss mit der Transparenz umgehen können – gleichzeitig besteht nach Meinung der Emissionspartner noch ein langer Weg für die Rating-Agenturen.



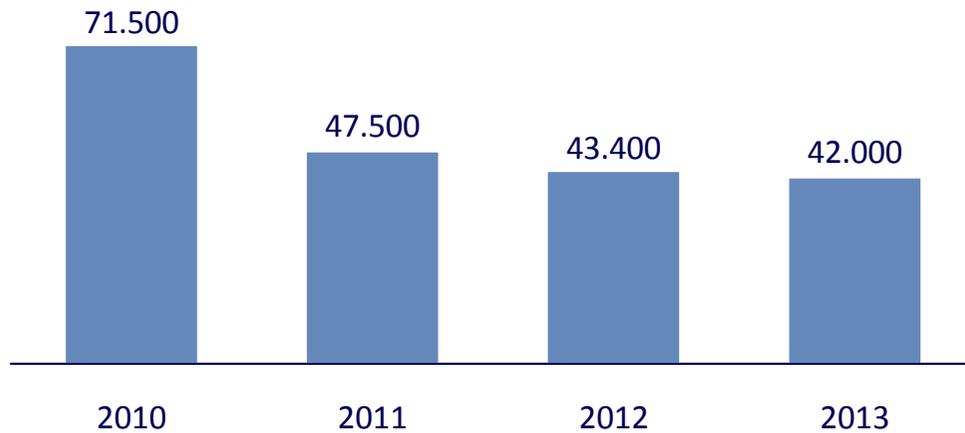
Emittiertes vs. platziertes Volumen in T€



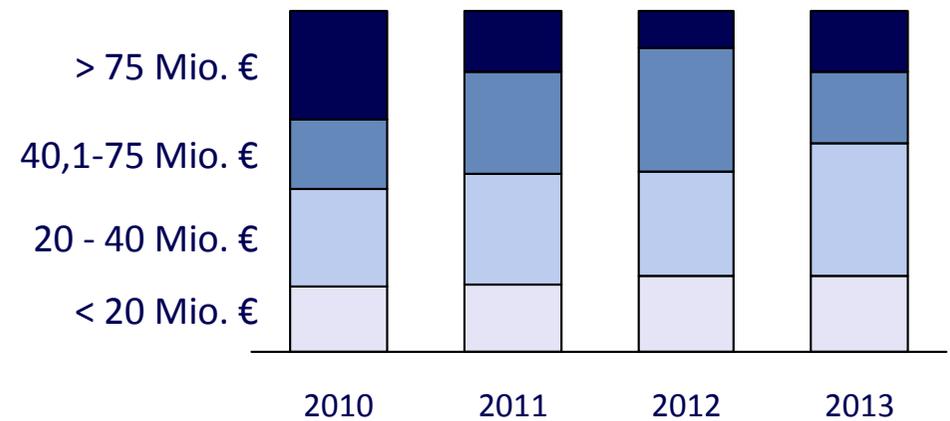
Marke entscheidend?



Durchschnittliches Emissionsvolumen in T€

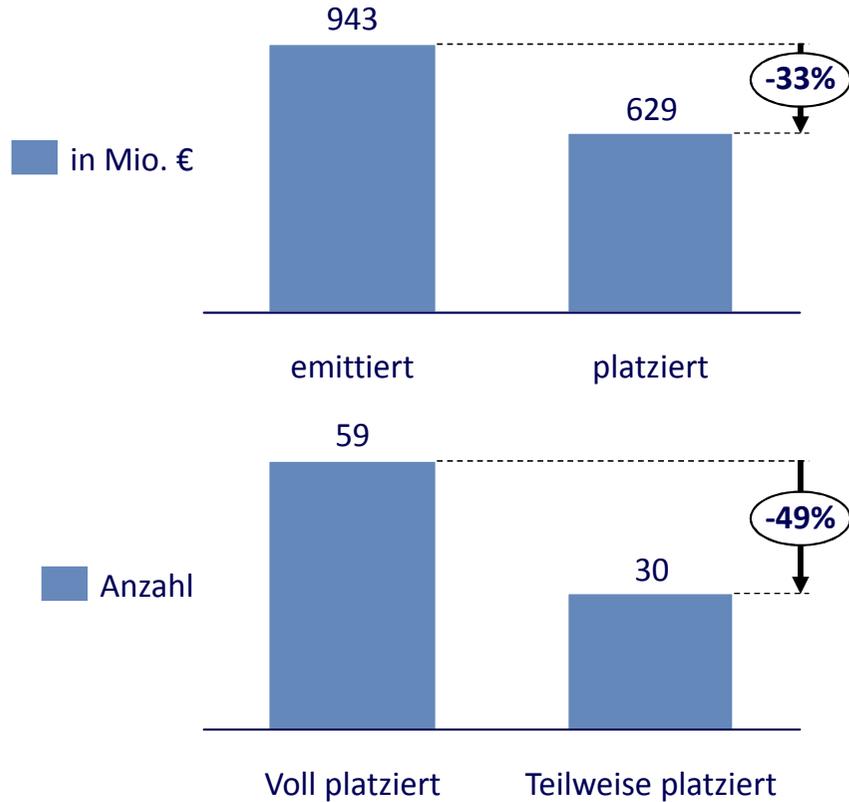


Verteilung nach Größenklassen



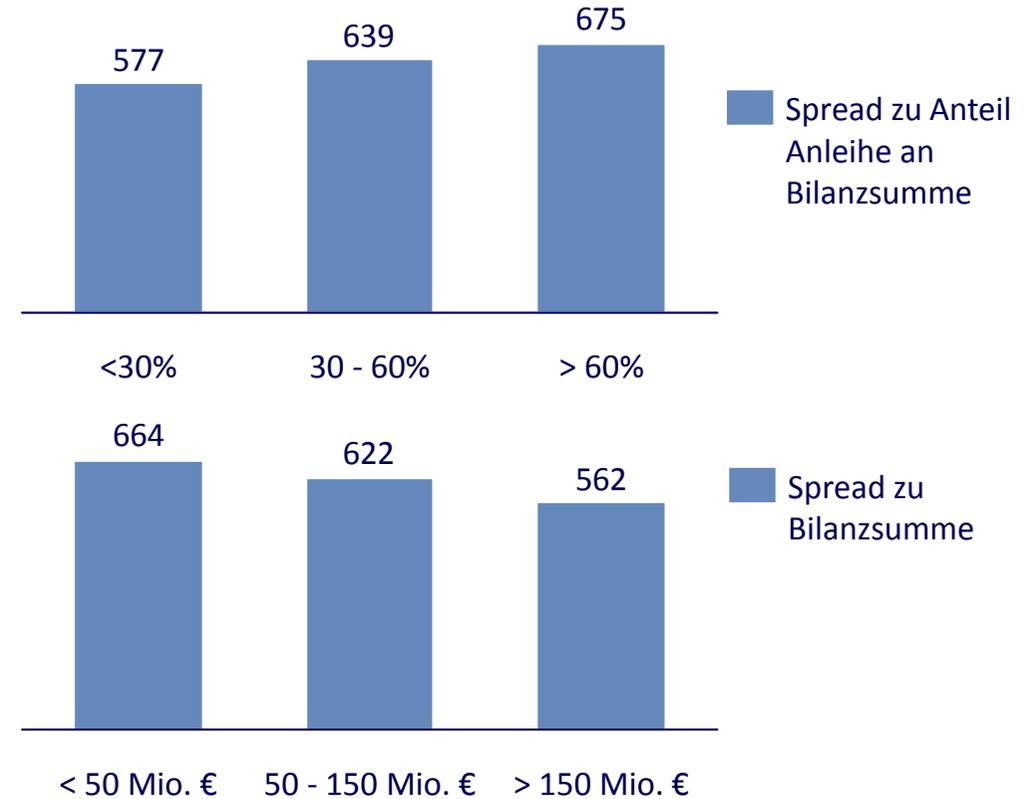


Umfeld wird deutlich schwieriger (1. HJ 2013)

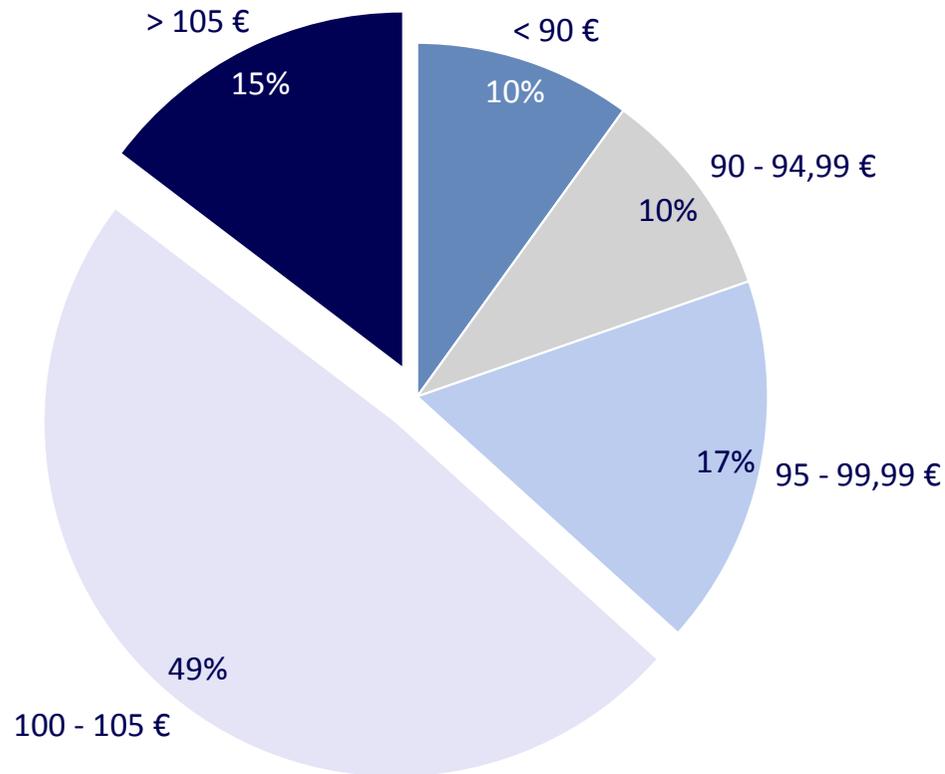


Quelle: Scope, anleihen-finder.de, Finance Magazin, Stand: 3.2014

Entwicklung des Spread



Trotz „Liquiditätsschwemme“ wird in 2013 das Marktumfeld des Mittelstandes für Anleihenplatzierung deutlich ambitionierter.

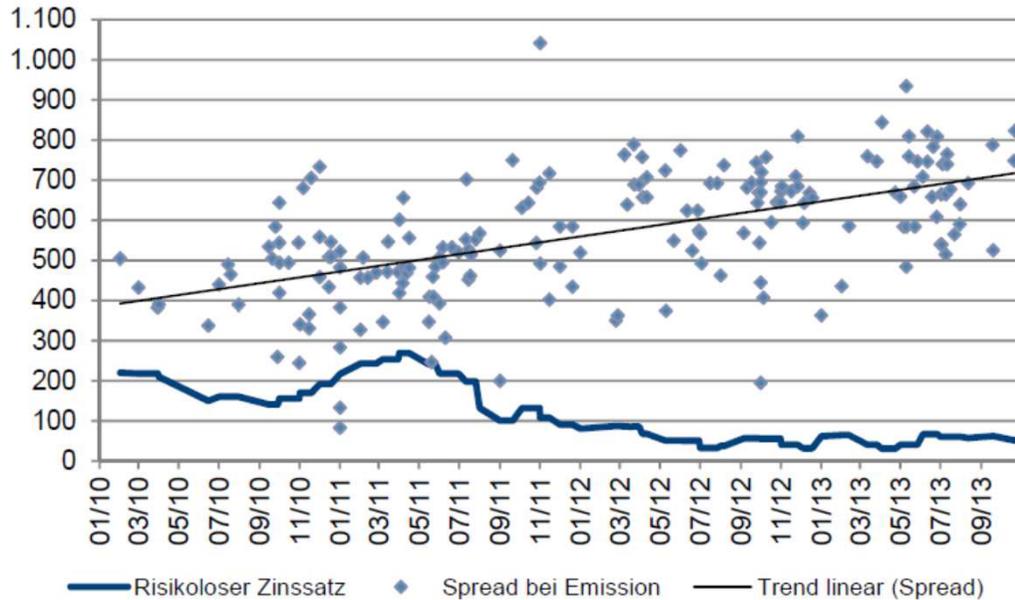


Eckpunkte

- 64 % aller Anleihen notieren über pari.
- Schreckensnachrichten – wie Insolvenzen – scheinen sich nicht zwingend auf die Nachfrage seitens der Investoren auszuwirken.
- Die HELMA Eigenheimbau AG konnte am 9. September, dem Tag der Windreich Insolvenz, die Aktie erfolgreich platzieren. Bereits am ersten Tag wurde die Platzierung erfolgreich beendet.
- Aber: Jede 8. Anleihe war Ende Oktober „distressed“.
- Bezogen auf die Volatilität gleichen Mittelstandanleihen eher einem klassischen Aktieninvestment.
- Ausfälle strikt mit Niedergang der erneuerbaren Industrien verbunden.



Entwicklung des Risikoaufschlages



- „Risikoloser“ Zinssatz auf Minimal-Niveau
- Streuung beim Spread nimmt deutlich ab
- Gleichzeitig steigt der Risiko-Aufschlag deutlich an

Indikative Kosten

Platzierungskosten	Inkl. IR bzw. PR zwischen 2,5% und 5%
Rating	Ab 25.000 €
Prospekterstellung	i.d.R. zwischen 50.000 € und 100.000 €
Börsengebühren	Abhängig vom Handelsplatz
Emissionsmarketing	20.000 € bis 30.000 €

Kosten am realen Beispiel

Unternehmen	Maschinenbau
EBIT-Marge	7%
Volumen	35 Mio. €
Zeichnungsphase	3 Monate
Kosten	rd. 3 Mio. €

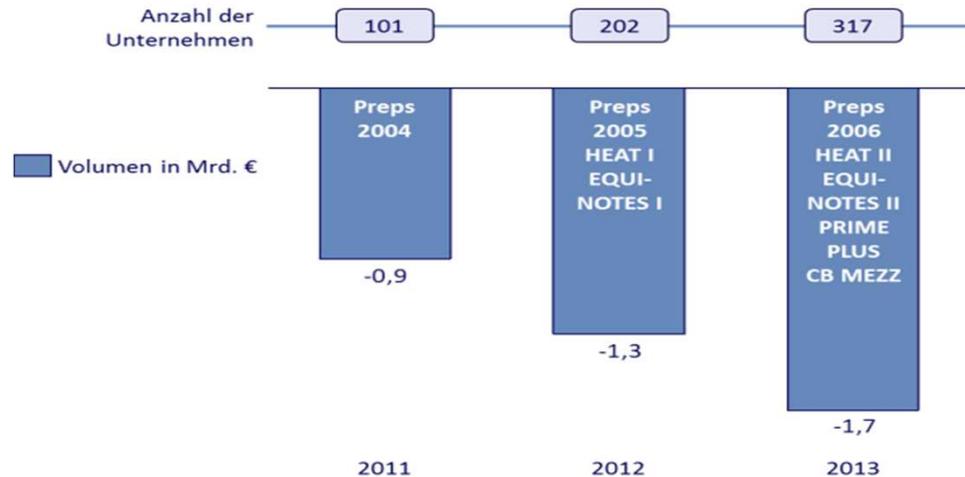
Quelle: Scope, eigene Berechnung, Stand: 3.2014



1	Mittelstandsanleihen – Eine Statusaufnahme	1
2	Wächst der Markt aus den „Kinderschuhen“?	8
3	Refinanzierung von Mittelstandsanleihen – „Deutsch Debt Wall“ oder „Sturm im Wasserglas“?	14
4	Thesen zur aktuellen Situation	22



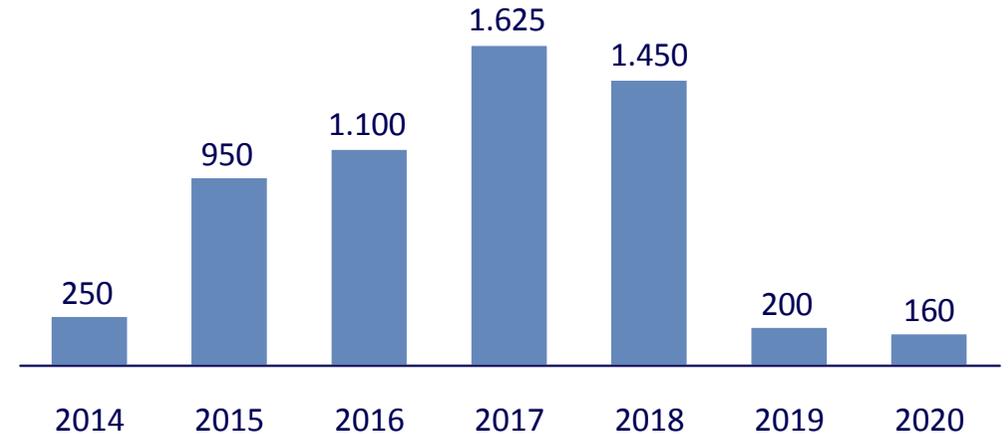
Refinanzierungsvolumen Mezzanine



- rd. 4 Mrd. € musste refinanziert werden.
- Trotz anders lautender Pressemitteilungen im Vorfeld dieser „Refinanzierungswelle“, verlief die Refinanzierung bis Ende 2013 „geräuschlos“.

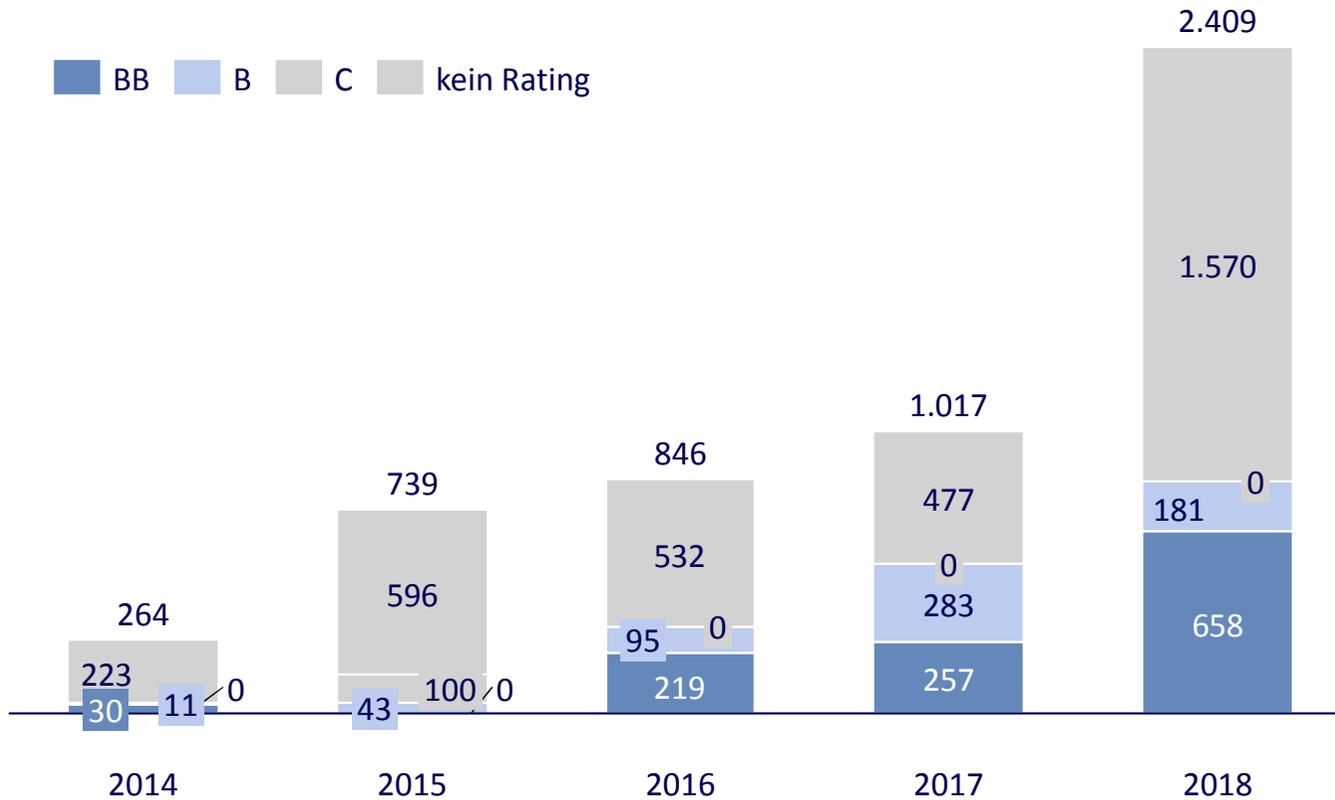
Quelle: Scope, anleihen-finder.de, eigene Berechnung, Stand: 3.2014

Refinanzierungsvolumen Mittelstandsanleihen (in Mio. €)



- rd. 6 Mrd. € stehen zur Refinanzierung an.
- 2012 haben die Emittenten im Schnitt einen Zinsdeckungsgrad von 1,2 ausgewiesen.
- Mehr als die Hälfte konnten einen Zinsdeckungsgrad von mehr als 1,4 ausweisen.
- Trotzdem wird sich die Refinanzierung verteuern.

Im Gegensatz zur Refinanzierung der „Mezzanine-Welle“ sind die Einzelvolumina je Emittent deutlich höher.

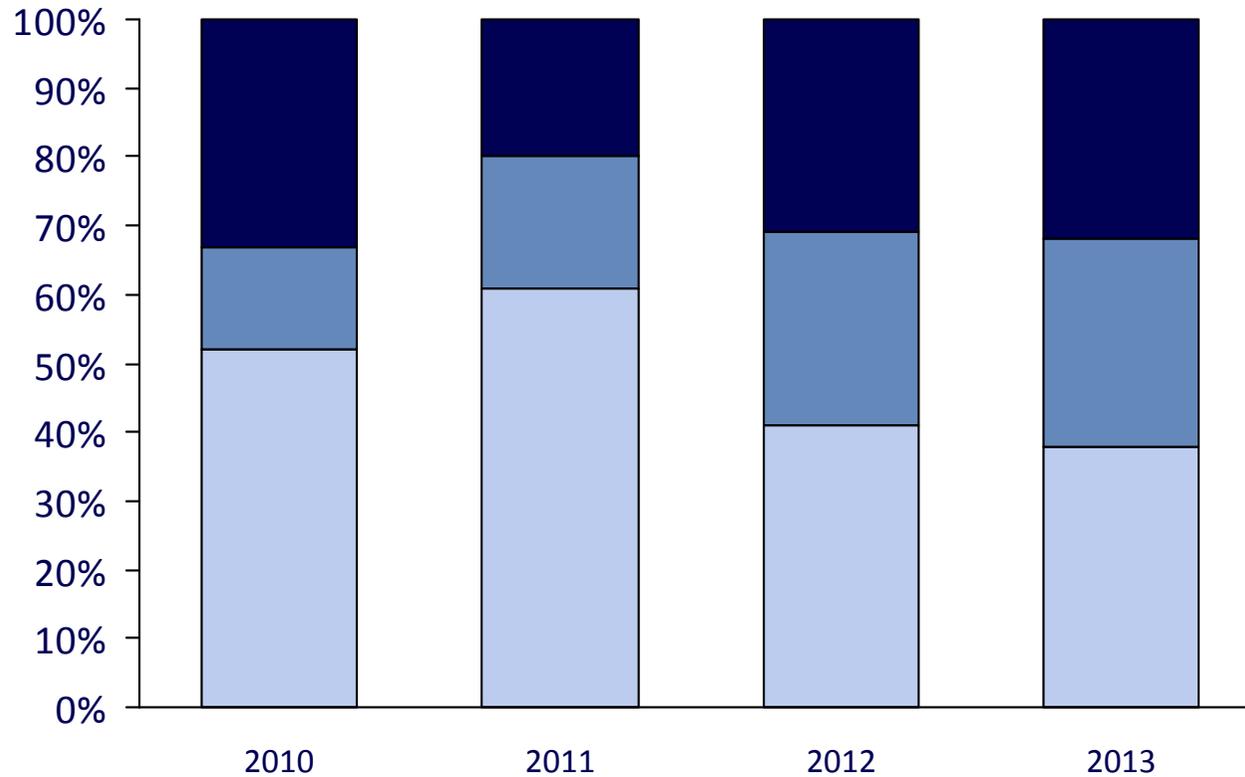


Eckpunkte

- 50 Anleihen ohne Rating
- Spitzenreiter dabei sind die folgenden Branchen:
 - Immobilien (10)
 - Erneuerbare Energien (5)
 - Logistik (4)

Quelle: eigene Berechnung, Bond Guide, Stand: 3.2014

Woher kommen eigentlich die ganzen Anleihen ohne Rating?



■ Refinanzierung ■ Mischform ■ Investitionen

Quelle: Scope, anleihen-finder.de, eigene Berechnung, Stand: 3.2014

Eckpunkte

- In der Regel wird im Prospekt keine Mittelverwendung definiert.
- Erste „Projekt-Anleihen“ sind bereits im Vorlauf.
- Oftmals wird auch eine bestehende Working Capital Finanzierung mit der Anleihe abgelöst.

Branchenmix und Mittelverwendung werden die Refinanzierung erschweren.



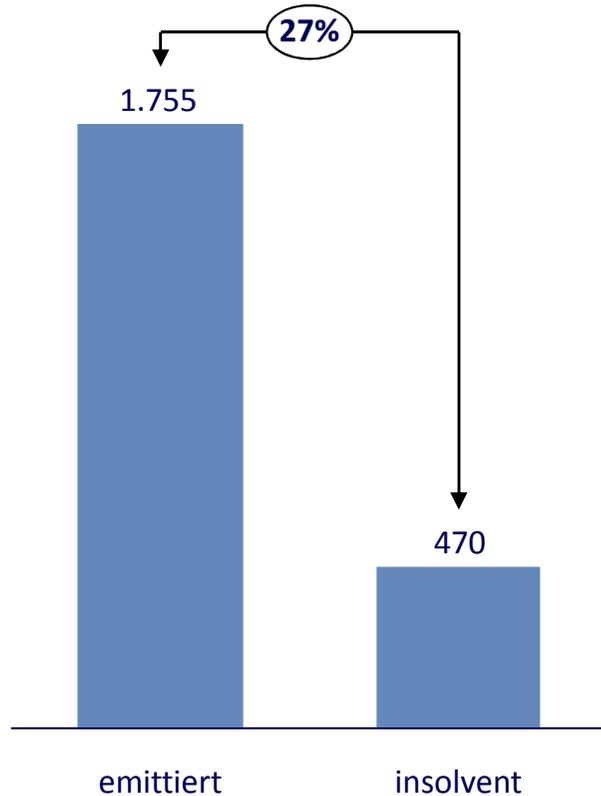
Rating bei Emission	Insolvente Unternehmen mit Anleihen-Emissionen	Anzahl Anleihen		Nominal-Volumen (in Mio. €)		Durchschnittliche Laufzeit bis zum Default (in M.)	
		3.2014	1.2015	3.2014	1.2015	3.2014	1.2015
A		--	1	--	60	---	26
BBB	u.a. BKN Biostrom, Windreich, Centrosolar, HKW Personalkonzepte	10	11	470	505	27	26
BB	u.a. Solarwatt	3	4	95	105	24	21
B	-	-	1	-	30	-	34
C	u.a. SIAG	1	1	50	50	9	9
Kein Rating	u.a. Solar Milenium	4	8	340	1.112	17	27
Gesamt		18	26	955		19	25

Investmentgrade-Rating bei der Emission schützt nicht vor einem Default.

Quelle: Scope, anleihen-finder.de, Bond Guide, eigene Berechnung, Stand: 3.2014 sowie 1.2015



Insolvenzen mit BBB Rating bei Emission in Mio. €

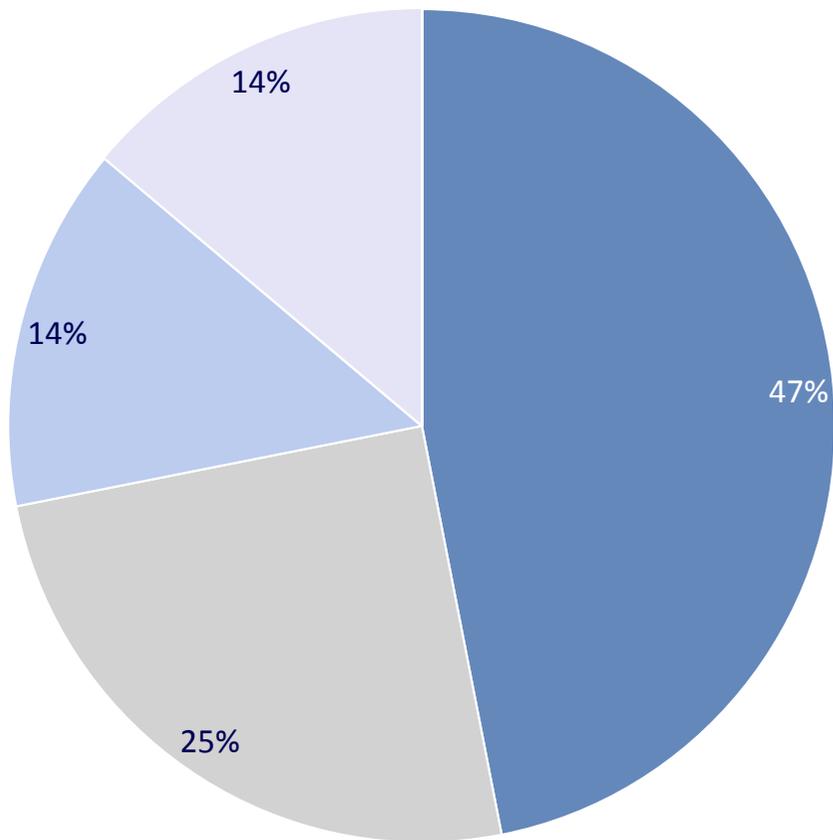


Quelle: Scope, anleihen-finder.de, Bond Guide, eigene Berechnung, Stand: 3.2014

Ausfallwahrscheinlichkeiten (Moody's)

Rating	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre
Aaa	0,000	0,05	0,05	0,05
Aa	0,03	0,09	0,14	0,19
A	0,40	0,78	1,09	1,32
Baa	0,31	0,66	0,93	1,38
Ba	1,08	2,75	4,51	6,26
B	3,73	8,90	13,36	17,09
Caa-C	17,42	28,04	36,17	39,82

Rating-Branche steht vor Herausforderungen bei der Bewertung des Mittelstandes.



■ Grundsicheln ■ Sonstige Garantien
■ Pfandrechte ■ Garantie der Mutter

Eckpunkte

- Recovery Rates von weniger als 10 % werden für die aktuellen Insolvenzfälle erwartet.
- Immerhin bereits vier der ausgefallenen Mittelstandsanleihen verfügen über eine Besicherungsstruktur.
- Auch wenn die Verfahren aktuell noch laufen, kann man auf Basis der Erfahrungswerte, z.B. von US-High-Yield-Bonds, davon ausgehen, dass die Recovery Rates über 50% liegen wird.
- Unklar ist, wie die Konkurrenzsituation von besicherten Anleihen und klassischer Fremdfinanzierung ist.

Quelle: Scope, anleihen-finder.de, eigene Berechnung



1	Mittelstandsanleihen – Eine Statusaufnahme	1
2	Wächst der Markt aus den „Kinderschuhen“?	8
3	Refinanzierung von Mittelstandsanleihen – „Deutsch Debt Wall“ oder „Sturm im Wasserglas“?	14
4	Thesen zur aktuellen Situation	22



- Die Investoren werden mit einer deutlich höheren Risikosensibilität agieren und vor allem Anlageziele im Bereich des „Old-Economie“ suchen.
- Der Trend bzgl. des Risiko-Spread wird sich demzufolge fortsetzen. Besicherte Anlagen werden deshalb auch zunehmend in den Fokus der Investoren rücken.
- Gleichzeitig stehen besicherte Anlagen aber auch in direkter Konkurrenz zur klassischen Bankenfinanzierung. Ist dann noch ein weiteres Marktwachstum vor dem Hintergrund der Kostenstruktur zu erwarten?
- Weitere bankenunabhängige Finanzierungsformen werden entstehen, das Volumen dieser Finanzierungsformen an der Unternehmensfinanzierung wird zunehmen.
- Die ersten Refinanzierungen von Mittelstandsanleihen stehen unter dem Fokus „Eigenkapital und Cash-Flow“ analog zur Fremdfinanzierung.
- Professionalisierung des Marktes wird voranschreiten und mittelfristig zu einer Konzentration der „Bookrunner“ führen.

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



Lars Richter

Mitglied der Geschäftsleitung

Richter@wieselhuber.de

+49 (0)89 286 23 149

+49 (0)160 745 18 89



Dr. Wieselhuber & Partner (W&P) ist eine unabhängige, branchenübergreifende Top-Management-Beratung für Familienunternehmen sowie öffentliche Institutionen. Im Fokus der Beratungsleistung stehen die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie und Innovation, Führung und Organisation, Marketing und Vertrieb, Operations sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Restrukturierung und Finanzierung. Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

Als unabhängige Top-Management-Beratung vertreten wir einzig und allein die Interessen unserer Auftraggeber. Wir wollen nicht überreden, sondern geprägt von Branchenkenntnissen, Methoden-Know-how und langjähriger Praxiserfahrung überzeugen. Und dies jederzeit objektiv und eigenständig.

Unser Anspruch ist es, Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.

STRATEGIE

INNOVATION & NEW BUSINESS

FÜHRUNG & ORGANISATION

MARKETING & VERTRIEB

OPERATIONS

RESTRUKTURIERUNG & FINANZIERUNG



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

info@wieselhuber.de

www.wieselhuber.de