

RSI-forum Sonderausgabe Studie: Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt!? – Eine Umfrage bei erfolgreichen Emittenten und bei Mittelständlern



Inhalt

- 2 Finanzierungsumfeld
- 4 Studie: Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt?
- 5 Executive Summary
- 6 Emittentenumfrage
- 11 Mittelstandsumfrage

Editorial

Derzeit beschäftigen sich viele Marktteilnehmer mit der Frage: Wie sehen die Kredit- und Kapitalmärkte in der Zukunft aus? In den letzten Jahren sind Refinanzierungsquellen wie der Verbriefungsmarkt versiegt; zum Teil sind Banken vom Markt verschwunden oder sehen sich neuen Geschäftsmodellen ausgesetzt. Gleichzeitig wird eine große Refinanzierungswelle erwartet, z.B. in Bezug auf Immobilien-, Buy-out- oder klassische Corporate-Finanzierungen. Daher beschäftigen sich zahlreiche Marktteilnehmer zunehmend mit alternativen Finanzierungsinstrumenten wie Corporate Bonds oder Direktanlagen von Versicherungen in Unternehmen über Schuldscheindarlehen oder Refinanzierungen von Immobilien-Akquisitionen. Dies haben wir zum Anlass genommen, zusammen mit der Fachhochschule Münster und der Börse Düsseldorf eine Studie zur Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt durchzuführen. Die Ergebnisse der Studie stellen wir Ihnen in dieser Sonderausgabe unseres RSI-forums gerne vor.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback; viel Vergnügen beim Lesen wünscht

Ihr Jochen Wentzler

Sind Unternehmensanleihen ein probates Mittel zur Mittelstandsfinanzierung?



Thomas Reifert

Tel: +49 (0)177 6464648
treifert@deloitte.de

Finanzierungsumfeld

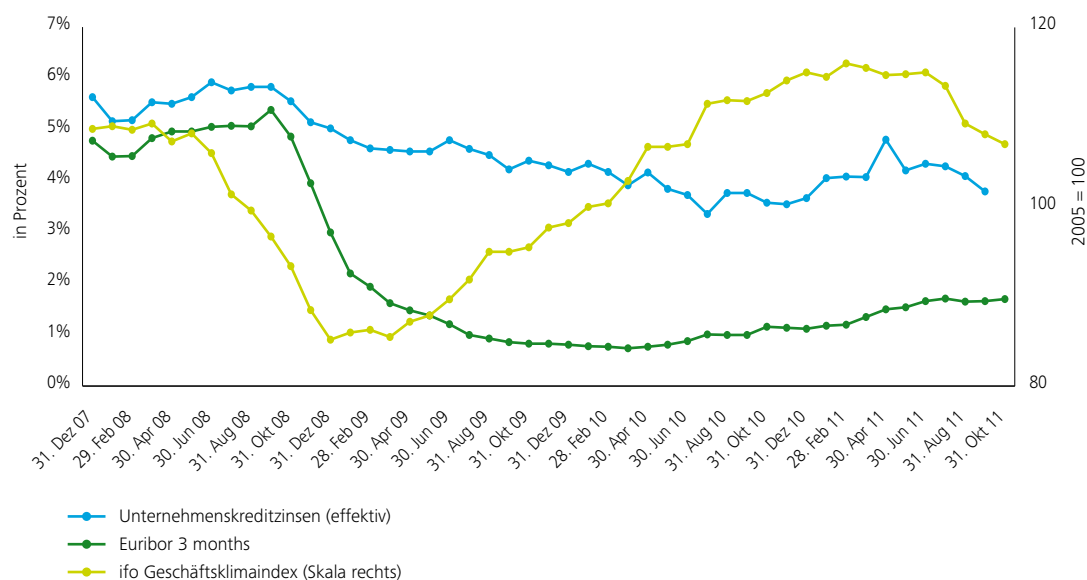
Im Zuge der Finanzkrise begeben im Sommer 2009 einzelne Mittelständler (z.B. Ernst Klett Verlag AG) Unternehmensanleihen. Unter Nutzung ihres Markennamens verschaffen sie sich am sogenannten grauen Kapitalmarkt die notwendige Liquidität abseits der Banklandschaft. Die Bonds wurden am grauen Kapitalmarkt scheinbar mühelos platziert.

Vom Erfolg und von der Aussicht auf zukünftiges Geschäft motiviert, schaffen die Börsen ein eigenes Qualitätssegment für Unternehmensanleihen mit Emissionsvolumina überwiegend im niedrigen zweistelligen Millionen-Bereich. Vorreiter ist BondM in Stuttgart im Mai 2010, gefolgt von der Börse Düsseldorf im Novem-

ber 2010 und der Börse Frankfurt im Januar 2011. Die Börsen wollen dem Mittelstand eine Lösung für zusätzliche oder alternative Finanzierungsquellen anbieten.

Die ersten Emittenten von Mittelstandsanleihen treffen an den Börsen auf Anleger, die auf der Suche nach renditeträchtigen Anlagemöglichkeiten sind. Spar- und Tagesgeldzinsen bei Banken oder risikolose Anleihen versprechen aufgrund der expansiven Geldpolitik keine attraktiven Renditen. Was liegt also näher, als die Anleihe eines mittelständischen Unternehmens in einer vielversprechenden Branche oder mit bekanntem Markennamen mit einem Kupon von mehr als 7% p.a. zu zeichnen?

Abb. 1 – Entwicklung ausgewählter Kapitalmarktzinssätze, und ifo-Index



Quellen: global-rates.com, bundesbank.de, cesifo-group.de

Die neuen Segmente für Mittelstandsanleihen sollen eine Plattform für Finanzmittel suchende Emittenten und Investitionsmöglichkeiten suchende Anleger darstellen. Bislang wurden Anleihen im Gesamtvolumen von rund € 2,4 Mrd. bereits platziert.

Die Wahrnehmung einer selektiveren Kreditvergabepraxis, wie sie in Umfragen von Unternehmen beschrieben wird, hat vermutlich verschiedene Ursachen:

- Bereits Basel II verlangt eine dem gewichteten Risiko der Assets (RWA) entsprechende Kapitalhinterlegung. Basel III verschärft die Situation durch eine Verengung des Eigenkapital-Begriffes für Banken und eine Erhöhung der erforderlichen Eigenkapitalbasis. Der zusätzliche Kapitalbedarf deutscher Geschäftsbanken wird auf rd. 100–110 Mrd. € in den nächsten Jahren geschätzt.
- Neben diesen Vorschriften führten auch die Stresstests der Bankenaufsicht unter der Initiative der EU zu weiteren Anforderungen an das Risikokapital der Banken. Erste Kapitalerhöhungen haben Banken bereits durchgeführt.
- Zuletzt haben auch beihilferechtliche Auflagen der EU dazu geführt, dass sich Banken von Geschäftsbereichen trennen mussten bzw. noch müssen.

Durch die Etablierung eines eigenen Marktsegments mit speziellen Qualitätskriterien innerhalb des Freiverkehrs erschließen die Börsen für die Mittelständler den Zugang zu neuen Finanzierungsmitteln bzw. Finanzierungspartnern wie z.B. Vermögensverwaltern, Family Offices, Versorgungswerken oder Privatpersonen.

Mittelständische Unternehmen konnten bisher rund € 2,4 Mrd. an Anleihen platzieren.

Studie: Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt?

Werden durchgeführte Emissionen als Erfolg gewertet? Stellt die Mittelstandsanleihe eine Alternative dar?

Die Studie

Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, vertreten durch die Service Line Reorganisation Services, und die Fachhochschule Münster, vertreten durch den Fachbereich Wirtschaft, haben mit Unterstützung der Börse Düsseldorf im Sommer/Herbst 2011 eine Studie zum Thema „Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt!“ durchgeführt.

Im Mittelpunkt der Analyse standen die neuen Börsensegmente für Mittelstandsanleihen. Die Befragung war zweigeteilt:

- Abfrage von Erfahrungen bei der Emmission von Anleihen in Qualitätssegmenten bei 16 erfolgreichen Emittenten
- Befragung von 172 mittelständischen Familienunternehmen mit Umsätzen ab € 25 Mio. in Bezug auf deren aktuelle Finanzierungssituation und Einstellung zum Kapitalmarkt

Nahezu alle Antworten kommen von Entscheidern auf Leitungsebene.

Im Rahmen dieser Studie erfahren Sie in Teil 1 von Emittenten,

- welche Erfahrungen sie bei der Begebung von Mittelstandsanleihen gemacht haben,
- welche Motive sie im Einzelnen mit der Anleihe verfolgen,
- was die Erfolgsfaktoren für eine erfolgreiche Emission sind und
- welche Kosten mit einer Anleiheemission verbunden sind.

In Teil 2 dieser Studie erfahren Sie von mittelständischen Unternehmen,

- welche Motive andere Mittelständler dazu veranlassen könnten, sich ggf. auch am Kapitalmarkt über eine Unternehmensanleihe zu refinanzieren.

Executive Summary

Alle befragten Emittenten bewerten ihre Anleiheemission als Erfolg und würden sich wieder für dieses Instrument entscheiden.

Kernmotive der Emittenten zur Emission einer Anleihe sind die Verbesserung der Kapitalgeberbasis, die Diversifikation der Kapitalstruktur, der limitierte Zugang zur klassischen Bankfinanzierung und die höhere Flexibilität hinsichtlich der Kapitalverwendung.

Die Erfahrungen der bisherigen Emittenten zeigen, dass für eine erfolgreiche Platzierung vor allem die Qualität des Angebotes, festgemacht an Unternehmenskonzept, Branche, Markennamen und Mittelverwendung, und die Vermarktung im Platzierungsprozess maßgebend sind. Weniger relevant sind finanzwirtschaftliche Kriterien wie Ratingnote, Covenants und die Wahl des Börsenplatzes.

Potenzielle Emittenten müssen vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse unternehmensindividuell prüfen, ob zum einen die Nutzen die Kosten übersteigen und ob sie zum anderen ein kapitalmarktfähiges und -gängiges Angebot erstellen können.

Eine Vermarktung der Emission über die Börse muss durch eine Direktansprache von Investoren und die Einschaltung von Vertriebsagenten oder Investmentbanken ergänzt werden.

Die Kosten für Marketing und Vertrieb zur Platzierung einer Anleihe sind im Durchschnitt etwas niedriger als die übrigen Kosten, wobei ca. 60% der Emittenten Emissionskosten von insgesamt mehr als 4% des Volumens angeben.

Banken werden bei der Kreditvergabe selektiver. Unternehmen auf der Suche nach Finanzierungsalternativen finden den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle insbesondere für Fremdkapital zunehmend attraktiv.

Als Vorteile von Unternehmensanleihen werden die Möglichkeit einer stärkeren Diversifikation der Kapitalgeber, die geringeren Anforderungen an die Stellung von Sicherheiten und die höheren Freiheitsgrade bei den Kreditnebenbedingungen angesehen. Sie konkurrieren mit den Vorteilen des Bankkredits wie niedrigeren Kosten, der geringeren Komplexität und der flexibleren Verfügbarkeit. Zudem erfordern Anleihen ein bestimmtes Min-

Mittelstandsanleihen können langfristig einen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung leisten, der deutlich über das heute noch sehr geringe Volumen hinausgeht.

destvolumen, einen höheren Informationsstand und die Absicherung des Platzierungsrisikos.

Potenzielle Anleihe-Emittenten stehen im Unterschied zu den übrigen Unternehmen überdurchschnittlich oft vor Finanzierungsverhandlungen, sowohl für Refinanzierungen als auch für eine Erweiterung des Volumens zur Finanzierung von Erweiterungs- und Rationalisierungsinvestitionen. Ihre Erfahrungen und Erwartungen hinsichtlich der Leistungsfähigkeit von Bankfinanzierungen sind unterschiedlich.

Der Informationsstand der Unternehmen hinsichtlich den Möglichkeiten und Erfordernissen einer Emission ist sehr unterschiedlich. Insbesondere Unternehmen ohne aktuellen Refinanzierungsbedarf sind schlechter informiert.

Langfristig werden Mittelstandsanleihen allerdings nur erfolgreich sein, wenn Emittenten und Investoren Vertrauen in ihre Leistungsfähigkeit als Anlage- und Finanzierungsprodukt haben. Es ist notwendig, bei der Entwicklung des Marktes auf die Qualität des Angebotes zu achten, da sich bei jungen Finanzmärkten bereits wenige schlechte Erfahrungen der Investoren negativ auf den Gesamtmarkt auswirken können. Programmmezzanine zeigen, wie der Verlust an Vertrauen ein junges Produkt und seinen Markt schnell und nachhaltig beeinflussen kann.

Emittentenumfrage



Prof. Dr. Heinz-Gerd Bordemann
Tel: +49 (0)251 8365527
bordemann@fh-muenster.de

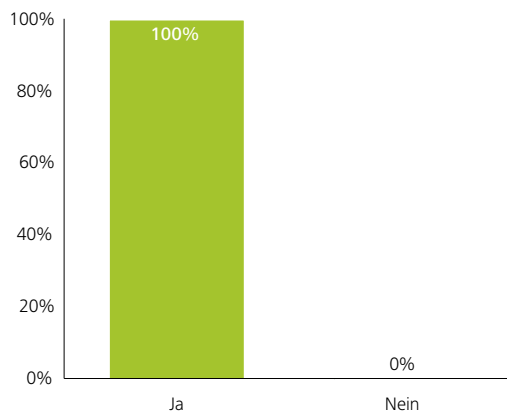
Zielerreichung

Die Anleiheemission war für jedes befragte Unternehmen ein Erfolg: 100% würden sich wieder für eine Emission entscheiden.

An der Befragung haben 16 Unternehmen teilgenommen und damit 62% der angeschriebenen Firmen. Die Unternehmensanleihen wurden im Zeitraum von September 2010 bis August 2011 an den Qualitätssegmenten deutscher Bösen platziert.

Die Mehrheit der Unternehmen (56%) konnte das angestrebte Platzierungsvolumen, die geplanten Emissionskosten und den vorgesehenen Emissionszeitpunkt vollständig einhalten. Planabweichungen gab es vor allem beim Platzierungsvolumen auf den noch jungen und daher schwerer einzuschätzenden Märkten.

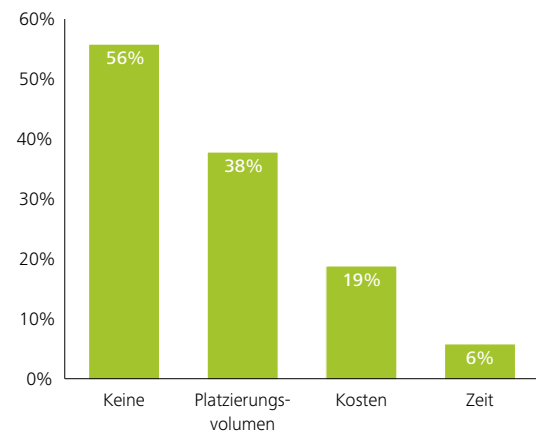
Abb. 2 – Erneute Entscheidung für Emission



Thomas Reifert
Tel: +49 (0)177 6464648
treifert@deloitte.de

Die Abweichungen gingen in beide Richtungen: Einige Emittenten konnten einen Großteil des Emissionsvolumens bereits kurz nach Beginn der Platzierung verkaufen und hätten zu den angebotenen Konditionen ein höheres Emissionsvolumen am Markt absetzen können.

Abb. 3 – Planabweichungen bei der Emission von Anleihen



100% der befragten Unternehmen würden wieder eine Emission durchführen.

Emissionsmotive

Oberste Ziele der Emittenten (jeweils Nennung durch mehr als zwei Drittel der Befragten) waren die Verbreiterung der Kapitalgeberbasis und damit die Reduzierung der Abhängigkeit von Banken, insbesondere vor dem Hintergrund einer restriktiveren Kreditvergabe bzw. einem limitierten Zugang zur Bankfinanzierung, sowie die höhere Flexibilität in der zeitlichen und sachlichen Kapitalverwendung. Die Unternehmen sprachen damit auf das Nutzenversprechen der Mittelstandsmärkte für Unternehmensanleihen, insbesondere auf die Erschließung privater Investoren für die Unternehmensfinanzierung, an.

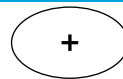
Im Einzelfall wichtig und mit einer Nennung durch mehr als ein Viertel der Unternehmen auch insgesamt bedeutsam sind die geringeren Kreditsicherungsklauseln, die Reduzierung der Stellung dinglicher Sicherheiten und ein geringerer Dokumentations- und Reportingaufwand. Jedes dritte befragte Unternehmen sieht zudem die Möglichkeit, durch eine Emission die Bekanntheit des Unternehmens bei potenziellen Kapitalgebern zu erhöhen.

Weniger als 20% der befragten Unternehmen halten Anleihen für eine günstige Finanzierungsquelle. Bei den befragten Emittenten werden die Finanzierungskosten, die ansonsten für Unternehmen ein wichtiges Entscheidungskriterium sind, somit von den genannten Nutzen dominiert.

Abb. 4 – Motive für Unternehmensanleihen

Kernmotive (mehr als zwei Drittel der Emittenten)

- Verbesserung der Kapitalgeberbasis/Diversifizierung der Kapitalstruktur
- Limitierter Zugang zur klassischen Bankfinanzierung
- Höhere Flexibilität hinsichtlich der Kapitalverwendung



Nebemotive (mehr als ein Viertel der Emittenten)

- Geringere Kreditsicherungsklauseln
- Reduzierung der Stellung dinglicher Sicherheiten
- Geringerer Dokumentationsaufwand/Reporting
- Steigerung des Bekanntheitsgrades bei Kapitalgebern

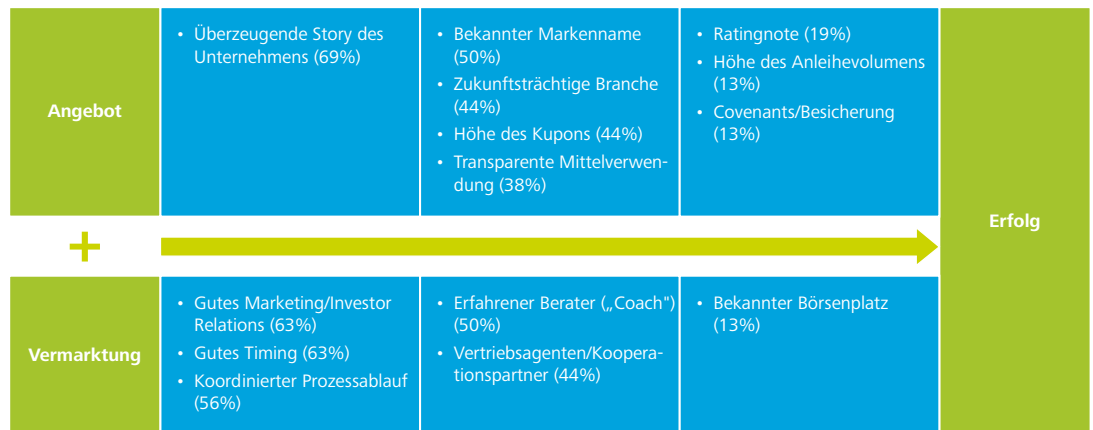
Emittenten strebten vor allem eine Diversifikation der Kapitalgeberbasis und mehr Flexibilität in der Kapitalverwendung an.

Erfolgskriterien

Auch bei Anleihen zeigt sich: Voraussetzung für einen Erfolg sind die Qualität des „Angebotes“ und die Vermarktung dieser Qualität. „Angebotsqualität“ wird durch ein überzeugendes Unternehmenskonzept, eine zukunftssträchtige Branche, die Bekanntheit des Markennamens sowie eine transparente Mittelverwendung belegt, weniger aber durch die Ratingnote oder Kredit-sicherungsklauseln. Der Preis in Form des Kupons wird ebenfalls als wichtiges Kriterium genannt.

Die erfolgreiche Vermarktung baut auf einem zielgruppenorientierten Marketing, Investor-Relations-Maßnahmen sowie einem koordinierten Prozessablauf und geglücktem Timing auf. Abhängig vom eigenen Erfahrungs- und Kenntnisstand kommt der Auswahl geeigneter Berater und Kooperationspartner eine wesentliche Bedeutung zu. Der Börsenplatz scheint austauschbar; nur 13% der befragten Unternehmen bezeichnen dessen Wahl als „sehr wichtig“.

Abb. 5 – „Sehr wichtige“ Kriterien für eine erfolgreiche Anleiheemission aus Sicht der Emittenten



Emissionsprozess

Nicht alle Emittenten sahen die in der Abbildung 6 angegebenen Prozessschritte als erforderlich an.

Die Kontaktaufnahme und Auswahl der externen Dienstleister führen die Unternehmen überwiegend selbst durch und steuern und kontrollieren so den Emissionsprozess. Alle nachfolgenden Schritte sind in unterschiedlich starkem Maße ausgelagert.

Überwiegend extern vergeben werden Maßnahmen, die Spezialkenntnisse in juristischen Fragen (Wertpapierprospekterstellung) oder tiefgehende Finanzmarktkenntnisse und -kontakte (Bond Benchmark, Pre-Marketing, Vertriebsstrukturen) verlangen.

Bei der Auswahl geeigneter Marketinginstrumente und der Ansprache von Investoren (Durchführung von Roadshows/Managementpräsentationen und der Direktansprache von Investoren) beispielsweise wird von vielen Unternehmen eine externe Expertise unterstützend hinzugenommen.

Abb. 6 – Durchführung von Prozessschritten

Überwiegend intern	Sowohl intern als auch extern	Überwiegend extern
<ul style="list-style-type: none"> Auswahl Lead Manager Auswahl externer Dienstleister Kontakt zu externen Dienstleistern 	<ul style="list-style-type: none"> Gestaltung von Bondkonditionen Erstellung Fact Sheet Selektion geeigneter Börsenplätze Auswahl geeigneter Marketinginstrumente Durchführung von Roadshows/Managementpräsentationen Auswahl und Ansprache von Investoren 	<ul style="list-style-type: none"> Wertpapierprospekterstellung Erstes Market Sounding, Pre-Marketing Erstellung Investment Book Durchführung Due Diligence Erstellung einer Bond Benchmark Aufbau von Vertriebsstrukturen

Platzierung

Knapp 50% des Emissionsvolumens konnten direkt über die Börse platziert werden. Allerdings ist die Schwankungsbreite bei den einzelnen Emissionen beträchtlich. Eine ausschließliche Vermarktung über die Börse wurde nur von einem der befragten Emittenten angegeben. Notwendig bleibt also die Direktansprache von Investoren, die Einschaltung von Vertriebsagenten oder Investmentbanken. Ein geringer Teil des Emissionsvolumens ist laut der Umfrage im Eigenbesitz („Sonstige“) verblieben.

Nahezu alle Emittenten betrachten intensive Werbung, die Durchführung von Roadshows bei institutionellen Investoren und die Nutzung des Marketingkonzeptes der Börse als wichtige Maßnahmen zur Reduzierung des

Platzierungsrisikos. 50% der Befragten haben Investmentbanken bzw. Investor-Relations-Agenturen hinzu gezogen, allerdings sichert nur knapp ein Fünftel den Emissionserfolg durch Underwriting ab.

Bei der Wahl des Börsenplatzes legen die Emittenten besonderen Wert auf die Bekanntheit des Börsenplatzes. Die Hürde „Mindestemissionsvolumen“ hat für die Hälfte der Unternehmen eine große Bedeutung. Aufgrund der Vorteile von Unternehmensanleihen mit Mittelstandsfokus sind die Kosten für den Handel der Anleihe und der Aufwand für die Betreuung (Partner) derzeit nur für etwas mehr als ein Drittel der befragten Unternehmen wesentliche Entscheidungskriterien.

Abb. 7 – Platzierung des Volumens

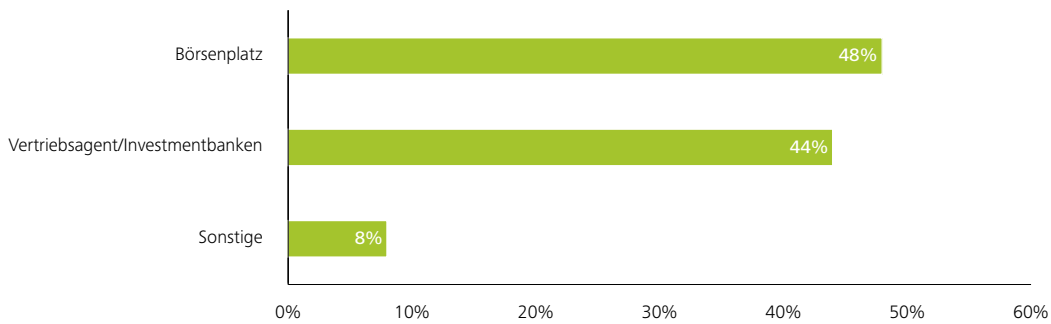
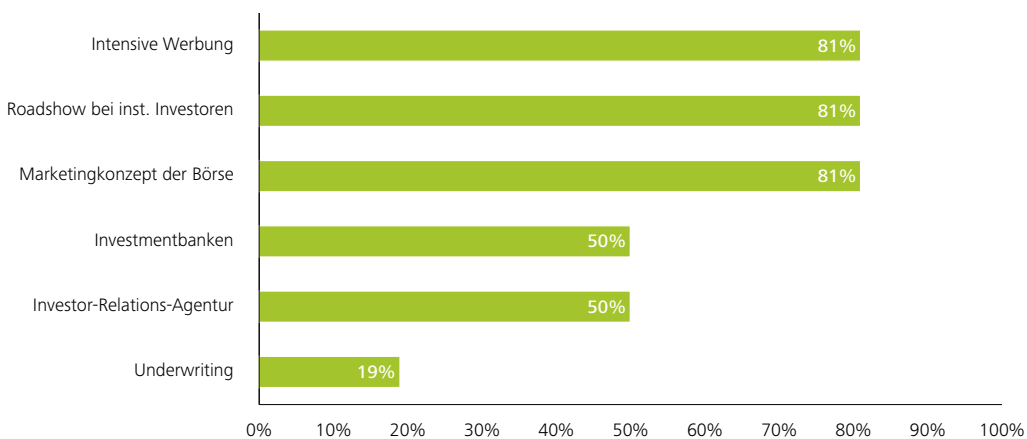


Abb. 8 – Maßnahmen zur Reduzierung des Platzierungsrisikos



Die Mehrheit der Emittenten nennt Emissionskosten von über 4% des Volumens.

Emissionskosten

Die Kosten für Marketing und Vertrieb sind im Durchschnitt etwas niedriger als die übrigen Emissionskosten einer Anleihe. Bei entsprechender Analyse der Angaben zu den Gesamtkosten ergeben sich für ca. 60% der Unternehmen insgesamt Emissionskosten von mehr als 4% des Volumens.

Nahezu alle befragten Emittenten hatten sich bereits im Vorfeld der Emission mit Kapitalmarkttransaktionen in unterschiedlicher Form beschäftigt. Knapp 60% der Emittenten verfügten über unmittelbare eigene Erfahrungen in Zusammenhang mit der Beschaffung von Eigen- bzw. Fremdkapital. Die übrigen Unternehmen konnten auf entsprechende Kenntnisse im Gesellschafter- oder Beiratskreis zurückgreifen.

Drei Viertel der Entscheidungen über Emissionsvorhaben wurden in weniger als drei Monaten getroffen, nur in einem Fall wurden mehr als sechs Monate benötigt. Die Umsetzung der Maßnahme war für etwa vier Fünftel der Unternehmen innerhalb von sechs Monaten möglich, mit einem deutlichen Schwerpunkt bei der Zeitspanne drei bis sechs Monate.

Abb. 9 – Auf wie viel Prozent des Emissionsvolumens beliefen sich die einmaligen Emissionskosten ohne emissionsbegleitende Vertriebs- und Marketingkosten?

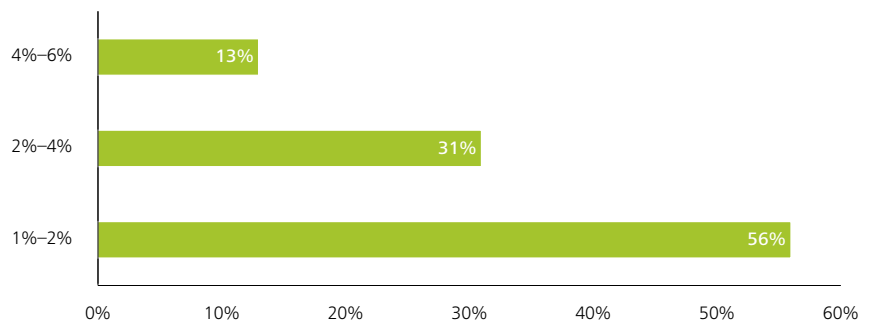
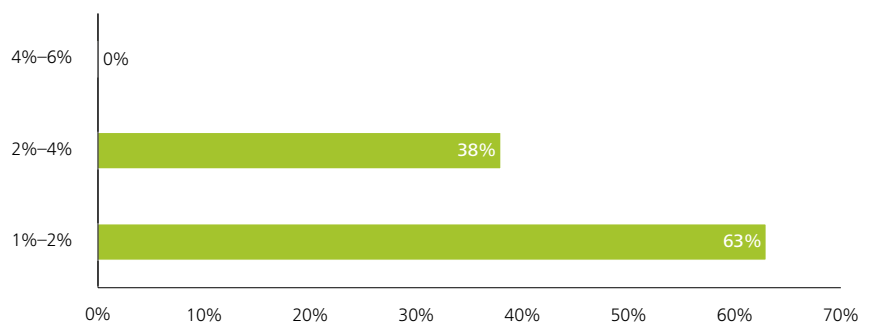


Abb. 10 – Auf wie viel Prozent des Emissionsvolumens beliefen sich die einmaligen emissionsbegleitenden Vertriebs- und Marketingkosten?



Mittelstandsumfrage

Hürden und Nutzenabwägung für Emittenten

Betriebswirtschaftliche Entscheidungen werden nach Abwägung von Nutzen und Kosten getroffen. Damit aus potenziellen Emittenten tatsächliche werden, müssen die Unternehmen aus Börsensicht zunächst drei Hürden nehmen: Das angestrebte Finanzierungsvolumen muss für eine Anleiheemission ausreichend und geeignet sein. Vorarbeiten müssen geleistet werden, um die Entwicklung einer plausiblen Platzierungsstrategie sicherzustellen.

Das Unternehmen muss die Vor- und Nachteile einer Anleiheemission abwägen. Anleihen sind teurer als Bankkredite,

weniger flexibel in der Verfügbarkeit und aufwendiger umzusetzen. Dafür sind weniger Sicherheiten zu leisten und die Kapitalgeberbasis wird diversifiziert. Durch die geringeren Anforderungen der Kreditnebenvereinbarungen (Covenants) sind mehr Freiheitsgrade bei der Mittelverwendung gegeben.

Anleihen spielen für Unternehmen keine Rolle, die eine günstige Refinanzierungsquelle suchen, also eher opportunistisch agieren. Sie können Teil einer bewussten Finanzierungsstrategie sein, in deren Zentrum die Gewinnung von Handlungsspielraum zur Wachstums- oder Rationalisierungsfinanzierung steht.

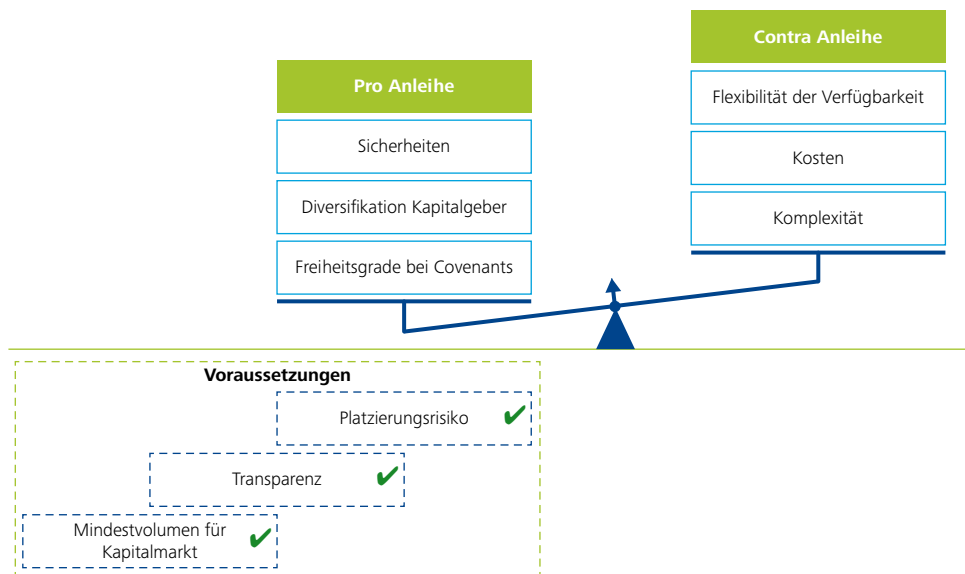


Prof. Dr. Ulrich Balz
Tel: +49 (0)251 8365633
balz@fh-muenster.de



Thomas Reifert
Tel: +49 (0)177 6464648
treifert@deloitte.de

Abb. 11 – Wege zu einer erfolgreichen Anleiheemission



Emittenten müssen die drei Hürden „Mindestvolumen“, „Transparenz“ und „Platzierungsrisiko“ nehmen und Kosten und Nutzen einer Anleiheemission spezifisch für ihr Unternehmen abwägen.

Kapitalmarktattraktivität aus Sicht aller Unternehmen

Immerhin 56% der Befragten halten den Kapitalmarkt im Allgemeinen schon heute für mittelständische Unternehmen für attraktiv. Nur 33% teilen diese Einschätzung auch für das eigene Unternehmen. Diese Bewertung steht im deutlichen Kontrast zur Bankfinanzierung, bei der die Lage allgemein als schwieriger als die eigene Unternehmenssituation bewertet wird. Die Erwartung an die nächsten drei bis fünf Jahre ist sehr positiv. Die Attraktivitätswerte für den Markt steigen auf 71%, die für das eigene Unternehmen auf 52%.

Die befragten Unternehmen haben besonders hohe Erwartungen an die Entwicklung des Marktes für Fremdkapital, den gut 40% zukünftig für attraktiv halten. Nur

18% geben die gleiche Einschätzung für den Markt für Eigenkapital ab. Die Unternehmen scheinen sich entweder nur auf Eigen- oder nur auf Fremdkapital zu fokussieren, denn nur 6% haben beide Märkte genannt.

Dies gilt besonders für Unternehmen mit mehr als € 250 Mio. Umsatz, die zukünftig mehrheitlich im Kapitalmarkt eine Alternative für die Beschaffung von Fremdkapital sehen.

Unternehmen, deren Ertrag sich in den letzten drei Geschäftsjahren unterdurchschnittlich entwickelte, erhoffen sich vom Fremdkapitalmarkt sowohl heute als auch in Zukunft weniger als der Durchschnitt aller Unternehmen. Sie setzen überdurchschnittlich oft auf Außenfinanzierung mit Eigenkapital.

Abb. 12 – Hat sich die Attraktivität des Kapitalmarktes hinsichtlich Zugang und Bedingungen für mittelständische Unternehmen verbessert? – Zustimmung

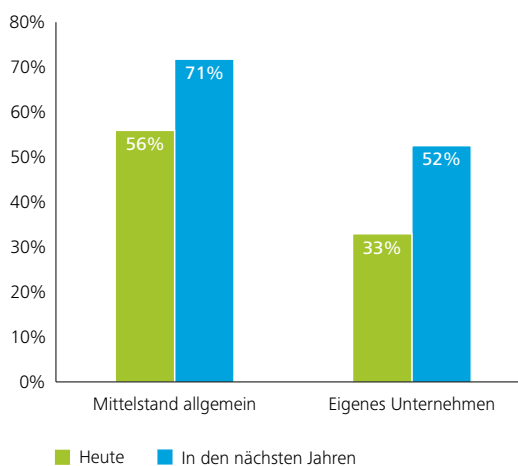
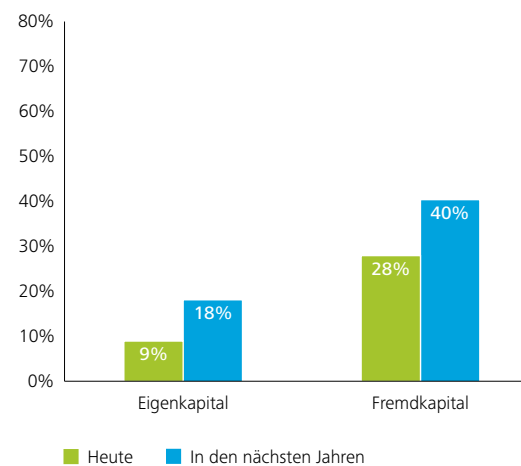


Abb. 13 – Attraktivität des Kapitalmarktes für das eigene Unternehmen – Zustimmung nach Eigen-/Fremdkapital



Der Kapitalmarkt gewinnt hinsichtlich Zugang und Bedingungen für mittelständische Unternehmen zunehmend an Attraktivität. Treiber der Entwicklung ist das Fremdkapital.

Kapitalmarkt aus Sicht potenzieller Emittenten
Kapitalmarktattraktivität

Nur ein gutes Drittel der potenziellen Emittenten hält den Kapitalmarkt noch für wenig attraktiv. Diese Einschätzung ist im Wesentlichen auf den Fremdkapitalmarkt zurückzuführen, den 54% aller Befragten in dieser Gruppe positiv bewerten.

In den nächsten drei bis fünf Jahren wird die Attraktivität des Kapitalmarkts insgesamt für potenzielle Emittenten weiter zunehmen, wobei die absolut und relativ größten Zuwachsraten auf das Eigenkapital entfallen, ohne dass dadurch die Spitzenposition für das Fremdkapital mit 61% in Bezug auf Kapitalmarktattraktivität gefährdet ist.

Abb. 14 – Heutige Attraktivität des Kapitalmarktes (Zugang und Bedingungen) – eigenes Unternehmen

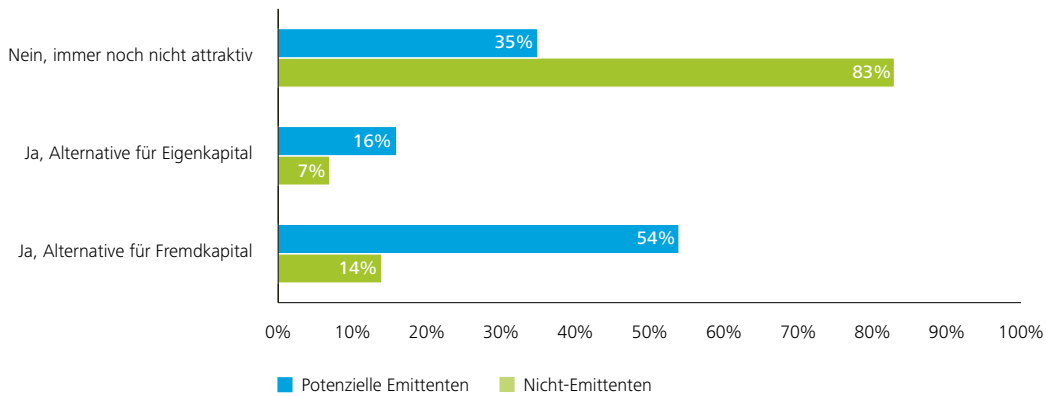
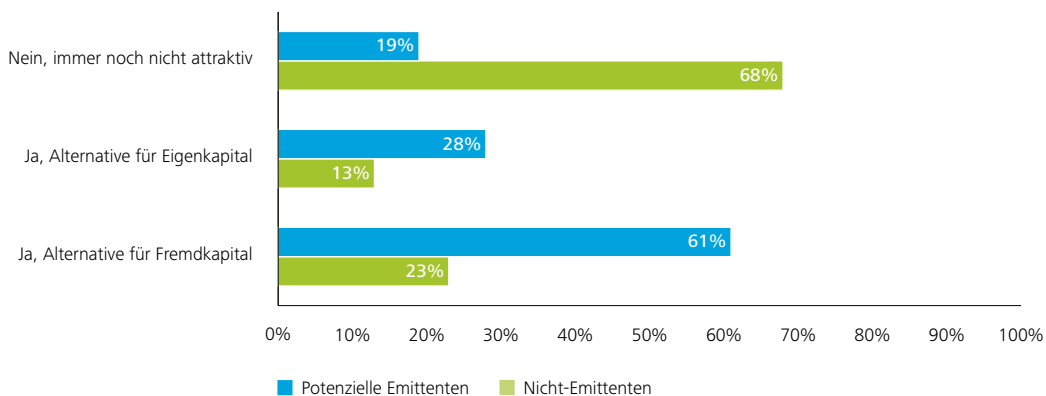


Abb. 15 – Zukünftige Attraktivität des Kapitalmarktes (Zugang und Bedingungen) – eigenes Unternehmen



„Potenzielle Emittenten“ sind die 45 Unternehmen, die die Frage nach Anleihen als finanzieller Option für ihr Unternehmen mit „ja“ beantworten.

Sicherheitserfordernisse und die Reduzierung der Abhängigkeit von Kapitalgebern sprechen aus Sicht potenzieller Emittenten für Anleihen, Kosten und Handling dagegen.

Anleihe vs. Bankkredit

Fünf Kriterien werden von mindestens 80% der potenziellen Emittenten mit „Sehr wichtig“ oder „Eher wichtig“ bei der Entscheidung für ein Finanzierungsinstrument bewertet. Die flexible Verfügbarkeit steht dabei noch vor den Kosten der Finanzierung. Handling, Sicherheitserfordernisse und die Reduktion der Abhängigkeit von Kapitalgebern folgen auf den nächsten Plätzen.

Anleihen und Bankkredite erfüllen diese Kriterien in sehr unterschiedlichem Maße, wie die Unterschiede in der

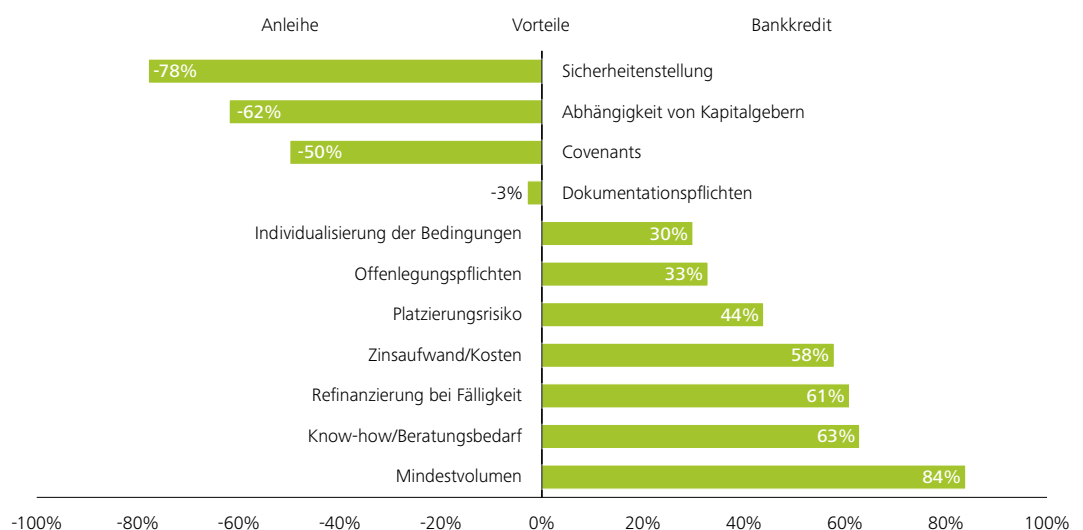
Zustimmung in Abbildung 17 zeigen. Der Bankkredit ist in Bezug auf Mindestvolumen, Platzierung, Refinanzierung bei Fälligkeit flexibler verfügbar. Der Beratungsbedarf ist geringer und Zinsaufwand bzw. Kosten sind niedriger.

Vorteile der Anleihe ergeben sich dagegen in Bezug auf Einschränkungen für die Mittelverwendung via Covenants bzw. Sicherheitstellung und die reduzierte Abhängigkeit von Kapitalgebern.

Abb. 16 – Wichtigste Kriterien bei der Wahl eines Finanzierungsinstruments

Kriterium	Sehr/eher wichtig
Flexible Erfüllbarkeit	97,8%
Kosten	93,3%
Einfaches Handling	91,0%
Sicherheitserfordernis	86,3%
Reduzierung der Abhängigkeit von Kapitalgebern	80,0%

Abb. 17 – Unterschiede in der Zustimmung bei potenziellen Emittenten – Zustimmung Bankkredit minus Anleihen



Kapitalbedarf

Potenzielle Anleiheemittenten wollen häufiger refinanzieren als Nicht-Emittenten. Diversifikation der Kapitalgeberbasis wird von gut 42% dieser Unternehmen als Motiv genannt, bei aktuellem Refinanzierungsbedarf steigt der Wert sogar auf 60%.

Fast drei Viertel der Emittenten wollen das Finanzierungsvolumen ausweiten. Im Vordergrund der Finanzplanungen stehen organisches und anorganisches Wachstum. Jedes fünfte Unternehmen will die zusätzlichen Finanzmittel auch zur Finanzierung von Prozessoptimierungen einsetzen.

Abb. 18 – Refinanzierungsbedarf in den kommenden 12 bis 18 Monaten

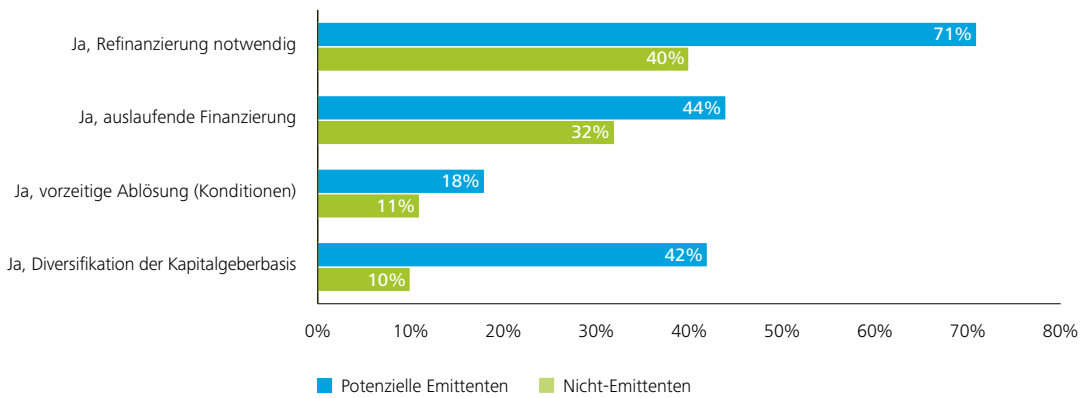
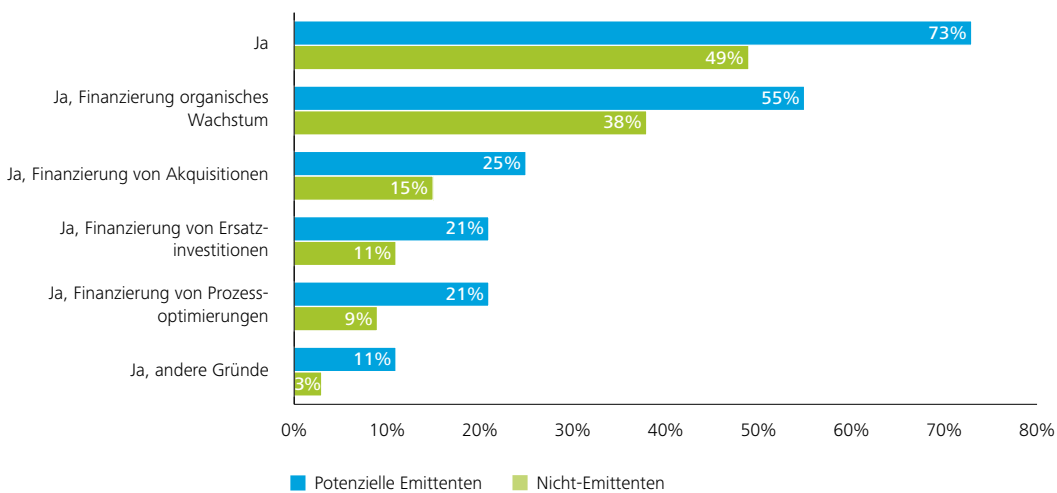


Abb. 19 – Erhöhung des Finanzierungsvolumens in den kommenden 12 bis 18 Monaten



Potenzielle Emittenten haben einen großen Bedarf an zusätzlichen Finanzierungen.

Bankfinanzierung

Potenzielle Anleiheemittenten erleben andere Finanzierungsbedingungen für Bankkredite als vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise. Überdurchschnittlich viele Unternehmen aus dieser Gruppe berichten über verschlechterte Finanzierungsbedingungen, wenige haben Verbesserungen festgestellt. Die Erwartungen an die Bankfinanzierung für die nächsten drei Jahre sind allerdings deutlich schlechter.

Es gibt keine Anzeichen, dass die schlechten Erfahrungen und die Erwartungen potenzieller Emittenten auf eine unterdurchschnittliche Bonität in ihren eigenen Unternehmen zurückzuführen sind. Sofern Verschlechterungen beobachtet wurden, waren dies überwiegend Veränderungen bei den Kreditnebenvereinbarungen, seltener Ablehnungen, Verschlechterungen der Zinskonditionen und Sicherheitenstellungen.

Abb. 20 – Bedingungen der Bankfinanzierung im Vergleich zur Vorkrisenzeit – eigenes Unternehmen

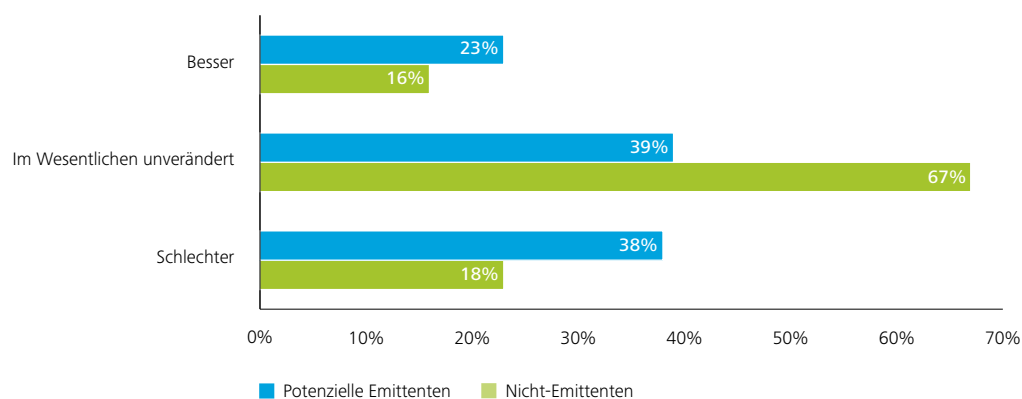
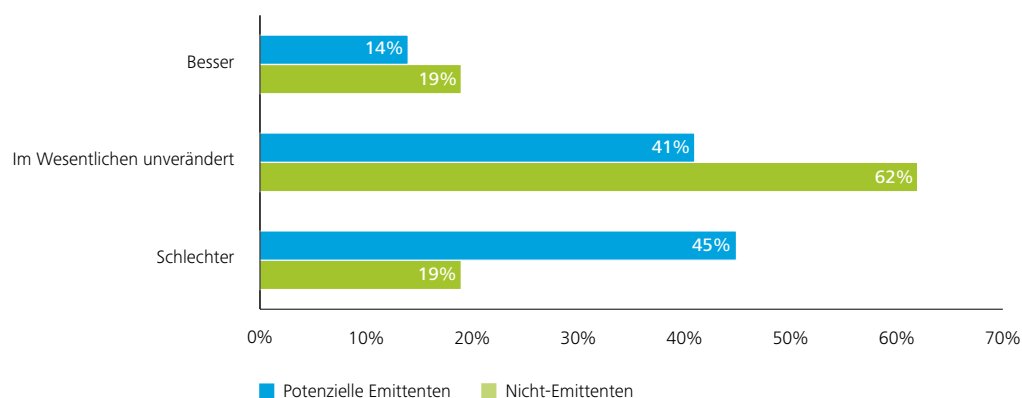
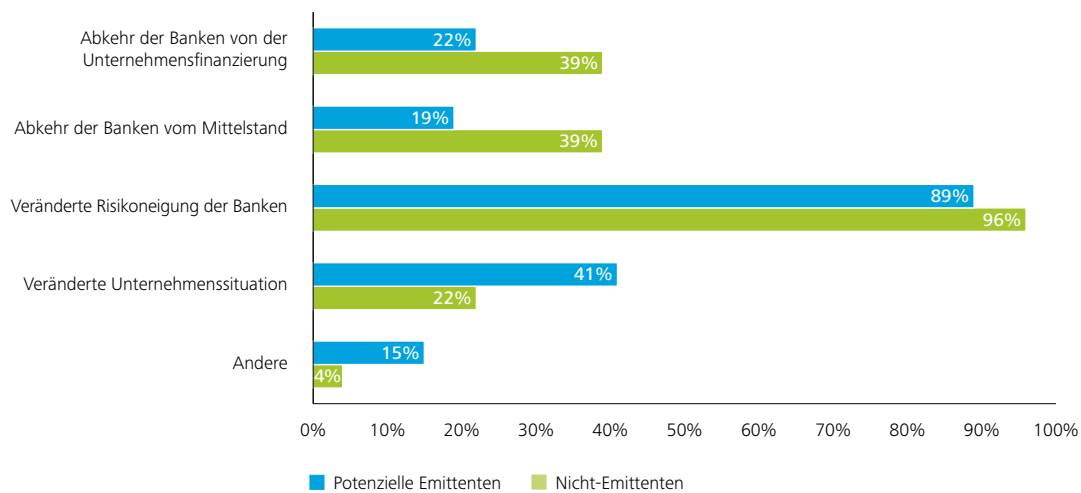


Abb. 21 – Bedingungen der Bankfinanzierung: erwartete Entwicklung – eigenes Unternehmen



Potenzielle Anleiheemittenten sehen eine veränderte Risikoneigung der Banken (89%), jedoch nur selten eine grundsätzliche Veränderung in deren Geschäftsmodell in der Unternehmensfinanzierung (22%). Allerdings stehen viele Unternehmen auf der realwirtschaftlichen Seite vor Herausforderungen: 41% der Befragten geben als Grund für erlebte Verschlechterungen in der Bankfinanzierung eine Veränderung in der Unternehmenssituation an.

Abb. 22 – Gründe für erlebte Verschlechterungen der Bankfinanzierung

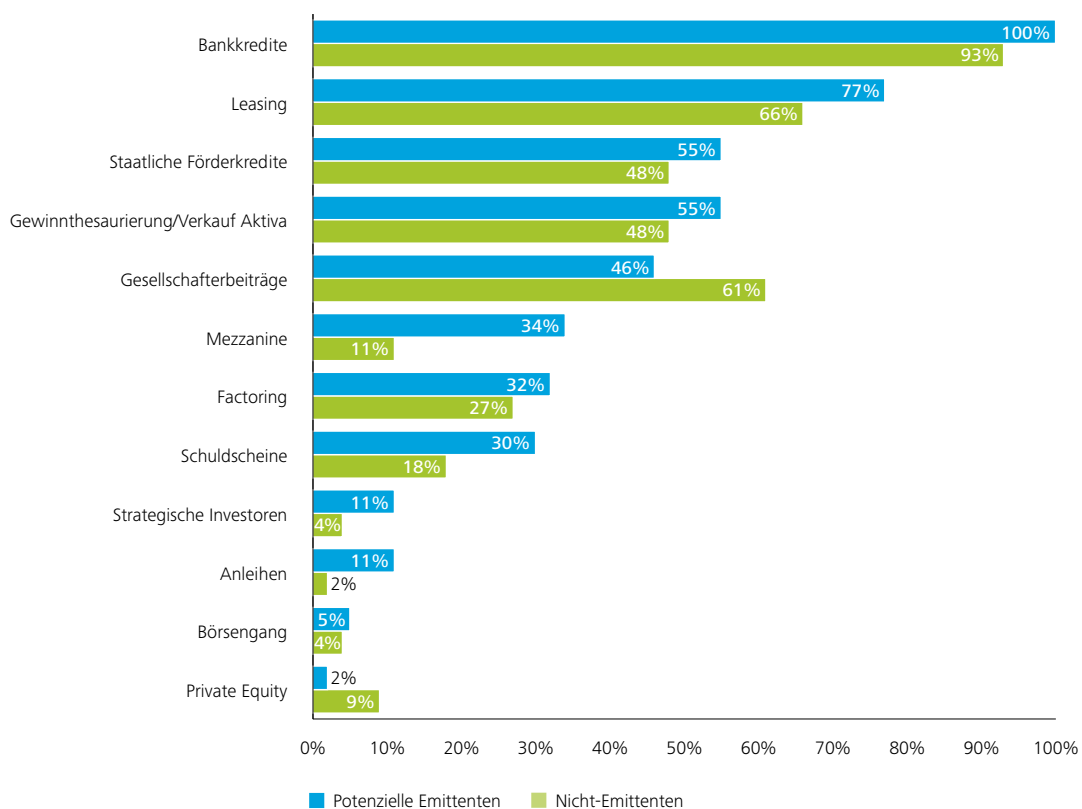


Potenzielle Emittenten erwarten für die nächsten drei Jahre, dass sich die Bedingungen für Bankfinanzierungen weiter verschlechtern. Die Risikoneigung der Banken und die Anforderungen an die Unternehmen haben sich verändert.

Finanzierungsmix

Potenzielle Emittenten nutzen heute überdurchschnittlich viele Finanzierungsinstrumente. Bei ihnen ist die Nutzung von Schuldscheinen und Mezzaninen und einer Selbstfinanzierung durch Thesaurierung deutlich größer als bei Nicht-Emittenten; dagegen fällt bei potenziellen Emittenten die Außenfinanzierung durch Gesellschafter und durch Private Equity geringer aus.

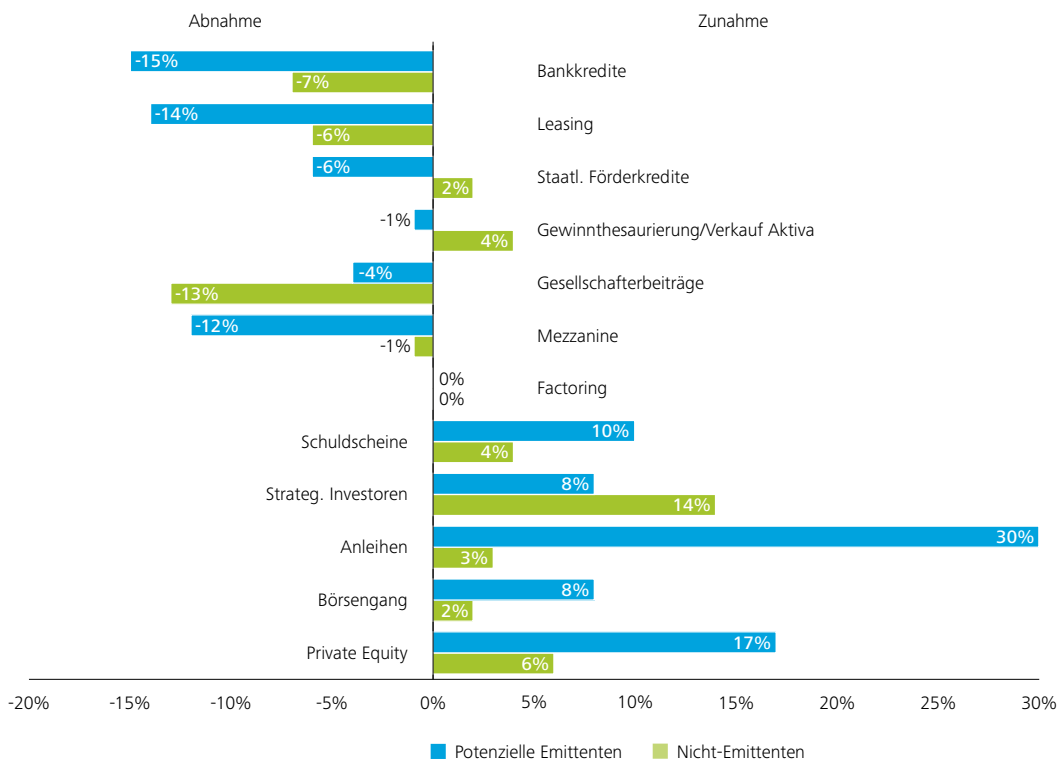
Abb. 23 – Heutige Nutzung von Finanzierungsinstrumenten



Bankkredite und -surrogate (z.B. Leasing, Förderkredite) werden auch zukünftig eine starke Position halten, relativ jedoch an Bedeutung – gerade bei potenziellen Emittenten – verlieren. Gewinnen werden nach den Ergebnissen der Studie kapitalmarktorientierte Instrumente im Eigen- und Fremdkapitalbereich. Potenzielle Emittenten reagieren so auf ihren Finanzierungsbedarf (Erwei-

terungsinvestitionen), die Erfahrungen (zurückhaltende Banken) als auch die eigenen Ziele (Diversifikation der Finanzierungsbasis). Der Bedeutungsverlust des ehemaligen „Hoffnungsträgers“ des Mittelstandes, Mezzanine, zeigt jedoch die Notwendigkeit, die noch jungen Märkte vorsichtig zu entwickeln.

Abb. 24 – Geplante Nutzung von Finanzierungsinstrumenten im Vergleich zur heutigen Nutzung – Änderung in Prozentpunkten



Zukünftig wird der Finanzierungsmix von mittelständischen Unternehmen mehr kapitalmarktorientierte Instrumente enthalten.

Potenzielle Emittenten-Risikobewertung

Beschaffungsrisiken sind für potenzielle Emittenten kurzfristig wie für alle Unternehmen die wichtigste Risikogruppe. Auf der Management-Agenda folgen dann aber bereits Finanzierungsrisiken, noch vor Wettbewerbsrisiken (Konkurrenz und Preis) und Herausforderungen auf der Absatzseite durch Märkte und Kundenbeziehungen.

Für die potenziellen Anleiheemittenten spielen Finanzierungsrisiken eine sehr viel größere Rolle als für Nicht-Emittenten. Überdurchschnittlich oft sind diese Unternehmen mit Fragen der Markt-/Kundenerschließung und -sicherung sowie der strategischen Neuausrichtung beschäftigt, in den Primärprozessen und dem Wettbewerb sind die Bedrohungen dagegen geringer.

Abb. 25 – Größte kurzfristige Risiken für potenzielle Anleiheemittenten (Selbsteinschätzung)

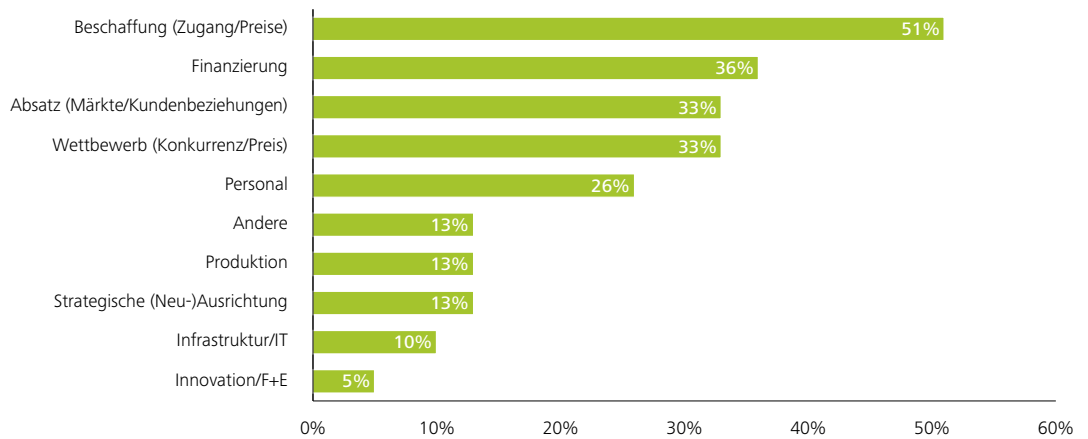
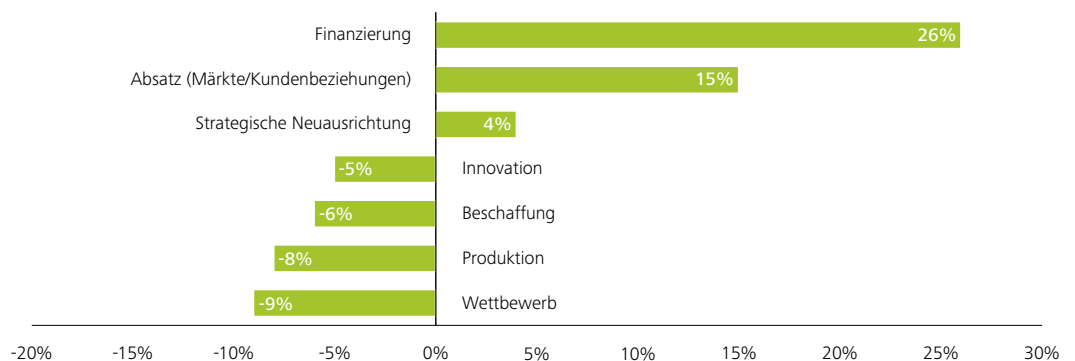


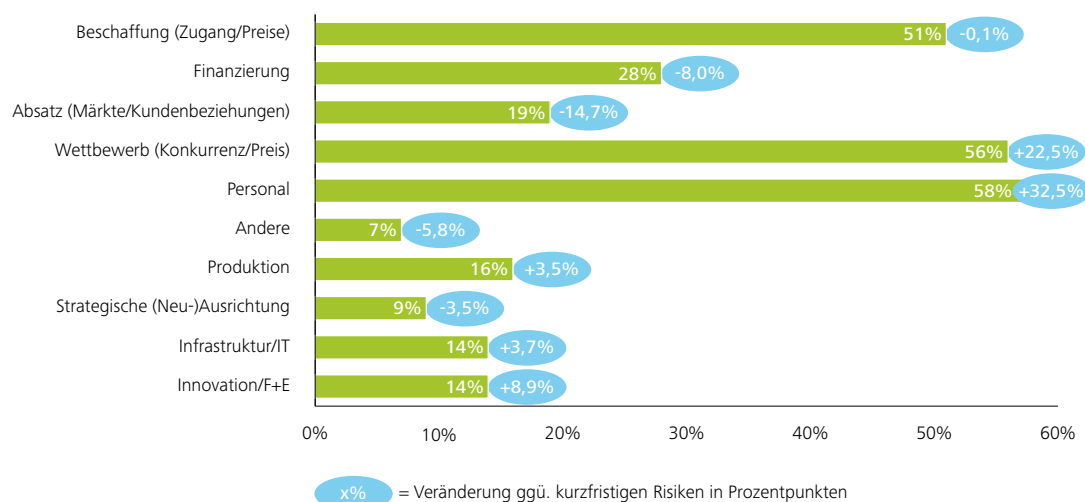
Abb. 26 – Kurzfristige Risikosituation potenzieller Emittenten vs. Nicht-Emittenten – Unterschiede in der Nennung in Prozentpunkten



Finanzierungsrisiken sind für potenzielle Anleiheemittenten kurzfristig von besonderer Bedeutung. Langfristig werden die Finanzierungsrisiken wesentlich niedriger eingeschätzt.

Langfristig schätzen potenzielle Emittenten die Risikosituation deutlich anders ein als kurzfristig. Zwar behalten Beschaffungsrisiken ihren hohen Wert, werden aber noch von den Personalrisiken (z.B. Fachkräftemangel) überholt. Auch die Wettbewerbsrisiken gewinnen deutlich an Gewicht, während die Absatz- und Vertriebsrisiken (Märkte/Kundenbeziehungen) ebenso wie die Finanzierungsrisiken deutlich niedriger eingeschätzt werden als bei der kurzfristigen Betrachtung (Abb. 25).

Abb. 27 – Größte langfristige Risiken für potenzielle Anleiheemittenten und Veränderung gegenüber kurzfristigen Risiken (Selbsteinschätzung)



Personal, Wettbewerb und Beschaffung schätzen potenzielle Emittenten als eher langfristige Risiken ein.

Ertragslage

Unternehmen, die Anleihen als eine Alternative zur Finanzierung sehen, sind in allen Rechtsformen und Größenordnungen vertreten. Allerdings sind größere Unternehmen mit mehr als € 250 Mio. Umsatz deutlich stärker interessiert als kleinere. Ebenso trägt sich ein größerer Anteil der AGs/SEs mit dem Gedanken einer Anleiheemission als dies bei GmbHs und Personengesellschaften der Fall ist. Der differenzierende Faktor ist hierbei die Unternehmensgröße, hier gemessen am Umsatz, denn keine der Rechtsformen schließt eine Anleiheemission aus.

Abb. 28 – Struktur potenzieller Emittenten von Anleihen

Anteil potenzieller Emittenten an jeweiliger Rechtsform	<ul style="list-style-type: none">• AG/SE: 63,6%• GmbH: 33,3%• Personengesellschaften: 17,4%• Alle Befragten: 27,8%
Anteil potenzieller Emittenten an einer Umsatzklasse	<ul style="list-style-type: none">• < 25 Mio. €: 15,4%• 25 bis 100 Mio. €: 28,9%• 100 bis 259 Mio. €: 27,5%• > 250 Mio. €: 47,6%

Die wirtschaftliche Situation potenzieller Emittenten ist im Durchschnitt ähnlich der Ertragslage von Unternehmen, die Anleihen für ihr Unternehmen ablehnen. Anleihen sind daher nicht nur der letzte Ausweg ertragschwacher Unternehmen, denen Bankkredite verwehrt sind.

Die Ertragslage scheint nicht das Motiv für eine Anleiheemission zu sein.

Abb. 29 – Ertragsentwicklung im Branchenvergleich nach Selbsteinschätzung – letzte drei Jahre

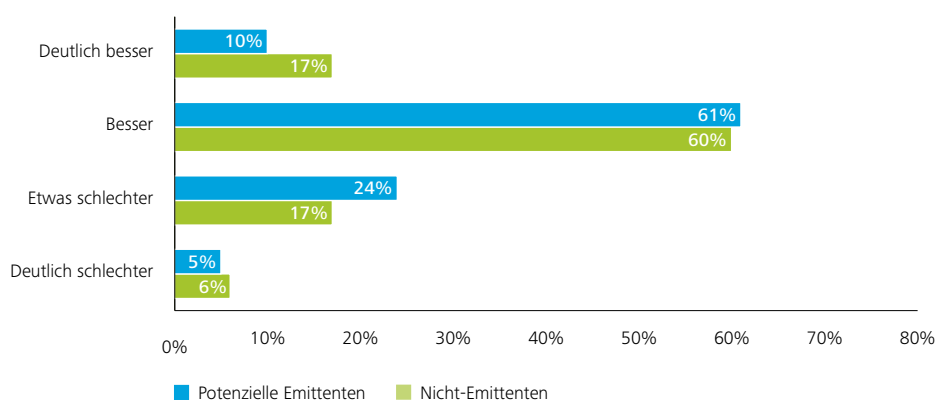
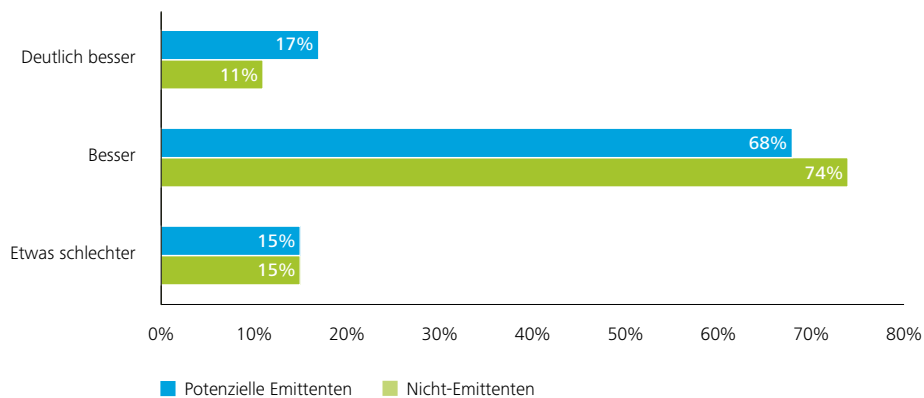


Abb. 30 – Ertragsentwicklung im Branchenvergleich nach Selbsteinschätzung – nächste drei Jahre



Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen und weder die Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), noch eines der Mitgliedsunternehmen von DTTL oder eines der Tochterunternehmen der vorgenannten Gesellschaften (insgesamt das „Deloitte Netzwerk“) erbringen mittels dieser Veröffentlichung professionelle Beratungs- oder Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Unternehmensberatung, Finanzen, Investitionen, Recht, Steuern oder in sonstigen Gebieten.

Diese Veröffentlichung stellt keinen Ersatz für entsprechende professionelle Beratungs- oder Dienstleistungen dar und sollte auch nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlung dienen, die Ihre Finanzen oder Ihre geschäftlichen Aktivitäten beeinflussen könnten. Bevor Sie eine Entscheidung treffen oder Handlung vornehmen, die Auswirkungen auf Ihre Finanzen oder Ihre geschäftlichen Aktivitäten haben könnte, sollten Sie einen qualifizierten Berater aufsuchen. Keines der Mitgliedsunternehmen des Deloitte Netzwerks ist verantwortlich für Verluste jedweder Art, die irgendjemand im Vertrauen auf diese Veröffentlichung erlitten hat.

Deloitte erbringt Dienstleistungen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und steht Kunden so bei der Bewältigung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen zur Seite. „To be the Standard of Excellence“ – für rund 182.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsame Vision und individueller Anspruch zugleich.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited, eine „private company limited by guarantee“ (Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht), und/oder ihr Netzwerk von Mitgliedsunternehmen. Jedes dieser Mitgliedsunternehmen ist rechtlich selbstständig und unabhängig. Eine detaillierte Beschreibung der rechtlichen Struktur von Deloitte Touche Tohmatsu Limited und ihrer Mitgliedsunternehmen finden Sie auf www.deloitte.com/de/ueberUns.