

Mittelstand und Börse – Trends, Erwartungen, Einschätzungen
Empirische Analyse zur Finanzierung über „Mittelstandsanleihen“

Düsseldorf, 15. März 2012

HINTERGRUND DER STUDIE

Der Markt für Mittelstandsanleihen ist in den vergangenen zwölf Monaten durch ein erhebliches Auf und Ab gekennzeichnet. Nachdem es im Herbst 2011 zu einem Austrocknen des Marktes kam, hat sich die Emissionstätigkeit wieder verstärkt – ohne dass jedoch vergleichbare Volumina wie zu Beginn des noch jungen Marktsegments erreicht werden konnten.

Aus zahlreichen Gesprächen unter anderem mit Kunden, Banken und Finanzintermediären ergibt sich ein zwiespältiges Bild hinsichtlich grundlegender Bewertungen, Einschätzungen und Erwartungen für die „Mittelstandsanleihen“, was bereits bei der auch in anderem Zusammenhang immer wieder diskutierten Frage anfängt, was überhaupt unter dem Terminus „Mittelstand“ zu verstehen ist. Nahezu alle deutschen Börsenplätze engagieren sich im Bereich der Mittelstandsanleihen – ohne dass im Rahmen dessen eine explizite Mittelstandsdefinition vorgenommen wird.

Vor diesem Hintergrund hat BGP – Bohnert Group of Partners zu Beginn dieses Jahres eine Online-Umfrage durchgeführt. Insgesamt wurden hierfür 22 Banker, 9 Wirtschaftsprüfer, 31 Rechtsanwälte und 29 sonstige mit der Emission und/oder Finanzierung Befasste (Rating-Agenturen, Kommunikationsagenturen, Kommunikationsagenturen) befragt. Wir bedanken uns für die Teilnahme.

Wir wünschen eine anregende Lektüre.

a. Executive Summary

- b. Was ist „Mittelstand“ und was ist eine „Mittelstandsanleihe“?
- c. Trends und Erwartungen
- d. Kontakt

EXECUTIVE SUMMARY

- Wesentliche Beurteilungskriterien im Rahmen der Definition von „Mittelstand“ bzw. mittelständischen Unternehmen sind Umsatz und Eigentümerstruktur
- Aus der Sicht der Hälfte der Befragten handelt es sich bei einem Umsatz von mehr als einer Mrd. EUR keinesfalls mehr um einen „Mittelständler“
- Hinsichtlich der typischen Eigentümer- und Führungsstruktur bestehen klare Vorstellungen: Mittelständler sind Familienunternehmen
- Die Bekanntheit eines Unternehmens wird kaum als Indiz für die Zugehörigkeit eines Unternehmens zum Mittelstand wahrgenommen
- Ob eine Anleihe als „Mittelstandsanleihe“ gilt, wird vor allem am Emittent festgemacht; Emissionsvolumen und Börsensegment sind ebenfalls wichtig
- Die meisten sog. „Mittelstandsanleihen“ werden von den Befragten auch als solche eingeordnet; KTG, Dürr und airberlin passen nicht in dieses Schema
- Vor allem der Trend zur diversifizierten Unternehmensfinanzierung lässt die Etablierung von Mittelstandsanleihen erwarten
- Es besteht die Erwartung, dass sich Mittelstandsanleihen vor allem für Unternehmen im Bereich regenerativer Energien etablieren*
- Im Durchschnitt werden Emissionsvolumina von mindestens 44 Mio. EUR erwartet
- Mittelstandsanleihen werden aus dem Blickwinkel von Investoren zunehmend als „Privatsache“ gesehen
- Der durch die Mittelstandssegmente geschaffene Kapitalmarktzugang wird zumeist als eher „Überfällig“ gesehen
- In den Medien wird eher zu wenig über den Nutzen der Anleihen für Unternehmen berichtet

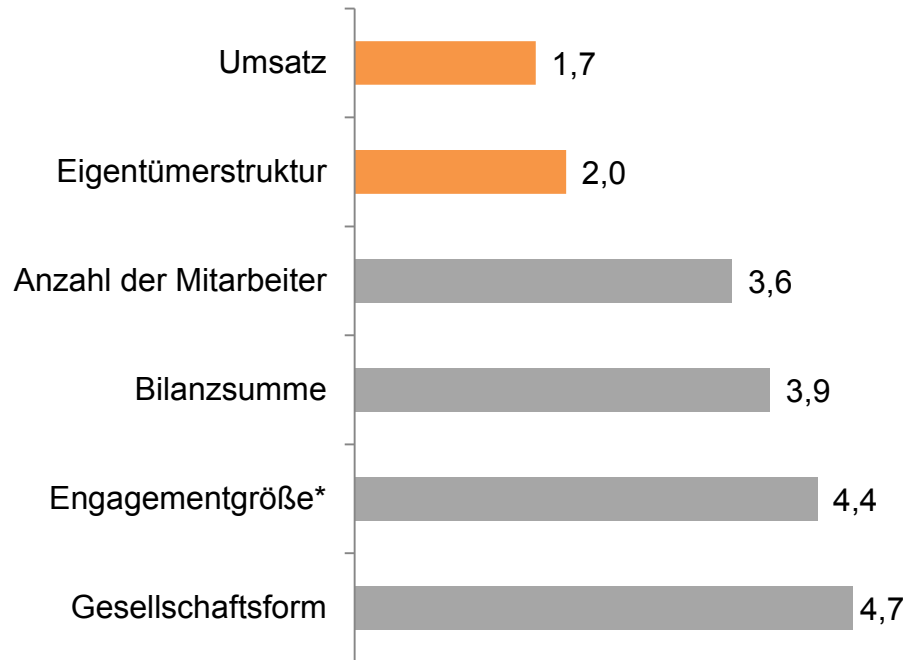
* Die Befragung erfolgte vor der ersten Insolvenz eines Emittenten, der SIAG SCHAAF INDUSTRIE AG am 19.03.2012 – die Anleihe notiert im Frankfurter Entry-Standard. Die Kursentwicklung der Anleihe hatte diese Entwicklung allerdings in großem Umfang vorweggenommen.

- a. Executive Summary
- b. Was ist „Mittelstand“ und was ist eine „Mittelstandsanleihe“?**
- c. Trends und Erwartungen
- d. Kontakt

Wesentliche Beurteilungskriterien bei der Definition von „Mittelstand“ bzw. mittelständischen Unternehmen sind Umsatz und Eigentümerstruktur

FRAGE:

WELCHE WICHTIGKEIT HABEN FOLGENDE KRITERIEN ZUR BEURTEILUNG EINES UNTERNEHMENS HINSICHTLICH SEINER ZUGEHÖRIGKEIT ZUM MITTELSTAND?



1 Besonders wichtig
6 Gar nicht wichtig

*wurde nur bei Kreditinstituten abgefragt

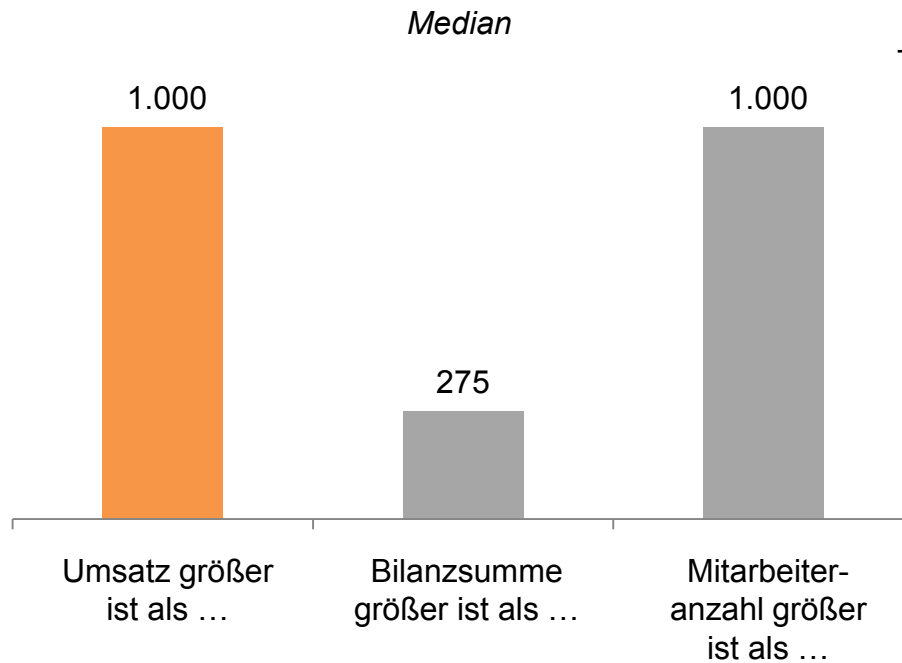
Kommentar:

- Bei der Beurteilung, ob ein Unternehmen dem „Mittelstand“ zuzuordnen ist, sind der „Umsatz“ und die „Eigentümerstruktur“ mit einer durchschnittlichen Bewertung von 1,7 bzw. 2 von herausragender Bedeutung
- Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl spielen eine eher untergeordnete Rolle
- Die Engagementgröße, hierbei ist ein potenzielles Kreditengagement gemeint (wurde daher nur bei Kreditinstituten abgefragt), ist im Vergleich zu den vorgenannten Kriterien ebenso wie die Gesellschaftsform von untergeordneter Bedeutung

Aus der Sicht der Hälfte der Befragten handelt es sich bei einem Umsatz von mehr als einer Mrd. EUR keinesfalls mehr um einen „Mittelständler“

FRAGE:

EIN UNTERNEHMEN IST AUF KEINEN FALL DEM MITTELSTAND ZUZUORDNEN, WENN ...



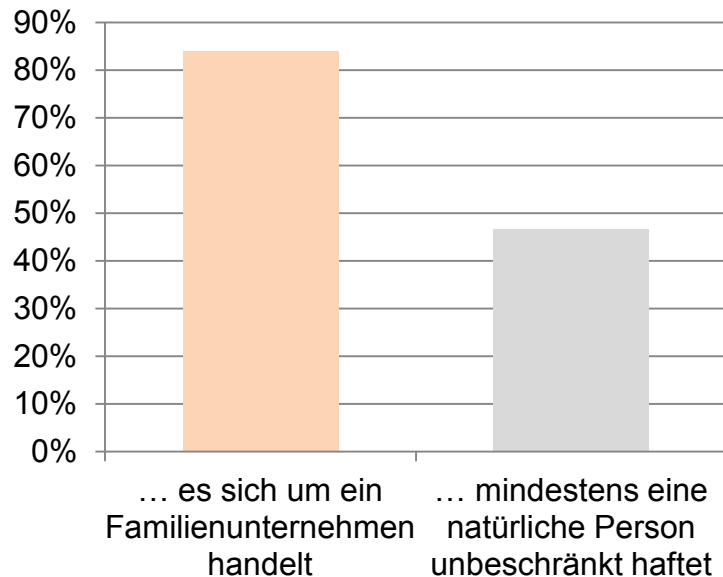
Kommentar:

- Die Vorstellungen der Befragten weichen recht deutlich von KMU- und HGB-Definitionen ab
- Von der Hälfte der Befragten wird gesagt, dass ein Unternehmen grundsätzlich nicht mehr zum Mittelstand zählt, wenn entweder
 - der Umsatz 1 Mrd. EUR überschreitet
 - oder
 - die Bilanzsumme 275 Mio. EUR überschreitet
 - oder
 - mehr als 1.000 Mitarbeiter beschäftigt werden
- Der Grenzwert der Bilanzsumme erscheint mit 275 Mio. EUR gegenüber dem Umsatzwert vergleichsweise gering

Hinsichtlich der typischen Eigentümer- und Führungsstruktur bestehen klare Vorstellungen: Mittelständler sind Familienunternehmen

FRAGE:

EIN UNTERNEHMEN ZÄHLT FÜR MICH IMMER ZUM MITTELSTAND, WENN ...



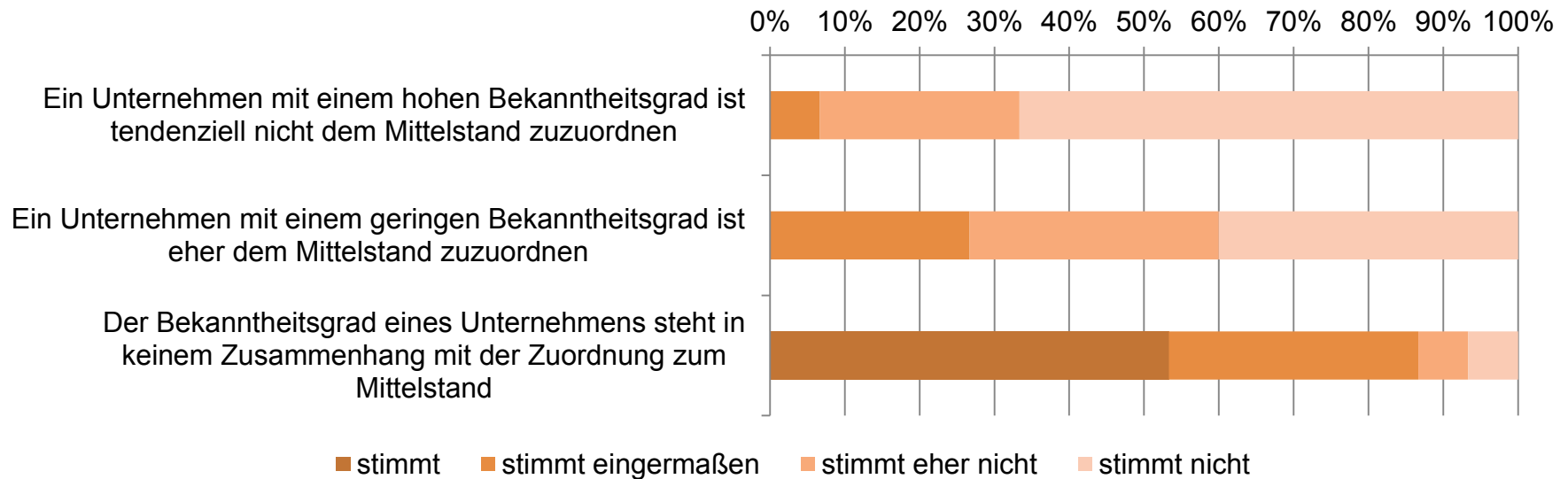
Kommentar:

- Vier Fünftel der Befragten geben an, dass für sie ein mittelständisches Unternehmen in Händen einer oder mehrerer Familien liegt
- Für knapp die Hälfte der Befragten zeichnet sich ein Familienunternehmen dadurch aus, dass eine natürliche Person unbeschränkt haftet

Die Bekanntheit eines Unternehmens wird kaum als Indiz für die Zugehörigkeit eines Unternehmens zum Mittelstand wahrgenommen

FRAGE:

SPIELT AUS IHRER SICHT DER BEKANNTHEITSGRAD EINES UNTERNEHMENS (BRAND) – UNABHÄNGIG VON ANDEREN QUANTITATIVEN UND QUALITATIVEN KRITERIEN – EINE ROLLE BEI DER ZUORDNUNG EINES UNTERNEHMENS ZUM „MITTELSTAND“?



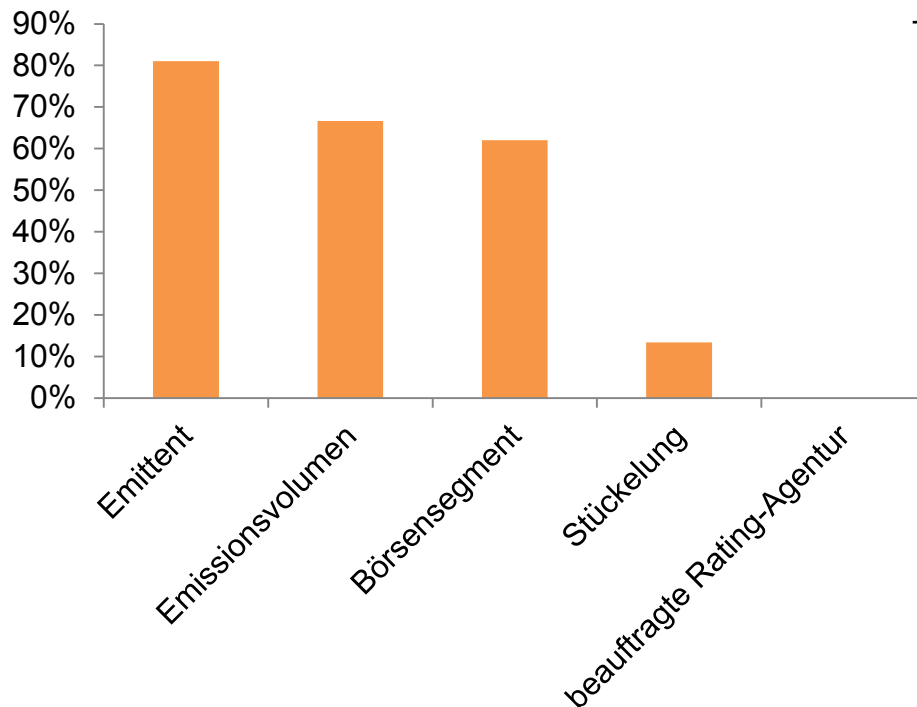
Kommentar:

- Keiner der Befragten stimmt der Hypothese zu, dass bekannte Unternehmen tendenziell nicht mittelständisch sind
- Nur ein Viertel der Befragten ist der Meinung, dass „ein geringer Bekanntheitsgrad“ eher typisch „mittelständisch“ ist
- Mehr als die Hälfte aller Befragten sind der Meinung, dass zwischen Bekanntheitsgrad und Mittelstandszugehörigkeit kein Zusammenhang besteht, immerhin ein weiteres Drittel sagt, dass diese Vermutung einigermaßen stimmt

Ob eine Anleihe als „Mittelstandsanleihe“ gilt, wird vor allem am Emittent festgemacht; Emissionsvolumen und Börsensegment sind ebenfalls wichtig

FRAGE:

WELCHE DER NACHFOLGENDEN KRITERIEN SPIELEN FÜR SIE BEI DER ZUORDNUNG EINER ANLEIHE ZU EINER SOG. "MITTELSTANDSANLEIHE" EINE ROLLE?



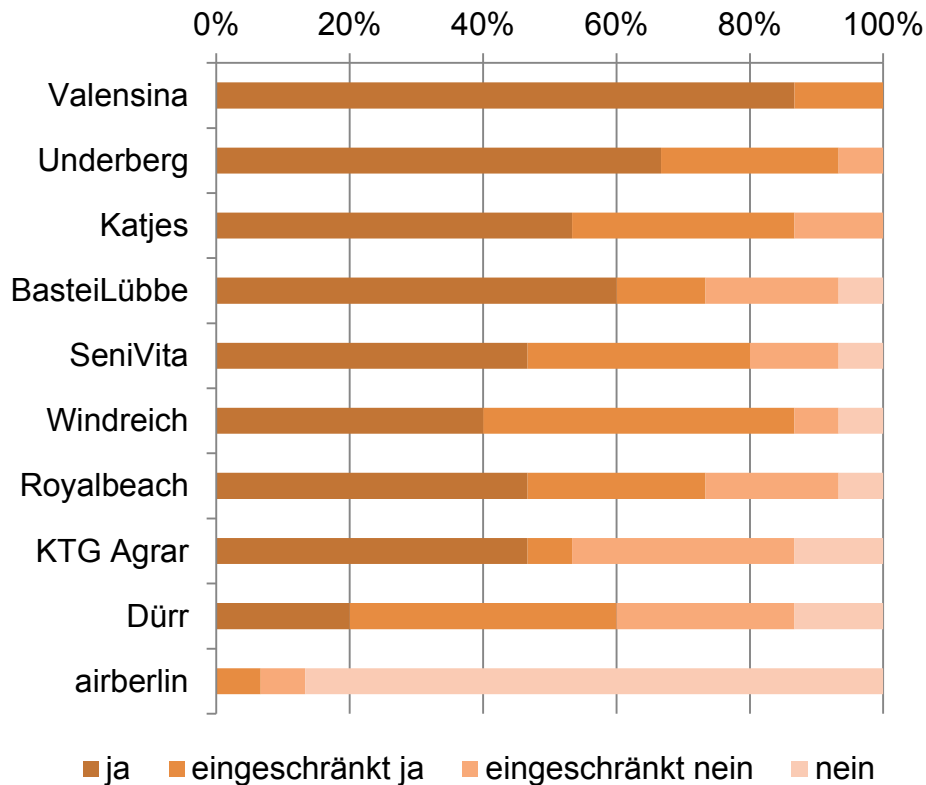
Kommentar:

- Im Durchschnitt werden zwei Kriterien zur Beurteilung, ob eine Anleihe zu den sogenannten „Mittelstandsanleihen“ zählt, herangezogen
- Hauptkriterium ist der Emittent selber: für mehr als 80% der Befragten ist dies ein Kriterium
- Gut zwei Drittel der Befragten ziehen das Emissionsvolumen heran
- Etwas über sechzig Prozent sehen das Börsensegment als Kriterium
- Obwohl es im Bereich der Mittelstandsanleihen dominierende Ratingagenturen für die Einstufung von Anleihen und emittierenden Unternehmen gibt, wird die beauftragte Rating-Agentur nicht als ein Indiz dafür gesehen, dass es sich um eine Mittelstandsanleihe handelt oder nicht.

Die meisten sog. „Mittelstandsanleihen“ werden von den Befragten auch als solche eingeordnet; KTG, Dürr und airberlin passen nicht in dieses Schema

FRAGE:

ANLEIHEN DER FOLGENDEN UNTERNEHMEN SIND AN MITTELSTANDSSEGMENTEN DEUTSCHER BÖRSEN GELISTET. SIND DIESE EMITTENTEN AUS IHRER SICHT DEM „MITTELSTAND“ ZUZUORDNEN?



Kommentar:

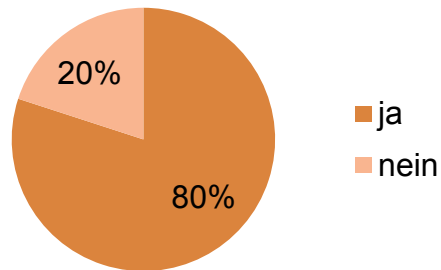
- Die meisten Anleihen an den Mittelstandssegmenten werden auch als solche klassifiziert
- Bei KTG Agrar und Dürr sagen weniger als die Hälfte, dass es sich um eine Mittelstandsanleihe handelt („ja“ und „eingeschränkt ja“)
- airberlin fällt in der Bewertung heraus; keiner der Befragten sieht deren Anleihen uneingeschränkt als Mittelstandsanleihe und mehr als achtzig Prozent finden die Zuordnung zu den Mittelstandsanleihen falsch

- a. Executive Summary
- b. Was ist „Mittelstand“ und was ist eine „Mittelstandsanleihe“?
- c. Trends und Erwartungen**
- d. Kontakt

Vor allem der Trend zur diversifizierten Unternehmensfinanzierung lässt die Etablierung von Mittelstandsanleihen erwarten

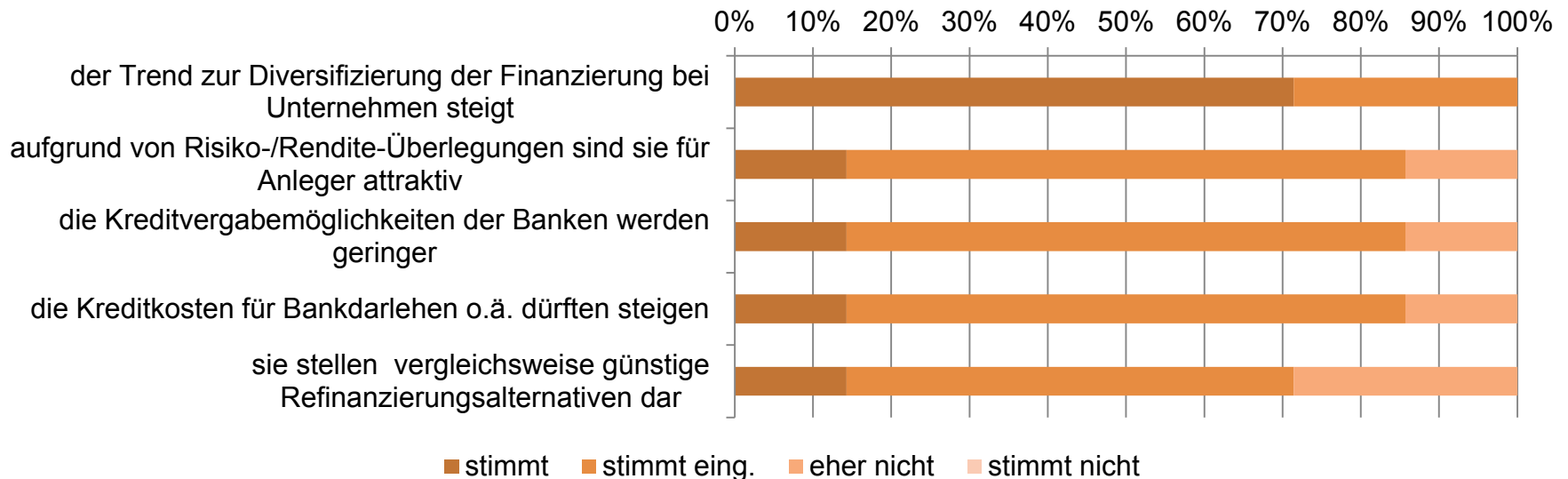
FRAGE:

WERDEN SICH DIE MITTELSTANDSANLEIHEN AM MARKT ETABLIEREN?



Kommentar:

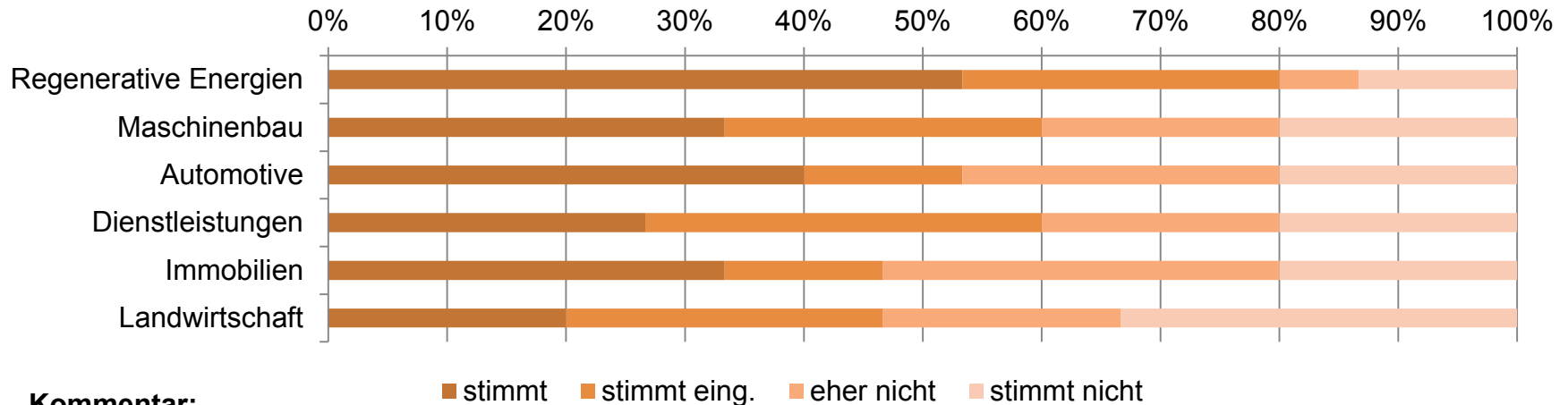
- Vier Fünftel der Befragten glauben, dass sich Mittelstandsanleihen langfristig etablieren werden
- Mehr als 70% sehen den Hauptgrund im Trend zu mehr Diversifizierung in der Unternehmensfinanzierung



Es besteht die Erwartung, dass sich Mittelstandsanleihen vor allem für Unternehmen im Bereich regenerativer Energien etablieren

FRAGE:

MITTELSTANDSANLEIHEN WERDEN FÜR BESTIMMTE BRANCHEN EINE ROLLE SPIELEN



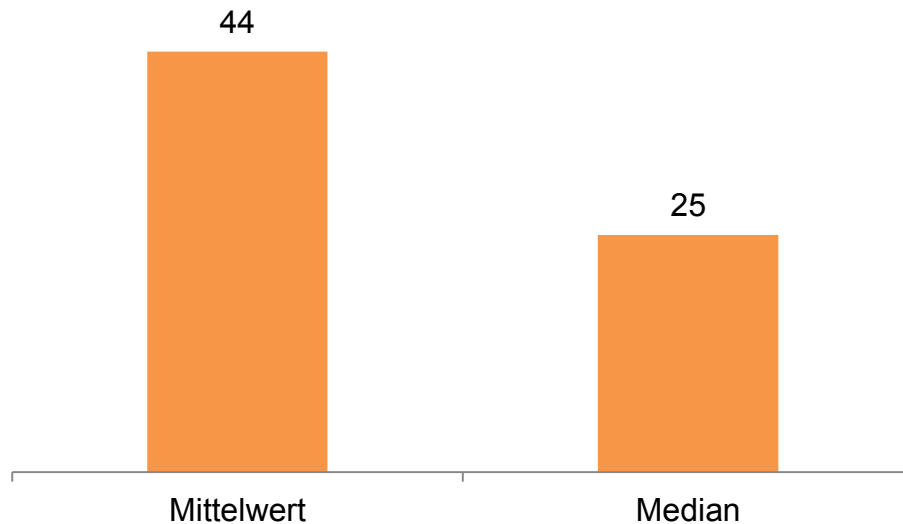
Kommentar:

- Mehr als die Hälfte der Befragten stimmt der Einschätzung zu, dass sich Mittelstandsanleihen bei Unternehmen der regenerativen Energieerzeugung bewähren werden (13 von insg. 46 Emittenten, deren Anleihen an mittelständischen Börsensegmenten gelistet sind, stammen aus dem Bereich der regenerativen Energien. Die Befragung erfolgte vor der ersten Insolvenz eines Emittenten, der SIAG SCHAAF INDUSTRIE AG am 19.03.2012 – die Anleihe notiert im Frankfurter Entry-Standard. Die Kursentwicklung der Anleihe hatte diese Entwicklung allerdings in großem Umfang vorweggenommen.
- Weniger als die Hälfte der Befragten gab an, dass Anleihen von Emittenten aus der Immobilien-Branche auch künftig eine wesentliche Rolle im Finanzierungsmix spielen werden (4 der insg. 46 an mittelständischen Börsensegmenten gelisteten Anleihen können dem Immobiliensektor zugeordnet werden)
- Betrachtet man neben den Mittelstandssegmenten auch den klassischen Freiverkehr der jeweiligen Börsenplätze erhöht sich die Anzahl der dem Immobiliensektor zugehörigen Anleihen auf 10 von insgesamt 53 Emissionen*

Im Durchschnitt werden Emissionsvolumina von mindestens 44 Mio. EUR erwartet

FRAGE:

WELCHES EMISSIONSVOLUMEN DÜRFTE MITTELSTANDSANLEIHEN MITTEL- BIS LANGFRISTIG ZUMEIST AUFWEISEN?.



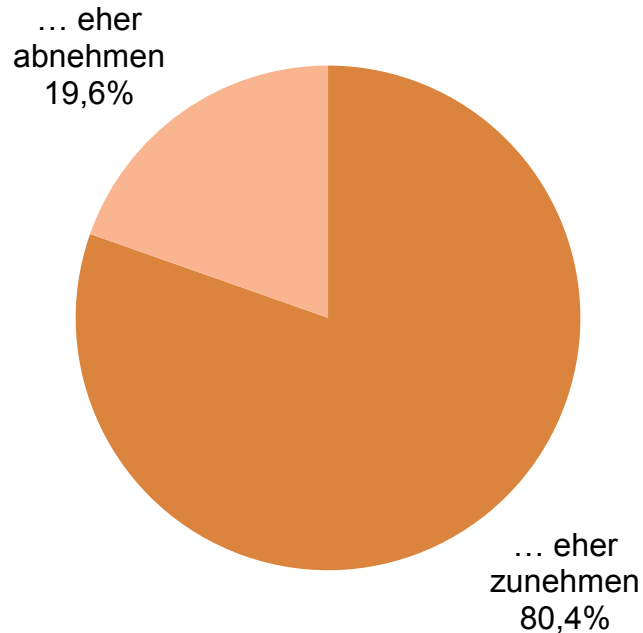
Kommentar:

- Im Durchschnitt werden Mindestemissionsvolumina von mehr als 44 Mio. EUR erwartet
- Allerdings erwartet die Hälfte der Befragten, dass die Emissionsvolumina bereits mindestens 25 Mio. EUR betragen werden

Mittelstandsanleihen werden aus dem Blickwinkel von Investoren zunehmend als „Privatsache“ gesehen

FRAGE:

DER ANTEIL PRIVATER INVESTOREN IN DEN MITTELSTÄNDISCHEN BÖRSENSEGMENTEN WIRD ...



Kommentar:

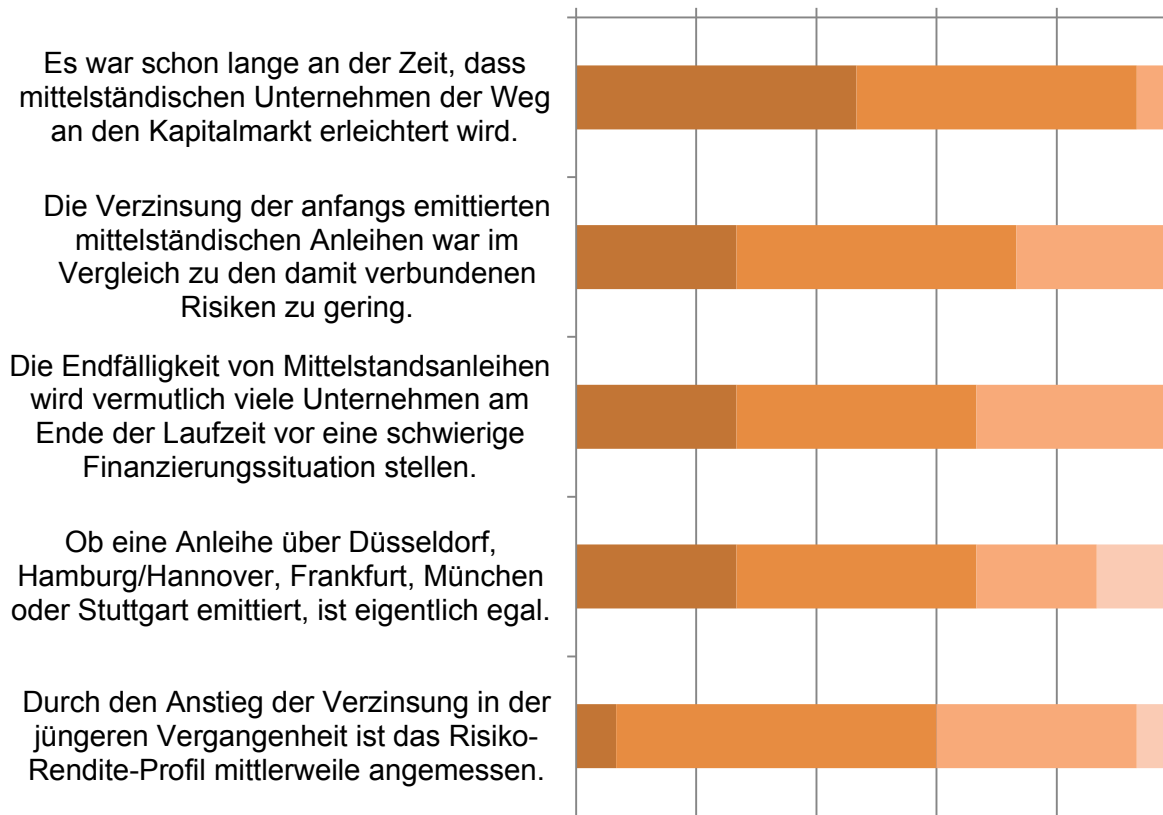
- Die weit überwiegende Mehrheit der Befragten, mehr als 80%, erwarten, dass die Mittelstandssegmente in Zukunft stärker von Privatanlegern geprägt werden als heute
- Die bisher berichteten hohen Anteile institutioneller Zeichnungen bei bestimmten Emissionen werden in bilateralen Gesprächen oftmals als durch „Trading-Gesichtspunkte“ motiviert gesehen

Der durch die Mittelstandssegmente geschaffene Kapitalmarktzugang wird zumeist als eher „überfällig“ gesehen

FRAGE:

WIE BEURTEILEN SIE DIE BISLANG ERFOLGTEN EMISSIONEN?

0% 20% 40% 60% 80% 100%



Kommentar:

- Nahezu alle Befragten stimmen der Einschätzung zumindest eingeschränkt zu, dass der Kapitalmarktzugang für den Mittelstand „überfällig“ war
- Eher problematisch wird – immer noch - das Risiko-Rendite-Profil gesehen
- Die Endfälligkeit der Anleihen wird als potenzielles Problem gesehen

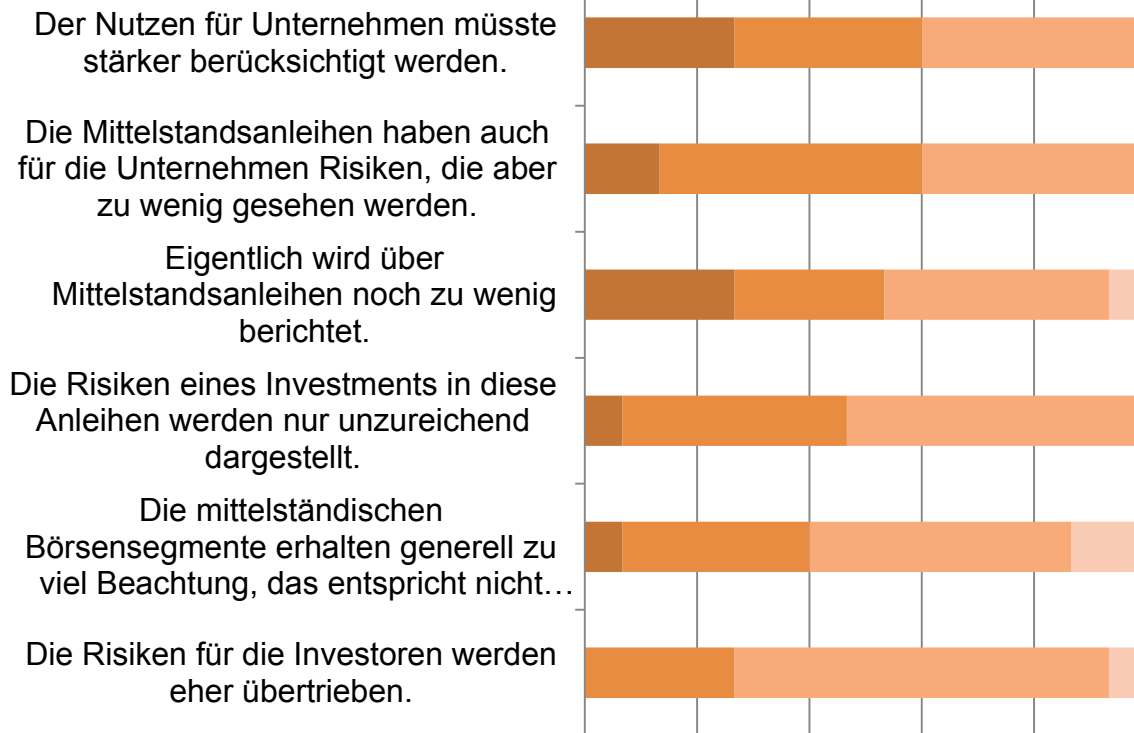
■ stimmt ■ stimmt eing. ■ eher nicht ■ stimmt nicht

In den Medien wird eher zu wenig über den Nutzen der Anleihen für Unternehmen berichtet

FRAGE:

WIE BEURTEILEN SIE DIE BERICHTERSTATTUNG ÜBER DIE MITTELSTANDSMÄRKTE/-ANLEIHEN?

0% 20% 40% 60% 80% 100%



■ stimmt ■ stimmt eing. ■ eher nicht ■ stimmt nicht

Kommentar:

- Ca. die Hälfte der Befragten sind der – zumindest eingeschränkten – Meinung, dass eher zu wenig über
 - den Nutzen für Unternehmen
 - die Risiken für Unternehmen und Investoren
 berichtet wird
- Dass die Risiken für Investoren zu drastisch dargestellt werden, glaubt nur eine Minderheit

- a. Executive Summary
- b. Was ist „Mittelstand“ und was ist eine „Mittelstandsanleihe“?
- c. Trends und Erwartungen
- d. **Kontakt**

Für weitere Informationen

Dr. Jochen Brinkmann
Partner
brinkmann@bgpartner.de

Florian Schiffer
Consultant
schiffer@bgpartner.de

BGP – Bohnert Group of Partners
Büro Düsseldorf
Kohlstraße 6
40883 Ratingen-Hösel

www.bgpartner.de
mezzanine@bgpartner.de
Tel.: +49 (0) 2102 38 96 0
Fax.: +49 (0) 2102 38 96 11

© BGP – Bohnert Group of Partners. Eine Nutzung der hierin gegebenen Informationen ist unter Angabe der Quelle zulässig.

*Wer gut schlafen will, kauft Anleihen,
wer gut Essen will, bevorzugt Aktien.*
André Kostolany (1906-1999)
