

CORPORATE BONDS IN DEUTSCHLAND

EINE EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG
DER CREDITREFORM RATING AG



SEPTEMBER 2013

MANAGEMENT SUMMARY

In Deutschland lässt sich eine verstärkte Nutzung des Anleihemarktes feststellen. Zwar ist es zu früh, von einer strukturellen Verschiebung weg von der bankbasierten Finanzierung und hin zur marktbasierten Finanzierung zu sprechen, dennoch kann seit der Finanzkrise 2007-09 insbesondere bei den mittelgroßen Unternehmen eine zunehmende Finanzierung durch Unternehmensanleihen beobachtet werden.

Bemerkenswert ist allerdings der vergleichsweise niedrige Transparenzgrad des deutschen Unternehmensanleihemarktes. In Bezug auf die Fundamentaldaten und Strukturmerkmale der Emittenten ist der deutsche Unternehmensanleihemarkt relativ intransparent – nicht nur im Bereich der mittelständischen sondern auch großen Unternehmen. Vor diesem Hintergrund ist das Ziel dieser Untersuchung, die Entwicklung des deutschen Corporate Bonds Marktes und der Emittenten genauer zu untersuchen und auf diese Weise einen Beitrag zur Transparenz – eine Benchmark für den deutschen Unternehmensanleihemarkt – zu leisten.

Der Anleihenmarkt in Deutschland umfasst derzeit insgesamt 500 Anleihen, die von 236 nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden. Weniger als die Hälfte der Emittenten sind Large Caps (44,9 %), die jedoch die große Mehrheit der Anleihen emittieren (67,2 %). Insgesamt beträgt das ausstehende Volumen deutscher Unternehmensanleihen rd. 228 Mrd. Euro, wobei sich der gesamte Umlauf an Large Cap-Bonds derzeit auf ca. 221,7 Mrd. Euro und der Umlauf an Mid Cap-Bonds auf ca. 6,1 Mrd. Euro beläuft.

Seit 2010 steigt die Zahl der pro Jahr emittierten Anleihen. Nachdem es in den Jahren 2009 und 2010 69 bzw. 68 Anleihen waren, wurden 2011 schon 84 Anleihen emittiert. 2012 sind insgesamt 120 Unternehmensanleihen begeben worden. Der positive Trend setzte sich auch in der ersten Hälfte des laufenden Jahres fort (68 Anleihen). Die Höhe des Kupons der Large Cap-Anleihen ist von durchschnittlich 5,500 % im Jahr 2009 auf 2,750 % in 2012 gesunken. Der durchschnittliche Kupon eines Mid Cap-Bonds ist zwischen 2009 und 2012 von 6,175 auf 7,250 % gestiegen.

Die Untersuchung der finanziellen Risikotragfähigkeit der Anleiheemittenten anhand der Jahresabschlussdaten legt deutliche Unterschiede zwischen den Large und Mid Caps offen. So weisen die Mid Caps eine niedrigere Eigenmittelausstattung sowie einen höheren Anteil an kurzfristigen Verbindlichkeiten auf und der Grad der Rentabilität liegt im Durchschnitt unter dem der Large Caps. Nichtsdestotrotz sind die Abstände der Mid Caps zu den Large Caps nicht unverhältnismäßig groß. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten konnten durch die emittierten Anleihen abgelöst werden, so dass die Fremdkapitalstruktur rückläufig ist. Zudem deuten

die Kennzahlen der Ertragskraft auf einen leicht positiven Trend hin. Die Kennzahlen der Schuldendienstfähigkeit sind in der Tendenz seitwärts gerichtet. Auch am aktuellen Rand konnte keine wesentliche Eintrübung der Kennzahlen verzeichnet werden.

Eine Betrachtung der Ausfallraten unter den Anleiheemittenten zeigt, dass von den 236 Anleiheemittenten insgesamt 14 Unternehmen ausgefallen sind – darunter die meisten im vergangenen Jahr (8 Ausfälle). Unter der Annahme von 14 Ausfällen über einen Zeitraum von vier Jahren beläuft sich die einjährige Ausfallrate auf insgesamt 1,48 %. Werden die Emittenten der Branche Erneuerbare Energien in dieser Kalkulation nicht berücksichtigt, liegt die Ausfallrate bei nur noch 0,74 % und damit unter dem Niveau der Gesamtwirtschaft (0,77 %).

INHALTSVERZEICHNIS

MANAGEMENT SUMMARY.....	3
INHALTSVERZEICHNIS.....	5
ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	6
I. EINLEITUNG	7
2. DER ANLEIHEMARKT IN DEUTSCHLAND – EINE BESTANDSAUFNAHME	11
3. DIE FINANZIELLE RISIKOTRAGFÄHIGKEIT DER EMITTENTEN	20
4. AUSFÄLLE DEUTSCHER ANLEIHEEMITTENTEN	27
5. SCHLUSSBEMERKUNGEN	29
ANHANG	31

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Bedeutung des deutschen Corporate Bond Marktes im Vergleich	7
Abbildung 2: Anleiheemissionen und Anleiheemittenten in Deutschland.....	12
Abbildung 3: Börsennotierte Anleiheemittenten.....	12
Abbildung 4: Anteil der Anleihe emissionen nach Sektor.....	13
Abbildung 5: Large Caps vs. Mid Caps	14
Abbildung 6: Emissionsvolumen nach Sektor	14
Abbildung 7: Anleiheemissionen nach Höhe des prospektierten Emissionsvolumens	15
Abbildung 8: Entwicklung der Emission von Unternehmensanleihen.....	16
Abbildung 9: Entwicklung der Nominalverzinsung	17
Abbildung 10: Entwicklung des Emissionsvolumens am Corporate Bond Markt	18
Abbildung 11: Entwicklung des Emissionsvolumens im Mid Cap-Segment	18
Abbildung 12: Anteil veröffentlichter Ratings nach Größensegment.....	19
Abbildung 13: Bilanzsumme und Umsatz der Emittenten von Large Cap-Bonds	21
Abbildung 14: Bilanzsumme und Umsatz der Emittenten im Mid Cap-Segment.....	21
Abbildung 15: Eigenkapitalquote nach Größensegment.....	22
Abbildung 16: Fremdkapitalstruktur nach Größensegment.....	23
Abbildung 17: Gesamtkapitalrentabilität nach Größensegment.....	24
Abbildung 18: EBIT-Marge nach Größensegment	24
Abbildung 19: EBIT Interest Coverage nach Größensegment.....	25
Abbildung 20: Net Debt/EBITDA nach Größensegment.....	26
Abbildung 21: Ausfälle von Anleiheemittenten	27

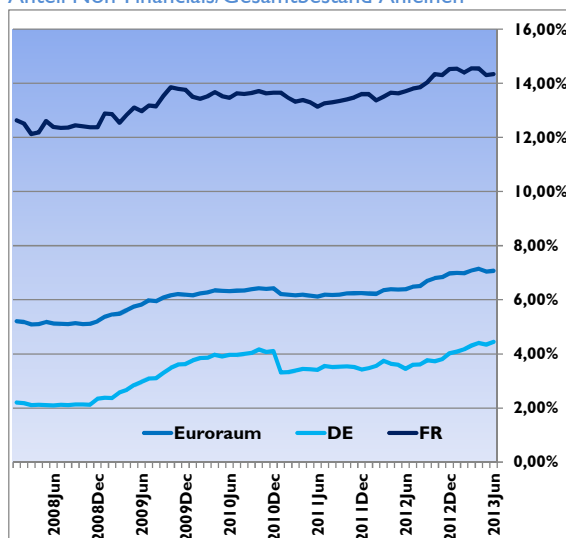
I. Einleitung

Der europäische Anleihenmarkt hat sich seit dem Beginn des vergangenen Jahrzehnts sehr dynamisch entwickelt. Der Umlauf an langfristigen auf Euro lautende Schuldverschreibungen von im Euroraum ansässigen Emittenten (inkl. öffentlicher Sektor) belief sich im Jahr 2012 auf 13,53 Bio. Euro, was 142,6 % des BIP der Euro-Länder entspricht – verglichen mit 92,1 % oder 6,76 Bio. Euro in 2002. Dagegen ist die Emission von Schuldverschreibungen durch nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften (Non-Financials) in den Euro-Ländern vergleichsweise geringfügig gestiegen, von 5,0 auf 7,8 % des BIP. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass die Emission von Schuldverschreibungen damit im internationalen Vergleich weit weniger ausgeprägt ist als in den Vereinigten Staaten. Ende 2009 lag der Anteil der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen in den USA bei 19,5 % des BIP (Euroraum: 7,8 %).

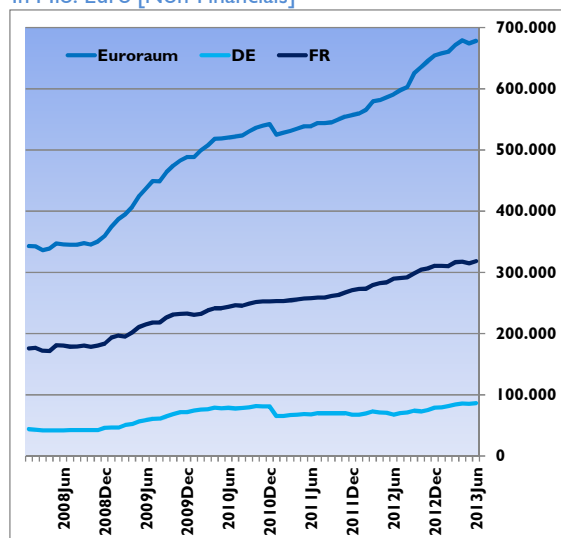
Auch innerhalb des Euroraums ergeben sich auf Länderebene wesentliche Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften (siehe Abb. I). Während sich bspw. in Deutschland das ausstehende Volumen langfristiger Euro-Schuldverschreibungen (festverzinslich) von Non-Financials im vergangenen Jahr auf rd. 86,4 Mrd. Euro belief, lag das Volumen in Frankreich bei rd. 318,2 Mrd. Euro. Damit betrug in Deutschland der Anteil der von Non-Financials begebenen Schuldverschreibungen am gesamten Bestand der begebenen Anleihen 4,4 % – verglichen mit 14,3 % in Frankreich und 7,1 % im Euroraum.

Abbildung I: Bedeutung des deutschen Corporate Bond Marktes im Vergleich

Ausstehendes Volumen langfristiger auf Euro lautender Schuldverschreibungen (festverzinslich)
Anteil Non-Financials/Gesamtbestand Anleihen



In Mio. Euro [Non-Financials]



Quelle: Europäische Zentralbank

Deutschland ist traditionell durch ein bankbasiertes Finanzierungssystem gekennzeichnet. Die Außenfinanzierung der Non-Financials ist stark durch die Kreditfinanzierung und weniger durch eine marktbasierende Finanzierung geprägt, was insbesondere auf die kleinteilig geprägte Struktur Deutschlands, d.h. den hohen Anteil an kleinen und mittelgroßen Unternehmen, begründet ist. Dessen ungeachtet hat mit dem zunehmenden Ausmaß der finanziellen Globalisierung und Finanzmarktintegration sowie der Intensivierung des Wettbewerbs auf den Finanzmärkten ein Wandel bei der Unternehmensfinanzierung eingesetzt (siehe z.B. Deutsche Bundesbank Monatsbericht, Januar 2012). So hat der Bankkredit in den vergangenen 20 Jahren systematisch an Bedeutung eingebüßt. Dieser wird zum einen in zunehmenden Umfang durch die Kreditgewährung innerhalb des Unternehmenssektors substituiert. Gleichzeitig lässt sich in Deutschland der Trend einer verstärkten Nutzung des Anleihemarktes feststellen. Während zwar noch keine strukturelle Verschiebung weg von der Finanzierung durch Bankkredite und hin zur Finanzierung durch Unternehmensanleihen eingetreten ist, konnte seit der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 eine starke Nachfrage bei den mittelgroßen Unternehmen beobachtet werden.

Gleichwohl wird sich der Markt für Corporate Bonds im Zuge der sich wandelnden Außenfinanzierungsstrukturen und Verhaltensweisen der Finanzmarktteilnehmer nicht von allein den Stellenwert verschaffen, der mit Corporate Bond Märkten wie in den USA vergleichbar wäre. Für die angemessene Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ist Transparenz und Liquidität von zentraler Bedeutung. Es gilt vor allem, Kapitalmärkte informationseffizient zu gestalten, wenn Finanzmarktteilnehmer angezogen und Liquidität geschaffen werden sollen.

Im Hinblick auf den zentralen Aspekt der Markttransparenz haben wir im Vorfeld dieser Analyse einen enormen Nachholbedarf für den deutschen Anleihemarkt identifiziert. Finanzmarktteilnehmer benötigen eine Benchmark für deutsche Unternehmensanleihen – nicht nur im Bereich der mittelständischen sondern auch großen Unternehmen. Allerdings ist der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland in Bezug auf die Fundamentaldaten und Strukturmerkmale der Emittenten ein vergleichsweise intransparenter Markt. Die jüngste Einführung einer Reihe von Indizes auf die Mittelstandsbörsen deutscher Anleihen – wie z.B. der Micro Bond index (MiBox), der Bondm-Index oder der mittelstandsmarkt Index (MI-MAX) – belegen den Bedarf an einem höheren Transparenzgrad.

Vor diesem Hintergrund ist das Ziel dieser Untersuchung, die Entwicklung des deutschen Corporate Bonds Marktes und der Emittenten genauer zu untersuchen und auf diese Weise ein hinreichendes Maß an Transparenz zu schaffen. Potenzielle Emittenten wie Marktteilnehmer müssen informiert werden – sie benötigen eine Benchmark. Eine solche Benchmark bzw.

einen Orientierungspunkt setzt diese Analyse für den Markt deutscher Unternehmensanleihen. Im Gegensatz zu anderen Untersuchungen liegt der Fokus somit nicht auf der Analyse der Rendite- oder Kursentwicklung. Vielmehr soll eine Charakterisierung der Anleihemärkte und der Emittenten gegeben werden.

Im Vorfeld der Analyse wurde eine umfassende Datenbasis erstellt, die neben Informationen wie den Emissionsvolumina oder Fälligkeiten alle relevanten Daten zu den derzeit ausstehenden deutschen Unternehmensanleihen und deren Emittenten (Jahresabschlüsse und Strukturdaten) enthält. Die Datenbank wird kontinuierlich aktualisiert und um jede weitere Emission bzw. jeden weiteren Emittenten ergänzt. Im Rahmen der vorliegenden Studie wurden alle ausstehenden Anleihen bis zum Stichtag des 30.06.2013 untersucht. Dabei wurden ausschließlich börslich gehandelte Unternehmensanleihen deutscher Non-Financials berücksichtigt, die in Euro denominiert sind. Ausschlaggebend für die Einordnung als „deutsche“ Unternehmensanleihe war neben dem Sitz des Emittenten der in der International Securities Identification Number (ISIN) enthaltene Ländercode. Während die Informationen zur Risikotragfähigkeit der Emittenten aus den Jahresabschlüssen, Geschäftsberichten und Wertpapierprospekten entstammen, wurden die Informationen zu den Unternehmensanleihen über die Websites der Börsen Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, Hamburg-Hannover sowie der Börsen in Berlin und München bezogen. Eine Ausweitung der Datenbank auf den europäischen Anleihemarkt ist vorgesehen – im Rahmen dieser Untersuchung wird zunächst ausschließlich der deutsche Corporate Bond Markt betrachtet.

Ein elementares Unterscheidungsmerkmal, das bereits an dieser Stelle genannt werden muss, ist die Differenzierung nach der Unternehmensgröße. In den meisten verfügbaren Statistiken wird nicht nach der Unternehmensgröße differenziert bzw. wird die betrachtete Grundgesamtheit insofern restringiert, als dass das jeweilige Sample auf Emissionen mit einem bestimmten Mindest- oder Höchstvolumen begrenzt wird. Somit entstehen bei der Analyse deutscher Unternehmensanleihen meist verzerrte oder nur sehr unscharfe Bilder und eventuell abweichende Entwicklungen bleiben verborgen. Ein solches Defizit weist die vorliegende Studie nicht auf. Die strukturierten Daten ermöglichen eine Segmentierung der Emittenten und liefern somit neue Erkenntnisse oder untermauern vermutete Zusammenhänge, die jedoch bislang nicht durch statistische Daten belegt werden konnten.

Der Rest der Studie ist wie folgt strukturiert. Kapitel 2 beschäftigt sich mit einer grundlegenden Charakterisierung des deutschen Marktes für Unternehmensanleihen. Unter Berücksichtigung der Größensegmentierung des Emittenten werden neben der Untersuchung der Strukturmerkmale der Anleiheemissionen die Entwicklung der Emissionsvolumen, der nominalen

Verzinsung oder die Ratings von Emittenten thematisiert. Kapitel 3 beleuchtet die finanzielle Risikotragfähigkeit der Anleiheemittenten. Dabei wird eine Längsschnittuntersuchung von für Finanzmarktteilnehmer relevanten Finanzkennzahlen vorgenommen. Von Bedeutung ist dabei auch die Differenzierung zwischen Großkonzernen und mittelgroßen Unternehmen. Durch die detaillierte Analyse von Kennzahlen der Kapitalstruktur, Rentabilität und Finanzkraft wird der Leser in die Lage versetzt, die aktuellen und zukünftigen Potenziale bzw. Risiken sowie die finanzielle Tragfähigkeit der Emittenten zu beurteilen. Kapitel 4 wendet sich den Ausfällen der Anleiheemittenten zu – ein wichtiger Aspekt, wenn Marktteilnehmer das Potenzial und das Risiko in einem Marktsegment abschätzen müssen. Kapitel 5 schließt mit einem Fazit. Im Anhang wird ein Überblick über die den Kennzahlen zugrundeliegenden Definitionen gegeben.

2. Der Anleihemarkt in Deutschland – Eine Bestandsaufnahme

In diesem Kapitel wird der Corporate Bond Markt in Deutschland charakterisiert. In diesem Zusammenhang ist die Unterscheidung von großen und mittelgroßen Unternehmen von großer Bedeutung. Wie die nachfolgenden Erhebungen zeigen werden, liegen zum einen strukturelle Unterschiede in Bezug auf die Emissionsvolumen und die Nominalverzinsung vor. Auf der anderen Seite bestehen grundlegende Unterschiede bezüglich des Zugangs und der Nutzung des Anleihemarktes, da sich den mittelgroßen Unternehmen aufgrund ihrer Größe oder Rechtsform traditionell weniger die Möglichkeit bot, Mittel über den Kapitalmarkt zu beschaffen und daher die Kreditbeziehung zur Hausbank im Vordergrund stand. Dementsprechend dürften viele Studien, die sich mit der Rendite- und Kursentwicklung auf dem deutschen Anleihemarkt beschäftigen, abweichende Entwicklungen oder Trends der jüngeren Vergangenheit – insbesondere im Hinblick auf die mittelgroßen Unternehmen – nicht erfassen.

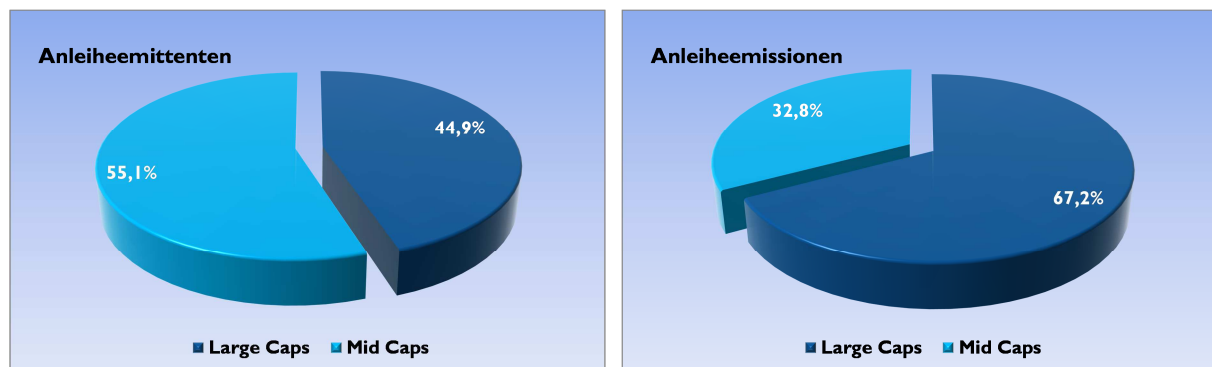
In dieser Studie wird eine Differenzierung der Anleiheemittenten vorgenommen, die auf Großunternehmen oder Large Caps und mittelgroße Unternehmen oder Mid Caps abstellt. Dabei definieren wir das Segment der mittelgroßen Unternehmen breiter als die Europäische Kommission. Nach der seit 01.01.2005 gültigen KMU-Definition der EU-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. Von dieser Definition wird in der vorliegenden Studie Abstand genommen. Vor dem Hintergrund der Untersuchung des Corporate Bond Marktes halten wir eine breiter gefasste Mid Cap-Definition für die geeignete Eingrenzung. Demnach setzt sich das Large Cap-Segment aus den Unternehmen zusammen, deren Jahresbilanzsumme sich auf 500 Mio. Euro oder mehr beläuft. Das Mid Cap-Segment definiert sich folglich über eine Bilanzsumme von unter 500 Mio. Euro.

Der Anleihenmarkt in Deutschland umfasst derzeit insgesamt 500 Anleihen (Stichtag 30.06.2013), die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden. Dabei bemisst sich die Gesamtzahl der Emittenten auf 236 Unternehmen. Unter diesen 236 Emittenten wurden insgesamt 130 Mid Caps gezählt. Damit sind weniger als die Hälfte der Emittenten Large Caps (44,9 %). Mit 336 Anleihen (67,2 %) wird jedoch die große Mehrheit der Anleihen in Deutschland von Large Caps emittiert (siehe Abb. 2).

In der Gesamtwirtschaft befinden sich in Deutschland derzeit rd. 15.000 wirtschaftsaktive Unternehmen (Unternehmen mit einer Bilanzsumme von 20 Mio. Euro oder mehr), wobei

der Anteil der Mid Caps bei 91,9 % liegt. In Anbetracht dessen erscheint die Zahl der Emittenten überraschend gering. Gleichzeitig signalisiert der Vergleich mit der Gesamtwirtschaft den enormen Nachholbedarf bzw. das Potenzial, da bislang in einem geringen Ausmaß auf marktbasierende Finanzierungsinstrumente zurückgegriffen wird – sowohl auf Seiten der Large Caps als auch bei den Mid Caps.

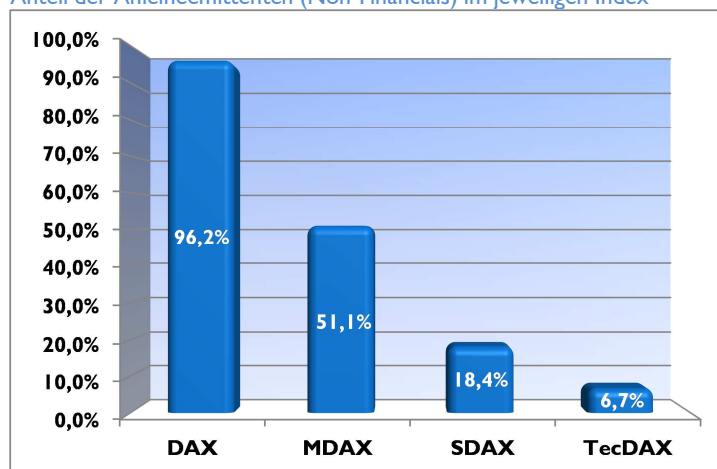
Abbildung 2: Anleiheemissionen und Anleiheemittenten in Deutschland



Unter den 106 Large Caps befinden sich mehrheitlich börsennotierte Unternehmen. Insgesamt 59 Large Caps (55,7 %) sind im DAX, MDAX, SDAX oder TecDAX enthalten. Während nahezu jedes DAX-Unternehmen (Non-Financials) eine Anleihe emittiert hat (siehe Abb. 3), ist es bei den am MDAX notierten Unternehmen nur jedes zweite (51,1 %) und den SDAX-Unternehmen nur jedes sechste (18,4 %). Seltenheitswert hat dagegen eine Anleiheemission eines TecDAX-Unternehmens (6,7 %).

Abbildung 3: Börsennotierte Anleiheemittenten

Anteil der Anleiheemittenten (Non-Financials) im jeweiligen Index

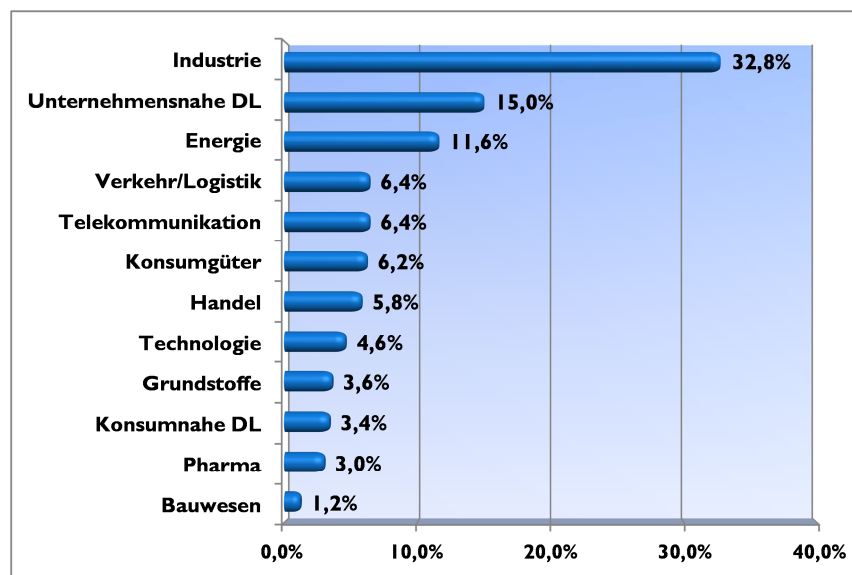


Zwar ist kein Mid Cap in einem der genannten Indizes enthalten. Nichtsdestotrotz erscheint auch im Falle der Mid Caps eine weitere Differenzierung angebracht. So spielt es aus dem

Blickwinkel der Transparenz eine große Rolle, ob sich die Anleihe des Mid Caps im geregelten Markt oder im Freiverkehr befindet. Seit 2010 bieten die Börsen in Düsseldorf (der mittelstandsmarkt), Frankfurt (Entry Standard), Hamburg-Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland), München (m:access) und Stuttgart (Bondm) die Möglichkeit an, Anleihen mit geringeren Emissionsvolumen zu emittieren. Sind die Mid Caps an einer Börse gelistet, wird durch umfangreiche Dokumentationspflichten und das Vorliegen einer Bewertung durch eine unabhängige Ratingagentur eine Einschätzung der Bonität und Solidität des Unternehmens ermöglicht. Darüber hinaus sind die gelisteten Emittenten zur Veröffentlichung von für die Kursentwicklung der emittierten Anleihe wichtigen Informationen verpflichtet. Demgegenüber ist der Grad der Transparenz bei Mid Caps, die ihre Anleihe im Freiverkehr platzieren, eingeschränkt. Aktuell sind 70 Mid Caps oder 53,8 % der Mid Caps im geregelten Markt gelistet.

Zu den führenden Anleiheemittenten zählen in erster Linie die Unternehmen der deutschen Industrie (siehe Abb. 4). Der industrielle Sektor setzt sich vor allem aus den Branchen Automobil, Chemie, Maschinen-/Anlagenbau und Metallbau zusammen. Ein Drittel aller ausstehenden Anleihen (32,8 %) werden von Industrieunternehmen in Umlauf gebracht – allein 14,0 % der Emittenten stammen aus der Automobilbranche. Stark vertreten ist auch das Segment der unternehmensnahen Dienstleister (z.B. Grundstücks- und Wohnungswesen, Rechts- und Steuerberatung, Werbung und Marktforschung etc.) mit einem Anteil von 15,0 % – insgesamt 6,2 % der Anleihen werden von Immobilienunternehmen begeben. Mehr als ein Viertel der Emittenten (25,8 %) stammen aus dem Industriesektor, weitere 22,0 % der Emittenten sind unternehmensnahe Dienstleister. Vergleichsweise viele Emittenten entstammen den Sektoren Konsumgüter (11,9 %) und Energie (11,4 %).

Abbildung 4: Anteil der Anleiheemissionen nach Sektor



Insgesamt beträgt das ausstehende Volumen deutscher Unternehmensanleihen (Non-Financials) rd. 228 Mrd. Euro, wobei sich der gesamte Umlauf an Large Cap-Bonds derzeit auf ca. 221,7 Mrd. Euro und der Umlauf an Mid Cap-Bonds auf ca. 6,1 Mrd. Euro beläuft (siehe Abb. 5). Das durchschnittliche Emissionsvolumen beträgt 456 Mio. Euro (Median 350 Mio. Euro). Die Emissionsvolumen der Large Cap-Anleihen liegen im Durchschnitt deutlich über denen der Mid Caps. Während eine Mid Cap-Anleihe ein Volumen von durchschnittlich 37,1 Mio. Euro (Median 25 Mio. Euro) verzeichnet, sind es bei den Large Caps 659,9 Mio. Euro (Median 500 Mio. Euro).

Abbildung 5: Large Caps vs. Mid Caps

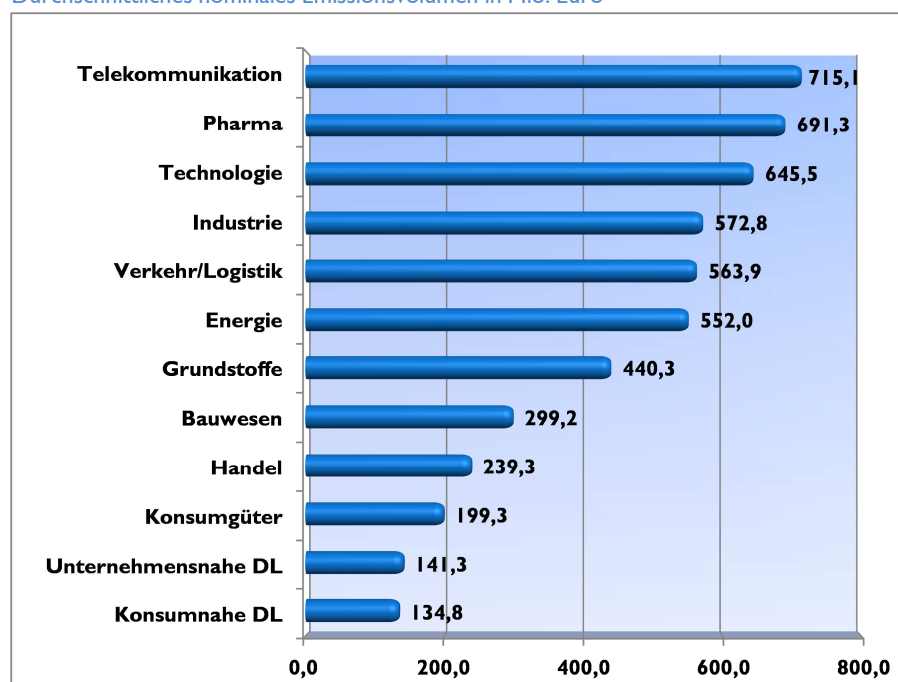
Nominales Emissionsvolumen in Mio. Euro

	Large Caps	Mid Caps
Min-Max-Spanne	3,9 - 2.500	1,0 - 480
Mittelwert	659,9	37,1
Summe	221.741,1	6.084,3

Im Branchenvergleich verzeichnen die Sektoren Telekommunikation (715,1 Mio. Euro) und Pharma (691,3 Mio. Euro) das höchste durchschnittliche Emissionsvolumen, während die Wirtschaftszweige Unternehmensnahe Dienstleistungen (141,3 Mio. Euro) und Konsumnahe Dienstleistungen (134,8 Mio. Euro) am unteren Ende der Rangliste rangieren (siehe Abb. 6).

Abbildung 6: Emissionsvolumen nach Sektor

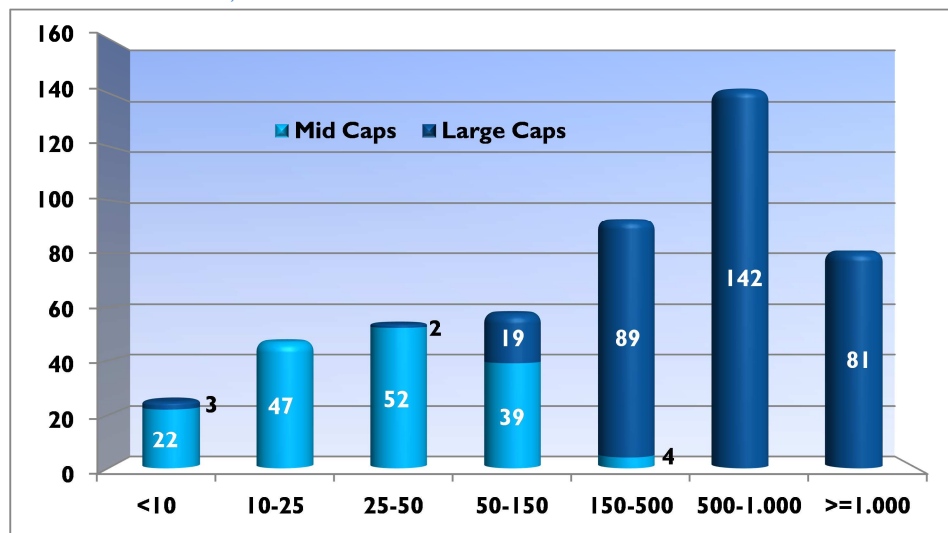
Durchschnittliches nominales Emissionsvolumen in Mio. Euro



Es ist festzuhalten, dass 44,6 % aller Anleihen über ein nominales Emissionsvolumen von 500 Mio. Euro oder mehr verfügen. Weitere 18,6 % der Emissionen besitzen ein Volumen zwischen 150 und 500 Mio. Euro (siehe Abb. 7). Im Hinblick auf die Segmentierung der Emissionsvolumen haben sich mit der Entstehung der Mittelstandsbörsen (siehe oben) neue Segmente unterhalb von 150 Mio. Euro herausgebildet. Das Emissionsvolumen von Mid Cap-Bonds liegt üblicherweise unterhalb von 50 Mio. – jedoch wurden in den vergangenen Jahren auch eine Reihe von Mid Cap-Anleihen mit einem Volumen zwischen 50 und 150 Mio. Euro platziert.

Abbildung 7: Anleiheemissionen nach Höhe des prospektierten Emissionsvolumens

Anzahl der Emissionen, nominales Emissionsvolumen in Mio. Euro

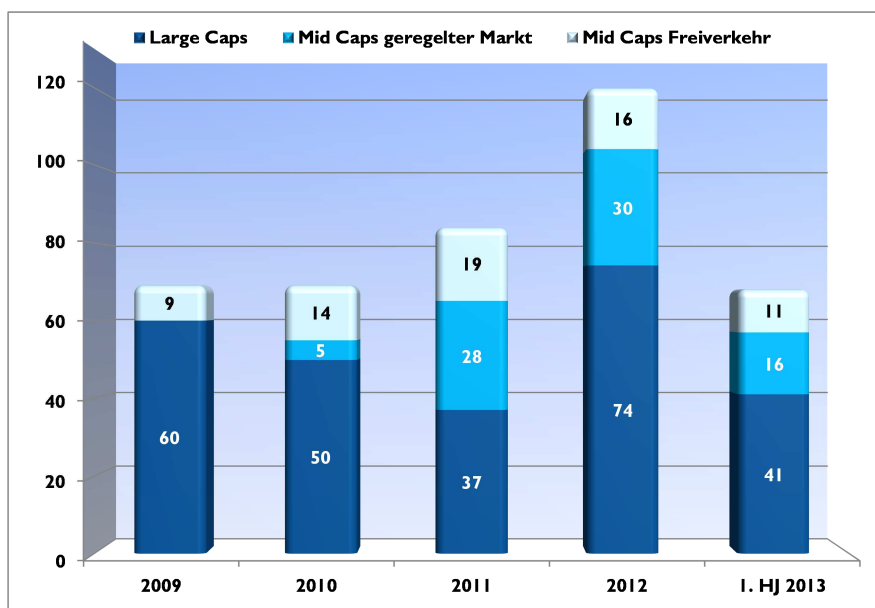


Auffallend ist die seit 2010 steigende Anzahl von emittierten Anleihen pro Jahr. Nachdem es in den Jahren 2009 und 2010 69 bzw. 68 Anleihen waren, wurden 2011 schon 84 Anleihen emittiert (siehe Abb. 8). 2012 sind insgesamt 120 deutsche Unternehmensanleihen begeben worden. In der ersten Hälfte des laufenden Jahres sind bereits 68 Emissionen – mehr als 50 % des Vorjahreswertes – erreicht worden. Womöglich zeichnet sich zudem eine andauernde Veränderung in der Struktur der Emission von Unternehmensanleihen in Deutschland ab. So scheint die Emission von Anleihen unter Mid Caps – speziell im geregelten Markt – an Attraktivität zu gewinnen. Während in den Jahren 2009 bis 2011 eine sinkende Emissionsaktivität bei den Large Caps zu vernehmen war, hat der Umlauf von Mid Cap-Bonds seit 2009 sukzessive zugenommen.

Die steigende Zahl von Anleiheemissionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sowie die zunehmende Bedeutung von Mid Cap-Bonds dürften auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein, die sich nicht gegenseitig ausschließen. Grundsätzlich sollten sich die aufhellenden

gesamtwirtschaftlichen Perspektiven positiv auf die Risikowahrnehmung im Unternehmenssektor und die Nachfrage nach Corporate Bonds ausgewirkt haben. Zudem könnte die verstärkte Nachfrage nach Corporate Bonds bankenseitig dadurch begründet sein, dass sich Unternehmen durch die steigenden regulatorischen Anforderungen im Zuge der Baseler Eigenkapitalregulierung dazu veranlasst sehen, auf alternative Finanzierungsformen auszuweichen und Kreditinstitute sich dazu gezwungen sehen, ihr Kreditbuch zu reduzieren. Zudem sollten Substitutionseffekte zwischen bank- und marktbasierter Außenfinanzierung eine Rolle gespielt haben. Auch Unternehmen mit einer höheren Bonität, die sich im Zuge einer Qualitätssicherung der Kreditvergabe keinen Restriktionen gegenübergestellt sehen, zeigen zunehmendes Interesse, ihre Finanzierungsbasis breiter aufzustellen und die Vorteile der Außenfinanzierung über eine Anleiheemission (bspw. geringere Besicherungsforderungen, breitere Investorenbasis) zu nutzen. Die Unternehmen – vor allem Mid Caps – scheinen einer Finanzierung über die Kapitalmärkte grundsätzlich offener gegenüber zu stehen als vor einigen Jahren. Ebenso könnte die stärkere Anlegernachfrage mit einer erhöhten Risikobereitschaft der Anleger und den Renditeabständen zu anderen Anlageklassen wie Staatsanleihen zu erklären sein. Das Zinsumfeld sowie die ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen könnten im Zuge der Suche nach renditeträchtigeren Anlageformen zu einer verstärkten Nachfrage nach riskanteren Vermögenswerten wie Corporate Bonds geführt haben.

Abbildung 8: Entwicklung der Emission von Unternehmensanleihen



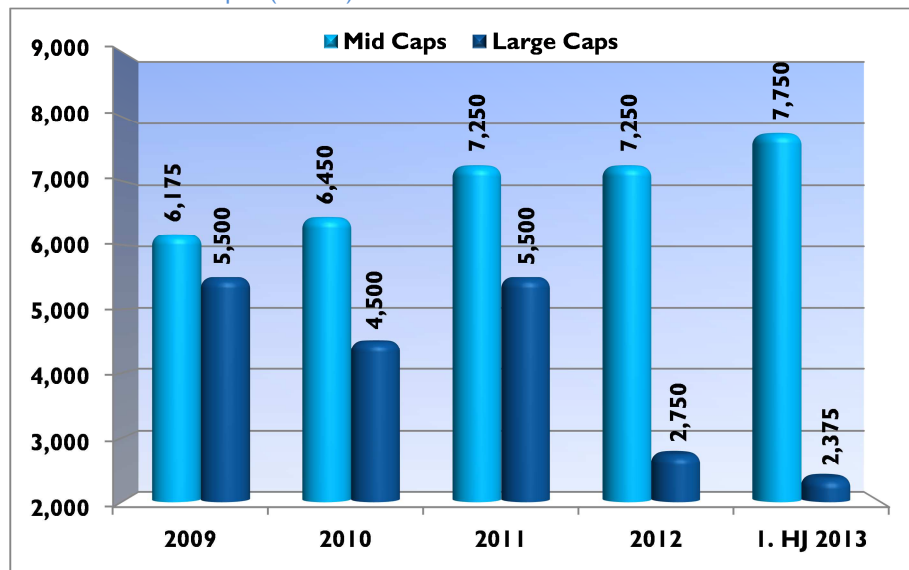
*) Geregelter Markt ⇔ [Entry Standard, Bondm, der mittelstandsmarkt, m:access, Mittelstandsbörse Deutschland]

Der durchschnittliche Kupon (Median) eines Mid Cap-Bonds ist zwischen 2009 und 2012 von 6,175 auf 7,250 % gestiegen (siehe Abb. 9). Dabei unterscheidet sich die Entwicklung der

Nominalverzinsung der Mid Cap-Bonds seit 2009 signifikant von der deutscher Large Cap-Anleihen. Wenngleich unter Schwankungen, ist die Höhe des Kupons der Large Cap-Anleihen von durchschnittlich 5,500 % im Jahr 2009 auf 2,750 % in 2012 gesunken. Im I. Halbjahr 2013 vergrößerte sich die Zinsspanne weiter – der Kupon auf Anleihen von Large Caps lag im Durchschnitt bei 2,375 %, wohingegen der Kupon der Mid Cap-Bonds bei 7,750 % notierte.

Abbildung 9: Entwicklung der Nominalverzinsung

Durchschnittlicher Kupon (Median) in %



Gemessen am Emissionsvolumen schrumpfte der Markt für auf Euro lautende deutsche Unternehmensanleihen in den Jahren 2009 bis 2011 deutlich (siehe Abb. 10). So ist das jährliche Emissionsvolumen im Zeitraum zwischen 2009 und 2011 von 48,8 auf 17,0 Mrd. Euro gesunken. Im vergangenen Jahr konnte dann ein deutlicher Rebound festgestellt werden. Insgesamt wurden 2012 Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 45,4 Mrd. Euro emittiert. Im laufenden Jahr wurden allein in der ersten Jahreshälfte Anleihen mit einem Volumen von insgesamt 27,5 Mrd. Euro begeben – 60 % des Emissionsvolumens des gesamten Vorjahres. Das rückläufige Emissionsvolumen in den Vorjahren hängt in erster Linie mit der zurückgehenden Emission von Large Cap-Anleihen zusammen. Im Jahr 2011 betrug der Anteil der von Large Caps begebenen Anleihen 44,0 %, nachdem es zwei Jahre zuvor noch 87,0 % gewesen waren.

Der Markt für Mid Cap-Bonds erreichte 2011 seinen bisherigen Höchststand (siehe Abb. 11). Insgesamt wurden Anleihen mit einem nominalen Emissionsvolumen von 2,27 Mrd. Euro emittiert. Nachdem das Emissionsvolumen im vergangenen Jahr auf 1,56 Mrd. Euro gesunken war, dürfte dieser Wert im laufenden Jahr überschritten werden. So wurden allein im ersten Halbjahr 2013 Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 1,04 Mrd. Euro begeben. Bemer-

kenswert ist auch, dass der Anteil der Mid Cap-Bonds am Emissionsvolumen zunimmt, die am regulierten Markt begeben werden. Während das Volumen der im Freiverkehr platzierten Mid Cap-Anleihen im Jahr 2011 noch ungefähr die Hälfte des gesamten Volumens im Mid Cap-Segment ausmachte, betrug der Anteil der im regulierten Markt emittierten Anleihen im ersten Halbjahr 2013 rund drei Viertel. Man kann also durchaus von einer zunehmenden Akzeptanz der neu geschaffenen Börsensegmente in Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, etc. sprechen – sowohl von Seiten der Emittenten als auch der Anleger.

Abbildung 10: Entwicklung des Emissionsvolumens am Corporate Bond Markt

Nominales Emissionsvolumen in Mrd. Euro (gerundet)

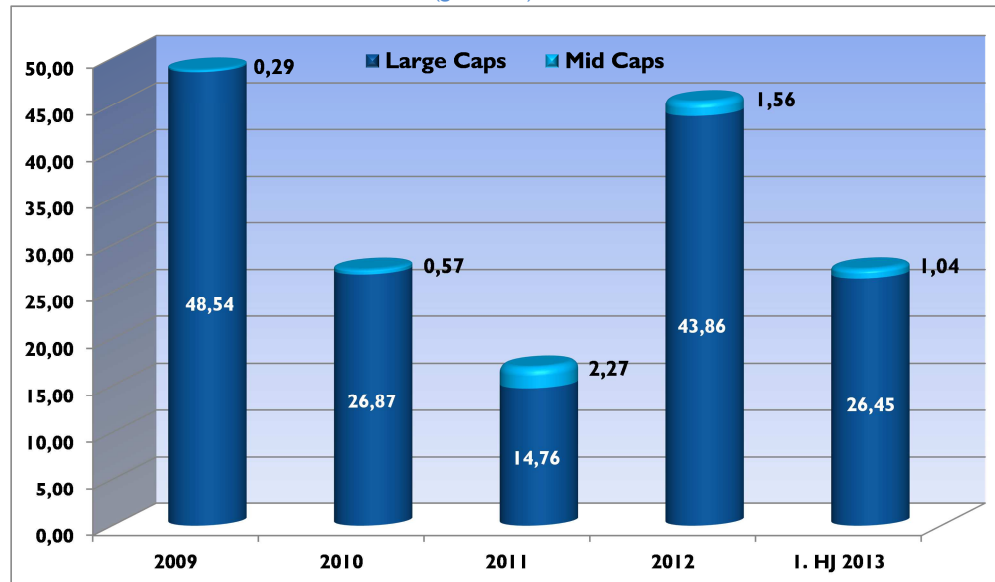
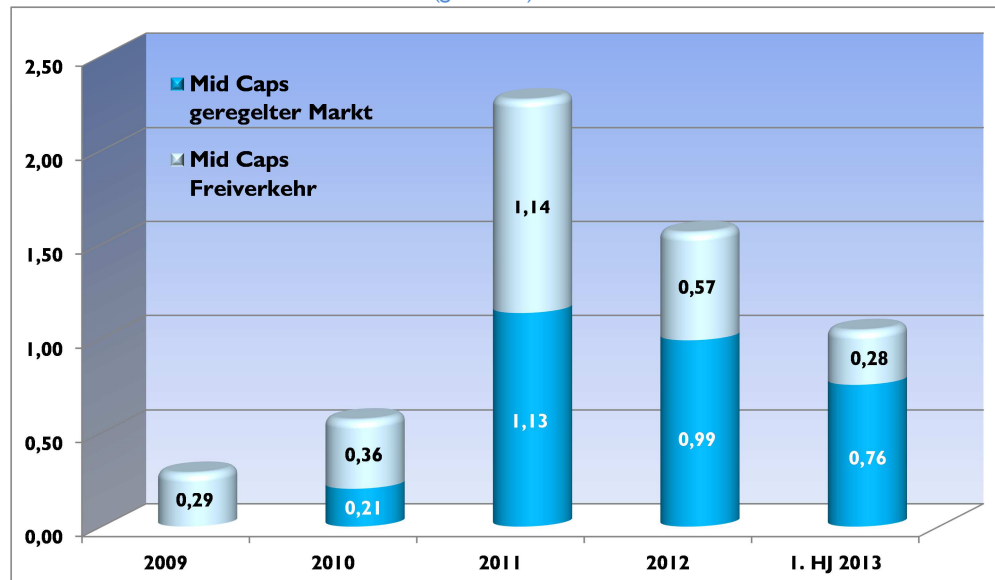


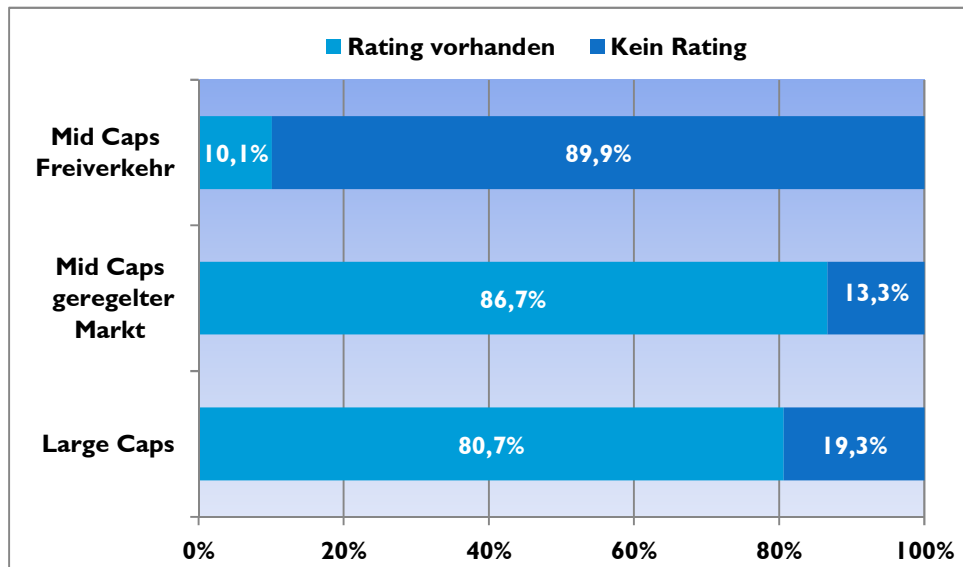
Abbildung 11: Entwicklung des Emissionsvolumens im Mid Cap-Segment

Nominales Emissionsvolumen in Mrd. Euro (gerundet)



Insgesamt verfügen die Anleihen der Mid Caps seltener über ein Rating als die Large Cap-Bonds (siehe Abb. 12). Während nur ein Fünftel (19,3 %) der von Large Caps emittierten Anleihen kein Rating aufweist, ist dies bei den Mid Caps bei fast jeder zweiten Anleihe (45,1 %) der Fall. Viel differenzierter stellt sich jedoch der Sachverhalt dar, wenn man innerhalb des Mid Cap-Segments zwischen den am geregelten Markt und im Freiverkehr platzierten Anleihen unterscheidet. Neun von zehn Mid Cap-Anleihen (89,9 %), die im Freiverkehr platziert wurden, besitzt kein Rating. Dagegen liegt der Anteil gerateter Anleiheemittenten im geregelten Markt mit 86,7 % sogar über dem Anteil des Large Cap-Segments (80,7 %).

Abbildung 12: Anteil veröffentlichter Ratings nach Größensegment



3. Die finanzielle Risikotragfähigkeit der Emittenten

Für die Nachfrage einer marktbasierten Außenfinanzierung ist nicht nur die Kenntnis über die Beschaffenheit der Märkte und die Strukturmerkmale der Emittenten notwendig. Die Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung über die Anleihemärkte werden langfristig zudem nur dann genutzt werden, wenn klare Anhaltspunkte zur Einschätzung der Bonität der Emittenten vorliegen. Die Praxis zeigt allerdings, dass eine transparente Darstellung Finanzkennzahlen, die einen Aufschluss darüber geben, wie es um die Bonität und Risikotragfähigkeit der Unternehmen bestellt ist, leider nicht die Regel ist. Zudem kann es durchaus vorkommen, dass Finanzkennzahlen von den Anleiheemittenten unterschiedlich definiert werden, so dass eine Vergleichbarkeit nicht gegeben ist.

Im Folgenden wird nach einer kurzen Darstellung des Bilanzsummen- und Umsatzwachstums die Entwicklung der für die Beurteilung der Risikotragfähigkeit der Emittenten relevanten, Kennzahlen analysiert. Abhängig vom jeweiligen Größensegment, wird dabei auf Kennzahlen zur Kapitalstruktur, Rentabilität und Finanzkraft eingegangen (siehe im Anhang für eine Definition der Kennzahlen). Grundlage der Analyse waren die relevanten Daten aus den Jahresabschlüssen und Wertpapierprospekten der Emittenten. Um eine statistische Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse (und Wertpapierprospekte) zu gewährleisten, wurden die Jahresabschlussinformationen strukturiert und rechnungslegungsübergreifend aufbereitet.

Insgesamt befinden sich die Emittenten auf dem deutschen Corporate Bond Markt trotz der vergleichsweise schwachen konjunkturellen Entwicklung auf Wachstumskurs. Hierauf deutet vor allem die kräftige Expansion der Umsätze der Anleiheemittenten im Large Cap-Segment hin (siehe Abb. 13). Zwischen 2009 und 2012 stieg der durchschnittliche Umsatz (Median) eines Large Caps von rd. 3,33 auf rd. 6,92 Mrd. Euro. Im Vergleich zum Umsatzwachstum verzeichneten die Large Caps einen unterproportionalen Anstieg der Bilanzsumme – von rd. 3,84 auf rd. 6,28 Mrd. Euro.

Auch die Mid Caps verzeichneten im Betrachtungszeitraum einen deutlichen Umsatzanstieg (siehe Abb. 14). Dabei zeigt eine Differenzierung zwischen den Emittenten von am geregelten Markt und im Freiverkehr platzierten Anleihen, dass sich die Umsätze der Mid Caps des geregelten Marktes auf einem höheren Niveau befinden. Während diese 2009 im Durchschnitt Umsatzerlöse in Höhe von rd. 63,9 Mio. Euro erreichten, erwirtschafteten sie im Jahr 2011 rd. 77,9 Mio. Euro. Der Sprung im Jahr 2012 (107,5 Mio. Euro) ist vor dem Hintergrund der etwas geringeren Grundgesamtheit veröffentlichter Jahresabschlüsse im entsprechenden Geschäftsjahr zu relativieren – zeugt aber dennoch in der Tendenz von einer Fortsetzung der

positiven Grundentwicklung im Mid Cap-Segment. Demgegenüber stiegen die Umsatzerlöse der Mid Caps, die ihre Anleihe im Freiverkehr platzierten, von 36,1 auf 53,2 Mio. Euro. Die Mid Caps des geregelten Marktes verfügen zudem über eine merklich höhere Bilanzsumme. Im Jahr 2011 lag die Bilanzsumme der Mid Caps des geregelten Marktes mit durchschnittlich 76,2 Mio. Euro mehr als viermal so hoch wie die Bilanzsumme der Mid Caps, die ihre Anleihe im Freiverkehr begeben hatten.

Abbildung 13: Bilanzsumme und Umsatz der Emittenten von Large Cap-Bonds

Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in Mio. Euro

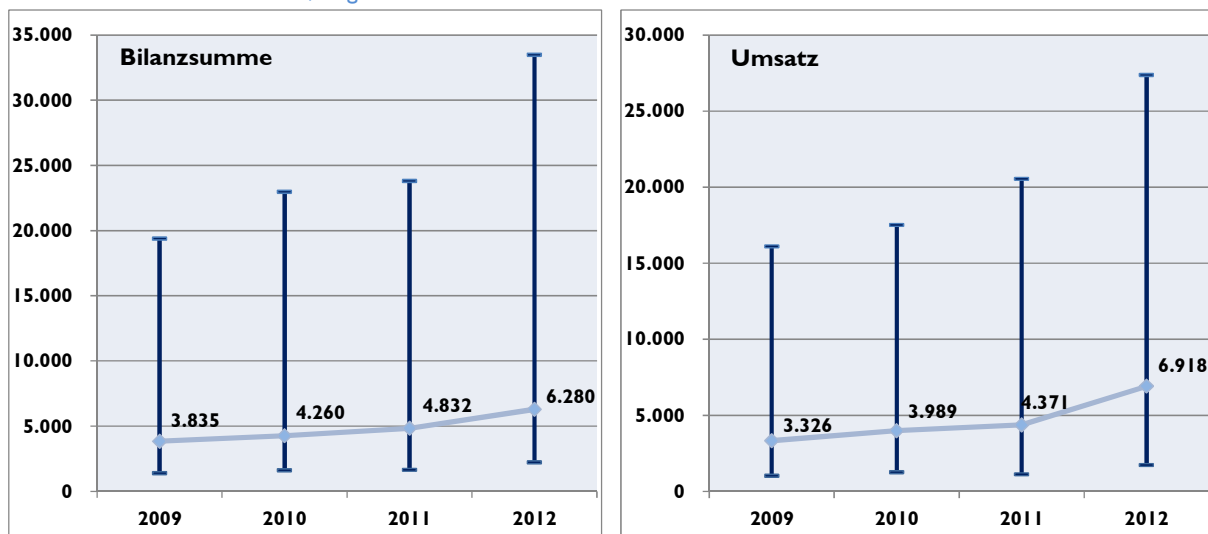
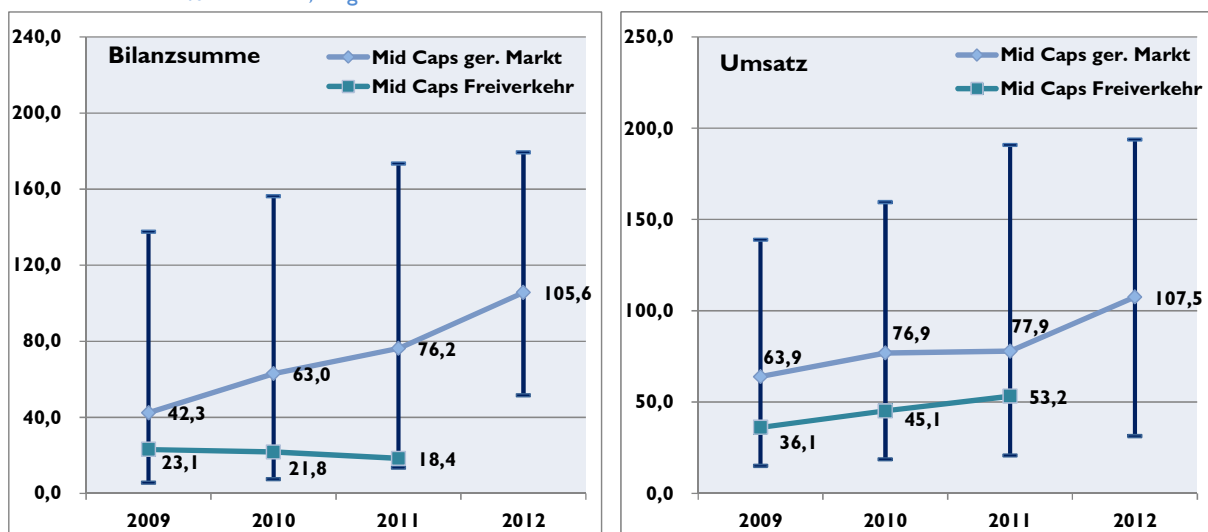


Abbildung 14: Bilanzsumme und Umsatz der Emittenten im Mid Cap-Segment

Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in Mio. Euro



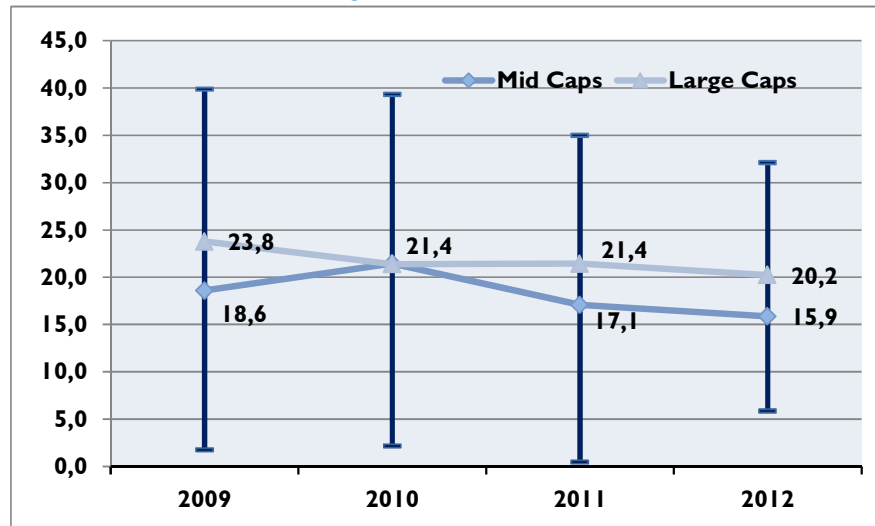
*) Für Mid Caps Freiverkehr kein statistisch signifikanter Datenbestand in 2012.

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 hierzu genauer im Anhang).

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Large Caps (Median) verschlechterte sich zwischen 2009 und 2012 von 23,8 auf 20,2 % (siehe Abb. 15). Etwas deutlicher – wenngleich unter Schwankungen – hat sich die Eigenkapitalquote der Mid Caps im Zeitablauf reduziert. Machte das bereinigte Eigenkapital 2009 noch durchschnittlich 18,6 % der bereinigten Bilanzsumme aus, lag die Eigenkapitalquote im Jahr 2012 bei 15,9 %. Dies dürfte vor allem auf die merkliche anleihebedingte Ausweitung der Bilanzsumme zurückzuführen sein, die sich von durchschnittlich 35,3 Mio. Euro im Jahr 2009 auf 107,8 Mio. Euro in 2012 erhöht hatte. Unabhängig von der Größenklasse sollte die rückläufige Entwicklung der durchschnittlichen Eigenkapitalquote bei den Anleihen emittierenden Non-Financials durch die Emission einer Anleihe und somit die Ausweitung des Fremdkapitals begründet sein.

Abbildung 15: Eigenkapitalquote nach Größensegment

Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in %

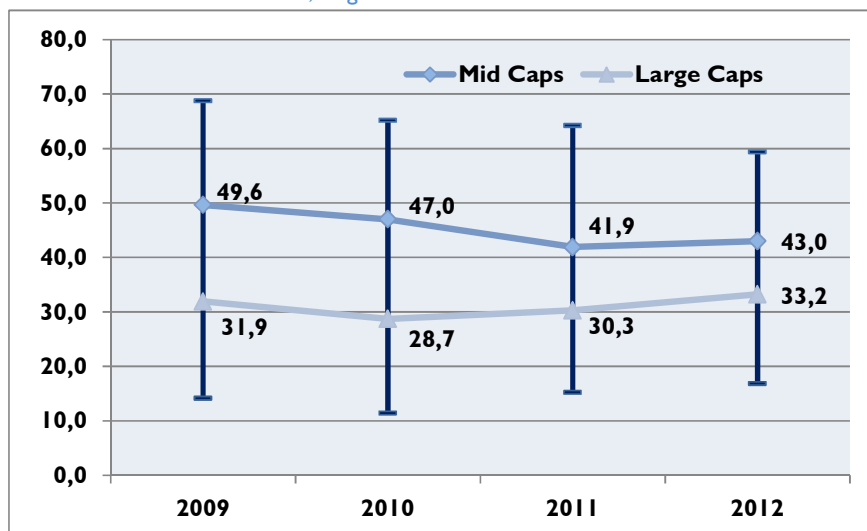


Die Analyse der Jahresabschlüsse zeigt zudem, dass die Anleiheemittenten ihre kurzfristige Verschuldung zurückführen konnten. Grundsätzlich gilt die Finanzierung eines Unternehmens als sicherer, je länger das Fremdkapital zur Verfügung steht. Das finanzielle Risiko ist bei einem steigenden Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals ungleich höher. Kurzfristige Verschuldung bedeutet, dass das Fremdkapital kurzfristig zurückgezahlt werden muss. Die hierfür nö-

tigen liquiden Mittel sind jedoch nicht immer vorhanden. Zudem kann ein hoher Grad der kurzfristigen Verschuldung zu einer höheren Ausfallgefahr des Unternehmens führen, da es in einem solchen Fall auf eine kurzfristige Anschlussfinanzierung angewiesen ist, die nicht zu jedem Zeitpunkt gesichert sein muss. Die Fremdkapitalstruktur, d.h. der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten – bestehend aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Wechseln sowie Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten – am Fremdkapital, ist bei den Mid Caps zwischen 2009 und 2012 im Durchschnitt von 49,6 auf 43,0 % gesunken (siehe Abb. 16). Demnach scheint sich die Schere zwischen den Large Caps und den Mid Caps zu schließen. Im gleichen Zeitraum hat sich der Anteil des kurzfristigen Fremdkapitals der Large Caps leicht von 31,9 auf 33,2 % erhöht.

Abbildung 16: Fremdkapitalstruktur nach Größensegment

Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in %



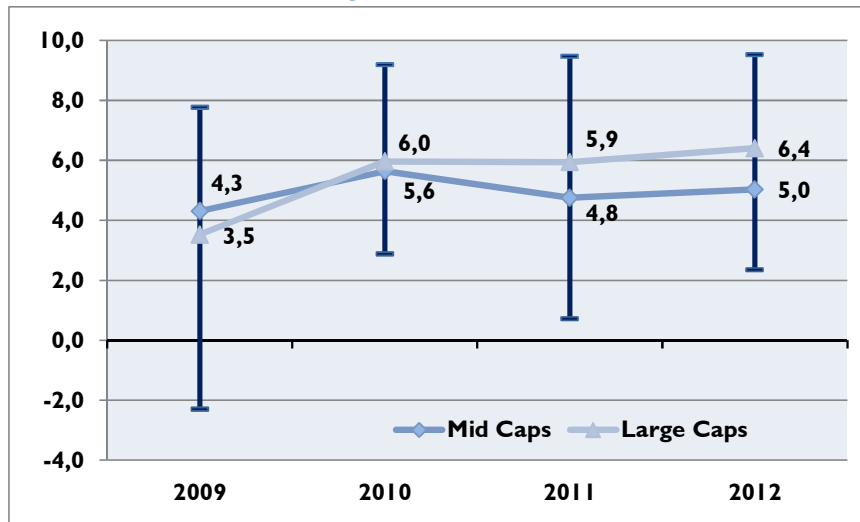
Die Ertragskraft der Anleiheemittenten nahm im Analysezeitraum zu. Sowohl die Gesamtkapitalrentabilität als auch die EBIT-Marge belegen ein gestiegenes Rentabilitätsniveau. Dabei wird die Gesamtkapitalrentabilität als Messgröße für die Verzinsung des im Unternehmen eingesetzten Gesamtkapitals eingesetzt und berechnet sich als Quotienten 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.

Insgesamt arbeiten die Large Caps rentabler als die Mid Caps. Sie konnten ihre Gesamtkapitalrentabilität auf Jahressicht von 5,9 % im Jahr 2011 auf 6,4 % in 2012 steigern, nachdem sie im Jahr 2009 noch 4,3 betragen hatte (siehe Abb. 17). Die durchschnittliche Gesamtkapital-

rentabilität der Mid Caps verbesserte sich im Jahr 2012 auf 5,0 %. 2011 lag sie mit 4,8 % noch etwas niedriger.

Abbildung 17: Gesamtkapitalrentabilität nach Größensegment

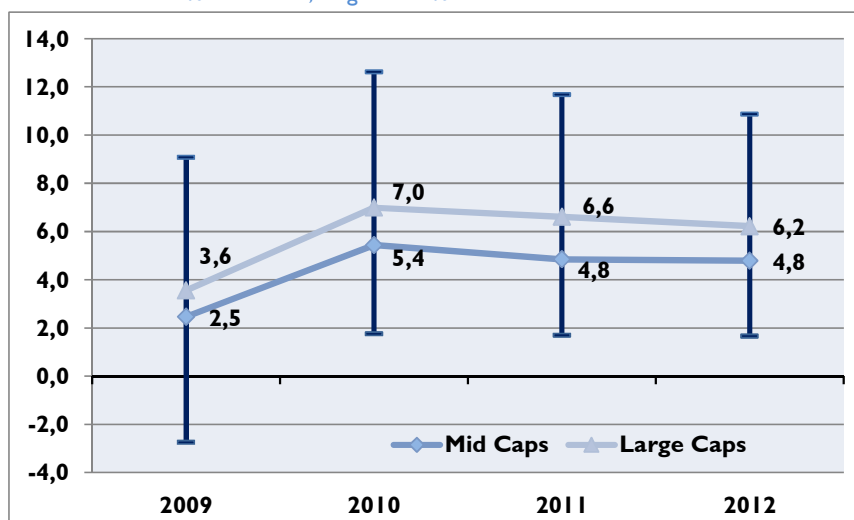
Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in %



Auch die Analyse der EBIT-Marge belegt die insgesamt höhere Ertragskraft der Large Caps (siehe Abb. 18). Die Kennzahl EBIT-Marge ($\Leftrightarrow$ 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. Während die Large Caps im vergangenen Jahr eine EBIT-Marge von 6,2 % erzielen konnten (2011: 6,6 %), belief sich die EBIT-Marge bei den Mid Caps auf 4,8 % (2011: 4,8 %).

Abbildung 18: EBIT-Marge nach Größensegment

Median und 20/80 %-Perzentile, Angaben in %

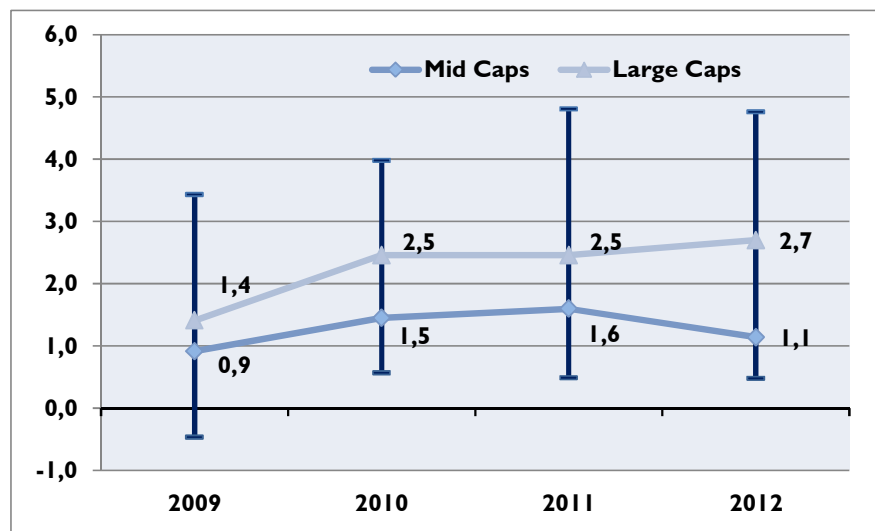


Die EBIT-Interest Coverage (EBIT-Zinsdeckungsgrad) signalisiert, dass der Zinsaufwand der Anleiheemittenten zunehmend durch ihr operatives Ergebnis gedeckt ist. Der EBIT-Zinsdeckungsgrad gibt an, inwieweit die Zinsaufwendungen aus dem Betriebsergebnis bedient werden können und ist definiert als der Quotient 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.

Die Verbesserung der EBIT-Interest Coverage wurde bis 2011 gleichermaßen von Large Caps wie von Mid Caps getragen (siehe Abb. 19). Bei den Large Caps hat sich der Zinsdeckungsgrad zwischen 2009 und 2012 von 1,4 auf 2,7 verbessert. Bei den Mid Caps stieg das Verhältnis von EBIT zum Zinsaufwand von 0,9 im Jahr 2009 auf 1,6 im Jahr 2011. Im vergangenen Jahr ging der Zinsdeckungsgrad auf 1,1 zurück. Unter Berücksichtigung der Anleihezinsen könnten sich grundsätzlich sinkende Zinsdeckungsgrade ergeben. Insofern ist der positive Trend bei den Large Caps und den Mid Caps (bis 2011) als positiv zu bewerten, da der anleihebedingte Anstieg der Zinsaufwendungen vermutlich mit einer Ergebnisverbesserung einherging.

Abbildung 19: EBIT Interest Coverage nach Größensegment

Median und 20/80 %-Perzentile

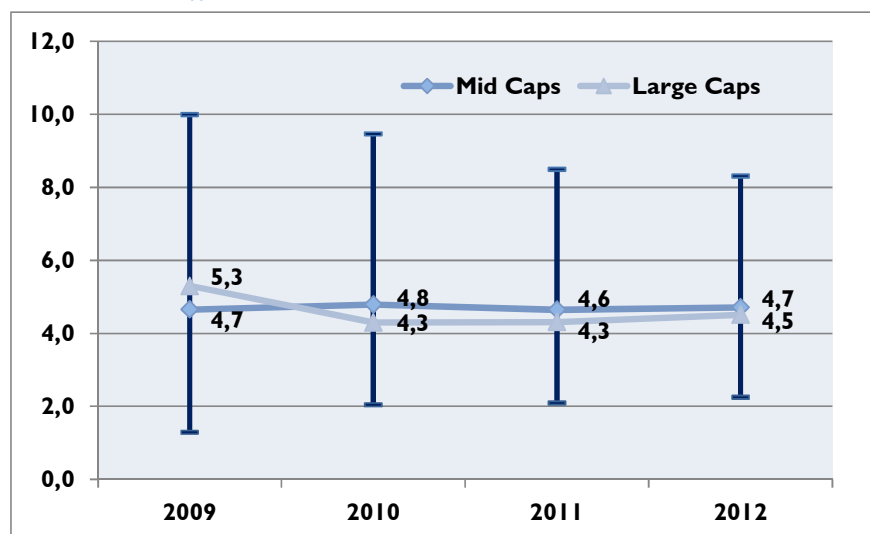


Das Verhältnis zwischen den Nettoverbindlichkeiten und EBITDA entwickelte sich im Betrachtungszeitraum tendenziell eher seitwärts. Diese Messgröße ermöglicht eine Aussage über die Schuldendienstfähigkeit der Anleiheemittenten und setzt das gesamte Fremdkapital abzüglich der erhaltenen Anzahlungen, der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der liquiden Mittel ins Verhältnis zum EBITDA. Ein niedrigerer Wert signalisiert eine bessere Rückzahlungsfähigkeit.

Die Kennzahl Net Debt/EBITDA befindet sich bei den Large Caps und den Mid Caps auf einem vergleichbaren Niveau (siehe Abb. 20). 2012 wurde im Vergleich zum Vorjahreszeitraum sowohl bei den Large Caps als auch bei den Mid Caps ein leichter Anstieg registriert – von 4,3 bzw. 4,6 im Jahr 2011 auf 4,5 bzw. 4,7 im vergangenen Jahr. Es ist festzustellen, dass der Abstand zwischen den Large Caps und den Mid Caps nicht so gravierend ausfällt wie im Fall des auf dem Unternehmensergebnis vor Zinsen und Steuern basierenden EBIT-Zinsdeckungsgrad.

Abbildung 20: Net Debt/EBITDA nach Größensegment

Median und 20/80 %-Perzentile



Insgesamt muss somit festgestellt werden, dass die finanzielle Risikotragfähigkeit der Mid Cap-Emittenten nicht in dem Ausmaß gegeben ist wie im Fall der Large Caps. So weisen die Mid Caps eine niedrigere Eigenmittelausstattung sowie einen höheren Anteil an kurzfristigen Verbindlichkeiten auf und der Grad der Rentabilität liegt im Durchschnitt unter dem der Large Caps. Nichtsdestotrotz sind die Abstände der Mid Caps zu den Large Caps nicht unverhältnismäßig groß. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten konnten durch die emittierten Anleihen abgelöst werden, so dass die Fremdkapitalstruktur rückläufig ist. Zudem deuten die Kennzahlen der Ertragskraft auf einen positiven oder stabilen Trend hin. Die Kennzahlen der Schuldendienstfähigkeit sind in der Tendenz seitwärts gerichtet. Auch am aktuellen Rand konnte keine wesentliche Eintrübung der Kennzahlen verzeichnet werden.

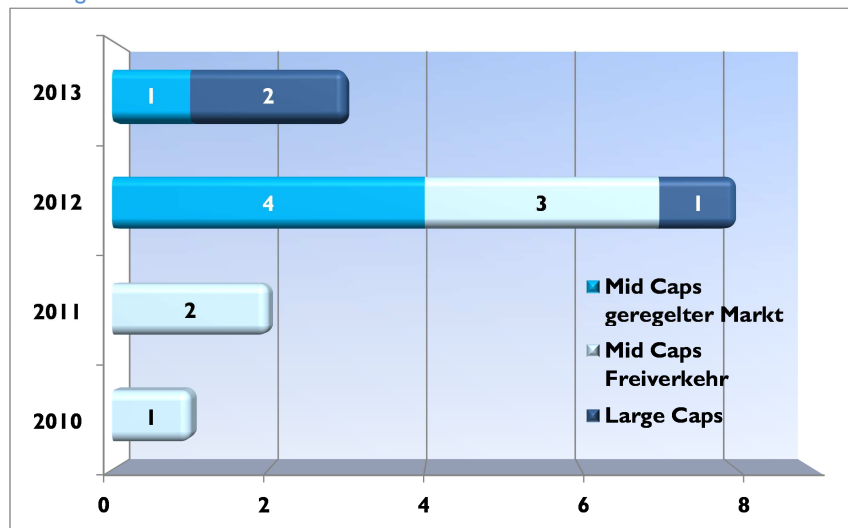
4. Ausfälle deutscher Anleiheemittenten

Ein Unternehmen gilt als ausgefallen, wenn (i) Creditreform Rating AG in entsprechender Orientierung an den Definitionen des „Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht“ und der „Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management“ (DVFA) 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(en) des Unternehmens gegenüber den Kapitalgebern, Investoren oder Banken mit mehr als 90 Tage überfällig ist (sind) (siehe genauer im Anhang).

Von den analysierten 236 Anleiheemittenten sind insgesamt 14 Unternehmen ausgefallen (Stichtag 30.06.2013). Im Längsschnitt waren die meisten Ausfälle im Jahr 2012 zu beobachten (8). Es ist zunächst festzustellen, dass es sich mit elf Ausfällen größtenteils um Mid Caps (ge-regelter Markt und Freiverkehr) handelte (siehe Abb. 21).

Abbildung 21: Ausfälle von Anleiheemittenten

Stichtag 30.06.2013



Dieser Befund steht jedoch unter einem branchenspezifischen Vorbehalt bzw. ist zu qualifizieren. Zum einen ist die höhere Anzahl der Ausfälle im Mid Cap-Segment insofern wenig überraschend, als dass Investitionen in Mid Cap-Bonds gegenüber einer Anlage im Large Cap-Segment grundsätzlich als risikoreicher anzusehen sind und dementsprechend höher verzinst werden. Es ergibt sich jedoch ein etwas differenzierteres Bild, wenn man betrachtet, an welchem Markt die Mid Cap-Bonds der ausgefallenen Emittenten begeben wurden – am regulierten Markt (fünf Ausfälle) oder im Freiverkehr (sechs Ausfälle).

Vor allem gilt es jedoch zu beachten, dass nicht das Mid Cap-Segment (oder der sog. Markt für Mittelstandsanleihen) per se von einem erhöhten Ausfallrisiko betroffen ist. Bei einer branchenspezifischen Betrachtung wird deutlich, dass insbesondere die Sektoren Energie und Unternehmensnahe Dienstleistungen mit sieben bzw. drei Ausfällen betroffen waren. Bei den ausgefallenen Energie-Unternehmen handelte es sich ausschließlich um Betriebe aus dem Segment „Erneuerbare Energien“. Unter den Mid Cap-Emittenten befanden sich viele Solarpark-Projektierer bzw. im Photovoltaiksegment tätige Unternehmen. Eine Branche, die sich sicherlich nicht vor Managementfehlern gefeit sah, die allerdings unerwarteten strukturellen Veränderungen wie Förderkürzungen, dem rapiden Preisverfall bei Photovoltaikmodulen sowie dem gestiegenen Interesse in Ländern außerhalb der EU gegenübergestellt war.

Eine Betrachtung der Ausfallraten unter den Anleiheemittenten zeigt, dass die Ausfallquote auf ein Jahr unter der Annahme von 14 Ausfällen über einen Zeitraum von vier Jahren bei insgesamt 1,48 % liegt. Werden die Emittenten der Branche Erneuerbare Energien in dieser Kalkulation nicht berücksichtigt, beläuft sich die Ausfallquote auf nur noch 0,74 %. Damit liegt die Ausfallquote sogar unter dem Niveau der Gesamtwirtschaft: Im Jahr 2012 betrug die Ausfallquote unter den wirtschaftsaktiven Unternehmen (mit einer Bilanzsumme von 20 Mio. Euro oder mehr) 0,77 %.

5. Schlussbemerkungen

Der jüngste Trend der verstärkten Nachfrage nach Unternehmensanleihen seitens des in Deutschland so bedeutsamen Mid Cap-Segments muss verstetigt werden. Die Möglichkeiten, die z.B. neu implementierte geregelte Märkte wie der Entry Standard in Frankfurt oder der Bondm in Stuttgart bieten, werden allerdings nur dann mittel- bis langfristig genutzt werden, wenn die Emittenten und Finanzmarktteilnehmer eine transparente Marktlandschaft vorfinden. Neben der Kenntnis über die Beschaffenheit der Märkte und die Strukturmerkmale der Emittenten sind auch Erkenntnisse im Hinblick auf die Bonität der Emittenten eminent wichtig.

Die Creditreform Rating AG hat eine umfassende Datenbasis erstellt, die Strukturinformationen der Emissionen sowie relevante Fundamentaldaten zu den derzeit ausstehenden deutschen Unternehmensanleihen und deren Emittenten enthält. Die der Untersuchung zugrunde liegenden Fundamentaldaten lagen bislang nicht in einer hinreichend transparenten Form vor. Die Datenbank wird kontinuierlich um jede weitere Emission bzw. jeden weiteren Emittenten ergänzt.

Die Untersuchung hat gezeigt, dass der Corporate Bonds Markt in Deutschland ungeachtet der deutlichen Zunahme der Anleiheemissionen – insbesondere bei Anleihen der Mid Caps – nach wie vor einen Nachholbedarf hat. Dies zeigt vor allem der internationale Vergleich. Zur gleichen Zeit bietet der deutsche Markt für Unternehmensanleihen ein immenses Potenzial für die Marktteilnehmer – sowohl die Emittenten als auch die Anleger.

Indessen sind die kritischen Stimmen in jüngster Vergangenheit lauter geworden, die ein erhöhtes Risiko im deutschen Unternehmensanleihenmarkt identifiziert haben, was vor allem durch vermehrte Ausfälle im Mid Cap-Segment begründet ist. Die differenzierte Untersuchung der Kennzahlen und Ausfälle hat gezeigt, dass sich der Markt für Mid Cap-Anleihen durchaus in einer Phase der Etablierung befindet. Von einem Abwärtstrend im Hinblick auf die Solidität der Finanzierung ist man jedoch weit entfernt.

Sicherlich ist bei einzelnen Emittenten eine schwächere Bonität festzustellen bzw. über strukturelle Veränderungen Druck auf die Branche der Erneuerbaren Energien aus. Die Entwicklung der Finanzkennzahlen über den Zeitraum von 2009 bis 2012 deutet allerdings nicht auf eine maßgebliche Eintrübung der finanziellen Risikotragfähigkeit hin. Die Kennzahlen der Ertragskraft signalisieren eher einen positiven oder stabilen Trend.

Vor dem Hintergrund der zukünftigen Marktentwicklung spielen Ratingagenturen als maßgebliche Instanz in Bezug auf das öffentliche Gut Transparenz eine tragende Rolle. Die veröffentlichten Ratings können wesentlich zum Abbau der Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und -nehmern sowie Kreditnehmern und -gebern beitragen und auf diese Weise die Transparenz des Kapitalmarktes im Interesse der Marktteilnehmer und der interessierten Öffentlichkeit merklich erhöhen.

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 =	$\frac{(\text{Fremdkapital} - \text{Verb. aus L. u. L.} - \text{erhaltene Anzahlungen} - \text{liquide Mittel})}{(\text{Betriebsergebnis} + \text{Abschreibungen})}$

Bereinigtes Eigenkapital	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	Bereinigtes Eigenkapital +Summe Fremdkapital

Definition Ausfall

Die Creditreform Rating AG 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:

- die Creditreform Rating AG 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

3W Power S.A.
A.C.M. Innovations GmbH
A.T.U Auto-Teile-Unger Handels GmbH & Co. KG
ACAZIS AG
Activa Resources AG
adidas AG
ADLER REAL ESTATE AG
Adolf Würth GmbH & Co. KG
Air Berlin PLC
ALBA Group plc & Co. KG
Albert Reiff GmbH & Co. KG
Albis Leasing AG
ALEGRA GmbH
ALNO Aktiengesellschaft
ALSTRIA OFFICE Reit AG
Arenico Productions GmbH
ARISTON Real Estate AG
Asklepios Kliniken Hamburg GmbH
AVW Grund AG
BASF SE
Bastei Lübbe GmbH & Co.KG
Bayer AG
Bayerische Motoren Werke AG
BDT MEDIA AUTOMATION GMBH
Behr GmbH & Co. KG
Berentzen-Gruppe Aktiengesellschaft
Bertelsmann SE & Co. KGaA
Bilfinger SE
BKN biostrom AG
BosTrade Businesscenter GmbH
Brenntag AG
Bridge Capital Partners GmbH
CAPEX Grundstücksverwertungsgesellschaft mbh
CARPEVIGO AG

CBI Louisbourg Resort GmbH
CCG Cool Chain Group Holding AG
Celesio AG
Centrosolar Group AG
Constantin Medien AG
Continental AG
Daimler AG
Danone GmbH
DEIKON GmbH
Deutsche Bahn Aktiengesellschaft
Deutsche Börse AG
Deutsche ETP GmbH & Co. KG
Deutsche Lufthansa AG
Deutsche Post AG
Deutsche Telekom AG
DF Deutsche Forfait Aktiengesellschaft
DIC Asset AG
Dr. Ing. h.c. F. Porsche Aktiengesellschaft
Driver & Bengsch AG
Dürr AG
e.n.o. energy GmbH
E.ON SE
Edel AG
Ekosem-Agrar GmbH
Ekotechnika GmbH
EnBW Energie Baden-Württemberg AG
Energiekontor AG
Enterprise Holdings
ESTAVIS AG
eterna Mode Holding GmbH
Eurogrid GmbH
Evonik Industries AG
EWE AG
EXER D GmbH
EYEMAXX Real Estate AG
FC Wertmanagement GmbH
FFK Environment GmbH
Franz Haniel & Cie. GmbH
Frarport AG Frankfurt Airport Services Worldwide
freenet AG
Fresenius Management SE
Freund & Partner GmbH Steuerberatungsgesellschaft
friedola Gebr. Holzapfel GmbH

Fußballclub Gelsenkirchen-Schalke 04 e.V.
gamigo AG
GEA Group AG
Gebr. Sanders GmbH & Co. KG
Georgsmarienhütte Holding GmbH
German Pellets GmbH
Gerresheimer AG
getgoods.de AG
GfK SE
GIF Gesellschaft für Industrieforschung mbH
Global PVQ SE
GOLDEN GATE AG
Golfino AG
Goodyear Dunlop Tires Germany GmbH
Grohe Holding GmbH
Günther Zamek Produktions- und Handelsgesellschaft mbH & Co. KG
GWB Immobilien AG
HAEMATO AG
Hahn-Immobilien-Beteiligungs AG
HALLHUBER Beteiligungs GmbH
Hamburger Sportverein e.V.
Hapag-Lloyd AG
HECKLER & KOCH GmbH
HeidelbergCement AG
Heidelberger Druckmaschinen AG
Hella KGaA Hueck & Co.
HELMA Eigenheimbau AG
Henkel AG & Co. KGaA
Heraeus Holding GmbH
hkw Personalkonzepte GmbH
HOCHTIEF AG
Homann Holzwerkstoffe GmbH
Hornbach-Baumarkt AG
HPI AG
HSE Netz AG
Ichor Coal N.V.
IDENTEC GROUP AG
Impreglon SE
Infineon Technologies AG
INKA Beteiligungsverwaltungs AG
IPSAK mbH
IVG Immobilien AG
Jacob Stauder GmbH & Co. KG

Joh. Friedrich Behrens AG
K+S Aktiengesellschaft
Kabel Deutschland Holding AG
Karlie Group GmbH
Karlsberg Brauerei GmbH
Katjes International GmbH & Co.KG
KION GROUP AG
Klöckner & Co SE
Klöckner Pentaplast German Holding GmbH & Co. KG
Kons.fabr.Zachow GmbH & Co. KG
KraussMaffei Technologies GmbH
KTG Agrar AG
KTG Energie AG
KUKA AG
LANXESS Aktiengesellschaft
Laurèl GmbH
Leoni AG
Linde AG
loginet3 AG
MAG IAS GmbH
MAN SE
Maritim Vertriebs GmbH
Marseille-Kliniken AG
maxingvest ag
MBB Clean Energy AG
Merck KGaA
Meridian Mezzanine GmbH
Metalcorp Group B.V.
METRO AG
Metropol Immobilien Rhein-Main AG
MITEC Automotive AG
More & More AG
Mox Telecom AG
MS "Deutschland" Beteiligungsgesellschaft mbH
MS Spaichingen GmbH
MT Energie GmbH
MTU Aero Engines AG
Münchener Boulevard Möbel Joseph Duna GmbH
Nabaltec AG
Nordex SE
OBI AG
Orion Engineered Carbons Bondco GmbH
Otto (GmbH & Co KG)

Oxea Holding GmbH
PCC SE
Peach Property Group (Deutschland) AG
Peri GmbH
Peter Massine Entertainment Holding GmbH
PHOENIX Pharmahandel GmbH & Co KG
Photon Energy Investments N.V.
PIAG ProInvest Real Estate AG
PNE WIND AG
posterXXL AG
Praktiker AG
Procar Automobile Finanz-Holding GmbH & Co. KG
PROKON Regenerative Energien GmbH & Co. KG
Real Invest International GmbH
Regenbogen AG
RENA GmbH
RENÉ LEZARD Mode GmbH
Rheinmetall AG
RHÖN-KLINIKUM AG
Rickmers Hold.GmbH & Cie. KG
Robert Bosch GmbH
Royalbeach Spielwaren und Sportartikel Vertriebs GmbH
Rudolf Wöhrl Aktiengesellschaft
RWE AG
S&T AG
S.A.G. Solarstrom AG
SAF-HOLLAND S.A.
Salzgitter Aktiengesellschaft
SANHA GmbH & Co. KG
Sanochemia Pharmazeutika AG
SAP AG
Schaeffler AG
Schneekoppe GmbH & Co. KG
Scholz AG
Semper idem Underberg GmbH
SeniVita Sozial gGmbH
SGL CARBON SE
SIAG Industrie GmbH
SIC Processing GmbH
Siemens Aktiengesellschaft
Singulus Technologies AG
Sixt AG
Solar Millennium AG

Solar8 Energy AG
SolarWorld AG
Solen AG
STADA Arzneimittel AG
Stadtwerke Hannover AG
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG
Stern Immobilien AG
Strenesse AG
Styrolution Group GmbH
Südzucker AG
Symrise AG
TAG Immobilien AG
TAKKO Holding GmbH
Techem Energy Metering Service GmbH & Co. KG
Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG
ThyssenKrupp AG
Travel24.com AG
TUI AG
Unitymedia KabelBW GmbH
UNIWHEELS GmbH
Valensina GmbH
Vier Gas Transport
Vital Centrum Hodey AG
Voith GmbH
VOLKSWAGEN AG
Wepa Hygieneprodukte GmbH
WGF - Westfälische Grundbesitz und Finanzverwaltungs AG
Wienerberger AG
Windreich AG
WMA Immobilien GmbH & Co. KG