12,50 EUR

BONDGUIDE

Portal, Newsletter & mehr

März 2014

In Kooperation mit

GoingPublic Magazin

SPECIAL

Anleihen 2014

4. Jg.

Finanzierung für den Mittelstand

powered by

EQS GROUP

Creditreform Rating Agentur

GÖRG

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

IKB Deutsche Industriebank

STEUBING AG WERTPAPIERHANDELSBANK

youmex

UNTERNEHMENSWACHSTUM VOM KAPITALMARKT.

WIR SIND IHR SPEZIALIST FÜR UNTERNEHMENSANLEIHEN.

Als Pionier für bankalternative Unternehmensfinanzierung war youmex allein in den letzten 3 Jahren mit einem Platzierungsvolumen von über 700 Millionen Euro am Erfolg von mehr als 40 Unternehmensanleihen in Deutschland beteiligt.

www.anleihe.youmex.de

Auszug unserer Referenzen:

2. Quartal 2013	Januar 2013	November 2012	Juni 2012
AURELIUS	DIC	RENÉ LEZARD	BOECKER
Aurelius AG	DIC Asset AG	René Lezard	Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG
EUR 20.000.000 Internationale Roadshow für Aktienumplatzierungen	**Aufstockung um EUR 30.000.000** Unternehmensanleihe	**EUR 15.000.000** Inhaberschuldverschreibung	**EUR 30.600.000** Inhaberschuldverschreibung
Lead Arranger	Lead Institutional Sales	Sales Agent	Lead Manager

youmex Invest AG – Ihr Finanz- und Kapitalmarktpartner
Taunusanlage 19, 60325 Frankfurt / Germany, +49 69 505045 000, www.youmex.de

youmex

EDITORIAL

FALKO BOZICEVIC,
CHEFREDAKTEUR

Es ist angerichtet

Liebe Leserinnen und Leser,

wir schreiben das Jahr #5 seit Erfindung der „Mittelstandsanleihe“. Und Sie wissen ja sicherlich: Jeder bekommt den Markt, den er verdient.

Mir wird ja gerne mal vorgeworfen – in der Regel von Dienstleister-Akteuren, bei denen es gerade ein wenig hakelt –, die Szene kaputtzuschreiben mittels polarisierender Editorials. Da fühle ich mich wirklich geehrt. Glaube aber, dass ich an dieser Stelle und mit diesen Mitteln wohl kaum über eine solch marktbeeinflussende Machtfülle verfüge.

Im Bond*Guide* hatten wir es stets betont: Alle Dienstleister sitzen im selben Boot wie wir (wie auch die anderen sich um Mittelstandsanleihen kümmernden Medien) – und sinkt der Pegel, laufen wir gemeinsam auf Grund. Es wird Sie deshalb nicht verwundern, wenn Qualitätsverbesserung bzw. generelle Verbesserungsideen in diesem immer noch jungen Marktsegment gleich in mehreren Fachbeiträgen/Interviews adressiert werden.

Bei 26 regulären BondGuide-Editorials per annum sowie diversen Tweets ist womöglich auch nicht jede Zeile staatstragend oder geschichtswürdig. Wenn die eine oder andere Diskussion angestoßen wird, ist schon ein wichtiger Zweck von Meinungsartikeln erfüllt.

Auch die diesjährigen Autoren/Interviewees haben wir einmal mehr aufgefordert „Kante zu zeigen“, und wie Sie fortfolgend sehen können, ist das in vielen Fällen ziemlich ordentlich gelungen. Schönschreiben muss bzw. kann man die seit ca. Mitte vergangenen Jahres eingetretene Sachlage nicht, und das ist auch nicht Aufgabe unseres jährlichen Nachschlagewerks. Vielleicht gelingt wenigstens der Versuch, den Markt ein ganz klein bisschen zu prägen – bestenfalls sogar zu lenken.

Wie Sie weiterhin sehen werden: Dieses Jahr zum ersten Mal unter Bond*Guide*-Label statt wie in den Vorjahren unter GoingPublic Magazin. Ein winziger Schritt für den Leser, ein großer – nein, nicht für die Menschheit – für den Verlag. Bond*Guide* ist mittlerweile so erwachsen geworden, dass er sich eine eigene Sonderausgabe verdient zu haben scheint.

Kurzum: Meinungsstark können wir. Dabei soll’s auch bleiben.

Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihnen

– Kapitalmarktberatung
– Eigenkapitalbeschaffung
– Langfristiges Fremdkapital über Anleihen
– Dual Track
– Incentivierungsprogramme für Führungskräfte

– Individuell
– Unabhängig
– Diskret

ANSPRECHPARTNER

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen
Dr. Stephan Mahn
Uwe Nespethal

BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

T + 49 (0) 71 52. 61 01 94. 0
F + 49 (0) 71 52. 61 01 94. 9
@ info@blaettchen-fa.de

www.blaettchen-fa.de

3 **Editorial**
Es ist angerichtet

Grundlagen

6 **Der Corporate-Bond-Markt 2013**
Unterschiedliche Entwicklungen in den Segmenten
Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory

10 **Die Zukunft der Mittelstandsanleihen in Deutschland**
Ideen zur Qualitätsverbesserung
Stefan Dodel, Christian Czaya, IKB

12 **„Emittenten finden trotz Ablehnung durch verschiedene Institute häufig doch noch einen Emissionsbegleiter“**
Interview mit Tilo Kraus, Head of Capital Markets & Derivatives, IKB Deutsche Industriebank

14 **Der deutsche High-Yield-Markt etabliert sich**
Anforderungen von Investoren verändern sich zunehmend
Holger Clemens Hinz, Martin Kunze, quirin Bank

18 **„Das Retail-Segment wurde anscheinend bewusst ausgenutzt“**
Interview mit Arno Fuchs, CEO, FCF Fox Corporate Finance

20 **„Oft wird erst kommuniziert, wenn das Kind schon in den Brunnen gefallen ist“**
Interview mit Klaus Rainer Kirchhoff, Vorstandsvorsitzender, Kirchhoff Consult

Platzierung & Handel

22 **„Das Thema ‚reine Refinanzierung‘ hat sich erledigt“**
Interview mit Thomas Kaufmann und Raimar Bock, Steubing

26 **Mittelstandsmarkt 2.0**
Status: negativ
Thomas Ronfeld, DONNER & REUSCHEL

28 **Lockruf der Börse – auf Zeit?**
Anleihen im Visier von Unternehmen und Anlegern
Dr. Martin Steinbach, EY

32 **Schuldscheindarlehen**
Reif für die Versicherungswirtschaft?
Dieter Pape, URA Rating Agentur

36 **Wandlungsfähigkeit ist en vogue**
Kreative Lösungen zur Prospektvermeidung gibt es durchaus
Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Rating, Research & Kommunikation

38 **Die Anforderungen müssen steigen**
Auf dem Weg zu professionellen Covenants-Standards
Sebastian Zank, Senior Analyst, Scope Ratings

42 **Differenzierte Strukturierung von Anleihebedingungen**
Mehr als nur Covenants
Dr. Sven Janssen, Christian Kimpel, Close Brother Seydler Bank

44 **„Es wäre bedauerlich, wenn der deutsche Mittelstand jetzt unter einer Pauschalverurteilung zu leiden hätte“**
Interview mit Dr. Michael Munsch, Vorstand, Creditreform-Rating

48 **„Ratingagenturen eröffneten eine Parallelwelt, um neue Anlegerkreise zu gewinnen“**
Interview mit Dr. Hans-Werner Grunow, Partner bei der Beratungsgesellschaft CAPMARCON

Interview mit Klaus Rainer Kirchhoff, Vorstandsvorsitzender, Kirchhoff Consult
S. 20

Dr. Martin Steinbach, EY
S. 28

Madeleine Zipperle und Dr. Thorsten Kuthe, Heuking Kühn Lüer Wojtek
S. 36

Dr. Christian Becker (Foto) und Dr. Oliver Wilken, GÖRG Rechtsanwälte
S. 62

Robert M. Hall, MFS Institutional Fixed-Income Portfolio Manager
S. 68

Ralf Meinerzag, Steubing German Mittelstand Fund I
S. 70

50 **„Viele Ratings im Markt waren unglaubwürdig“**
Interview mit Ralf Garrn, Geschäftsführer, und Hendrik Emrich, Leiter Credit Research, Euler Hermes Rating Deutschland

Legal

52 **Insiderthemen bei Anleihen**
Ein komplexes und haftungsträchtiges Thema, besonders in Krisensituationen
Dr. Johannes Weidelener, LL.M., Heussen Rechtsanwaltsgesellschaft

54 **Einiges zu bedenken**
Der Rückkauf von Anleihen
Dr. Markus J. Friedl, Dechert

56 **AIFM lässt grüßen**
Unternehmensanleihen, Mezzaninefinanzierug & Co.
Dr. Anne de Boer, Hendrik Riedel, Dr. Oliver Glück, GSK Stockmann + Kollegen

58 **Collective Action Clauses**
Gläubigerversammlungen als Mittel zur Anleiherestrukturierung
Christoph Schauenburg, Ingo Wegerich, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft

60 **Restrukturierung von Anleihen vor und in der Insolvenz**
Schuldverschreibungsgesetz versus Insolvenzordnung
Dr. Mirko Sickinger, Sven Radke, Heuking Kühn Lüer Wojtek

62 **Der Debt Equity Swap**
Ultima Ratio für eine erfolgreiche finanzielle Restrukturierung
Dr. Christian Becker, Dr. Oliver Wilken, GÖRG Rechtsanwälte

Investment

64 **Sentiment-Umfrage unter Emittenten**
Sicherheiten und Transparenz sind wichtigste Erfolgsfaktoren

68 **Folgende 10 Punkte bestimmen die Anleihemärkte 2014**
Robert M. Hall, MFS Institutional Fixed-Income Portfolio Manager

70 **Standpunkt German Mittelstand**
Mit Automobilanleihen auf der Überholspur?
Ralf Meinerzag, Steubing German Mittelstand Fund I

72 **„Wenn Kreditklauseln deutlicher ausformuliert sind, darf der Kupon auch durchaus kleiner sein“**
Interview mit Marius Hoerner, Fondsmanager des Artus Mittelstands-Renten HI Fonds

74 **Marktdaten**
League Tables und Rendite-Rating-Matrix

76 **Segmente für Mittelstandsanleihen in Deutschland**

78 **Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick**

83 **Fondsprodukte auf Mittelstandsanleihen**

Service

84 **Partner der Ausgabe im Portrait**

88 **Literaturhinweis/Impressum**

90 **Glossar**

GRUNDLAGEN

VON UWE NESPETHAL UND
PROF. WOLFGANG BLÄTTCHEN,
BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY

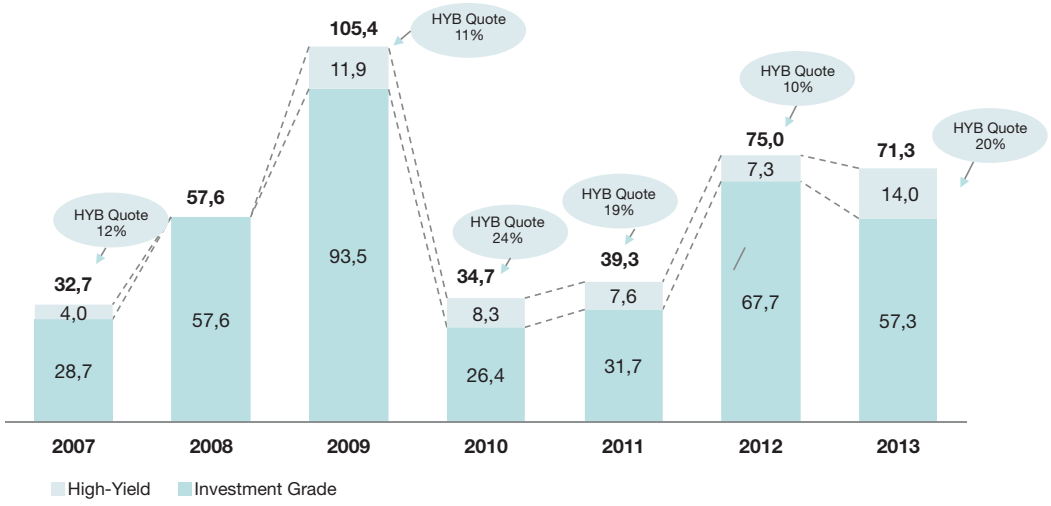
Der Corporate-Bond-Markt 2013

Unterschiedliche Entwicklungen in den Segmenten

Der Unternehmensanleihenmarkt im Überblick

Die Rahmenbedingungen für den Primärmarkt von Unternehmensanleihen waren im abgelaufenen Jahr 2013 durchaus optimal. Das Zinsniveau bewegte sich fortwährend auf einem historischen Tief. So blieb die Umlaufrendite einer 10-jährigen Bundesanleihe über das Jahr hinweg deutlich unterhalb der 2%-Marke. Der tiefste Renditewert von 1,2% wurde im Mai erzielt, nachdem die Europäische Zentralbank den Leitzins um 0,25 Punkte auf 0,5% senkte, den tiefsten Stand seit Einführung des Euros. In den folgenden Sommermonaten erhöhte sich das Zinsniveau deutlich und erreichte im September kurzfristig die 2%-Marke. Zum Jahresende lag die Umlaufrendite bei 1,91%. Im Gegensatz zum moderaten Zinsanstieg in der zweiten Jahreshälfte verengte sich der Risikoaufschlag für Anleihen von Emittenten im „High Yield“-Segment. Gemessen am iTRAXX Europe Cross Over, der mit einer Laufzeit von fünf Jahren und zum Jahresanfang mit einem Spread von 4,5% startete, erreichte er im Juli seinen Höchstwert von über 5% und hat sich danach stetig bis zum Jahresende auf ein Niveau von unter 3% reduziert.

Abb. 1: Entwicklung des Primärmarktes für institutionelle Anleihen deutscher Non-Financial-Emittenten[1)]



1) Ohne Mittelstandsanleihen
Quelle: Thomson Financial

Dieses Niedrigzinsumfeld führte dazu, dass die Emissionstätigkeit deutscher Emittenten im Segment der institutionellen Anleihen (Non-Financials) im letzten Jahr einen Wert von 71,3 Mrd. EUR erreichte und damit nahezu an das Vorjahresniveau von 75 Mrd. EUR anknüpfte. Besonders dynamisch belebte sich im abgelaufenen Jahr die Emissionstätigkeit im Hochzinsmarkt (High-Yield-Anleihen). So wurde von deutschen Emittenten ein Volumen von 14 Mrd. EUR emittiert. Das entspricht einer Steigerung von 92% gegenüber dem Vorjahr (7,3 Mrd. EUR). Ebenfalls nahm der Anteil der hochverzinslichen Anleiheemissionen am gesamten institutionellen Anleihenmarkt zu. Diese sogenannte High-Yield-Quote erreichte 2013 einen Wert von 20%, der im Vorjahr noch bei 10% lag. Zu den größten High-Yield-Emittenten im letzten Jahr zählen die Automobilzulieferer, die einen Marktanteil von rund 40% innerhalb des Hochzinssegments erzielten. Zu den größten Emittenten zähl-

ten die Schäffler Gruppe (2,8 Mrd. EUR), Continental (2,2 Mrd. EUR) und ThyssenKrupp (1,6 Mrd. EUR), die regelmäßig als sogenannte Daueremittenten den Bondmarkt in Anspruch nahmen. Darüber hinaus sind 2013 auch Neu- oder Gelegenheitsemittenten an den High-Yield-Markt gekommen wie WEPA Hygieneprodukte (328 Mio. EUR), ista International (875 Mio. EUR), KION (650 Mio. EUR) oder TANK & RAST (466 Mio. EUR).

Insgesamt wurden letztes Jahr 211 Anleihen von 51 deutschen Emittenten im institutionellen Bondmarkt (Non-Financials) emittiert. Wie schon 2012 dominieren auch im Jahr 2013 die bekannten deutschen Automobilhersteller (VW, BMW, Daimler) mit einem Marktanteil von 50% gemessen am Emissionsvolumen. Die durchschnittliche Rendite für Emittenten von Anleihen mit einer 10-jährigen Laufzeit und einem Rating an der unteren Grenze des Investment Grade (BBB) lag zum Jahresende wie auch zwölf Monate zuvor bei 3,2%. Für Emittenten mit einem A-Ratingstatus hat sich das Zinsniveau für eine 10jährige Anleihe gegenüber dem Vorjahr ebenfalls nicht verändert und beträgt zum Ende des Jahres 2013 durchschnittlich 2,7%. Dagegen konnten Emittenten von High-Yield-Anleihen aufgrund der deutlichen Spread-Einengung profitieren und mussten am Ende des Jahres eine Verzinsung von durchschnittlich nur 3,9% am Markt bezahlen. Im Jahr zuvor lag die Rendite noch bei 6,3%.

Das im Jahr 2012 gestartete Börsensegment für institutionelle Anleihen an der Frankfurter Börse, der Prime Standard für Unternehmensanleihen, konnte im Laufe des letzten Jahres einen Zuwachs von acht Anleihen auf insgesamt elf erzielen. Diese elf Anleihen stammen von neun Emittenten mit einem Gesamtvolumen von rund 3,5 Mrd. EUR. Hier zeigt sich der Erfolg des Segments. Im Gegensatz zum klassischen institutionellen Primärmarkt können hier Privatanleger bei der Erstplatzierung über die Zeichnungsfunktionalität (Retail Subscription Service) teilnehmen.

Zunehmend Ausfälle im Mittelstandssegment

Von dem günstigen Zinsumfeld konnte das junge Mittelstandsanleihensegment nur bis zur Sommerpause 2013 pro-

Anzeige

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

amalphi® Begleitung einer Unternehmensanleihe 2014	WGZ BANK Die Initiativbank Begleitung bei Debt-to-Equity-Swap der SolarWorld AG 2014	BE Beteiligungen GmbH & Co. KG Begleitung Genuss-scheinemission einschließlich Prospekterstellung 2013	mic The Venture Platform Begleitung einer Wandelanleihe einschließlich Prospekterstellung 2013	ESTAVIS Begleitung einer Mittelstandsanleihe einschließlich Prospekterstellung 2013	ESTAVIS Begleitung einer Wandelanleihe 2012
HPI Begleitung einer Unternehmensanleihe 2012	Impreglon Begleitung einer Wandelanleihe 2012	KTG Agrar AG Begleitung einer Mittelstandsanleihe 2012	KTG Energie AG Begleitung einer Mittelstandsanleihe einschließlich Prospekterstellung 2012	KARLSBERG Begleitung einer Mittelstandsanleihe einschließlich Prospekterstellung 2012	seidensticker Begleitung einer Mittelstandsanleihe einschließlich Prospekterstellung 2012

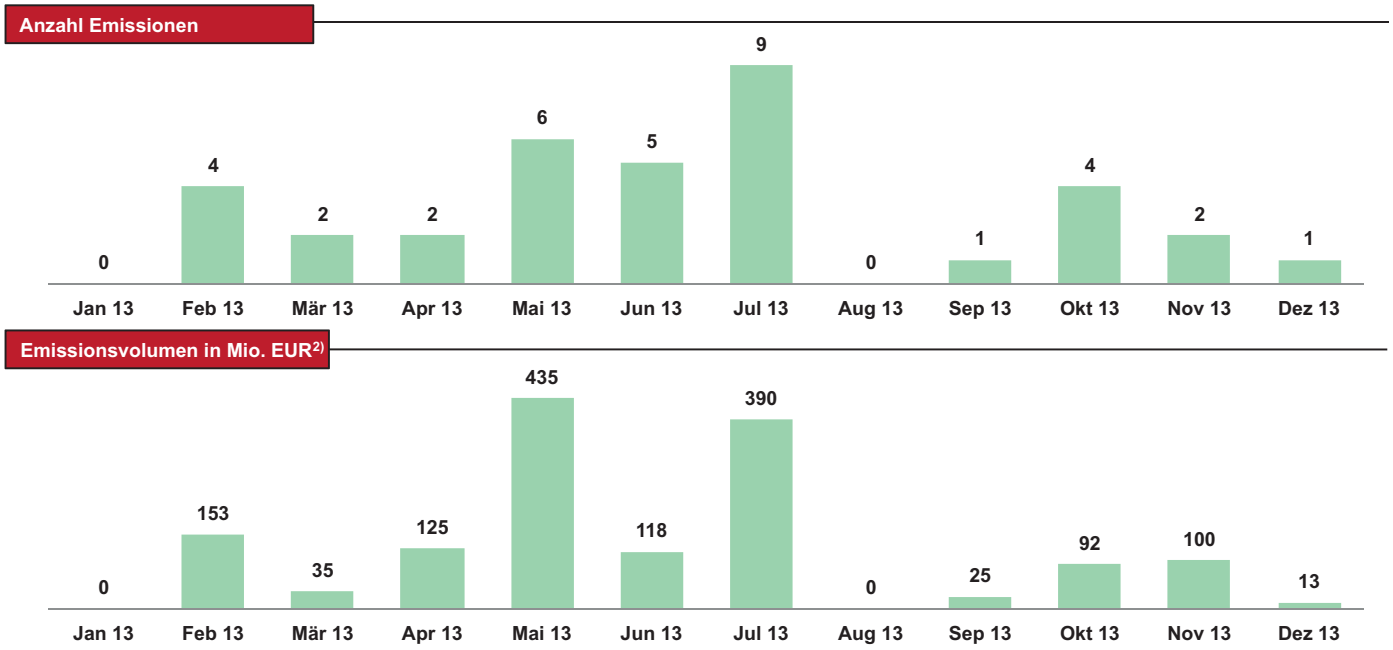
Sie wollen hoch hinaus –
wir sorgen für eine sichere Basis.

Wir bieten Ihnen ein Team erfahrener Rechtsexperten, die sich auf Kapitalmarkttransaktionen wie Börsengänge, Secondary Placements, Platzierung von Anleihen, öffentliche Übernahmen sowie auf die laufende kapitalmarktrechtliche Beratung einschließlich der Betreuung von Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften spezialisiert haben. Eine Expertise, die sich schon seit über zehn Jahren für unsere Mandanten auszahlt. www.heuking.de | kapitalmarktrecht@heuking.de

Berlin · T +49 30 88 00 97-0 · berlin@heuking.de
Brüssel · T +32 2 646 20-00 · brussels@heuking.de
Chemnitz · T +49 371 38 203-0 · chemnitz@heuking.de
Düsseldorf · T +49 211 600 55-00 · duesseldorf@heuking.de
Frankfurt · T +49 69 975 61-0 · frankfurt@heuking.de
Hamburg · T +49 40 35 52 80-0 · hamburg@heuking.de
Köln · T +49 221 20 52-0 · koeln@heuking.de
München · T +49 89 540 31-0 · muenchen@heuking.de
Zürich · T +41 44 200 71-00 · zuerich@heuking.ch

RECHTSANWÄLTE UND STEUERBERATER
Berlin Brüssel Chemnitz Düsseldorf Frankfurt Hamburg Köln München Zürich

Abb. 2: Emissionen – Mittelstandsanleihen 2013[1)]



1) Innerhalb der Anleihenbörsensegmente; 2) Prospektiertes Volumen
Quelle: Wertpapierprospekte

fitieren. Bis Juli wurden innerhalb der Mittelstandsanleihesegmente 1,26 Mrd. EUR[1] bzw. 28 Anleihen platziert[2]. Nach der Sommerpause ließ die Emissionstätigkeit mit einem prospektierten Volumen von nur noch 230 Mio. EUR bzw. acht Anleihen merklich nach, da sich vermehrt Ankündigungen von Zahlungsausfällen bzw. Insolvenzen häuften. In den Monaten September/Oktober kündigten Windreich[3], Centrosolar Group, FFK Environment und 3W Power sogenannte „Defaults“ an. Weitere Ausfälle folgten im November mit getgoods.de und im Dezember mit hkw Personalkonzepte. Diese Ereignisse setzten die Marktindizes für Mittelstandsanleihen deutlich unter Druck: So fiel der bondm-Index von einem Kursniveau von 95,6% zum Jahresanfang auf einen historischen Tiefstwert am 18. Dezember von 86,4%. Der Performance-Index „Entry Corporate Bond“, der am 07.05.2013 startete, erreichte seinen Tiefpunkt am 23. Dezember mit 94,3%. Beide Indizes konnte sich bis zum Jahresende nur noch wenig erholen[4]. Im Jahr 2013 wurden somit insgesamt 1,5 Mrd. EUR bzw. 36 Anleiheemissionen an den Mittelstandsmärkten platziert. Trotz der Verwerfungen im zweiten Halbjahr wurde das Niveau des Vorjahres (1,2 Mrd. EUR bzw. 33 Anleihenplatzierungen) erreicht.

Die Deutsche Börse AG baute mit dem Mittelstandsanleihesegment Entry Standard für Unternehmensanleihen ihre bereits im Jahr 2012 erzielte Marktführerschaft gegenüber dem Stuttgarter bondm aus. Zum 31. Dezember 2013 notierten im Entry Standard 52 Anleihen mit einem prospektierten Emissionsvolumen von 2,3 Mrd. EUR bzw. 1,8 Mrd. EUR tatsächlich bis zu diesem Zeitpunkt platziertem Volumen. An der Stuttgarter Börse (bondm) waren es zum Jahresende noch 27 Anleihen mit einem prospektierten Gesamtemissionsvolumen von 1,8 Mrd. EUR bzw. 1,7 Mrd. EUR tatsächlich platziertem Volumen. An dritter Stelle steht Düsseldorf mit insgesamt 16 Anleihen mit einem prospektierten Volumen von 0,48 Mrd. EUR bzw. 0,38 Mrd. EUR. Die Börsenplätze München (m:access) und Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) konnten keine Neuzugänge verbuchen.

Ausblick

In Erwartung eines moderat steigenden Zinsniveaus und einer weiterhin robusten Konjunktur in Deutschland für das laufende Jahr spricht nichts dagegen, dass die Emissionstätigkeit im institutionellen Corporate-Bond-Markt auf ähnlich hohem Niveau wie 2013 bleiben wird. Für das Mittelstandssegment wird die Situation deutlich schwieriger, da die bisherigen Ausfälle die Investoren für Mittelstandsanleihen kritischer werden lassen. Emittenten mit einer überzeugenden „Credit Story“ steht der Zugang zum Kapitalmarkt weiterhin offen.

1) Prospektiertes Emissionsvolumen
2) Emissionen innerhalb der Börsensegmente: bondm (Stuttgart), Entry Standard (Frankfurt), mittelstandsmarkt (Düsseldorf), m:access (München), Mittelstandsbörse Deutschland (Hamburg/Hannover)
3) Wechsel in den Freiverkehr erfolgte im April 2013
4) Schlusskurse am 31.12.2013: bondm Index zu 87,5% und Entry Corporate Bond Index zu 94,7%

Danke*

*) Das BondGuide Special „Anleihen 2014“ entstand mit freundlicher Unterstützung von:

EQS GROUP

Creditreform Rating Agentur

GÖRG

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

IKB Deutsche Industriebank

STEUBING AG WERTPAPIERHANDELSBANK

youmex

GRUNDLAGEN

VON STEFAN DODEL, CAPITAL MARKETS, UND CHRISTIAN CZAYA, MANAGING DIRECTOR, INSTITUTIONAL SALES, IKB

Die Zukunft der Mittelstandsanleihen in Deutschland

Ideen zur Qualitätsverbesserung

In Deutschland überwiegen traditionell enge Beziehungen zwischen Hausbank und Unternehmen. Diese Beziehungen sind – ausgelöst durch die Finanzkrise und die daraus resultierende Regulierungsdynamik – einem grundlegenden Wandel ausgesetzt. Der sich seit 2010 entwickelnde Markt für kleinvolumige Anleihen bietet hier grundsätzlich eine flexible Finanzierungsalternative für Unternehmen. Einige Ideen sollten zur Qualitätsverbesserung beitragen.

Zu diesen kleineren Anleihen zählen sowohl High-Yield-Bonds als auch Mittelstandsanleihen (MSA). Zwar existieren auch bei diesen Anleihen seitens der Investoren Anforderungen hinsichtlich Standardisierung des Emissionsprozesses, verlässlicher Bonitätseinschätzungen von Ratingagenturen, Handelbarkeit der Anleihen im Sekundärmarkt und Transparenz der Unternehmensentwicklung im Zeitablauf; diese Anforderungen wurden aber aufgrund eines Anbietermarktes bei Mittelstandsanleihen bisher teilweise nicht ausreichend berücksichtigt. Resultat ist ein Marktsegment, das mit den jüngsten Insolvenzen, Ratingherabstufungen und Kurskapriolen in der öffentlichen Wahrnehmung nicht ohne Grund kritisch beobachtet wird und nun mit abnehmendem Investoreninteresse zu kämpfen hat. Um diesem Trend entgegenzuwirken, sind nachhaltige Qualitätsverbesserungen nötig, die den Anforderungen von Investoren Rechnung tragen. Eine wesentliche Rolle in diesem Prozess kommt dabei auch den Syndikatsbanken zu. Diese sollten eine über die Strukturierung und Platzierung der Anleihe hinausgehende Verantwortung für die Implementierung und Überwachung qualitativer Mindeststandards übernehmen.

Entscheidend für eine positive Entwicklung des Marktsegments für Mittelstandsanleihen wird sein, zusätzliche institutionelle Investoren für diese Assetklasse zu begeistern. Während der Markt bisher durch Privatanleger und gepoolte Investitionen von Vermögensverwaltungen dominiert wird, halten sich die klassischen institutionellen Investoren wie Fonds und Versicherungen mit dem Verweis auf die wenig standardisierte Dokumentation und Sicherheitenstellung sowie geringe Liquidität im Sekundärmarkt zurück. Um bei diesen Investoren Interesse zu wecken, wären unserer Meinung nach folgende Themenfelder zu adressieren:

Unternehmensbonität/Kreditqualität

Die Einschätzung der Bonität eines Anleiheemittenten muss nachvollziehbar sein und objektiviert werden. Die jüngsten Ratingentwicklungen mit mitunter zu hohen Ersteinschätzungen und daraus resultierenden (verspäteten) Herabstufungen sind allerdings kein Phänomen, das auf dieses spezielle Marktsegment begrenzt ist. Auch angloamerikanische Agenturen agieren oftmals deutlich verzögert, besonders in Märkten, in denen Transparenz und Informationsdichte noch wenig entwickelt sind. Richtig ist, dass Ratingagenturen wie Creditreform, Euler Hermes oder Scope ihre Methoden weiter verfeinern und vor allem nachvollziehbar vermitteln sollten. Nicht weniger bedeutsam ist aber auch die sorgfältige Auswahl potenzieller Emittenten auf Seiten der emissionsbegleitenden Syndikatsbanken.

Gerade weil die Unternehmen des deutschen Mittelstandes sehr divergierende Risiko-Ertragsprofile aufweisen, sollten sich die Syndikatsbanken vor der Mandatierung fragen, welche Restriktionen sie an einer direkten Kreditvergabe hindern. Dass diese Restriktionen nicht deckungsgleich mit der Risikoeinstellung der Investoren sein müssen, liegt auf der Hand. Mit einem vor der Anleihebegebung zwingend vorgeschriebenen Kreditprüfungsprozess der begleitenden Syndikatsbanken könnten

Investoren allerdings ein weiteres Bewertungskriterium an die Hand bekommen, auch wenn das Ergebnis dieses Kreditprüfungsprozesses in der Regel nicht detailliert veröffentlicht wird.

Sicherheitenstellung/Covenants

Die Interessen von Anleiheemittenten und Investoren bei der Sicherheitenstellung laufen diametral auseinander. Während die Emittenten eine höchstmögliche Flexibilität ihres Fremdkapitals ohne einschränkende Schutzklauseln anstreben, versuchen institutionelle Investoren ihre Position durch eben diese Bedingungen abzusichern. Im Vergleich zu etablierten High-Yield-Bond-Märkten sind Covenants in Dokumentationen von Mittelstandsanleihen nach wie vor unterrepräsentiert. Institutionelle Investoren verweisen auf die jüngsten Insolvenzen am Markt für Mittelstandsanleihen, bei denen schärfere Covenants die Schieflage vermutlich nicht verhindert, den Anleihegläubigern aber eine bessere Stellung im Insolvenzverfahren gegeben hätten.

Transparenz

Unabhängig von begründeten Reaktionen auf konkrete Ereignisse sind viele Kursbewegungen auf einen Mangel an öffentlich erhältlichen Unternehmensinformationen zurückzuführen. In einem Segment, in dem Unternehmen nur alle sechs Monate Finanzergebnisse veröffentlichen, kann es verstärkt zu Spekulationen und Gerüchten kommen. Performanceorientierte Investoren mit periodischen Rechenschaftspflichten gegenüber ihren Kapitalgebern meiden Investitionen, deren Wertentwicklung nicht überwiegend fundamental nachvollziehbar sind. Letztlich liegt eine Erhöhung der Transparenz über die regulatorischen Mindeststandards hinaus im eigenen Interesse der Emittenten. Dies kann im Rahmen von Investoren-Updates, Finanzmeldungen oder auch Telefonkonferenzen erfolgen. Die Etablierung von Investor-Relations-Strukturen mit Ansprechpartnern für Investorenfragen wäre wünschenswert. Emissionsbegleitende Banken sollten zur Transparenz beitragen, indem sie verpflichtend regelmäßige Research-Analysen zur Unternehmensentwicklung beisteuern.

Illiquidität im Sekundärmarkt

Ein Markt mit Emissionsvolumina zwischen 10 und 150 Mio. EUR pro Anleihe kann keine hohe Sekundärmarktliquidität aufweisen. Dies umso weniger, wenn Mittelstandsanleihen mit hoher Granularität über eine Vielzahl von Privatanlegerportfolien verstreut liegen. Mittelfristig sollte das Ziel sein, ein Volumen von bis zu 1 Mio. EUR pro Emission innerhalb weniger Handelstage erwerben bzw. veräußern zu können. Hier sind die Syndikatsbanken in der Pflicht, über ihre entsprechenden Handelstische zu einer Liquiditätssteigerung beizutragen. Eine Market-Maker-Verpflichtung ist aufgrund der strukturellen Besonderheiten des Marktes für Mittelstandsanleihen (statisches Investorenverhalten, fehlende Repo- und damit Hedgingmöglichkeiten usw.) zum jetzigen Zeitpunkt illusorisch, sollte aber mittelfristig Zielsetzung der beteiligten Akteure sein.

Überwachungsfunktion/Trustee

In der derzeitigen Ausgestaltung der meisten Mittelstandsanleihen fehlt die Benennung eines Treuhänders („Trustee“), der im Interesse der Investoren die Kontrolle über die Sicherheiten und die ordnungsgemäße Abwicklung aller Zahlungsströme wahrnimmt. In der Folge müssen Investoren eigenständig auf die Einhaltung der Covenants während der Anleihelaufzeit achten und im Insolvenzfall ihre Vertretung auf der Gläubigerversammlung organisieren. Ein Seitenblick auf andere Anleihemärkte (z.B. Asset-Backed-Securities, High-Yield-Bonds Norwegen und UK) zeigt, dass eine Trustee-Funktion nicht nur Prozesssicherheit mit sich bringt, sondern durch umfangreiche Daten- und Analysefunktionen dieser Überwachungsorgane auch zur besseren Transparenz beiträgt.

> *„Wenn die wesentlichen Marktteilnehmer notwendige Qualitätsverbesserungen mittragen, können sich Mittelstandsanleihen zu einer nachhaltigen Erfolgsstory entwickeln.“*

Fazit

Für deutsche Mittelstandsunternehmen ist der Kapitalmarkt zunehmend eine bedeutsame und notwendige alternative Refinanzierungsquelle. Ziel bleibt die nachhaltige Etablierung eines deutschen High-Yield-Marktes für Anleihevolumina zwischen mindestens 30 und 150 Mio. EUR. Um die hier agierenden institutionellen Investoren nachhaltig zu interessieren, ist eine deutliche Verbesserung der Qualitätsstandards nötig. Der Blick auf die etablierten High-Yield-Märkte in Europa zeigt den Weg zu standardisierten Anleihedokumentationen, Prozessgenauigkeit und Rechtssicherheit. Um diesen Weg beschreiten zu können, sind sowohl von Seiten der Unternehmen wie auch der Syndikatsbanken Zugeständnisse und umfangreichere Verantwortlichkeiten nötig, die deutlich über den Emissionszeitpunkt der Anleihe hinausgehen. Nur wenn die wesentlichen Marktteilnehmer bereit sind, diese notwendigen Qualitätsverbesserungen mitzutragen, kann sich das Marktsegment der Mittelstandsanleihen zu einer nachhaltigen Erfolgsstory entwickeln.

GRUNDLAGEN

INTERVIEW MIT TILO KRAUS, HEAD OF CAPITAL MARKETS & DERIVATIVES, IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK

„Emittenten finden trotz Ablehnung durch verschiedene Institute häufig doch noch einen Emissionsbegleiter“

BondGuide: Herr Kraus, nicht jede Syndikatsbank wäre bereit, offen über ihre Rolle zu sprechen. Besitzt denn die Bank aus Ihrer Sicht den größten Hebel auf den Emittenten und damit auf eine Qualitätsverbesserung?

Kraus: Einerseits ja. Bei der IKB z.B. ist bei jeder Transaktion die Zustimmung verschiedener Abteilungen notwendig. Durch dieses „interdisziplinäre Mehraugenprinzip“ ist eine bessere Qualitätsentscheidung zu erwarten, als wenn die Konsortialabteilung alleine entscheiden dürfte. Andererseits sind die Interpretationsunterschiede zwischen einzelnen Syndikatsbanken bzw. Brokerhäusern relativ groß, so dass Emittenten trotz Ablehnung durch verschiedene Institute häufig einen Emissionsbegleiter mit anderem Qualitätsverständnis finden. Auch scheinen Investoren, anders als z.B. im High-Yield-Markt, die Begleitung durch bestimmte Institute noch nicht als positives oder aber negatives Zeichen mit Blick auf Dealqualität, Handelssupport und regelmäßige Analysen zu begreifen.

BondGuide: Financial Covenants sind eine tolle Sache – doch wer überwacht die eigentlich?

Kraus: Die Überwachung der Covenants ist sicherlich generell ein Thema. In Anlehnung an die Trusteefunktion anderer Märkte könnte man hierbei z.B. auf einen bei Begebung der Anleihe gemeinsam vereinbarten Vertreter zurückgreifen. Dieser würde dann stellvertretend für alle Anleger die Einhaltung der Covenants überwachen.

BondGuide: Wäre es Ihrer Meinung nach zu viel verlangt von Emittenten, sich genau wie im Prime Standard mindestens einmal pro Jahr auf Analystenveranstaltungen präsentieren zu müssen?

Foto: Deutsche Börse AG

Kraus: Nein, aus unserer Sicht ist das absolut wünschenswert und wird auch von den Investoren begrüßt. Viele Mittelständler tragen dem Rechnung, indem sie an Konferenzen wie dem Fremdkapitalforum der Deutschen Börse oder der Kreditkonferenz der IKB teilnehmen.

BondGuide: Zu beobachten ist, dass Kurse vorlaufen und dann erst Nachrichten nach sich ziehen. Kann das auf Dauer angehen?

Kraus: Eigentlich nicht. Für mich ist die zentrale Frage allerdings nicht, ob ein fallender Kurs negative Nachrichten erzeugt und dann im Sinne eines Herdenverhaltens der Investoren weitere Verkäufe motiviert. Wesentlich bedenklicher ist doch eine Situation, bei der im Vorfeld der Veröffentlichung negativer Nachrichten wie Rating-Downgrades größere Verkaufsorders außerhalb des normalen Flows aufgegeben werden. Da derartige Vorkommnisse einem effizienten und fairen Handel entgegenstehen, wäre eine schärfere Verpflichtung zur Einhaltung von Ad-hoc- und Insiderregelungen sicher hilfreich.

BondGuide: Herr Kraus, vielen Dank für die offenen Worte.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Zugang für den Mittelstand

Offen für Investitionen mit Sale & Lease Back Finanzierung

Als bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaft richtet sich Nord Leasing an mittelständische Unternehmen. Durch die Finanzierungsform Sale & Lease Back können gebrauchte wert-haltige Maschinen verkauft und anschließend zurückgeleast werden.

Ihr Gewinn bei einer Sale & Lease Back-Transaktion:

Zügige Generierung von Liquidität // Schaffung von Buchgewinnen bei Aufdeckung stiller Reserven // Ununterbrochene Nutzung Ihres mobilen Anlagevermögens // Pay as you earn – die Leasingraten finanzieren sich aus erwirtschafteten Umsätzen // Verbesserung der Eigenkapital-Quote durch Herauslösen des Investitionsgutes aus Ihrer Bilanz // Leasingraten sind steuerlich voll abzugsfähig // Strukturierte Verwendung der neuen Liquidität kann zur Verbesserung der Rentabilität führen // Reine Innenfinanzierung

NordLeasing

Nord Leasing GmbH · ABC-Straße 35, 20354 Hamburg, T +49 40 33 44 155-111,
F +49 40 33 44 155-166, info@nordleasing.com, www.nordleasing.com

GRUNDLAGEN

VON HOLGER CLEMENS HINZ, MANAGING DIRECTOR, UND MARTIN KUNZE, ASSOCIATE, QUIRIN BANK AG

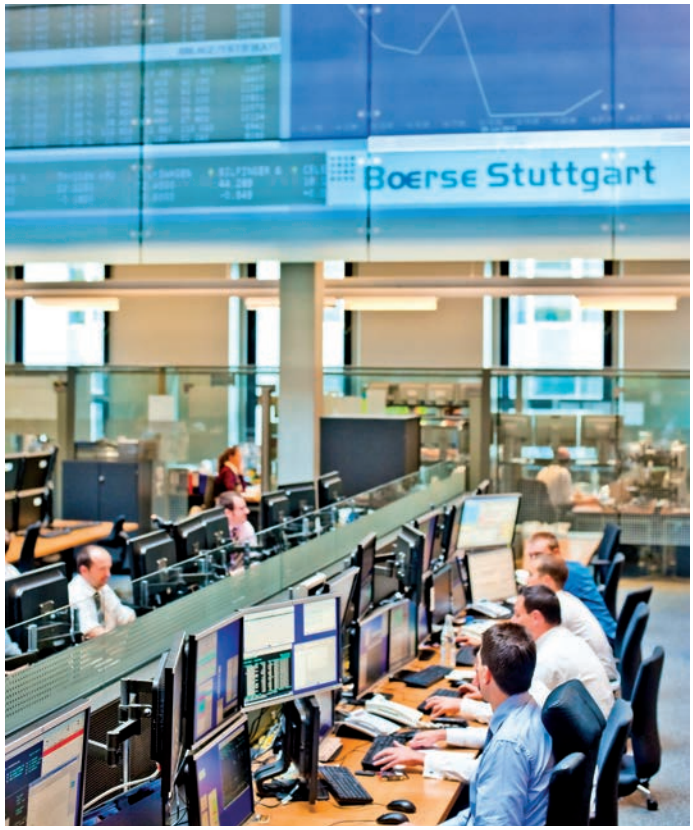
Der deutsche High-Yield-Markt etabliert sich

Anforderungen von Investoren verändern sich zunehmend

Seit der Erstemission einer Unternehmensanleihe der zwischenzeitlich insolventen Windreich GmbH im Frühjahr 2010 hat sich nach dem Vorbild der Börse Stuttgart ein neues Marktsegment für sogenannte Mittelstandsanleihen etabliert. Im April 2011 zog die Frankfurter Wertpapierbörse mit dem Entry Standard für Anleihen sowie später dem Prime Standard für Anleihen nach und hat damit den der Anzahl nach per heute größten Markt für Mittelstandsanleihen geschaffen. Zielsetzung dieser Segmente ist, mittelständisch geprägten Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu ermöglichen und Privatanlegern eine neue, attraktive Assetklasse anzubieten. Nach nunmehr knapp vier Jahren der Entwicklung konnte sich dieses neue Segment weitestgehend etablieren und hat eine gewisse Professionalisierung hinsichtlich der Struktur der Anleihen und der adressierten Anleger erfahren. Streng genommen steckt das Segment aber noch in den „Kinderschuhen“ und wird sich auch zukünftig weiter entwickeln.

Covenants und Besicherung

Diese Entwicklung zeigt sich insbesondere in der Struktur der platzierten und vertriebenen Anleihen und dort wesentlich in den in den Anleihebedingungen verankerten Covenants. Covenants (dt. „Zusicherung“) sind in diesem Kontext als Anleger-/Gläubiger- bzw. Kreditgeberschutzklauseln zu verstehen. Wurden zunächst die meisten Anleihen als „Plain-Vanilla“-Anleihen strukturiert, hat sich in den letzten beiden Jahren eine Vielzahl unterschiedlicher Covenants etabliert. Die ersten Emissionen erfolgten weitestgehend in der Ausgestaltung von Benchmark-Anleihen für Investment-Grade-geratete Unternehmen und beschränkten sich hierbei auf die weitestgehend in allen Mittelstandsanleihen zu findenden



Ausgehend vom Stuttgarter Bondm haben sich Mittelstandanleihen in Deutschland zu einem wichtigen Marktsegment entwickelt.
Foto: Börse Stuttgart

Schutzklauseln wie Negativerklärung, Kontrollwechselklauseln (sog. Change of Control) sowie standardisierte Verzugsklauseln. Auch eine Besicherung der Anleihen war mit Ausnahme von Papieren mit Immobilienbezug nicht Marktstandard.

Zwischenzeitlich hat sich die Wahrnehmung des Segments, nicht zuletzt auch wegen der zahlreichen Insolvenzen, jedoch deutlich verändert. Privatanleger sind größtenteils institutionellen

Die Entwirrtschaftskanzlei

Wer effiziente Lösungen für umfassende Aufgaben finden will, sollte mal bei uns suchen.

JUVE AWARDS 2013 Kanzlei des Jahres für Restrukturierung/Sanierung

JUVE AWARDS 2013 Kanzlei des Jahres für Vergaberecht

Dass uns JUVE gerade in zwei Bereichen – Restrukturierungen und Vergaberecht – ausgezeichnet hat, in denen es gerne einmal sehr komplex und unübersichtlich zugehen kann, freut uns besonders. Denn wir begreifen uns als „Knotenlöser" unserer Mandanten, der Projekten und Problemen mit der Expertise einer der führenden unabhängigen Wirtschaftskanzleien und der Hands-on-Mentalität eines mittelständischen Unternehmens begegnet. Schließlich ist Knotenlösen anspruchsvolle Handarbeit.

Noch Fragen? Wir antworten gerne.

www.goerg.de

Richtungsweisend.

GÖRG

BERLIN
Tel +49 30 884503-0

ESSEN
Tel +49 201 38444-0

FRANKFURT AM MAIN
Tel +49 69 170000-17

HAMBURG
Tel +49 40 500360-0

KÖLN
Tel +49 221 33660-0

MÜNCHEN
Tel +49 89 3090667-0

Mit dem Entry Standard und Prime Standard für Anleihen entstand in Frankfurt das bezogen auf die Anzahl der Emittenten größte deutsche Mittelstandsanleihensegment.
Foto: Deutsche Börse

Investoren und Vermögensverwaltern gewichen. Damit haben sich auch die geforderten Covenants verschärft. In den Anleihebedingungen sind vermehrt Schutzklauseln wie bspw. Ausschüttungssperren zulasten der Gesellschafter, Beschränkungen hinsichtlich der Vermögensveräußerung (sog. Asset Disposal), Negativerklärung, Drittverzug, aber auch Besicherungsbestandteile verankert. Bei der Besicherung kann zwischen einer dinglichen Sicherheit oder auch Personensicherheiten z.B. in Form einer Bürgschaft unterschieden werden. In diesem Zusammenhang sind dann auch weitere „Financial Covenants“ wie bspw. Loan-to-Value-Klauseln verankert. Dabei schützen solche Klauseln die Anleger bereits im Vorfeld besser als bspw. eine reine Kündigungsmöglichkeit bei Zahlungsverzug.

Kündigungsrechte des Emittenten

Einige Anleihen weisen darüber hinaus auch Kündigungsoptionen für den Emittenten aus, die aber wiederum den Schutz des Anlegers in Form von Entschädigungen berücksichtigen. Diese Kündigungsmöglichkeiten für den Emittenten sind in der Regel in Form von Vorfälligkeitskündigungsoptionen wie z.B. dem 3YNC („3 year non call“), bei dem der Emittent die Anleihe erstmalig nach Ablauf von drei Jahren kündigen kann, oder auch als Tax Gross-up (Kündigungsrecht bei Veränderung steuerrechtlicher Rahmenbedingungen) berücksichtigt. Kann eine Anleihe vor Endfälligkeit durch den Emittenten gekündigt werden, ist dieser meist verpflichtet, die Anleihe zu einem höheren Preis zurückzuzahlen, um auf diese Weise den Anleger für entgangene zukünftige Zahlungen zu entschädigen. Eine weiter reichende Spielart solcher Kündigungsoptionen für den Emittenten stellt die vermehrt auftretende „Make-Whole“-Klausel dar. Diese vorwiegend in den USA und dort im Markt für High-Yield-Anleihen etablierte Klausel findet mehr und mehr Einzug in Anleihebedingungen deutscher Emittenten, insbesondere im Non-Investment-Grade-Bereich. Hierbei soll der Gläubiger vor einer vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe durch Zahlung einer angemessenen Entschädigung geschützt werden. Dabei zahlt der Emittent zum Zeitpunkt der Kündigung den Barwert der zukünftigen (aber entfallenden) Zahlungen gemäß einer im Vorfeld definierten Formel. Zielsetzung ist es, bei erhöhter Flexibilität für den Emittenten den Investor bei einer vorzeitigen Kündigung nicht schlechter zu stellen als bei normaler Laufzeit und Endfälligkeit.

Fazit

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die aufgezeigten Trends und Entwicklungen der Ausgestaltung von Anleihebedingungen deutlich zeigen, wie sich die Anforderungen der Investoren verändert haben, um das mit einer Emission verbundene Chance-Risiko-Profil adäquat abzubilden. Für die Zukunft kann festgehalten werden, dass die Strukturierung und Ausgestaltung der Bedingungen an Bedeutung gewinnen wird und der Investorenschutz verstärkt in den Fokus rückt. Neben dem augenscheinlich engeren Korsett für Emittenten birgt diese Entwicklung jedoch auch Vorteile für beide Seiten (Emittent und Investor). Einerseits erhält der Investor mehr Sicherheit und seine Zeichnungsbereitschaft sollte steigen. Andererseits sollte sich durch eine durchdachte Struktur (Covenants und Besicherung) der Kupon aufgrund des besseren Chance-Risiko-Profils reduzieren und somit den Kapitaldienst für den Emittenten reduzieren.

Sehen ist gut.

Hinsehen ist besser.

Im Leben kommt es darauf an, ob man sieht oder genau hinsieht, ob man sich bemüht oder es kann. Warum sollte das bei einer Kanzlei anders sein? Ob bei der Strukturierung oder der Finanzierung eines Unternehmens im Kapitalmarktumfeld: Wir beraten sowohl Unternehmen, die bereits börsennotiert sind, als auch solche, die es werden wollen sowie die sie begleitenden Banken. Wir stehen ihnen bis zur besten Lösung zur Seite.

www.gsk.de

STUTTGART
Dr. Anne de Boer, LL.M.
Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
Tel +49 711 2204579-51
Fax +49 711 2204579-44
deboer@gsk.de

MÜNCHEN
Hendrik Riedel, LL.M.
Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-73
Fax +49 89 288174-44
riedel@gsk.de

BERLIN
Dr. Michael Stobbe, M.C.J.
Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-20
Fax +49 30 203907-44
stobbe@gsk.de

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

GSK. DER UNTERSCHIED.

BERLIN DÜSSELDORF FRANKFURT/M. HAMBURG HEIDELBERG MÜNCHEN STUTTGART BRÜSSEL SINGAPUR

In Kooperation mit: Nabarro in Großbritannien, August & Debouzy in Frankreich, Nunziante Magrone in Italien und Roca Junyent in Spanien (www.ourwayofdoinginternationalbusiness.com)

GRUNDLAGEN

INTERVIEW MIT ARNO FUCHS, CEO, FCF FOX CORPORATE FINANCE

„Das Retail-Segment wurde anscheinend bewusst ausgenutzt“

BondGuide: Herr Fuchs, wo kommen Sie geschäftlich mit Mittelstandsanleihen in Berührung?
Fuchs: Offen gestanden, anfangs, als der Markt für Mittelstandsanleihen über Bondm ins Leben gerufen wurde, war FCF eingeladen, bei der Entwicklung mitzuwirken. Seinerzeit haben wir das jedoch abgelehnt, weil ich keine institutionelle Investorengruppe sah, die solche mittelständischen Anleihen zeichnen würde. Ich bin dann aber durch den nachfolgenden Retail-Boom natürlich Lügen gestraft worden.

BondGuide: Greift es nicht etwas zu kurz, den Boom den Privatinvestoren in die Schuhe zu schieben?
Fuchs: Ich würde den Markt in drei Investorengruppen einteilen: Es gibt das Retail-Segment, hier zeichnen die Privatleute wirklich selbst. Dann gibt es das semi-institutionelle Segment, in dem kleine Vermögensverwalter für ihre Retail-Kunden Depots oder kleine Fonds zeichnen, die aber immer noch ausschließlich von Kleinstanlegern getrieben werden. Darüber hinaus gibt es dann noch das institutionelle/professionelle Segment.

BondGuide: Haben Sie den Eindruck, dass bei Schieflagen von Emittenten überhaupt ein Imageschaden für die Arrangeure zurückbleibt?
Fuchs: Das ist bis jetzt tatsächlich nur zum Teil so, – aber vielleicht auch nur auf den ersten und zweiten Blick. Ich bin davon überzeugt, dass sich eine nachhaltige Herangehensweise langfristig auszahlen wird. Vielleicht bin ich da päpstlicher als der Papst – aber in meinen Augen kann es nicht sein, dass ein möglicher Imageschaden und Geldverluste für die zeichnenden Investoren billigend in Kauf genommen werden. Wie gesagt, im langfristigen Interesse aller Beteiligten und im Interesse der Arrangeure.

BondGuide: Den – zunächst ja nur potenziellen – Imageschaden haben viele sicher so nur nicht wahrgenommen…
Fuchs: Doch, das weiß man. Es muss doch nur eine Kreditanalyse durchgeführt werden, um festzustellen, wie kreditfähig ein Unternehmen ist. Das passiert, indem man sich die Profitabilität ansieht, die Cash-Flow-Statements, die Bilanz und das Geschäftsmodell. Man schaut, wie viel Cash die Firma überhaupt braucht, um ihre Abschreibungen zu refinanzieren. Wenn einem dann noch bewusst ist, wie zyklisch die Branchen sind – das ist alles keine Raketenwissenschaft. Das wird seit Hunderten von Jahren so gemacht im Anleihe-Bereich. Dann kann ich als Gesellschaft oder als begleitende Bank ablesen: Ist es ein hohes Risiko – ja oder nein? Wenn ich dann als Arrangeur einfach Covenants vorsätzlich weglasse, ist das für mich ein Problem. Das Ausmaß dieser Probleme können wir ja heute bei den bereits insolventen Fällen sehen.

BondGuide: Hätten die verantwortlichen Banken das vorher kommen sehen müssen?
Fuchs: Wenn man als Investmentbank in diesem Geschäft tätig ist, muss man das wissen. Werden dann trotzdem Bonds wider besserem Wissen strukturiert, dann bringt man seine Investoren in Gefahr. Irgendwie liegt die Vermutung nahe, dass insbesondere das Retail-Segment bewusst ausgenutzt wurde. Jetzt, da das Segment schon nicht mehr so freizügig zeichnet, müssen die besseren Investoren adressiert werden.

BondGuide: Sehen Sie Professionalisierungstendenzen?
Fuchs: Mein Eindruck ist, dass dieser Markt von vielen B- und C-Platzeuren geprägt ist, die dort ihr Glück versuchen und lieber einen abgebrochenen Deal haben oder einen Deal, der nur ein paar Jahre hält, als gar keinen – damit sie sagen können, sie spielen auf dem Bond-Markt.

BondGuide: Ist das nicht etwas hart ausgedrückt – auch im Hinblick auf Emittenten?

Fuchs: Aber so ist die Welt: Ein Drittel der Emittenten verbessert sich, ein Drittel verbessert sich nicht, kommt aber irgendwie durch, weil sie clever sind. Und das letzte Drittel der Emittenten wird kaputt gehen. Das ist aber eine viel zu hohe Ausfallquote im Bondbereich, insbesondere wenn man für dieses Risiko nur mit einem Zins von 7% bezahlt wird.

> *Die Index-Performance schreit den Arrangeuren ihre schlechte Arbeit ins Gesicht.*

BondGuide: Welche Trends sehen Sie für 2014?

Fuchs: Zuerst ein Statement zu 2013: Die Tatsache, dass auch ohne große Zinswende die Indizes für Mittelstandsanaleihen unter Wasser sind und allen anderen institutionellen Bond-Indizes hinterherhinken, spricht Bände. Diese Performance schreit den Arrangeuren ihre schlechte Arbeit ins Gesicht. Für 2014 glaube ich, dass die schlechte Performance bei einem guten Teil der Emittenten weiter anhalten wird. Für neue Emissionen hoffe ich, dass bessere Emittenten kommen und der Markt erwachsen wird. Letztendlich ist ein funktionierender Bond-Markt auch im Mittelstandsbereich grundsätzlich eine gute Entwicklung zur Unternehmensfinanzierung.

BondGuide: Herr Fuchs, wie gewohnt herzlichen Dank für die ebenfalls gewohnt interessanten Insights!

Das Interview führten Falko Bozicevic und Cynthia Castritius.

Eine längere Fassung dieses Interviews finden Sie auf www.bondguide.de/interviews

Anzeige

ISS icubic subscription solution

Das SaaS Portal für Wertpapieremissionen

- Automatisiertes Zeichnungsmodul
- Volle Kontrolle der Investorenansprache, Zeichnungsüberwachung und Zuteilung
- Datenpflege nach Ihren Dokumentations- und Layoutvorgaben
- Integration zentraler Dienstleister
- Statusüberwachungsfunktion
- Regelmäßiges Reporting

icubic

icubic AG
Mittelstraße 10
39114 Magdeburg
Germany

sales@icubic.de
www.icubic.de
+49 391 59 80 96 88

GRUNDLAGEN

INTERVIEW MIT KLAUS RAINER KIRCHHOFF, VORSTANDSVORSITZENDER, KIRCHHOFF CONSULT AG

„Oft wird erst kommuniziert, wenn das Kind schon in den Brunnen gefallen ist“

Gespräch mit Klaus Rainer Kirchhoff, Gründer und Vorstandsvorsitzender von Kirchhoff Consult, über Pleiten, Pech & Pannen in der Kommunikation im Markt für Mittelstandsanleihen

BondGuide: Herr Kirchhoff, wie beurteilen Sie aus Sicht eines Kommunikationsberaters das letzte Jahr in Bezug auf den Markt für Mittelstandsanleihen?
Kirchhoff: Leider hatten wieder einige Firmen Probleme, ihre Anleihen zu bedienen, was mich jedoch nicht wirklich überrascht hat. Zuletzt betraf dies sogar ein Unternehmen mit einer Anleihe, die nur ein Jahr Laufzeit hatte. Da fragt man sich, was in einem Jahr so Außergewöhnliches passieren kann, das die Rückzahlung unmöglich macht. Da solche Probleme erst kommuniziert werden, wenn das Kind in den Brunnen gefallen ist, fühlen sich Anleger zu Recht getäuscht. Auf diese Weise wird der für Unternehmen so wichtige Anleihemarkt leichtfertig beschädigt.

BondGuide: Ihr Haus ist in diesem Markt relativ überschaubar unterwegs, oder?
Kirchhoff: Bei Anleihen waren wir in der Vergangenheit zurückhaltend. 2013 haben wir die Mittelstandsanleihe der Rickmers Group – mit 225 Mio. EUR die größte Mittelstandsemission des Jahres – in den Prime Standard begleitet; daneben haben wir uns auf Kapitalerhöhungen und M&As konzentriert.

BondGuide: Hatten Sie die Sorge, dass es zu Reputationsschäden gekommen wäre, wenn Sie mehr gemacht hätten?
Kirchhoff: Als der Anleihemarkt begann, haben wir uns die ersten Kandidaten angeschaut und bei vielen Unternehmen festgestellt, dass sie eigentlich nicht mehr kreditwürdig waren. Und für einen klassischen Börsengang waren sie auch nicht reif. Nach der leidvollen Erfahrung in der Endphase des Neuen Marktes sind wir sehr vorsichtig gewesen. Die Tatsache, dass sich in den vergangenen drei Jahren bei 53 von rund 200 Emittenten von Mittelstandsanleihen das Rating verschlechtert hat, zeigt, dass unsere Befürchtungen berechtigt waren. Nur fünf Emittenten erhielten ein besseres Rating. Dabei erfolgten Senkungen um durchschnittlich zwei Stufen, Anpassungen nach oben um genau eine Stufe.

BondGuide: Sie werden also kein Freund mehr von Ratings?
Kirchhoff: Ratings sind grundsätzlich wichtig und im Sinne des Kapitalmarkts. Allerdings muss man sich die Praxis genau anschauen. Verständlicherweise gab es immer wieder Kritik an den erteilten Bonitätsnoten der kleinen deutschen Ratingagenturen. Der Solarzulieferer Sic Processing etwa wurde von einer Agentur im März 2012 noch mit der Note BBB+ bewertet. Das entspricht der Einstufung des Bertelsmann-Konzerns durch die großen amerikanischen Ratingagenturen. Überlegen Sie selbst, ob das glaubwürdig ist. Wie soll ein Privatanleger das verstehen?

BondGuide: Wie weit sitzt man als Agentur eigentlich am Steuer?
Kirchhoff: Das ist sehr unterschiedlich von Management zu Management. Es gibt Vorstände, die ohnehin alles besser wissen, da stößt man mit Ratschlägen auf taube Ohren. Aber es gibt gerade im Mittelstand viele Unternehmer, die sich Experten ins Haus holen, weil das Thema Anleihemarkt für sie neu ist und sie sich gerne begleiten lassen. Man muss sich aber das Vertrauen erarbeiten.

BondGuide: Was tut man, wenn der Emittent quasi beratungsresistent ist?
Kirchhoff: Zwei Möglichkeiten: Man lässt den Kunden gewähren und fügt sich, oder man legt das Mandat nieder. Ich habe in meiner Laufbahn einige Mandate abgelehnt oder beendet, weil Vorstände ihren eigenen Weg gehen wollten, den ich nicht mitgehen wollte.

> *Ich habe in meiner Laufbahn einige Mandate abgelehnt oder beendet.*

BondGuide: Ein Beispiel: Der Kurs einer Anleihe sackt um 20 Prozentpunkte ab, obwohl es keine neuen Nachrichten gibt. Wie reagieren Sie, was raten Sie dem Emittenten?
Kirchhoff: Es gibt ja immer einen Grund für solche Kursbewegungen. Wenn es lange Zeit keine Nachrichten gibt, ist dies für manche Anleger schon Grund genug auszusteigen. Daher sollten die Emittenten kontinuierlich über ihr Geschäft informieren. In Ihrem Beispiel kann es aber auch daran liegen, dass Gerüchte die Runde machen. Wir scannen daher täglich für alle Kunden die Finanz-Foren, in denen oft Gerüchte verbreitet werden. Abhängig von dieser Analyse empfehlen wir individuelle Maßnahmen. Das lässt sich allerdings pauschal nicht seriös beantworten.

> *Wir scannen täglich für alle Kunden die Finanz-Foren, in denen Gerüchte verbreitet werden.*

BondGuide: Ein anderer Fall: Die Anleihelaufzeit beträgt fünf Jahre, aber nach einem Jahr möchte der Emittent die Kosten für die IR einsparen, da die Anleihe ja schließlich schon platziert ist. Was sagen Sie dazu?
Kirchhoff: Ich würde aus der Anleihe aussteigen. Ein Problem im Anleihemarkt ist ja die mangelnde Transparenz und das dadurch wachsende Misstrauen. Viele Emittenten lassen nach der Platzierung über Monate nichts von sich hören und melden sich erst wieder in einer Krisensituation. Dann sollen es die Berater richten. Ich würde Unternehmen heute

> *Professionelle IR sind keine Kosten, sondern Investitionen in Vertrauen und ein Weg zur Wertsteigerung.*

empfehlen, freiwillig höhere Kommunikationsstandards zu erfüllen, zum Beispiel unterjährige Berichterstattung, regelmäßige Conference Calls mit Investoren etc., um meine Anleihe von anderen deutlich abzuheben. Professionelle IR sind keine Kosten, sondern Investitionen in Vertrauen und ein Weg zur Wertsteigerung.

BondGuide: Ist es nicht ein Versäumnis, dass den Emittenten (anders als im Prime Standard) bis heute nicht mindestens ein verpflichtender Event-Termin pro Jahr ins Aufgabenheft geschrieben werden konnte?
Kirchhoff: Nicht nur das. Alle Beteiligten sollten von sich aus höhere Maßstäbe ansetzen: bei der Vorbereitung des Unternehmens auf den Kapitalmarkt, bei der Platzierung und bei der laufenden IR. Nur so kann sich Qualität durchsetzen. Wir brauchen den Anleihemarkt, in Zukunft mehr denn je, zur Wachstumsfinanzierung von Unternehmen – vor allem im Mittelstand. Aber eben dafür, und nicht um Pleitekandidaten etwas länger am Leben zu halten.

BondGuide: Glauben Sie an eine Veränderung zum Guten?
Kirchhoff: Seit einiger Zeit interessieren sich zunehmend professionelle Anleger mit entsprechend hohen Ansprüchen an die Bonität der Emittenten für den Markt der Mittelstandsanleihen. Aus diesem Grund habe ich die Hoffnung, dass sich die Spreu vom Weizen trennen wird.

BondGuide: Brauchen wir überhaupt einen ausgesprochenen Markt für Mittelstandsanleihen?
Kirchhoff: Ein klares Ja: Mittelstandsanleihen ermöglichen die Diversifizierung der Finanzierung und können gesunde Unternehmen noch stärker machen. Daher sind sie für Unternehmen und Investoren eine willkommene Alternative.

BondGuide: Herr Kirchhoff, vielen Dank für die klaren Worte!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

PLATZIERUNG & HANDEL

INTERVIEW MIT
THOMAS KAUFMANN UND RAIMAR BOCK,
STEUBING AG

„Das Thema ‚reine Refinanzierung‘ hat sich erledigt“

BondGuide: Herr Kaufmann, Herr Bock, wie sehen Sie beide als Vertreter eines der aktivsten Bookrunner den Markt für Mittelstandsanleihen zurzeit?

Kaufmann: Die Markterholung zu Beginn des neuen Jahres hat die Kritikpunkte nur temporär aus dem Blickfeld verbannt. Die Medien waren zuletzt ja nicht wirklich Freund dieser Finanzierungsform. Dabei hat sich in Wirklichkeit nichts geändert: Unternehmensanleihen bleiben einer der relevanten Finanzierungsbausteine. Nicht der ausschließliche, aber im Finanzierungsmix einer davon. Wir sind zuversichtlich, dass auch im Jahr 2014 eine Reihe von neuen Transaktionen an den Markt geführt wird.

BondGuide: Wie in den Medien kürzlich zu lesen, sollen Institutionelle die Regie bei Unternehmensanleihen führen – welche Rolle spielen Privatanleger anno 2014 noch?

Bock: Das möchten wir gerne mal sachlich aufklären: Als emissionsbegleitende Bank haben wir in unserer Ansprache nur mit institutionellen Investoren zu tun. Privatanleger zeichnen anonym über die Börsenplattform. Es ist keine Frage, dass eine gelungene Emission eine gesunde Mischung aus allen Investorengruppen beinhalten sollte. Von daher: Ja, Institutionelle führen sehr wohl die Regie bei Emissionen und sie sind es auch, die bestimmte Kreditklauseln oder zusätzliche Transparenz einfordern.

Kaufmann: Die mögliche Transaktion wird im Vorfeld im Rahmen von Pre-Soundings mit wichtigen institutionellen Investoren besprochen. Dabei findet eine erste Diskussion bezüglich der Anleihestruktur und -konditionen statt, die sich im Laufe des Prozesses festigen. In der Regel machen bei von uns geführten Anleihen Institutionelle ca. 80 bis 90% des gezeichneten Volumens aus. Da ist es sicherlich nicht falsch zu konstatieren, dass sie demgemäß zusammen mit der begleitenden Bank auch „Regie führen“.

V.l.n.r.: Raimar Bock, Thomas Kaufmann und Falko Bozicevic

BondGuide: Macht es wirklich einen Unterschied, ob das Emissionsvolumen 10 Mio. oder 100 Mio. EUR umfasst?

Bock: Einen großen sogar. Bei einer Emission von 100 Mio. EUR oder mehr unterliegt man nur sehr geringen Einschränkungen in Bezug auf die potenzielle Investorenbasis. Bei 10 Mio. EUR können und dürfen aufgrund der jeweiligen Regularien nur noch ausgewählte Investoren investieren. Das macht es bei einem vergleichsweise kleinen Emissionsvolumen nicht unbedingt einfacher.

BondGuide: Es heißt ja, dass auch Ratingagenturen gelernt hätten. Ist das so aus Ihrer Sicht?

Kaufmann: Das glaube ich schon. Alle Marktteilnehmer mussten und müssen dazulernen. Wir sind Befürworter von Ratings – auch wenn, je nach Marktsegment, nicht unbedingt eines

EQS INVESTOR RELATIONS

» Grandiose Aussichten «

Ihre Ausrüstung für erfolgreiche IR-Arbeit

Sie sind auf der Suche nach einer ganzheitlichen Kommunikationslösung? Dann sind Sie richtig bei der EQS Group, dem einzigartigen One-Stop-Shop für Online-Unternehmenskommunikation. Setzen Sie auf unser Know-how und unsere Kreativität!

Wir bieten Services zur Erfüllung gesetzlicher Meldepflichten und verbreiten Ihre Pressemeldungen. Oder planen Sie ein Finanzportal, eine Webseite oder eine App? Auch hier sind wir der richtige Ansprechpartner für Sie. Ebenso wie bei der Durchführung von Audio- und Video-Übertragungen sowie bei der Erstellung von Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichten.

EQS Group AG

Seitzstr. 23
80538 München

+49 (0)89 210 298 0
info@eqs.com
www.eqs.com

> *„Ratingeinstufungen sind für uns nicht immer vollständig nachvollziehbar.“*

erforderlich ist –, nicht zuletzt weil ein Rating eine verständliche Kurzzusammenfassung der Unternehmenslage darstellt. Und es wird allen zugänglich gemacht. Allerdings sind die Ratingeinstufungen für uns nicht immer vollständig nachvollziehbar.

Bock: Natürlich macht kein Institutioneller in diesem Marktsegment seine Anlageentscheidung ausschließlich von einem Rating abhängig. Genauso wenig sollten das Private tun. Aber es wird zur Kenntnis genommen, ob es „B“ oder „BBB“ lautet und wie ein Externer das Unternehmen sieht.

BondGuide: Kann es sein, dass da einige Unternehmen am falschen Ende versuchen zu sparen?

Kaufmann: Bei einer 100-Mio.-Emission sollte die Gesellschaft nicht auf ein Unternehmens-Rating verzichten, genauso wenig sollte am Prospekt gespart werden. Generell finden wir daher, dass Investoren diese zusätzliche finanz- und bilanzanalytische Zusammenfassung sowie ein professioneller Prospekt zur Verfügung stehen sollten, unabhängig vom Emissionsvolumen.

BondGuide: Werden überaus solide Titel wie HELMA künftig mit 5% kommen können, während der eine oder andere ohne klare Struktur und Mittelverwendung mit 10% rechnen muss?

Kaufmann: Darauf wird es hinauslaufen bzw. das ist bereits so. Der Kupon bei HELMA liegt bei 5,875%, und bei einem Kurs von knapp 106% ist die Rendite runter auf ca. 4,5%. Das ist also längst Realität.

Bock: Irgendwo bei 9% oder mehr ist man tief im High-Yield-Status angelangt. Das kann im Zuge einer Privatplatzierung durchaus vereinbart werden, denn die Institutionellen, die daran teilnehmen, wissen, worauf sie sich einlassen.

BondGuide: Müsste nicht ohnehin beim Investor wieder etwas mehr Mündigkeit eingefordert werden?

Kaufmann: Das sollte zweifellos der Fall sein. Wir als Bank können und dürfen in der Investorenansprache ohnehin nur Institutionelle adressieren. Diese beschäftigen sich von Berufs wegen mit Investments und deren Risiken. Bleiben rund 20% Privatanleger, die sich aufgrund des öffentlichen Angebots mit einem Wertpapierprospekt sehr umfassend informieren können. Schlussendlich bleibt festzuhalten, dass kein Anleger zu einer Investition gezwungen wird.

Bock: Voraussetzung ist selbstverständlich, dass die Angebotsunterlagen von Emittentenseite vollständig sind und keine wesentlichen Punkte ausgelassen oder falsch dargestellt wurden, andernfalls bestünden gegebenenfalls Prospekthaftungsansprüche.

> *„Der Markt scheint sich tatsächlich in Richtung echter deutscher Mittelständler zu verschieben.“*

BondGuide: Ist der Markt weiterhin offen für alle Themen, von Refinanzierung bis Übernahmen als Mittelverwendung?

Bock: Nein. Das Thema „reine Refinanzierung“ hat sich unserer Meinung nach erledigt. Wenn es einem Emittenten nur noch darum geht, aus dem engen Korsett der Bankenfinanzierung zu entkommen, dann hat schon vorher etwas nicht gestimmt. Indirekt impliziert das doch eine Art Notsituation. Bei Transaktionen mit einer solchen Emissionserlösverwendung sehen wir nur geringe Chancen einer erfolgreichen Vermarktung bei institutionellen Investoren.

Kaufmann: Um es ein wenig zu relativieren: Es darf zwar zu 100% eine Refinanzierung sein, aber nicht zu 100% die Ablösung von Bankverbindlichkeiten. Wenn auch Banken mit an Bord bleiben, ist es ein wichtiges und richtiges Signal.

Bock: Der Markt scheint sich tatsächlich in Richtung echter deutscher Mittelständler zu verschieben, also solider Industrieanleihen beispielsweise.

BondGuide: Meine Herren, vielen Dank an Sie beide für die interessanten Einblicke.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

IKB – Die Unternehmerbank

Auswahl von Transaktionserfolgen aus unserem Leistungsspektrum

November 2013 NOCIBÉ / Douglas **€ 530.000.000** Refinanzierung und Akquisition von NOCIBÉ durch Douglas/Advent Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	November 2013 MARCOLIN **€ 200.000.000** High-Yield-Anleihe Kupon: 8,500 % Laufzeit: 2019 Joint Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 haupt Pharma / aenova **Nicht veröffentlicht** Akquisition von Haupt Pharma AG durch Aenova/BC Partners M&A Advisor IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 aenova / BC Partners **Nicht veröffentlicht** Add-on- & Backstop-Fazilität für Aenova und durch BC Partners beratene Fonds MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 ALFMEIER **€ 30.000.000** Mittelstandsanleihe Kupon: 7,500 % Laufzeit: 2018 Joint Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 Hapag-Lloyd **€ 400.000.000** High-Yield-Anleihe Kupon: 7,750 % (inkl. Aufstockung) Laufzeit: 2018 Co-Manager IKB Deutsche Industriebank
Oktober 2013 KIRCHHOFF AUTOMOTIVE **€ 61.000.000** Schuldscheindarlehen Laufzeiten: 2017, 2018 Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 Nabaltec **€ 50.000.000** Schuldscheindarlehen Laufzeiten: 2016, 2018, 2020 Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 OGF / PAMPLONA CAPITAL MANAGEMENT **€ 635.000.000** Leveraged Buy-out von OGF durch Pamplona beratene Fonds Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Januar 2014 HAY / THE GORES GROUP **Undisclosed** Bridge Take-out HAY through funds advised by The Gores Group Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2013 BOSS HUGO BOSS / Permira **€ 840.000.000** Refinanzierung von Hugo Boss durch Permira beratene Fonds Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	September 2013 analytikjena **€ 24.377.900** Kapitalerhöhung Sole Lead Manager IKB Deutsche Industriebank
August 2013 HOST EUROPE / Cinven **£ 255.000.000** Leveraged Buy-out von Host Europe durch Cinven beratene Fonds Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Juli 2013 GRIMME **Nicht veröffentlicht** Investitions-finanzierung mit KfW-Mitteln Arranger IKB Deutsche Industriebank	Juli 2013 Peek&Cloppenburg **Nicht veröffentlicht** Investitions-finanzierung mit KfW-Mitteln Arranger IKB Deutsche Industriebank	Juni 2013 HALLHUBER **€ 30.000.000** Mittelstandsanleihe Kupon: 7,250 % Laufzeit: 2018 Sole Lead Manager IKB Deutsche Industriebank	Juni 2013 MARR **€ 85.000.000** Unternehmerdarlehen für allgemeine betriebliche Zwecke MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Juni 2013 software AG **€/$ 300.000.000** Schuldscheindarlehen Laufzeiten: 2015, 2016, 2017 Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank
April 2013 TeamSystem **€ 300.000.000** High-Yield-Anleihe Kupon: 7,375 % Laufzeit: 2020 Joint Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	April 2013 TITAL **Nicht veröffentlicht** Individual Mezzanine Sole Financial Advisor IKB Deutsche Industriebank	März 2013 ADLER / steilmann **€ 71.000.000** Senior-Darlehen zur Mehrheitsübernahme der Adler Modemärkte AG durch die Steilmann Holding AG MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	März 2013 eew / EQT **€ 612.500.000** Leveraged Buy-out von E.ON Energy from Waste durch EQT beratene Fonds Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	März 2013 automotive engineering / iav **€ 50.000.000** Syndizierter KfW-Fördermittel-Kredit MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	März 2013 BSW **Nicht veröffentlicht** Syndizierter KfW-Fördermittel-Kredit Corporate Finance Advisor IKB Deutsche Industriebank
Februar 2013 KION GROUP **€ 650.000.000** High-Yield-Anleihe Festzins: 2020, 6,750 % Floater: 2020, E+450 Co-Manager IKB Deutsche Industriebank	Februar 2013 krieger **€ 50.000.000** Syndizierter KfW-Fördermittel-Kredit Arranger IKB Deutsche Industriebank	Januar 2013 SCA Care of Life **€ 119.000.000** Syndizierter KfW-Fördermittel-Kredit Arranger IKB Deutsche Industriebank	Dezember 2012 KEVAG **€ 221.000.000** Strukturierung des Fremdfinanzierungs-volumens Corporate Finance Advisor IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2012 SAF-Holland **€ 260.000.000** Syndizierter Kredit und Prime-Standard-Anleihe MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Juli 2012 BONITA / TOM TAILOR **€ 475.000.000** Senior-Darlehen zur Akquisition von Bonita durch Tom Tailor AG MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank

IKB Deutsche Industriebank

Ansprechpartner: **Torsten Aul** · Syndicate · Tel.: 069 795999626 · torsten.aul@ikb.de
Tobias Bodamer · Institutional Sales · Tel.: 0211 82218027 · tobias.bodamer@ikb.de
Thomas Kästele · Mergers & Acquisitions · Tel.: 069 795999505 · thomas.kaestele@ikb.de
Tilo Kraus · Capital Markets · Tel.: 0211 82213232 · tilo.kraus@ikb.de
Dr. Nicolaus Loos · Structured & Leveraged Finance · Tel.: 069 795999649 · nicolaus.loos@ikb.de

Deutsche Industriebank AG · Wilhelm-Bötzkes-Straße 1 · www.ikb.de

PLATZIERUNG & HANDEL

VON THOMAS RONFELD,
ABTEILUNGSDIREKTOR CAPITAL
MARKETS, DONNER & REUSCHEL

Mittelstandsmarkt 2.0

Status: negativ

„10 Mio. EUR bei hkw verschwunden?“, „Bekleidungsbonds in Not“. Diese und ähnliche Schlagzeilen bestimmten die Berichterstattung über Mittelstandsanleihen Ende 2013. Der Markt bezahlt nicht nur den Preis für sein rasantes Wachstum in den vergangenen Jahren, sondern auch für seine Geburtsfehler und Wild-West-Methoden einiger Marktteilnehmer.

Platziert wurde, was hohe Zinsen versprach, mit einem bekannten Markennamen glänzte oder einfach eine hohe Platzierungsgebühr mit sich brachte. Private und semiprofessionelle Anleger im Renditerausch kauften nicht selten ohne ganz genau hinzuschauen und wurden hierbei teilweise auch durch mangelhaft durchgeführte Ratings in ihrer Kaufentscheidung bestärkt.

Die andere Seite

Auf der anderen Seite besteht weiterhin Bedarf an bankenunabhängigen Finanzierungsformen. Außerdem lastet der Druck auf den Schultern der Investoren, mehr Rendite zu erzielen, als mit Bundesanleihen oder Festgeld zu erreichen sind. Selbstverständlich ist die Investition in den Mittelstand weiterhin eine erstklassige Chance, sein Geld sinnvoll anzulegen. Das Problem dabei: Leider findet man nicht allzu viele klassische Mittelständler in den Mittelstandssegmenten der verschiedenen Börsenplattformen. Kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) steht schon seit längerem die Finanzierung ohne Einbeziehung der öffentlichen Kapitalmärkte offen, indem sie als Alternative zur notierten Anleihe z.B. Schuldscheindarlehen begeben oder eine Privatplatzierung einer Anleihe durchführen.

Foto: PantherMedia / Uwe Merkel

Für diese Emittenten gibt es auch einen wachsenden Kreis von Investoren aus den Bereichen Versorgungskassen, Versicherungen und ähnlich gelagerte Kapitalsammelstellen.

Für die Begebung dieser Finanzierungsvehikel haben sich einige Mindeststandards herausgebildet. Diese umfassen unter anderem die Garantie eines jährlich erneuerten Ratings, feste Vereinbarungen über das Einhalten bilanzieller Standards und Quoten sowie positive Aussagen zur Kapitaldienstfähigkeit über die gesamte Laufzeit. Qualifizierte Emittenten haben also jederzeit die Möglichkeit, sich über – aber nicht von – Banken Finanzierungsmittel zu sichern.

> *„Der starke Platzierungserfolg bei Mittelstandsanleihen hat die Ausbildung sinnvoller Standards und die nüchterne Einschätzung von Chance und Risiko behindert.“*

Weiter so oder Neustart?

Der starke Platzierungserfolg bei öffentlich angebotenen sogenannten Mittelstandsanleihen hat von Anfang an die Ausbildung sinnvoller Standards und die nüchterne Einschätzung von Chance und Risiko behindert. Durch die Schocks der letzten Zeit sollte nun eine Neubesinnung eintreten.

Investoren sind bereits selektiver geworden und werden wohl nur dann an die Märkte zurückkommen, wenn ihnen hochwertigere Deals angeboten werden als zuvor. Ein Weitermachen wie bisher scheint ausgeschlossen. Der Platzierungserfolg der letzten Jahre zeigt allerdings, dass es ein großes Interesse gibt, in den Mittelstand zu investieren.

Für Emittenten kann es daher auch in Zukunft durchaus interessant sein, ihr Unternehmen für eine bestimmte Zeit (und unter Berücksichtigung der neuen Qualitätsanforderungen) ins Schaufenster der Öffentlichkeit zu stellen; quasi ein IPO auf Zeit.

> *„Investoren werden wohl nur dann an die Märkte zurückkommen, wenn ihnen hochwertigere Deals als bisher angeboten werden.“*

Fazit

Um neues Vertrauen bei Investoren zu erlangen, sind alle Marktteilnehmer gefordert, sich auf transparente und verbindliche Standards für Emissionen zu einigen. Offensichtlich muss in Zukunft ein weitaus differenzierteres Pricing den Investoren die Sicherheit geben, fair behandelt zu werden. Mittelstandsanleihen müssen das Stigma der Digitalität verlieren. Es sollte keine Frage sein, ob eine Anleihe mit 0 oder 100 zurückgezahlt wird, sondern nur wie hoch der Zinskupon sein muss, um das Risiko richtig zu bewerten.

Anzeige

NORTON ROSE FULBRIGHT

Wherever you are, you’re never that far from
our capital markets experience.

Norton Rose Fulbright ist eine globale Wirtschaftskanzlei. Mit mehr als 3.800 Rechtsanwälten in weltweit über 50 Städten – in Europa, den USA, Kanada, Lateinamerika, Asien, Australien, Afrika, im Nahen Osten und in Zentralasien – beraten wir führende national wie auch international tätige Unternehmen.

Unser deutsches Kapitalmarktrechtsteam berät Investmentbanken, Emittenten und andere Marktteilnehmer bei der Strukturierung, der Emission und dem Vertrieb aller Arten von Eigen- und Fremdkapitalprodukten wie Unternehmensanleihen, Wandel-, Options- und Umtauschanleihen, MTN-Programmen sowie strukturierten Anleihen. Hierbei decken wir sowohl den Investment Grade-Bereich, Mittelstandsanleihen als auch High Yield-Anleihen (inklusive des U.S. Rechts) ab.

Als einzige Kanzlei in Deutschland können wir auf die Erfahrung aus über 30 Mittelstandsanleiheemissionen an allen führenden deutschen Börsensegmenten bauen. Sprechen Sie uns an!

Law around the world
nortonrosefulbright.com

Kontakt:
Dr. Frank Peter Regelin, Partner
frank.regelin@nortonrosefulbright.com

Dr. Sascha Grimm LL.M., Partner
sascha.grimm@nortonrosefulbright.com

Norton Rose Fulbright LLP
Stephanstraße 15
60313 Frankfurt am Main

Tel +49 69 505096 423

Neue Adresse ab 1. April 2014
Taunustor 1 (TaunusTurm)
60310 Frankfurt am Main

Financial institutions | Energy | Infrastructure, mining and commodities
Transport | Technology and innovation | Life sciences and healthcare

PLATZIERUNG & HANDEL

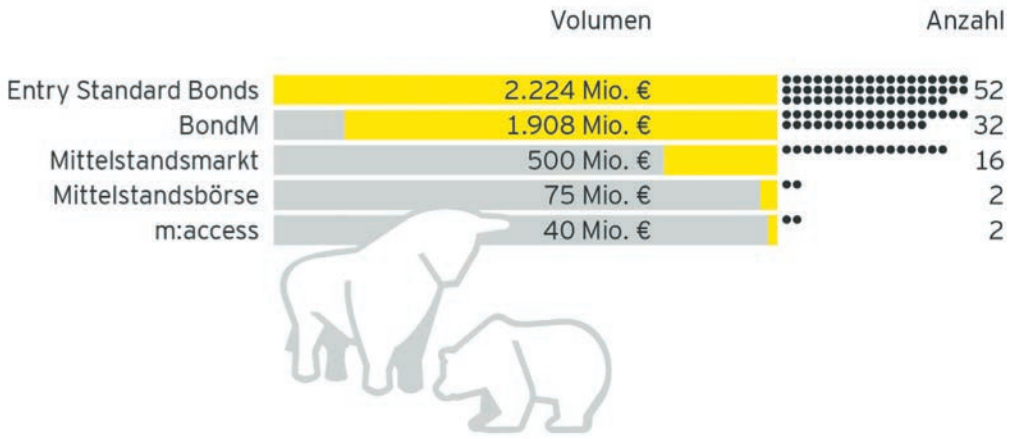
VON DR. MARTIN STEINBACH, HEAD OF IPO UND LISTING SERVICES, EY

Lockruf der Börse – auf Zeit?

Anleihen im Visier von Unternehmen und Anlegern

Mit anhaltendem Niedrigzinsniveau stellen sich Unternehmen wie Investoren die Frage, ob Mittelstandsanleihen zu ihnen als geeignete Kapitalspritze bzw. Anlageform passen. Erste Zahlungsausfälle und Insolvenzen belasten derzeit den noch jungen, aber wachsenden Markt für Mittelstandsanleihen an deutschen Börsen. Viele sprechen von einem Reifeprozess und einer zunehmenden Professionalisierung. Der erste wirkliche Belastungstest steht aber mit der ersten Refinanzierungswelle ab 2015 an, bevor 2016/17 in den Hauptfälligkeitsjahren der Markt bzw. die darin notierten Unternehmen sich bewähren müssen. Nur intern gut vorbereitete Unternehmen mit nachhaltig tragfähigen Geschäftsmodellen, die sich während der Zeit einen guten Ruf am Kapitalmarkt erarbeitet haben, werden sich behaupten können und die Refinanzierung meistern. Neue Emittenten aus dem Mittelstand können in der Vorbereitung auf die Kapitalmarktfähigkeit und Platzierbarkeit von den Erfahrungen des Marktes profitieren. Unternehmer stellen sich deshalb häufig vier Kernfragen:

Abb. 1: Marktsegmente und Volumen



Quelle: EY Studie: Unternehmensfinanzierung über Mittelstandsanleihen, Januar 2014

1. Ist der Markt für Mittelstandsanleihen relevant für meine Finanzierungsstrategie?

Markteinblick gibt die zweite Auflage der Studie über Mittelstandsanleihen von EY . So sind bisher 93 Unternehmen mit 104 Emissionen dem Lockruf der Unternehmensfinanzierung über die Börse gefolgt, wobei 30 Unternehmen die Anforderungen und Usancen des Kapitalmarkts bereits durch börsennotierte Aktien kennen. Der Markt (ohne Prime Bonds) ist 2013 wieder deutlich gewachsen und mittlerweile rund 4,8 Mrd. EUR schwer. Die überwiegende Mehrheit der Anleiheemissionen wurde voll platziert. An den Börsen hat sich in den letzten 12 Monaten Frankfurt als Marktführer entwickelt. Regularien wurden den AGB der Freiverkehre angepasst und an erste Erfahrungswerte adjustiert. Ein Blick in die Regelwerke lohnt auch vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussionen um eine „qualitative“ Weiterentwicklung der Segmente und natürlich zur Vorbereitung auf den Kapitalmarktregelbetrieb.

2. Passt mein Finanzierungsbedarf zum Steckbrief einer Mittelstandsanleihe?

Die kritische Masse ist für viele institutionelle Investoren ein Eingangskriterium, um überhaupt in ein Unternehmen investieren zu können bzw. zu dürfen. Das betrifft das Volumen der

www.baaderbank.de

Unsere Kunden finden es gut, dass wir zwischen zwei Stühlen sitzen.

Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt. Eine attraktive Alternative zu klassischen Finanzierungsinstrumenten. Als einer der Marktführer bieten wir intelligente Eigen- und Fremdkapitallösungen für Unternehmen unterschiedlichster Größe. Aus einer Hand. Und aus einem Guss. Dazu beste Verbindungen zum Kapitalmarkt, Unabhängigkeit in der Beratung und natürlich exzellente Kontakte zu einem breiten Investorenkreis. Interessiert? Dann wenden Sie sich einfach an: financing.group@baaderbank.de

Die Baader Bank ist eine der führenden Investmentbanken in Deutschland und Marktführer im Handel von Finanzinstrumenten. 1983 gegründet und bis heute inhabergeführt beraten wir Unternehmen unabhängig und auf Augenhöhe. Kurz: Wir bieten ein umfassendes Leistungsspektrum – mit höchstem Anspruch an Qualität und Expertise.

Die Bank zum Kapitalmarkt.

BAADER

Emission und damit implizit auch die Unternehmensgröße und den Finanzierungsbedarf. Das typische Profil der Anleihe zeichnet sich durch ein durchschnittliches Emissionsvolumen von 46 Mio. EUR bei einer Verzinsung von 7,3% (Median) und einer fast standardisierten Laufzeit von 5 Jahren aus. 73% verfügen über ein Unternehmens-, 12% über ein Anleihen- und 6% über ein Unternehmens- und Anleiherating. Der Markt zeigt für Mittelstandsanleihen eine Ratingverteilung dominiert von „Non-Investment Grade“- oder „High Yield“-Anleihen. Die verbleibenden 9% haben kein Rating aufgrund der Ausnahmeregeln der Börsen.

High Yield	B-	3
	B	1
	B+	3
	BB-	9
	BB	17
	BB+	18
Investment Grade	BBB-	11
	BBB	13
	BBB+	6
	A-	1
	n/a	22

Quelle: EY Studie: Unternehmensfinanzierung über Mittelstandsanleihen, Januar 2014

3. Ist mein Unternehmen vergleichbar mit dem Profil eines typischen Anleiheemittenten?

Entscheidend beim Gang an die Börse über Mittelstandsanleihen sind die Investoren. Aufschluss über deren Erwartungen an Größe und Finanzkennzahlen des Emittenten geben Daten aus Wertpapierprospekten und Ad-hoc-Meldungen der betreffenden Unternehmen. Besonders mittelständische Unternehmen nutzen die Börse als neue Kapitalquelle. Der Großteil sind Börsenneulinge, berichten nach HGB (80%) und sind in verschiedenen Rechtsformen über AG, GmbH, GmbH & Co KG und weitere aufgestellt. Bei 68% wird die Neufinanzierung als Mittelverwendung angegeben. Einige haben sogar mehr als eine Emission platziert und den Anleihemarkt mehrfach in Anspruch genommen. Im breiten Branchenmix heben sich besonders Unternehmen mit bekannten Marken hervor, was die Platzierungskraft stützt.

Die Emittenten verfügen über einen Umsatz von rund 74 Mio. EUR (Median) im Vorjahr der Emission. Der Median beträgt für Margen im EBITDA 10%, im EBIT 5% und im EBT 3%. Bereits mit Aktien notierte Unternehmen verfügen über eine deutlich höhere Eigenkapitalquote (Median) als Börsenneulinge (25%).

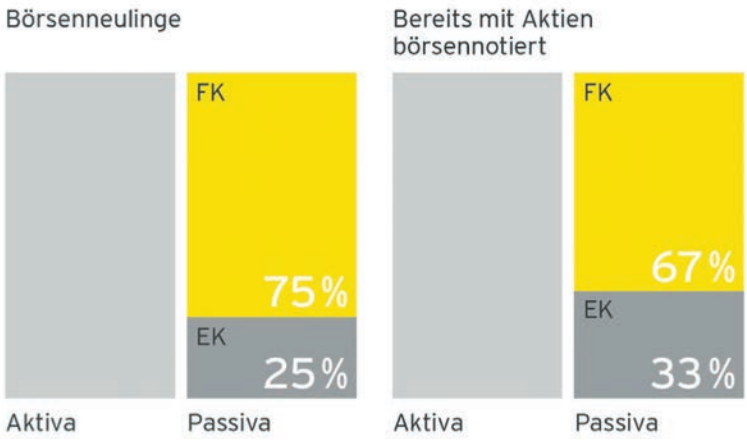
4. Ist mein Unternehmen kapitalmarktfähig?

Die Begebung einer Anleihe ist ein Börsengang auf Zeit. Entscheidend dabei ist die gute Vorbereitung des Unternehmens auf die Pflichten des Kapitalmarktregelbetriebs. Deshalb sind Bestandsaufnahme und Sondierung der Kapitalmarktfähigkeit häufig einer der ersten Schritte. Denn die gesamte Unternehmensorganisation, Infrastruktur, Prozesse und Verantwortlichkeiten sind betroffen und müssen den Erwartungen von Investoren und den gesetzlichen Anforderungen des Kapitalmarktes Stand halten. Das betrifft insbesondere Finanzberichterstattung und Risikomanagementsysteme, aber auch die gesamte Informationskultur.

> *„Für mittelständische Unternehmen ist der Börsengang über Anleiheemissionen ein erster Schritt in die Kapitalmarktöffentlichkeit.“*

Für viele mittelständische Unternehmen ist der Börsengang über Anleiheemissionen ein neuer Finanzierungsweg und ein erster Schritt in die Kapitalmarktöffentlichkeit. Dabei gibt es keine zweite Chance für den ersten Eindruck bei Investoren. Verspieltes Vertrauen ist schwer zurückzugewinnen! Bei Emissionen zählt ein guter erster Eindruck. Mit effektiver Berichterstattung und transparenter Kommunikation während der Laufzeit schafft man Investorenvertrauen für weitere Kapitalaufnahmen, wenn Refinanzierungen anstehen. Dies erreicht man durch eine strukturierte und ganzheitliche Vorbereitung des Börsengangs und für die Zeit danach mit Experten. So bleibt der Anleihemarkt verlockend für beide Seiten: Unternehmen und Investoren.

Abb. 2: Bilanzstruktur der Emittenten



Quelle: EY Studie: Unternehmensfinanzierung über Mittelstandsanleihen, Januar 2014

Fragen zu Unternehmensanleihen? Wir haben die Antworten.

Wir unterstützen mittelständische Unternehmen unabhängig und zuverlässig von der Strukturierung über die Durchführung bis zur Platzierung ihrer Unternehmensanleihe.

HanseGroup	vedes	PORR	ALFMEIER	HELMA Eigenheimbau AG
HanseYachts AG	**VEDES AG**	**PORR AG**	**Alfmeier Präzision AG**	**HELMA Eigenheimbau AG**
Unternehmesanleihe	Unternehmensanleihe	Unternehmensanleihe	Unternehmensanleihe	Unternehmensanleihe
Privatplatzierung	Privatplatzierung	Öffentliches Angebot	Öffentliches Angebot	Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator	Sole Global Coordinator	Sole Global Coordinator	Joint Global Coordinator	Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner	Sole Bookrunner	Sole Bookrunner	Joint Bookrunner	Sole Bookrunner
€ 5.000.000	€ 12.000.000	€ 50.000.000	€ 30.000.000	€ 25.000.000
Dezember 2013	Dezember 2013	November 2013	Oktober 2013	September 2013

Steubing AG – Seit über 25 Jahren Ihr Partner am Kapitalmarkt.

Goethestraße 29 • 60313 Frankfurt • www.steubing.com
Kontakt: Debt Capital Markets • Thomas Kaufmann
+ 49. 69. 29 716 - 105 • thomas.kaufmann@steubing.com

STEUBING AG
WERTPAPIERHANDELSBANK

PLATZIERUNG & HANDEL

VON DIETER PAPE,
RATING ANALYST/WIRTSCHAFTS-
PRÜFER, URA RATING AGENTUR

Schuldscheindarlehen

Reif für die Versicherungswirtschaft?

Ist der deutsche Mittelstand stark genug, um künftig mehr Schuldscheindarlehen aus dem „gebundenen Vermögen“ der Versicherungswirtschaft zu erhalten? Früher hieß es, bonitätsstarke Unternehmen des Mittelstandes hätten keine Probleme, ausreichend Kredit zu erhalten...

Jedoch gelten seit Umsetzung von Basel II und insbesondere nach der Finanzmarktkrise neue Regeln der Kreditvergabe von Banken. Dies hat zur Folge, dass nach einer jüngsten OECD-Studie nur das obere Drittel der Banken mit einer hohen Kapitaldecke noch neue Kredite vergibt. Das mittlere und untere Drittel der Banken versuchen dagegen, die Kapitalausstattung zu verbessern, indem sie sich aus dem Kreditgeschäft zurückziehen. (Quelle: Wirtschaftswoche Nr. 5, 27.1.2014). D.h. das Geschäftsmodell der Banken ist unter Druck:

- Die Bürokratie im Kreditprozess steigt,
- höhere Eigenkapital-Unterlegung muss kalkuliert sein,
- geringe Margen bedeuten geringere Risikotoleranz,
- die Personaldecke schrumpft.

Für die kreditsuchenden Unternehmen des Mittelstandes bedeutet dies:

- Die Anforderungen an Eigenkapital und Besicherung steigen,
- der Beleihungsauslauf sinkt,
- die Flexibilität bei der Kreditvergabe sinkt,
- vorhandene Branchenkompetenz weicht der Risikovorsorge der Banken.

Foto: PantherMedia / Günter Slabihoud

Die Versicherungswirtschaft hingegen leidet unter den geringen Zinsen von Staatsanleihen und den fallenden Renditen von Anleihen großer börsennotierter Unternehmen. Ist es richtig, dass für den Deckungsstock nur Unternehmensdarlehen im Investmentgrade nach Ratings der drei großen amerikanischen Ratingagenturen gekauft werden dürfen?

Unkenntnis bzgl. nicht gerateter Titel

Vielen Unternehmern und Marktteilnehmern ist unbekannt, dass Versicherungsgesellschaften auch Schuldscheindarlehen von nicht gerateten Unternehmen erwerben dürfen. Dem Deckungsstock, dem „gebundenen Vermögen“, dürfen Versicherer diese Forderungen einverleiben, sofern die Bonität des Darlehensnehmers gewährleistet ist und der Unternehmenskredit ausreichend besichert wird. Das Unternehmen muss zudem seinen Sitz im EWR oder in einem Vollmitgliedsstaat der OECD haben. Wie die angemessene Bonität und die ausreichende Besicherung festgestellt werden, ergibt sich aus der fünften überarbeiteten Auflage (Stand: Juni 2013) des Papiers des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV). Die „Grundsätze für die Vergabe von Unterneh-

menskrediten der Versicherungsgesellschaften – Schuldscheindarlehen“ bestimmen die Eignung eines Unternehmensdarlehens als Anlage für das „gebundene Vermögen“ nach ständiger Aufsichtspraxis der BaFin. Wichtigste Voraussetzung ist die Einhaltung der Kennzahlen, wie sie in diesen Grundsätzen als Schwellenwerte definiert sind. Die im Rahmen der 4. Auflage 2006 gemeinsam von führenden Banken der Versicherungswirtschaft entwickelten und von Wirtschaftswissenschaftlern validierten, modifizierten Kennzahlen haben sich nach Aussage des GDV bewährt. Bei der aktuellen Überarbeitung der Grundsätze 2013 wurde insbesondere berücksichtigt, dass im Rahmen einer Sonderquote Schuldscheindarlehen auch dann für das Sicherungsvermögen geeignet sind, wenn die Bonitätsvoraussetzungen und Finanzkennzahlen zwar grundsätzlich erfüllt, die Kennzahlen aber nicht ausdrücklich vertraglich für die Darlehenslaufzeit in Covenants vereinbart werden.

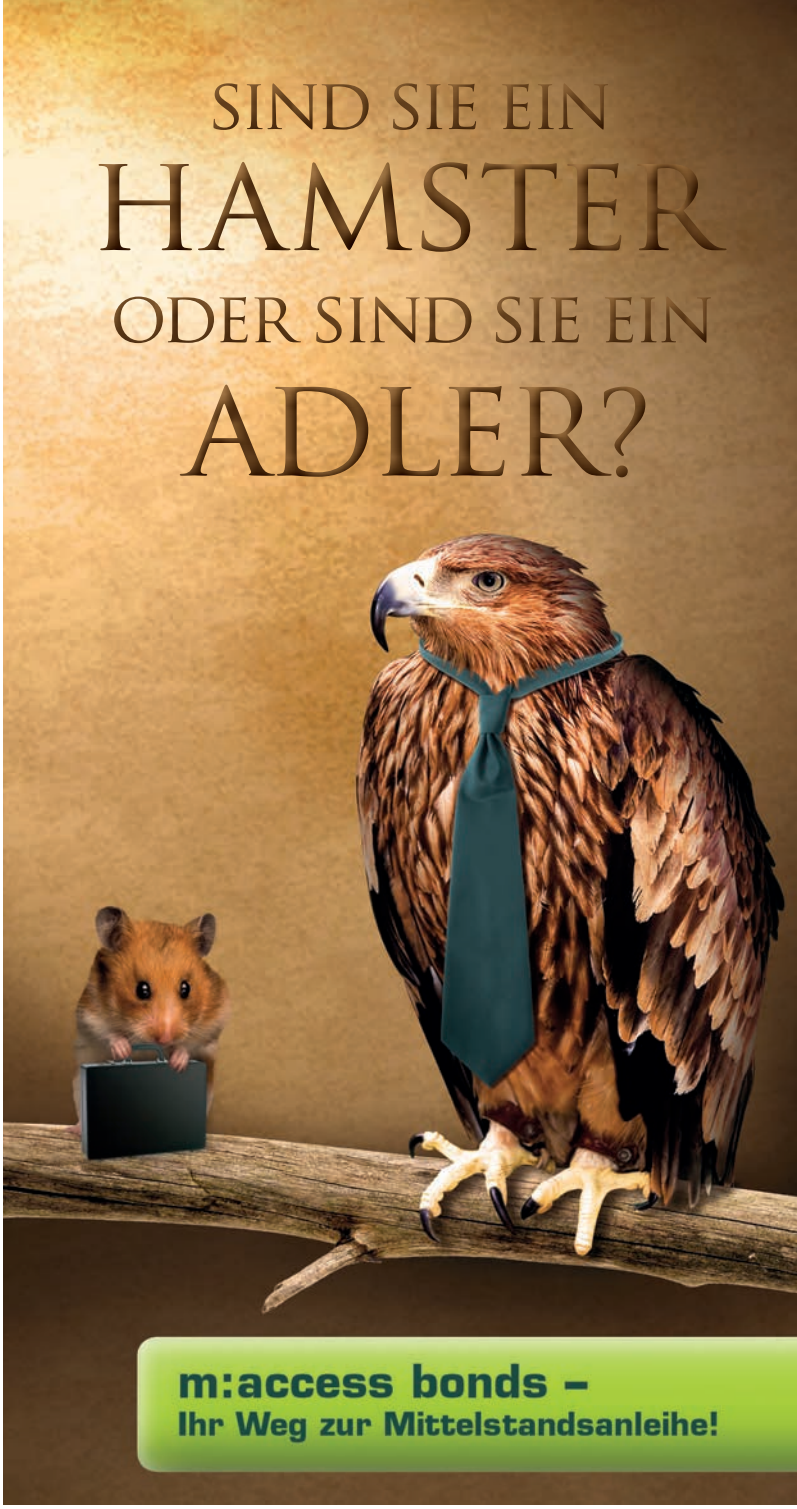
Diese Grundsätze finden bei nicht gerateten Unternehmen Anwendung, bei denen die Einschätzung der Bonität durch das Versicherungsunternehmen selbst vorgenommen werden muss. Die geforderten Finanzrelationen orientieren sich an den zum Erhalt eines „Investmentgrade“ erforderlichen Ratios der Ratingagenturen. Schuldscheindarlehen von Versicherern sind somit an anspruchsvolle Voraussetzungen geknüpft und kommen unverändert nur für bonitätsstarke Unternehmen in Betracht.

Für Versicherer als Finanzinvestoren sind Schuldscheindarlehen spätestens seit der Überarbeitung der Grundsätze im Jahr 2006 eine interessante Möglichkeit zur Diversifizierung ihrer Anlageportfolios. So ermöglichen Schuldscheindarlehen den wichtigen Zugang zum Marktsegment des gehobenen deutschen Mittelstandes im kapitalnahen Bereich, das über Anleihen und Aktien nicht erreichbar ist.

Interesse und die Nachfrage wären da

Wissen die Unternehmer davon? Spricht man das Thema an, wird man auf Volumensgrößen von 50 Mio. EUR und mehr verwiesen, die Mittelständler nur selten benötigen. Schuldscheindarlehen also nur ein Instrument für die oberen Tausend? Aktuell formieren sich Schuldscheindarlehen-Funds, in die auch die

S. 33



Für Unternehmer mit Weitblick…

m:access befreit erfolgreiche Unternehmer aus dem Hamsterrad des täglichen Business. Werden Sie mit m:access, dem Mittelstands-Segment der Börse München, zum Adler. Wir geben Ihnen neue Perspektiven für mehr unternehmerischen Gestaltungsraum.

Jetzt sofort Infos einholen unter:
www.maccess.de

börse münchen

Perspektiven für den Mittelstand.
m:access

Foto: PantherMedia / Stanislav Volchenkov

Versicherungswirtschaft investieren kann; diese können auch mittlere Volumina an Forderungstiteln erwerben. Die betriebswirtschaftlich notwendige Streuung dieser Funds wird jedoch nur erreicht, wenn eine hinreichend große Zahl von Einzeltiteln gehalten wird. Nur so kann der notwendige Risiko- und Branchenmix erreicht werden.

Wenn die Unbelehrbaren immer wieder Klumpenrisiken sammeln, wie mit US-Hypotheken oder Anleihen der Erneuerbaren Energien, und dann Schiffbruch erleiden, ist das kein Grund, es nicht mit einem konservativen und wissenschaftlich fundierten Investmentansatz zu versuchen. Sicher, die Kreditforderungen der Sparkassen und der Genossenschaftsbanken gegenüber Kleinunternehmern sind für diese Art von Fonds nicht geeignet. Persönlich empfinde ich es jedoch als Vertrauensbruch gegenüber ihren Kreditnehmern, wenn solche Institute ihre Kreditforderungen an Hedgefonds verkaufen.

Erfüllbare Bonitätsanforderungen?

Schaffen es die für Schuldscheindarlehen der Versicherungswirtschaft grundsätzlich geeigneten mittleren und großen Unternehmen, die Bonitätsanforderungen zu erfüllen? Die Unternehmenskennzahlen, die von der DVFA als sog. „Bond-spezifische Kennzahlen“ entwickelt wurden, müssen Mindestanforderungen genügen; Mindesteigenkapitalquoten sind einzuhalten. Es sind die drei letzten Jahresabschlüsse mit Wirtschaftsprüfertestat vorzulegen; bei Konzernen bzw. Firmengruppen auch die Konzernabschlüsse. Aus den Jahresabschlüssen sind die Kennzahlen der letzten drei Jahre zu bilden, um wirtschaftliche Entwicklungen erkennen zu können. Für die Qualifikation des Darlehens für das Sicherungsvermögen sind ausschließlich die Zahlen des letzten Jahresabschlusses ausschlaggebend. Den mehrdimensionalen Beurteilungskriterien der auf Bilanzen beruhenden Bonitätsanalyse folgend wurden drei Kernkennzahlenblöcke und deren Grenzwerte formuliert:

Block I: Cashflow-Kennzahlen zum Zinsdeckungsgrad	
EBIT Interest Coverage (EBIT Int.)	> 3,0
EBITDA Interest Coverage (EBITDA Int.)	> 4,5
Block II: Kennzahlen zur Verschuldung	
Total Debt/EBITDA („Level of Debt I“, LoD I)	< 3,0
Net Debt/EBITDA („Level of Debt II“, LoD II)	< 2,5
Block III: Kennzahlen zur Kapitalstruktur	
Risk Bearing Capital (RBC)	>27%
Total Debt/Capital (TDC)	<50%

Diese Kernkennzahlen sind in Deutschland allgemein anerkannt. Die Deutsche Börse fordert deren Veröffentlichung von Emittenten im Prime Standard und im Entry Standard. Die jüngste Validierung der Grenzwerte erfolgte anhand eines Gutachtens von Prof. Dr. Jens Leker (Universität Münster). Das Schuldscheindarlehen ist für das Sicherungsvermögen geeignet, sofern mindestens eine Kennzahl pro Block eingehalten wird. Diese Kennzahlen sind Orientierungsdaten bzw. Mindestqualifikationskriterien für die Sicherungsvermögens-Fähigkeit. Zudem wird eine umfassende und branchenbezogene Kreditanalyse gefordert.

Die Grenzen sind klar gezogen

Die vorgenannten Kennzahlen und deren Grenzwerte sind für alle Schuldscheindarlehen einschlägig, bei denen eine – i.d.R. „harte“ – Negativerklärung (keine besseren Sicherheiten für alle anderen Gläubiger) und keine weiteren Sicherheiten vereinbart sind. Es können auch Grundpfandrechte oder andere Sicherheiten zur Sicherung des Darlehens gestellt werden. Für Kredite mit diesen Sicherheiten ist eine Risk Bearing Capital-Quote von mindestens 20% und bei der Kennzahl Total Debt/Capital ein Wert von höchstens 60% ausreichend.

Unserer Studie zufolge erfüllen 22 Emittenten mit 23 Anleihen von 73 börsennotierten Mittelstandsanleihen bei mindestens einer der 6 Kennzahlen die Mindestanforderungen der Versicherungsrichtlinien. Fünf der Anleihen (7%) hielten mit ihren zuletzt veröffentlichen Zwischenabschlüssen bei mindestens einer Kennzahl je Kernkennzahlenblock den Grenzwert ein und sind damit grundsätzlich für das Sicherungsvermögen geeignet (Mindestqualifikationskriterien): Alfmeier (noch ohne die neue Anleihe), Dürr, Hörmann Finance, Mox Telecom und S&T.

Von diesen fünf Unternehmen haben bei externen Ratingagenturen (Creditreform) nur S&T (BBB-) sowie Mox Telecom (BBB) aktuell ein Unternehmens-Vollrating im „Investment Grade“. Weitere Ratings: Alfmeier BB, Hörmann BB+. Dürr hat kein externes Rating. Diesem Ergebnis liegen die sechs Ranglisten für die Kernkennzahlen zugrunde, in denen zu jeder Kennzahl sämtliche von URA beobachteten 73 Titel gereiht wurden.

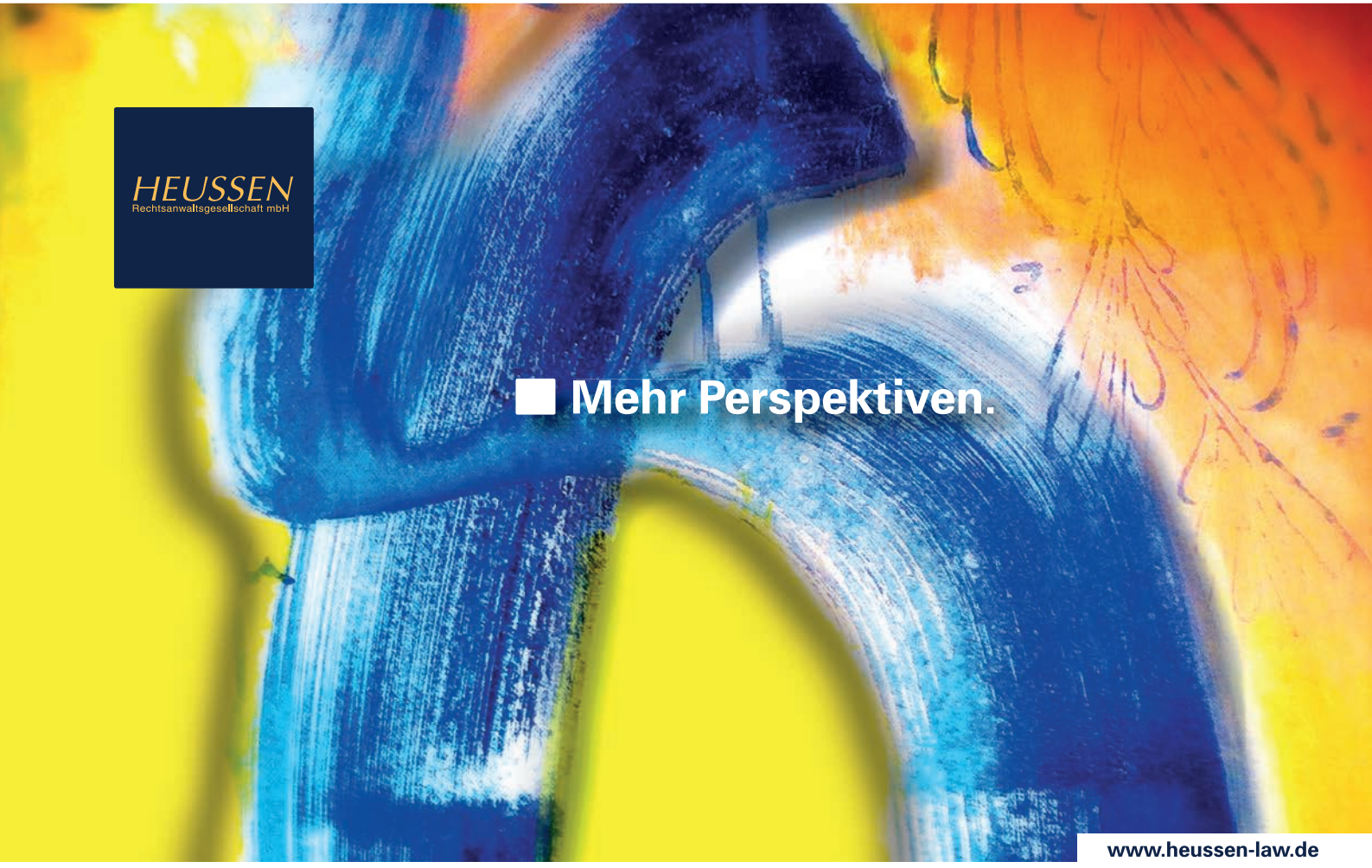
MSTAnl-Markt nicht repräsentativ für Mittelstand!

Die Auswahl der an deutschen Börsen gelisteten Mittelstandsanleihen ist nach meiner Einschätzung jedoch nicht repräsentativ für die Gesamtzahl der in § 267 HGB definierten mittelgroßen Kapitalgesellschaften (>4,84 und <19,25 Mio. EUR Bilanzsumme, >9,68 und <38,5 Mio. EUR Umsatzerlöse, Jahresdurchschnitt zwischen 50 und 250 Arbeitnehmer). Unternehmen dieser Größenklasse sind in der Regel familiengeführt und weisen oft eine höhere Eigenkapitalquote aus bzw. sind durch nachrangige Gesellschafterdarlehen finanziert. Sie schaffen hiermit häufig ein Risk Bearing Capital von mehr als 27%. Dies hat seinen Grund auch darin, dass diese Gesellschaften anders als die Emittenten von Mittelstandsanleihen bisher die Fremdkapitalinstrumente des Kapitalmarkts nicht nutzen konnten. Der Kreis derer, die die Grenzwerte der Versicherungsrichtlinie erfüllen, dürfte deshalb größer sein als allgemein vermutet.

Es ist zu erwarten, dass Schuldscheindarlehen-Funds, die geringere Kreditvolumina, attraktive Zinsen und einen schlanken Prüfprozess bieten, von Unternehmen des gehobenen Mittelstands als Finanzierungspartner akzeptiert werden. Die direkten Transaktionskosten für den Schuldner sollten in der Größenordnung zwischen 0,5% und 1% liegen. Die Refinanzierungsmittel der Versicherungswirtschaft aus dem „gebundenen Vermögen“ sollten Laufzeiten von 5 bis 10 Jahren und einen risikoadjustierten Zins von +/-5% ermöglichen.

Es sind auch Debt Funds im High-Yield-Bereich im Aufbau, um die sich ergebende Finanzierungslücke zu schließen. Diese sind m.E. gut beraten, für Unternehmen ohne ein anerkanntes Rating Kennzahlengrenzen zu definieren, die sich an einer Mindestbonität von BB- orientieren.

Anzeige



PLATZIERUNG & HANDEL

VON DR. THORSTEN KUTHE UND MADELEINE ZIPPERLE, RECHTSANWÄLTE, HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK, KÖLN

Wandlungsfähigkeit ist en vogue

Kreative Lösungen zur Prospektvermeidung gibt es durchaus

Derzeit interessieren sich viele Unternehmen für die Emission von Wandelschuldverschreibungen: Investoren ziehen dies einer Direktinvestition in Aktien sogar häufig vor, um sich gegebenenfalls auf die Position des Darlehensgebers zurückziehen zu können. Unternehmen, die sich mit ihrem aktuellen Börsenkurs als zu niedrig bewertet ansehen, können so unter Umständen Eigenkapital auch zu Kursen deutlich über aktuellen Börsenwerten aufnehmen. Nachfolgend stellen wir den einen oder anderen rechtlichen Kniff vor.

Wandelschuldverschreibungen sind kein neues Finanzierungsinstrument. Sie treten von Zeit zu Zeit immer mal wieder in den Vordergrund. Derzeit stellt sich gerade für kleine und mittelgroße Unternehmen die Frage, ob bei Begebung einer Wandelschuldverschreibung ein Prospekt zu veröffentlichen ist. Werden Wandelschuldverschreibungen von Aktiengesellschaften ausgegeben, steht Aktionären grundsätzlich ein Bezugsrecht zu. Dies bedeutet auch einen Wertpapierprospekt zu veröffentlichen. Manchmal fehlt selbst die notwendige Zeit von wenigen Wochen oder das Emissionsvolumen ist so gering, dass die Transaktion auch bei effizienter Prospektarbeit unattraktiv würde (etwa bei Emissionen von weniger als 1 Mio. EUR). Das gilt auch dann, wenn von den sogenannten KMU-Erleichterungen Gebrauch gemacht wird, die es erlauben, die Abschlüsse nicht dem Prospekt beizufügen und auf deren Erläuterung zu verzichten. Besonders zeit- und kostenaufwendig wird es, wenn die begleitende Bank einen Comfort Letter des Abschlussprüfers verlangt. Nach unserer Auffassung, die durch erste praktische Erfahrungen bestätigt wird, lässt sich bei vollständiger Nutzung der KMU-Erleichterungen guten Gewissens auf einen Comfort Letter verzichten, sind doch dann nur noch sehr wenige Angaben im Zusammenhang mit den historischen Finanzinformationen im Prospekt zu finden.

Foto: www.hwph.de

Dennoch stellt sich die Frage, ob und wann sich ein Prospekt vermeiden lässt

Emittenten, deren Aktien zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, können z.B. innerhalb von zwölf Kalendermonaten Wandelschuldverschreibungen mit einem Volumen von bis zu 5 Mio. EUR prospektfrei ausgeben. Parallel dazu könnten dann noch weitere Wandelschuldverschreibungen, die in bis zu 10% des Grundkapitals des Emittenten gewandelt werden können, unter Ausschluss des Bezugsrechts und damit prospektfrei emittiert werden.

Das prospektfreie Volumen lässt sich weiter erhöhen: Die Pflicht, im Zusammenhang mit einem Bezugsangebot einen Prospekt zu veröffentlichen, besteht, weil die Schuldverschreibungen an eine Vielzahl von Aktionären, also „öffentlich“ angeboten werden. Dies geschieht im Wege der Abwicklung über eine Bank, auch mittelbares Bezugsrecht genannt. Wenn es einen oder mehrere Großaktionäre gibt, die dem Emittenten bekannt sind, kann der Emittent die Transaktion in zwei Teile aufspalten: Die Großaktionäre erhalten ihr Bezugsrecht unmittelbar über den Emittenten im Wege des Direktkontakts. Damit sind sie nicht Teil des öffentlichen (Bezugs-)Angebots und die (prospektfreien) 5 Mio. EUR stehen im vollen Umfang für den Freefloat zur Verfügung. Wenn beispielsweise ein Großaktionär 50% des Kapitals hält, könnte dadurch faktisch das prospektfreie Emissionsvolumen auf 10 Mio. EUR plus weitere Wandelverschreibungen

auf 10% des Aktienkapitals erhöht werden. Eine Transaktion mit einer ähnlichen Struktur wurde im Markt kürzlich abgewickelt.

Weitere kreative Lösungen

Bei einer weiteren aktuellen Emission wurde eine andere Ausnahme von der Prospekterfordernis genutzt. Immer dann, wenn jeder einzelne Investor mindestens 100 TEUR investieren muss, entfällt die Prospektpflicht, weil diese Investoren dann nicht mehr als schutzbedürftig angesehen werden. Bei einer Platzierung kann eine solch große Stückelung Sinn machen, falls ohnehin nur Großinvestoren angesprochen werden sollen oder – wie in diesem Fall – ein Investor die Zeichnung aller nicht im Rahmen des Bezugsangebots abgenommenen Stücke garantiert. Eine spätere Börsenhandelsfähigkeit im Freiverkehr wird man dann jedoch nicht herstellen können.

Außerdem ist eine solche Struktur aktienrechtlich bedenklich. Denn Kleinaktionären wird damit faktisch ihr Bezugsrecht genommen. In der konkreten Transaktion wurde diesen zwar zugebilligt, dass alle unabhängig von ihrer Bezugsquote so weit wie möglich eine Zuteilung erhalten. Die Beteiligungsquoten sind jedoch gering, da mindestens 100 TEUR investiert werden müssten. Daher ist dieser Weg nur mit Bedenken gangbar.

Fazit

Insgesamt erscheint die Emission von Wandelschuldverschreibungen gerade für kleine und mittelgroße Emittenten, deren Aktienkurs noch Nachholbedarf hat, aktuell häufig von Interesse. Sollten die Schuldverschreibungen in nicht mehr als 10% des bestehenden Aktienkapitals gewandelt werden können, ist eine Platzierung ohne Bezugsrecht und damit auch ohne Prospekt möglich. In anderen Fällen besteht grundsätzlich Prospektpflicht. Bei Emissionen kleiner und mittelgroßer Unternehmen lassen sich häufig gute Gründe finden, auf einen Comfort Letter zu verzichten. In diesen Fällen lässt sich ein Prospekt mit vertretbarem Zeit- und Kostenaufwand erstellen. Im Markt werden derzeit in verschiedenen Fällen unterschiedliche Strategien zur Vermeidung der Prospektpflicht diskutiert. Je nach Unternehmen und individueller Situation lassen sich hier manchmal kreative Lösungen finden.

Anzeige

equinetBank AKTIENGESELLSCHAFT „Die Unternehmer unter den Bankern“

Privatplatzierung Anleihe (Aufstockung) | SANHA® | 7,75% Corporate Bond | € 12,5 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Jan 2014 | equinetBank

Platzierung Anleihe | HÖRMANN FINANCE | 6,25% Corporate Bond | € 50 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Dez 2013 | equinetBank

Privatplatzierung Anleihe (Aufstockung) | EKOSEM-AGRAR | 8,5% Corporate Bond | € 18 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Okt 2013 | equinetBank

Privatplatzierung Anleihe (Aufstockung) | S04 | 6,75% Corporate Bond | € 15 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Sep 2013 | equinetBank

Platzierung Anleihe | MIFA MITTELDEUTSCHE FAHRRADWERKE AG | 7,50% Corporate Bond | € 25 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Aug 2013 | equinetBank

Platzierung Anleihe | SANHA® | 7,75% Corporate Bond | € 25 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Mai 2013 | equinetBank

Platzierung Anleihe | EKOTECHNIKA | 9,75% Corporate Bond | € 60 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Apr 2013 | equinetBank

Platzierung Anleihe | SALAMANDER AREAL | 6,75% Corporate Bond | € 30 Mio. | Sole Lead Manager, Sole Bookrunner | Nov 2012 | equinetBank

(ausgewählte Transaktionen)

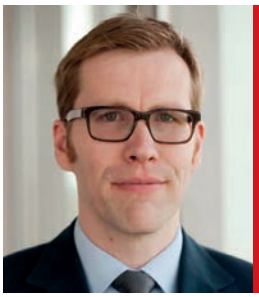
Corporate Finance
- Mergers & Acquisitions
- Börsengänge/Kapitalerhöhungen
- Anleiheemissionen
- Schuldscheindarlehen
- Debt Advisory

Research & Sales
- Research
- Betreuung institutioneller Kunden
- Aktienplatzierungen
- Anleiheplatzierungen
- Roadshows

Financial Markets
- Designated Sponsoring
- Brokerage
- Specialist Aktien/Renten
- Elektronisches Order Routing
- Börsenschnittstelle

ESN Exklusiver Deutschland-Partner des European Securities Network (ESN)

equinet Bank AG
Frankfurt am Main
www.equinet-ag.de
Tel. 0049 (0)69 58997-0



RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

VON SEBASTIAN ZANK,
SENIOR ANALYST, SCOPE RATINGS

Die Anforderungen müssen steigen

Auf dem Weg zu professionellen Covenants-Standards

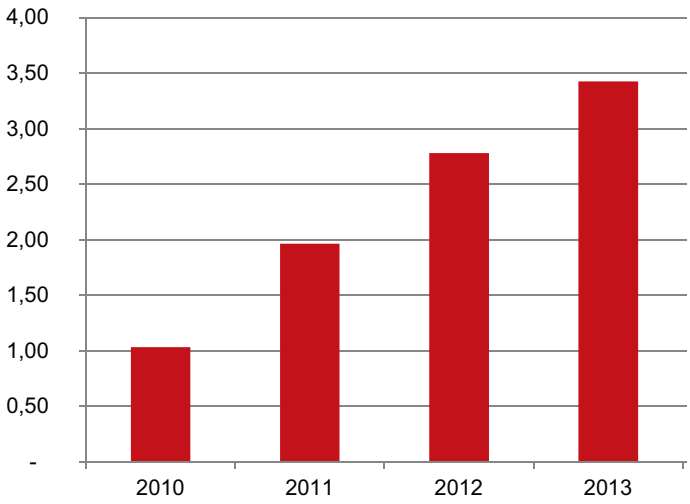
Der deutsche Mittelstandsanleihemarkt verzeichnete in jüngster Vergangenheit zahlreiche Ausfälle. Um das Vertrauen der Investoren in dieses Segment zurückzugewinnen, müssen die Anforderungen an Emittenten steigen und sich insgesamt höhere Marktstandards durchsetzen.

Ein wesentlicher Aspekt dabei ist die Etablierung von Covenants. Diese in den Anleihebedingungen festgeschriebenen Klauseln dienen zum einen dem Schutz der Investoren, da sie dem Emittenten unter anderem während der Anleihelaufzeit bestimmte Pflichten oder Verbote auferlegen. Damit können Covenants das Kreditrisiko senken, indem sie die wirtschaftliche Handlungsfreiheit der Emittenten einschränken. Zum anderen können entsprechende Covenants die Stellung der Gläubiger im Insolvenzfall bestimmen.

Scope Ratings hat den deutschen Markt für Mittelstandsanleihen in Bezug auf Covenants analysiert. Dazu wurden die Anleihebedingungen von 157 gelisteten Anleihen mittelständischer Emittenten ausgewertet. Das Ergebnis: Es zeigt sich ein klarer Trend hin zu Verankerung von Covenants bei deutschen Mittelstandsanleihen:

- Im **Jahr 2010** wurde im Durchschnitt **nur eine Schutzklausel** in den Anleihebedingungen der Emissionen festgeschrieben. **2013** waren es durchschnittlich bereits 3,5 pro Anleihe.
- **Weniger als 6%** aller seit 2010 emittierten börsengelisteten SME-Anleihen weisen **keinerlei Schutzklauseln** oder Besicherungen auf.

Durchschnittliche Anzahl von Covenants je Neuemission



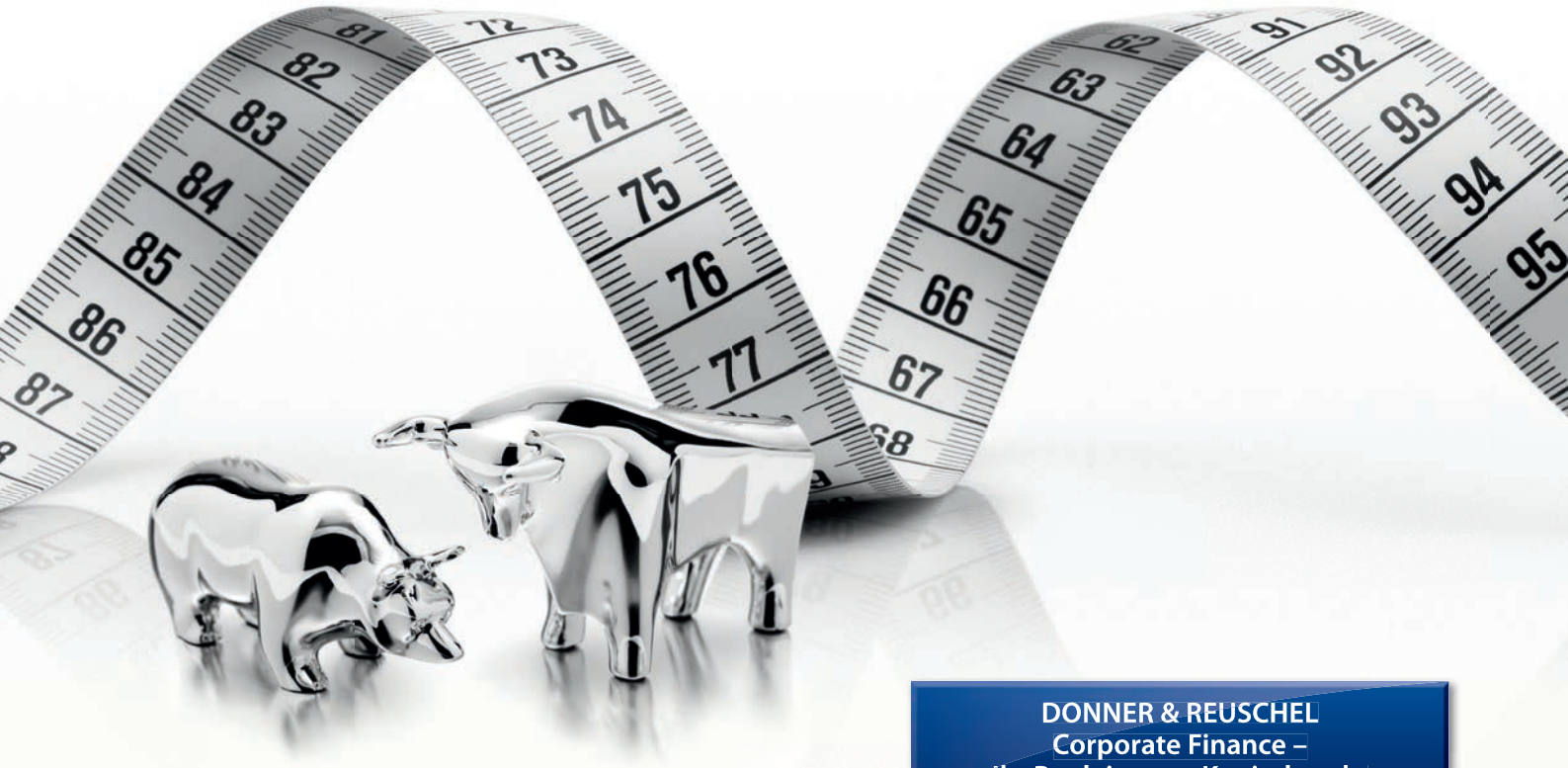
Quelle: Scope

- **Den größten Zuwachs seit 2010** registriert Scope bei Kontrollwechselklauseln (Change of Control), Ausschüttungssperren (Payout Blocks) und Drittverzugsklauseln (Cross Default).

Trotz der fortschreitenden Etablierung von Covenants in den Anleihebedingungen deutscher SME Bonds sind diese nach Sicht von Scope noch weit von den Standardsets entfernt, die deutsche Large- und MidCap-Anleihen vorweisen. Auch der Markt für amerikanische High-Yield-Bonds ist diesbezüglich weitaus professionalisierter.

Zum einen sind die Covenant-Sets anderer Anleihesegmente deutlich umfangreicher und standardisierter. Zum anderen

Seit 1798 machen wir, was wir am besten können: maßgeschneiderte Finanzierungskonzepte.



3. HIK

Hamburger Investment Konferenz
Donnerstag, 15. Mai 2014

DEUTSCHE BÖRSE
LISTING PARTNER

Perspektiven für den Mittelstand.
m:access

DONNER & REUSCHEL
Corporate Finance –
Ihr Begleiter am Kapitalmarkt

- IPO / IBO
- Kapitalmaßnahmen
- Private Placement
- Designated Sponsoring

Ihre Ansprechpartner:

Stefan Gonscherowski, Telefon: 040 30217-5430

Luis Marques, Telefon: 040 30217-5341

DONNER & REUSCHEL
PRIVATBANK SEIT 1798

DONNER & REUSCHEL Aktiengesellschaft –
Die Privatbank der SIGNAL IDUNA Gruppe

finden sich dort weitaus stärkere Schutzregeln in Form von Einschränkungen risikobehafteter Aktivitäten oder in Form von Financial Covenants, die die zwingende Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen bzw. die Einschränkungen einer weiteren Verschuldung (sogenannte Indebtness-Klauseln) vorsehen. Aus Sicht von Scope schützen gerade diese Klauseln den Gläubiger vor der Zunahme von Geschäftsrisiken der Emittenten.

Die Sicht der Ratingagentur: Masse ≠ Klasse

Grundsätzlich gilt: Covenants sind exzellente Schutzmechanismen für Anleihegläubiger, deren Ausfallrisiken nicht über Besicherungen oder sonstige materielle Garantien reduziert werden können. Es gilt aber auch, dass zwischen Masse und Klasse unterschieden werden muss.

Scope bewertet bestimmte Covenants eher als Pro-Forma-Klausel, deren Schutzwirkung extrem gering ist. Beispiele dafür sind Negativklauseln für Emittenten, deren Geschäftsmodell kaum die Verwertung von Pfandrechten oder sonstigen Kreditsicherheiten zulässt. Gleiches gilt für Gleichrangklauseln, die künftige Finanzverbindlichkeiten nicht einschließen und somit eine Verwässerung der Gläubigerstellung ermöglichen. Auch die Ausgestaltung von Drittverzugsklauseln, bei denen die Überschreitungslimits in Bezug auf andere Kreditverpflichtungen sehr hoch gesetzt wurden, bietet Anleihegläubiger nur wenig Schutz.

Darüber hinaus gibt es Schutzklauseln, die nur dann greifen, wenn definierte Bedingungen erfüllt sind. Beispielsweise gelten manche Covenants nur, wenn eine Gläubigerzustimmung von >50% erzielt werden kann. Eine genaue Prüfung der Anleihebedingungen ist daher in jedem Einzelfall zwingend notwendig.

Wichtigkeit von Covenants abhängig vom Einzelfall

Eine feste, nach Wichtigkeit gestaffelte Rangliste für die Ausgestaltung von Covenants im Mittelstandssegment lässt sich nicht pauschal darstellen. Covenants müssen auf den Einzelfall definiert sein und hängen stark von der individuellen Situation der Emittenten hinsichtlich Unternehmensstruktur, Bilanzstruktur, Finanzkennzahlen oder Eigentumsverhältnissen ab.

Aus unserer Sicht haben jene Klauseln den stärksten Einfluss auf Anleiheratings, die das Risikoprofil des Emittenten während der Laufzeit der Anleihe am deutlichsten senken. Hier sind vor allem Financial Covenants zur Risikofrüherkennung und -vermeidung sowie Klauseln zur Einschränkung risikobehafteter Aktivitäten (Investments in risikobehaftete Assets, Verkauf wesentlicher Geschäftsteile, Einschränkung von Strategieänderungen) zu nennen.

Covenants, die erst im Insolvenzfall oder bei Nichtbedienung anderer Gläubiger greifen, entfalten ihre Schutzwirkung erst, wenn bereits ein signifikanter Ausfall für den Anleihegläubiger droht. Diese Schutzklauseln haben daher für die Einschätzung der Bonität des Emittenten in der Regel eine eher untergeordnete Bedeutung.

Weitere Professionalisierung bei Mittelstandsanleihen erforderlich

Eine weitere Professionalisierung der Strukturierung von Anleihen im deutschen SME-Segment in Bezug auf Covenants ist aus Sicht von Scope notwendig. Gerade Anleihen kleinerer Emittenten zeigen höhere Geschäfts- und Finanzrisiken, vor denen der Anleihegläubiger bestmöglich geschützt werden muss. Daher ist die flächendeckende Etablierung von Covenants der wichtigste Schritt hin zu professionellen Marktstandards. Auch um verstärkt institutionelle Investoren für das Mittelstandssegment zu gewinnen, sind hohe Covenants-Standards im Allgemeinen und umfassende Financial Covenants im Besonderen unverzichtbar.

Wollen Sie als Mittelständler Ihren Unternehmenserfolg einer Großbank anvertrauen, für die Sie nur eine Kundennummer sind? Oder wollen Sie einen fairen Partner auf Augenhöhe?

Dann lernen Sie die quirin bank kennen.
Als etablierte, unabhängige Unternehmerbank stehen wir mittelständischen Unternehmen und Unternehmern bei der Umsetzung von Finanzierungslösungen zur Seite.

Wir bieten individuelle Lösungen für Ihre Unternehmensziele:

- Anleihen/Mittelstandsanleihen
- Börseneinführungen
- Kapitalerhöhungen
- Wandel- und Optionsanleihen
- Übernahmen & Fusionen

quirin bank AG, Investment Banking:
Schillerstraße 20, 60313 Frankfurt am Main
Telefon: 069 247 50 49-30
E-Mail: unternehmerbank@quirinbank.de

quirin bank
Die Unternehmerbank

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

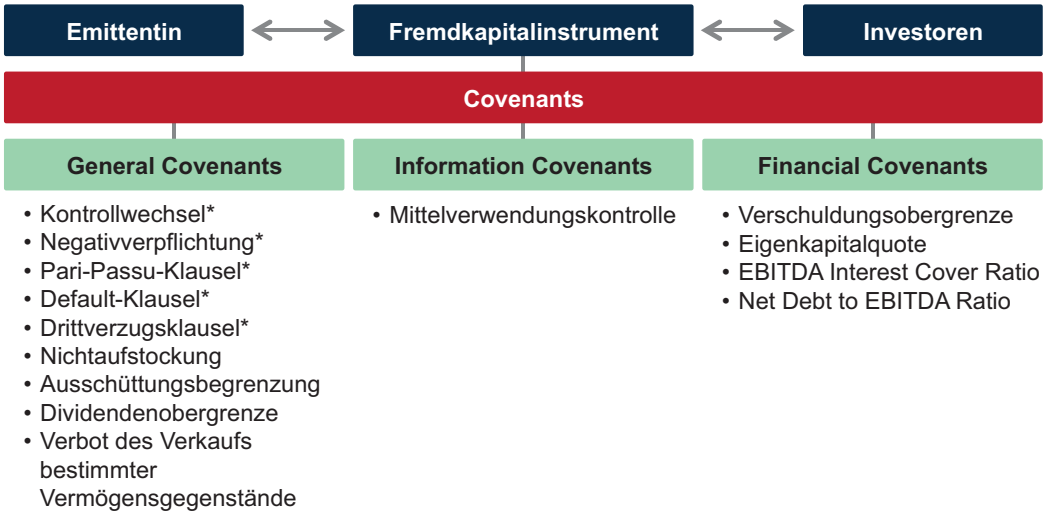
DR. SVEN JANSSEN, EXECUTIVE DIRECTOR, HEAD OF CAPITAL MARKETS UND CHRISTIAN KIMPEL, CAPITAL MARKETS, CLOSE BROTHER SEYDLER BANK AG

Differenzierte Strukturierung von Anleihebedingungen

Mehr als nur Covenants

In den vergangenen 12 Monaten zeigte sich, dass institutionelle Investoren, die in Anleihen mittelständischer Unternehmen investieren, verstärkt auf eine differenzierte Struktur der Anleihebedingungen achten. Neben dem Zins, der eine deutlichere Unterscheidung der Emittenten nach deren Risiko erlauben sollte, werden die emissionsbegleitenden Parteien auch die Covenants der Fremdkapitalinstrumente in Zukunft differenzierter strukturieren müssen, um deren Attraktivität weiterhin zu gewährleisten.

Abb. 1: Wesentliche Covenants



*) Mindestanforderung an die Covenants-Struktur bei Fremdkapitalinstrumenten
Quelle: Close Brothers Seydler Bank AG

Covenants sind Vereinbarungen in den Anleihebedingungen, die Zusicherungen des Emittenten gegenüber dem Gläubiger während der Laufzeit vertraglich regeln. Die emissionsbegleitende Bank hat als Intermediär zwei Kundengruppen zu betreuen: auf der einen Seite den Emittenten und auf der anderen Seite die Käufer der Schuldtitel, die institutionellen Investoren. Dadurch befindet sich die Bank als Arrangeur in einem Spannungsfeld und ist daran interessiert, die antagonistischen Kräfte interessewahrend aufeinander abzustimmen. Zum Ausgleich dieser Divergenz steigt zunehmend die Bedeutung einer differenzierten Strukturierung der Anleihebedingungen. Neben dem im Laufe der Zeit etablierten Standard an Vertragsverpflichtungen finden zunehmend weitere Covenants Einzug in die Bedingungen der Schuldtitel. Nachfolgend werden die gängigen Vereinbarungen erläutert.

Die Covenants **Kontrollwechsel** (Recht des Gläubigers, im Falle eines Eigentümerwechsels des Schuldners, die Schuld zu einem vorab festgelegten Kurs fällig zu stellen), **Negativverpflichtung** (Verpflichtung des Emittenten, bis zur vollständigen Rückzahlung keine Sicherheiten für andere Kapitalmarktverbindlichkeiten zu bestellen), die **Pari-Passu-Klausel** (Gleichrangigkeit mit allen gegenwärtigen und zukünftigen unbesicherten Verbindlichkeiten), die **Default-Klausel**

(Kündigungsrecht des Gläubigers bei Verletzung von Zahlungs- oder sonstigen Verpflichtungen des Schuldverschreibungsvertrags) und die **Drittverzugsklausel** (Kündigungsrecht des Gläubigers bei Vertragsbruch mit dritten Gläubigern) sind schon heute das gewünschte Minimum an Regelungen bei Schuldverträgen.

Die Bedingung der **Nichtaufstockung** innerhalb von 12 Monaten nach Emission des Schuldtitels taucht in letzter Zeit vermehrt in den Anleihebedingungen auf und wird sich in Zukunft als Standard beweisen. Einerseits bedeutet eine Aufstockung, sofern prospektfrei privatplatziert, eine unkomplizierte und schnelle Transaktion für den Emittenten. Andererseits steigen jedoch die Zinsbelastung und das Rückzahlungsrisiko am Laufzeitende, was zu einem verschlechterten Rating führen kann. An Aufstockungen, die zeitlich nah an der Emission erfolgen, kritisieren die Investoren neben der häufigen Begleiterscheinung einer Kurskorrektur oftmals, warum nicht von vornherein mit einem höheren Volumen geplant wurde.

Neben der Nichtaufstockung bevorzugen Investoren zunehmend auch die **Mittelverwendungskontrolle**. Bei dieser Klausel wird vereinbart, wie sichergestellt und kommuniziert wird, dass die eingesammelten Gelder nur im Rahmen der im Wertpapierprospekt definierten Zwecke verwendet werden. Bei der Ausgestaltung dieser Klausel gibt es hinsichtlich der Kontrollintensivität einigen Spielraum. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten sind einerseits die Verwaltung des Emissionserlöses durch einen Treuhänder und andererseits eine Ad-hoc- beziehungsweise eine Corporate-News-Pflicht bei entsprechender Investition oder die Veröffentlichung im nächsten Abschluss.

Darüber hinaus findet auch immer häufiger eine **Ausschüttungsbegrenzung** oder eine **Dividendenobergrenze** Einzug in die Vertragsbedingungen, um eine gesunde Innenfinanzierung und das Wachstum sicherzustellen.

Auch die Attraktivität sogenannter Financial Covenants steigt beständig, um den Gläubigern weitere Kündigungsrechte einzuräumen. Diese verpflichten zur Einhaltung bestimmter Kennzahlen, welche die finanzielle Situation des Emittenten widerspiegeln. Beispiele für gängige Verhältniszahlen: eine **Verschuldungsobergrenze** (<80%) oder eine **Eigenkapitalquote** (>20%), das **EBITDA Interest Cover Ratio** (EBITDA/Zinsaufwand > 2) oder das **Net Debt to EBITDA Ratio** (Net Debt/EBITDA < 4).

Ähnlich wie die Mittelverwendungskontrolle lassen sich auch die börsenseitigen Publizitätsanforderungen den sogenannten Information Covenants (i.w.S.) zuordnen. Nicht explizit in den Fremdkapitalverträgen, aber in den AGB der Börsen geregelt, verpflichten die Handelsplattformen, je nach Segment und Transparenzlevel, die Unternehmen zur Veröffentlichung unternehmensspezifischer Informationen.

Durchdachte und individuell auf das Unternehmen abgestimmte Fremdkapitalbedingungen können das Standing bei Investoren nachhaltig erhöhen.
Foto: PantherMedia / Jakub Krechowicz

Neben den Vorteilen der Covenants impliziert dieses Mehr an Klauseln allerdings auch einen erhöhten Monitoring-Aufwand seitens der Investoren. Folglich ist die Weiterentwicklung der Börsensegmente in Bezug auf Transparenzpflichten und die Entwicklung eines einheitlichen Standards für „Credit Relations“ seitens der Emittenten ein Muss für die Sicherstellung der Qualität der Fremdkapitalinstrumente in der Zukunft.

Lange galt das geringe Ausmaß an Covenants in den Anleihebedingungen als Vorteil für Emittenten gegenüber dem klassischen Bankkredit. Trotz des Trends hin zu einer differenzierteren Covenant-Struktur sind kapitalmarktbasierte Fremdkapitalinstrumente weiterhin zentral für eine diversifizierte Unternehmensfinanzierung. Durchdachte und individuell auf das Unternehmen abgestimmte Fremdkapitalbedingungen können bei sinnvoller Strukturierung neben einem soliden Zahlenwerk und einer überzeugenden Credit Story das Alleinstellungsmerkmal der Schuldverschreibung sein und so zu einer steigenden Attraktivität bei den (institutionellen) Investoren führen.

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

INTERVIEW MIT
DR. MICHAEL MUNSCH, VORSTAND,
CREDITREFORM-RATING AG

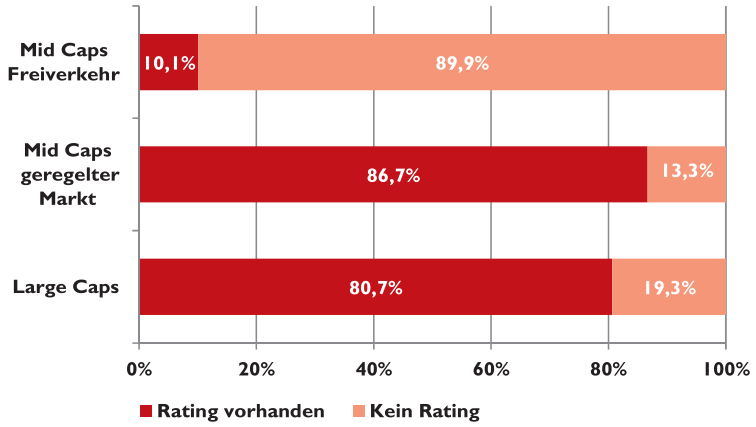
„Es wäre bedauerlich, wenn der deutsche Mittelstand jetzt unter einer Pauschalverurteilung zu leiden hätte“

Interview mit Dr. Michael Munsch, Vorstand der Creditreform-Rating AG, über die Rating-Diskussion, angemessene Kupons und Verbesserungsideen

BondGuide: Herr Dr. Munsch, wie blicken Sie aus der Sicht einer Ratingagentur auf das vergangene Jahr zurück?

Munsch: Die Emissionstätigkeit zeigte sich 2013 weiterhin positiv, allerdings war eine Verschlechterung der Emittentenbonitäten gegenüber den Vorjahren zu beobachten, und zwar sowohl bei den Neuemissionen wie auch bei den bestehenden Emissionen. So wissen wir, dass eine ganze Reihe von Anleihen nicht an den Markt gekommen ist, weil die Emittentenbonität zu schwach war. Bonitätsverschlechterungen haben wir durch Downgrades im Rahmen des Monitorings gewürdigt. Daneben war eine Reihe von Insolvenzen zu beobachten. Von der relativ hohen Zahl wurden wir, wie auch andere Marktteilnehmer, überrascht. Die Insolvenzen sind allerdings im Wesentlichen auf Branchenverwerfungen im Bereich erneuerbare Energien und auf Betrug zurückzuführen. Solche Fälle kann ein Rating leider nicht vorwegnehmen.

Abb. 1: Anteil veröffentlichter Ratings nach Größensegment



Quelle: Creditreform

> *Von der relativ hohen Zahl an Insolvenzen wurden wir, wie auch andere Marktteilnehmer, überrascht.*

BondGuide: Auch die Ratingagenturen müssen sich darauf verlassen, vollständig und korrekt informiert zu werden.

Munsch: Natürlich, dazu gehören u.a. der Bericht des Wirtschaftsprüfers und die Informationen aus dem Wertpapierprospekt. Wenn hier schon etwas nicht stimmt, kann auch das Rating nicht mehr richtig ausfallen.

BondGuide: Musste man im Bereich Erneuerbarer Energien nicht doch etwas vorsichtiger sein? Dies natürlich wiederum aus der Rückschau konstatiert.

Munsch: Denken Sie mal zurück an 2010/11. Der Renewables-Bereich galt da als unglaublich ertragsstark und stabil. Deutschland war der stärkste Markt für Solarindustrie in der Welt. Heute wissen wir, dass auch Großunternehmen wegen der Solarindustrie große Beträge abschreiben mussten. Die Marktverschiebung in Rich-

tung China ging erheblich schneller, als damals jeder vorhergesagt hätte.

BondGuide: Wo sehen Sie den Markt aktuell?
Munsch: Die Quote der Ausfälle, soweit wir sie bis jetzt gesehen haben, ist stark durch die Branche Energie geprägt, aber insgesamt zu hoch. Und die eigentliche Refinanzierungswelle – bzw. Tilgung – kommt ja erst noch ab 2015. Das Risiko in Richtung Fälligkeit nimmt also sicherlich noch weiter zu und nicht ab.

BondGuide: Das heißt, das Vorhaben Mittelstandsanleihemarkt ist gescheitert?

> *„Das Risiko in Richtung Fälligkeit nimmt sicherlich noch weiter zu und nicht ab.“*

Munsch: Nein, da möchte ich unterscheiden. Es wäre bedauerlich, wenn der deutsche Mittelstand unter einer Pauschalverurteilung zu leiden hätte und einige deshalb ihre Vorhaben nicht mehr umsetzen könnten, weil möglicherweise nicht mehr genug Investorenbereitschaft vorhanden wäre. Wir sehen in diesem Markt ja auch eine ganze Reihe von Unternehmen, die sich stabil entwickeln.

BondGuide: Passen Kupons und Ratings aus Ihrer Sicht?
Munsch: Eines wird gerne vergessen: Bei Mittelstandsanleihen ist ein wesentlicher Teil des Aufschlags beim Kupon auf die fehlende Marktliquidität zurückzuführen. Große Institutionelle Anleger haben ja durchaus Interesse, aber sie dürfen nicht investieren, wenn die Marktliquidität zu gering ist. Auch ein Faktor ist der Umstand, dass es sich bei Mittelstandsanleihen um Unternehmens-Ratings handelt, nicht Anleihe-Ratings – die bei unbesicherten Anleihen in aller Regel schlechter ausfallen würden. Insofern ist eine Aussage, ob Rating und Kupon zusammenpassen, eigentlich gar nicht möglich, da mit dem Rating nicht die Anleihe allein,

Anzeige

Luther.

Ihre Experten für die Restrukturierung von Anleihen

Ihr Ansprechpartner:
Rechtsanwalt Ingo Wegerich
+49 69 27229 24875, ingo.wegerich@luther-lawfirm.com
www.luther-lawfirm.com

Berlin, Dresden, Düsseldorf, Essen, Frankfurt a.M., Hamburg, Hannover, Köln, Leipzig, München, Stuttgart
Brüssel, Budapest, London, Luxemburg, Shanghai, Singapur

Rechtsberatung. Steuerberatung. Luther.

Taxand

sondern das gesamte Fremdfinanzierungsportfolio des Unternehmens beurteilt wird.

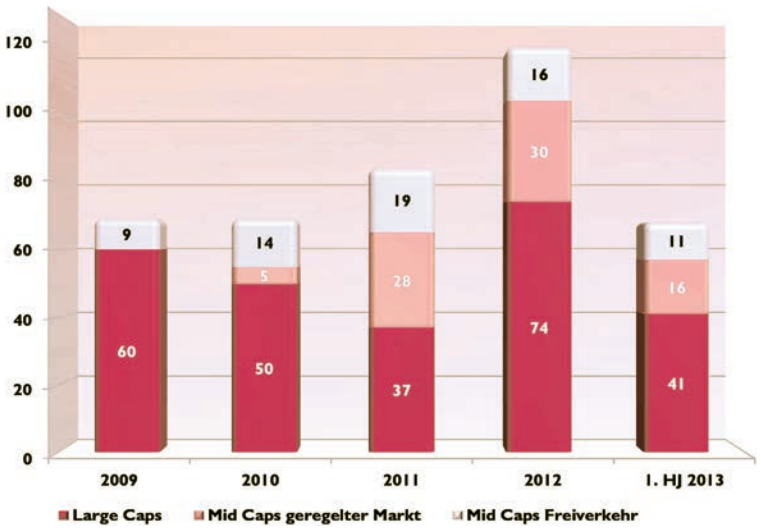
BondGuide: Warum aber schreibt man dann nicht Emissions-Ratings vor, statt eine Note für das Unternehmen zu vergeben?
Munsch: Die Börsenregularien schreiben – derzeit – Unternehmens-Ratings vor. Ein Emissions-Rating dagegen würde explizit die Ausfallschwere des individuellen Titels berücksichtigen, und nicht, ob wie beim Unternehmens-Rating auch möglicherweise andere z.B. besicherte Bankverbindlichkeiten notleidend werden könnten. Dieser wichtige Unterschied wird mir aktuell zu wenig diskutiert.

> *Eine breitere Information für die Anleger, auch durch die Medien, halten wir für wünschenswert.*

BondGuide: Halten Sie es für möglich, dass Privatanleger auf diesen nicht eben unwesentlichen Unterschied womöglich noch nie richtig aufmerksam gemacht worden sind bzw. dies auch in den Medien bisher meist untergeht?
Munsch: Die Investitionsrisiken werden generell umfänglich dargestellt, das Marktsegment ist allerdings noch relativ jung und man muss sich intensiv damit beschäftigen. Eine breitere Information für die Anleger, auch durch die Medien, halten wir für wünschenswert. Darüber hinaus sehen wir es als erforderlich an, dass Börsen und weitere Marktteilnehmer wie bspw. Berater entsprechend den bereits bestehenden kapitalmarktrechtlichen Vorgaben zu weitergehenden Informationen verpflichtet werden. Hierbei geht es darum, was eine Anleihe ist, was für Risiken damit verbunden sind, was ein Rating, insbesondere der Unterschied zwischen Unternehmens- und Emissionsrating, ist und wo überhaupt die Möglichkeiten und Grenzen der Dienstleister liegen.

> *Man müsste auch aufzeigen, wo die Möglichkeiten und Grenzen der Dienstleister liegen.*

Abb. 2: Entwicklung der Emissionen von Unternehmensanleihen



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

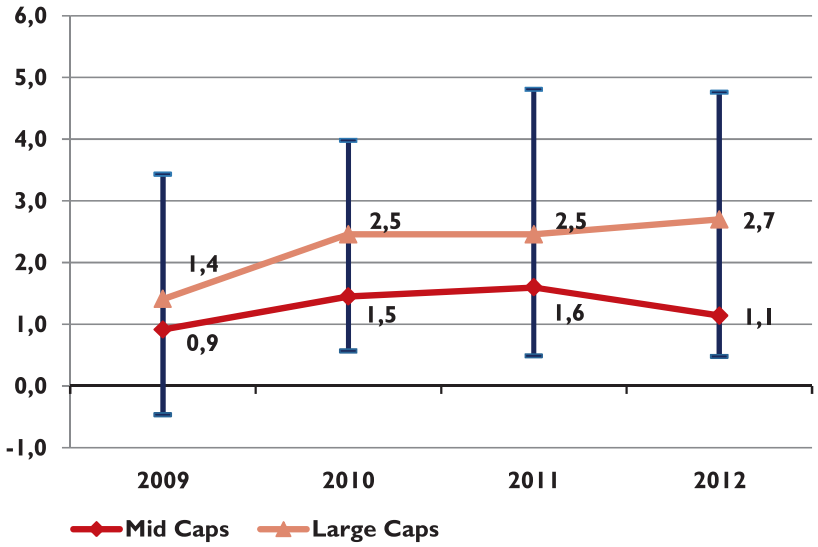
BondGuide: Außenstehende fragen sich manchmal, wieso Ratingagenturen beim selben Unternehmen zu ganz verschiedenen Urteilen kommen können. Sind die Ansätze so diskongruent?
Munsch: Grundsätzlich liegen die auf den deutschen Mittelstand fokussierten Ratingagenturen nicht so weit auseinander. Über einzelne Notches lässt sich dabei immer diskutieren. Der Unterschied zu den großen Agenturen liegt darin, dass dort Internationalität und Unternehmensgröße ganz anders, nämlich viel höher gewichtet werden. Das ist auf Mittelständler aber nun mal nicht so leicht anwendbar.

BondGuide: Der Vorwurf steht im Raum, dass Ratingagenturen die Anleihen bei der Emission wie gewünscht gut benoten, aber schon die ersten Geschäftszahlen als Anlass zur Rückstufung nehmen. Kann das wirklich angehen?
Munsch: Diese Vermutung kann ich zwar teils nachvollziehen, aber für diese Downgrades gibt es einen guten Grund. Die Emittenten berichten uns – genau wie wahrscheinlich Ihnen – etwas Eingängiges über die Geschäftsentwicklung, Ertragslage, die geplante Mittelverwendung und Finanzplanung. Später muss man feststellen, dass die Mittel anders verwendet wurden, die Geschäftslage sich verschlechterte, und dann sind auch die bilanzanalytischen Kennziffern ganz andere. So erklären sich die Downgrades sehr schnell, auch um gleich mehrere Notches.

> *„Später muss man oft feststellen, dass die Emissionserlöse ganz anders verwendet wurden.“*

BondGuide: Dann müssten Sie eigentlich Freund reiner Refinanzierungs-Anleihen sein – oder?
Munsch: Man muss natürlich die Gesamtsituation sehen. Wenn aber mit einer 7%-Anleihe noch teurere kurzfristige Verbindlichkeiten zurückgeführt werden, kann sich durchaus die Bonität verbessern. Das mag eine wenig spektakuläre Mittelverwendung sein, aber nicht die unsolideste. Die Verwendung der Anleihemittel analysieren wir kritisch.

Abb. 3: EBIT Interest Coverage nach Größensegment



Quelle: Creditreform

BondGuide: Herr Dr. Munsch, vielen Dank, dass Sie uns Rede und Antwort standen!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Anzeige

Wärme, die Rendite bringt!

german pellets
Energie, die nachwächst.

E-Mail: geldanlage@german-pellets.de
Telefon: + 49 (0) 3841-3030-6666

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

INTERVIEW MIT
DR. HANS-WERNER GRUNOW,
PARTNER BEI DER BERATUNGS-
GESELLSCHAFT CAPMARCON

„Ratingagenturen eröffneten eine Parallelwelt, um neue Anlegerkreise zu gewinnen“

Ratingnoten bei Mittelstandsanleihen stehen immer wieder im Kreuzfeuer der Kritik: Für Anlegerschützer sind sie zu lasch, Emittenten bemängeln hingegen, dass Zukunftschancen ihrer Unternehmen zu wenig einflößen. Viele verwunderte auch, dass einige Ratings innerhalb weniger Monate gleich um mehrere Stufen abgewertet wurden. Im Gespräch mit BondGuide *erläutert Dr. Hans-Werner Grunow von der Beratungsgesellschaft CAPMARCON die Schwachpunkte und warum Investoren damit kritisch umgehen sollten.*

Neue Bewertungsdienstleister behandeln Mittelständler wie große Unternehmen, was zu wesentlich besseren Ratings führt.

BondGuide: Herr Dr. Grunow, bei den Noten von Ratingagenturen haben viele gemischte Gefühle. Was waren die ungewöhnlichsten Erfahrungen?

Grunow: Interessant war schon zu sehen, dass sämtliche Ausfälle bei Mittelstandsanleihen von den neuen Dienstleistern mit Investment Grade oder nur eine Stufe davon entfernt bewertet waren – eine recht gute Einschätzung. Einzige Ausnahme war Standard & Poor’s, die eine ausgefallene Anleihe zur Emission mit CCC+ einschätzten. Aber auch renommierte Agenturen haben beim Rating von strukturierten Finanzprodukten schon erstaunliche Schwächen gezeigt.

BondGuide: Bei manchen Mittelstandsanleihen, die Ratingagenturen mit Investment Grade BBB benoteten, bekommen Anleger fast 7% Zinsen im Jahr, bei Anleihen von MDAX-Unternehmen mit derselben Note gibt es dagegen in der Regel nur 3%. Wie passt das zusammen?

Grunow: Eigentlich gar nicht. Solche Zinsdifferenzen zeigen, dass die Bewertungen der Mittelstandsanleihen von den neu an den Markt gekommenen Ratinganbietern die tatsächlichen Risiken dieser Bonds nicht angemessen berücksichtigen. Hier wurde bewusst eine Parallelwelt eröffnet, um neue Anlegerkreise zu gewinnen.

BondGuide: Worin unterscheiden sich die Ratings großer Agenturen wie Standard & Poor’s, Moody’s und Fitch von denen kleinerer Anbieter wie Creditreform oder Scope?

Grunow: Die Ratings der renommierten großen Agenturen beschreiben die Ausfallwahrscheinlichkeit und das Verlustrisiko von Finanzinstrumenten auf der Grundlage von Daten und Erfahrungen, die in mehr als 100 Jahren gesammelt wurden. Die Einschätzungen der neuen Bewertungsdienstleister sind bei nur dreijähriger Ratinghistorie praxisorientierter. Das bedeutet: Mittelständler werden hier wie große Unternehmen behandelt – mit entsprechend besseren Ergebnissen. Dieses unterschiedliche Vorgehen drückt sich auch in der hohen Ausfallrate von Mittelstandsanleihen trotz guter Einstufungen aus.

BondGuide: Ist denn die Bewertung großer Agenturen strenger oder gibt es eine intensivere Prüfung?

Grunow: Die Bewertung ist nicht strenger, sie ist aber korrekter – und zwar korrekter im Sinne eines objektiv zu messenden Risikos. Denn brauchbare Ergebnisse sind nur möglich, wenn der Prüfungsprozess nicht am Ergebnis ausgerichtet ist, sondern alle wesentlichen Kriterien erfasst und unstrittige Zusammenhänge dargestellt werden.

BondGuide: Wie bewerten Sie es, dass bei Mittelstandsanleihen zuletzt viele Ratings innerhalb weniger Monate gleich um mehrere Stufen abgewertet wurden?
Grunow: Diese raschen Verschlechterungen bestätigen die Skepsis gegenüber den Bewertungen hinsichtlich ihrer Aussagekraft über das Anlagerisiko. Fast drängt sich hier der Eindruck auf: Erst mit den Herabstufungen wandeln sich diese Ratings von einem Marketingmittel zu einem Signal-Instrument.

BondGuide: Können Ratingagenturen in Fällen von viel zu positiven Noten von Anlegern haftbar gemacht werden?
Grunow: Die korrekte Antwort auf diese Frage setzte zunächst die Klärung voraus, was überhaupt „richtige“ Noten sind. Ratings sind keine normativen Aussagen, sie drücken nur Wahrscheinlichkeiten aus. Und da gibt es auch Ausreißer nach oben oder unten, weshalb Klagen gegen Ratingagenturen meist erfolglos geblieben sind. Letztlich werden Anleger nicht aus der Eigenverantwortung entlassen, sich selbst ein Bild vom Risiko jedes Investments zu machen.

BondGuide: Was wird denn bei einem Rating genau untersucht?
Grunow: Bei der Bonitätsbewertung einer Anleihe stehen drei Aspekte im Mittelpunkt: die Ausfallwahrscheinlichkeit, das damit zusammenhängende Verlustausmaß sowie die Risiken, die sich aus einer Veränderung der Bonität ergeben. Es wird dabei eine Vielzahl quantitativer wie qualitativer Informationen ausgewertet – zum Beispiel Kapitalstruktur, Geldfluss, Absatzmärkte oder Managementqualität.

BondGuide: Worin liegen die Vorteile für Anleger, wenn nicht das Unternehmen, sondern die Anleihe geprüft wird?
Grunow: Die Bewertung bei einem Anleihe- oder Emissionsrating ist mit Blick auf das Anlagerisiko aussagekräftiger, denn es wird hier das wahrscheinliche Verlustpotenzial des Bonds abgeschätzt. Ein Unternehmens- oder Emittentenrating hingegen verschleiert nachteilige Vereinbarungen in den Anleihebedingungen. Ein solches Rating ist meist irreführend und dadurch wertlos.

BondGuide: Wie können Anleger bei Unternehmensanleihen das Chance-Risiko-Verhältnis – also die Rendite im Vergleich zum Rating – richtig einschätzen? Gibt es hier eine Faustformel?
Grunow: Nein, eine goldene Regel gibt es nicht. Grundsätzlich gilt: Jedes Finanzinstrument, das höher rentiert als Bundesanleihen, ist mit Risiko verbunden. Und je höher die Differenz ist, desto größer auch das Risiko. Eine wirklich gute Bestimmung des Chance-Risiko-Verhältnisses setzt eine intensive und umfassende Analyse voraus, die zumeist nur institutionelle Investoren leisten können. Das wiederum bedeutet: Anleger sollten im aktuellen Zinsumfeld bei Renditen von mehr als 4 oder 5% immer hellhörig werden und sich dieses höheren Risikos bewusst sein.

BondGuide: Herr Dr. Grunow, vielen Dank für das interessante Gespräch!

Das Interview führte Thomas Müncher.

Anzeige

Leidenschaft Mittelstand

Bank M
Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG

BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG
Mainzer Landstraße 61 D - 60329 Frankfurt am Main www.bankm.de Ansprechpartner: Dirk Blumhoff / Ralf Hellfritsch Telefon +49 (0)69-71 91 838-10 info@bankm.de

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

INTERVIEW MIT RALF GARRN, GESCHÄFTSFÜHRER, UND HENDRIK EMRICH, LEITER CREDIT RESEARCH, EULER HERMES RATING DEUTSCHLAND GMBH

„Viele Ratings im Markt waren unglaubwürdig“

BondGuide: Herr Garrn, Herr Emrich, wie blicken Sie als Ratingagentur auf das vergangene Jahr zurück?
Garrn: 2013 war für ein gutes Jahr. Viele institutionelle Investoren aus dem Bereich Versicherungen, Pensionskassen und Zusatzversorgungskassen haben unsere Ratingagentur in ihre Anlagerichtlinien aufgenommen. Das zeigt, dass unsere Ratings glaubwürdig sind und insbesondere professionelle Anleger mit den Ratings arbeiten.

BondGuide: Euler Hermes war bis dato noch nicht übermäßig aktiv in Bezug auf Mittelstandsanleihen. Welche Pläne haben Sie?
Garrn: Als Ratingagentur freuen wir uns natürlich auch über ein Mandat eines Anleiheemittenten aus dem Mittelstand. Wir haben jedoch strengere Anforderungen an ein Investment Grade Rating, als man es generell im Mittelstandsmarkt beobachten konnte. Euler Hermes Rating wurde häufiger bei Schuldscheinemissionen im Rahmen von Private Placements an institutionelle Investoren von namhaften Emittenten und internationalen Großbanken mandatiert. Hier liegt auch im Bereich der Corporate Ratings der Schwerpunkt unserer Arbeit.

BondGuide: Auffällig ist, dass inzwischen kaum noch Investment Grades im Erstrating kommen, im Gegensatz zu den Vorjahren. Welche Trends sehen Sie da?
Garrn: Wie Sie bereits angemerkt haben, war Euler Hermes bisher im Bereich der Mittelstandsanleihen kaum aktiv. Es ist erstaunlich, dass bis Ende 2012 von den 67 gerateten Emittenten 52% ein Investment Grade besaßen. Von diesen haben bisher 13 Emittenten Insolvenz angemeldet, was einer Quote von über 20% nach durchschnittlich nicht einmal drei

Foto: PantherMedia / Darius Turek

Jahren bedeutet. Schaut man beispielsweise in die Ausfallstatistiken von Standard & Poor’s, so stellt man fest, dass man eine solche Ausfallquote bei B-gerateten Unternehmen findet. In der Tat sind die Ratings in den vergangenen Monaten etwas konservativer geworden. Das liegt vor allem aber auch daran, dass viele Ratings unglaubwürdig waren und sInvestoren sich zunehmend Gedanken darüber machen, ob man überhaupt noch in diesen Markt investieren sollte.

BondGuide: Das heißt, das Vorhaben Mittelstandsanleihemarkt ist gescheitert?
Garrn: Ursprünglich wollten die Akteure den Markt für Mittelstandsanleihen als neues Segment für die Finanzierung mittelständischer Unternehmen etablieren. Die Anzahl der Ausfälle überrascht mich übrigens nicht. Lediglich das Risiko für

den Anleihegläubiger wurde nicht transparent gemacht, u.a. weil kein Rating für die Anleihen selbst vorgeschrieben ist und die Emittentenratings häufig vergleichsweise gut ausgefallen waren. Ich gehe davon aus, dass der Markt sich erst dann nachhaltig entwickeln wird, wenn auch vermehrt institutionelle Anleger investieren. Dazu müssen die Anleihen selbst geratet werden und die Unternehmen mit Investment Grade Ratings höhere Anforderungen an die Bonität erfüllen.

BondGuide: Passen Kupons und Ratings aus Ihrer Sicht? Mit dem institutionellen Bereich größerer Anleihen verglichen scheinen da immer noch Welten dazwischen zu liegen.
Garrn: Die Tatsache, dass Emittenten mit Investment Grade Ratings im Mittelstandsmarkt 7 bis 8% Kupon zahlen, ist ein Indiz dafür, dass die Ratings nichts mit dem Risiko des Anleihegläubigers zu tun haben. Bei Benchmarkanleihen sorgt der Gläubigerschutz für eine Gleichstellung aller Gläubiger, bei Mittelstandsanleihen ist das nicht so. Die meisten Anleihen liegen nach meiner Einschätzung im Bereich BB bis CCC. Es gibt kaum eine Anleihe, die nach marktüblichen Standards ein Investment Grade Rating bekäme. Das spiegeln auch die Kupons und Renditen wider.

BondGuide: Als Außenstehender fragt man sich manchmal, wieso Ratingagenturen beim selben Unternehmen zu ganz verschiedenen Urteilen kommen. Sind die Ansätze so verschieden?
Garrn: Ich denke, es gibt Unterschiede. Euler Hermes Rating versucht Ratings zyklusübergreifend zu erteilen. Wichtig ist für uns, dass wir die Komplexität des Geschäftsmodells wirklich durchdrungen und verstanden haben und die Finanzkennzahlen in Relation zum Geschäftsrisiko werten. Wichtig ist auch die Berücksichtigung der zukünftigen Kapitalstruktur, also nach Anleiheemission aus einer Post-Money-Betrachtung. Entscheidend ist ja für den Gläubiger, ob der Emittent die oft mit der Anleiheemission erhöhte Verschuldung tragen und die damit verbundenen Zinskosten aus dem Cashflow finanzieren kann. Nur wenn man diese zukunftsbezogenen Aspekte angemessen berücksichtigt, kommt man zu einem qualitativ hochwertigen Ratingurteil.

BondGuide: Euler Hermes bietet Investoren in Zukunft Credit Research an. Was veranlasst eine Ratingagentur zu diesem Schritt?
Emrich: Es gibt aktuell im Markt kein bankenunabhängiges und performantes Credit Research mit einer breiten Coverage, weder für Mittelstandsanleihen noch für größere Bonds. Die Emissionsbanken lancieren lediglich zum Zeitpunkt des IBOs eine Researchstudie, die jedoch eher zur erfolgreichen Anleiheplatzierung und daher Marketingzwecken dient.

BondGuide: Lässt sich diese Diskrepanz irgendwie schließen?
Emrich: Gerade im relativ informationsineffizienten Mittelstandsmarkt, der zuletzt unter negativer Presse und einer Vielzahl von Insolvenzen gelitten hat, stellt ein qualitativ hochwertiges und durchgängiges Researchmodell einen Mehrwert dar. Mit unserem quantitativ geprägten Bewertungsmodell zur Herleitung und Prognose von Corporate Spreads versuchen wir genau diese Lücke zu schließen und die aktuellen Bedürfnisse von anspruchsvollen Investoren zu befriedigen.

BondGuide: Meine Herren, vielen Dank an Sie beide!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Anzeige

BONDGUIDE
Das Portal für Unternehmensanleihen

Wer Anleihen sagt,
meint BondGuide.

News, Analysen, Statistiken
und Hintergrundberichte zu
deutschen Unternehmensanleihen

• www.bondguide.de •
BondGuide • BondGuide-Flash •

LEGAL

VON DR. JOHANNES WEIDELENER, LL.M., RECHTSANWALT/PARTNER, HEUSSEN RECHTSANWALTS-GESELLSCHAFT MBH

Insiderthemen bei Anleihen

Ein komplexes und haftungsträchtiges Thema, besonders in Krisensituationen

Die Bedeutung von Anleihen für die Unternehmensfinanzierung ist in letzter Zeit stark gewachsen. Im Regelfall werden diese Anleihen auch gelistet (regulierter/organisierter Markt), um eine gewisse Fungibilität herzustellen (oder die Gesellschaft, die die Anleihe ausgibt, ist gelistet). Es können dann von den Organen des Emittenten die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG bzw. die Insiderhandelsverbote nach § 14 WpHG zu beachten sein. Nach unserer Erfahrung findet dieses Thema in der Praxis – trotz der erheblichen Haftung für die Beteiligten – bisher nur wenig Beachtung.

Insidertatbestände komplex und unscharf

Die gesetzliche Regelung der Insiderthematik bei Anleihen ist recht komplex – daher vorab ein kurzer systematischer Überblick: Voraussetzung für eine Anwendung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG bzw. für die Insiderhandelsverbote nach § 14 WpHG ist, dass ein Insiderpapier nach § 12 WpHG vorliegt. Insiderpapiere sind solche Anleihen, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder in den regulierten Markt oder Freiverkehr einbezogen sind oder die in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen EWR-Vertragsstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG gilt nur für den regulierten/organisierten Markt, die Insiderverbote gelten dagegen nach § 14 WpHG auch in Bezug auf ein Freiverkehrslisting.

Die Thematik wird noch komplexer dadurch, dass nicht nur Emittenten betroffen sein können, deren Anleihen entsprechend gelistet sind, sondern auch Emittenten, die selbst als

Ziel des Insiderrechts ist es, die Integrität der Finanzmärkte zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken.
Foto: PantherMedia / Angelika Krikava

Aktiengesellschaft börsennotiert sind. Zentraler Anknüpfungspunkt für das Eingreifen der gesetzlichen Insiderregelungen ist das Vorliegen einer Insiderinformation nach § 13 Abs. 1 WpHG. Eine Insiderinformation ist (1) eine konkrete Information über Umstände, die (2) nicht öffentlich bekannt sind, sich (3) auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen oder die (4) geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.

Diese vier Tatbestandsmerkmale sind insgesamt als allgemeine Begriffe unscharf und komplex. Eine Klärung durch die Rechtsprechung ist bisher nur teilweise und dabei auch nur in Bezug auf Aktien als Insiderpapiere erfolgt, in letzter Zeit

insbesondere bezüglich der Frage nach dem Vorliegen einer konkreten Information bei gestreckten Vorgängen. Es besteht ein nicht unerheblicher rechtlicher Graubereich, der einer genauen Analyse der Sachverhaltsumstände der Insiderregelungen im Einzelfall bedarf. Vorsichtiges Agieren tut in der Unternehmenspraxis Not. Bei Anleihen ist die Schlüsselfragestellung die Beurteilung der Kurserheblichkeit, da die Schwelle für die Kurserheblichkeit hier höher anzusetzen ist als bei Aktien.

Zentrale Frage der Kurserheblichkeit bei Anleihen nur schwer greifbar

Kurserheblichkeit liegt nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG vor, wenn ein verständiger Anleger die Informationen bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Nach Auffassung der BaFin ist entscheidend, ob die Information einen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil bei Erwerb des Insiderpapiers verschaffen kann. Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin soll Kurserheblichkeit vorliegen, wenn die Erfüllung von Verbindlichkeiten (aus der Anleihe) durch die fragliche Information beeinträchtigt wird. Es soll bereits eine Gefährdung

Insiderpapiere sind solche Anleihen, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder in den regulierten Markt oder Freiverkehr einbezogen sind oder die in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen EWR-Vertragsstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.
Foto: Deutsche Börse AG

> *„Kurserheblichkeit liegt nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG vor, wenn ein verständiger Anleger die Informationen bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.“*

fälliger Zinszahlungen genügen. Für die Praxis bietet diese Leitlinie wegen ihrer Allgemeinheit kaum konkrete Handlungsanweisung. In der Regel dürfte vor allem das Eintreten eine Ausfallrisikos oder dessen Reduktion aufgrund der jeweiligen Entwicklung der Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Emittenten, also insbesondere bei Krisensituationen, oder der Beschluss über ein Anleihenrückkaufprogramm zu einer Kurserheblichkeit führen. Es bedarf auch hier jedoch einer konkreten Prüfung der Sachverhaltsumstände im Einzelfall.

Compliance-System zur Haftungsvermeidung

Ziel des Insiderrechts ist es, die Integrität der Finanzmärkte zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken. Eine transparente Anleihe dürfte in der Regel wegen ihrer Grundstruktur für den Anleger ein attraktives Investment darstellen. Transparenz nimmt dabei für alle Kapitalmarktteilnehmer eine zentrale Funktion ein. Entsprechend ist heute als Bestandteil der allgemeinen Compliancepflicht eines Emittenten von Finanzinstrumenten die Ergreifung ausreichender organisatorischer Maßnahmen zur Sicherstellung der kapitalmarkt- und insiderrechtlichen Pflichten allgemein anerkannt. Es handelt sich um eine Rechtspflicht, für deren Umsetzung der Vorstand persönlich haftet und auch der Aufsichtsrat, im Rahmen seiner Überwachungspflicht in Bezug auf das Vorliegen eines ausreichenden Risikomanagementsystems, einzustehen hat. Das Vorliegen einer Insiderinformation dürfte, wie gezeigt, bei Anleihen vor allem in Bezug auf das Vorliegen eines Ausfallrisikos der Anleihe eine Rolle spielen, also im Rahmen einer Krise, in der insgesamt höhere Handlungspflichten gelten. Hier sind unverzüglich alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um schnell und angemessen zu reagieren, auch und gerade hinsichtlich der Einhaltung der gesetzlichen Insiderregelungen mit ihren schwerwiegenden Sanktionen. Die Unternehmenspraxis tut also aufgrund der Komplexität und der Unschärfe der Insiderregelungen gut daran, diese verstärkt im Auge zu behalten.

LEGAL

VON DR. MARKUS J. FRIEDL,
PARTNER, DECHERT LLP

Einiges zu bedenken

Der Rückkauf von Anleihen

Die Volatilität der Finanzmärkte hat auch Anleihen erfasst. Entsprechend notieren viele Anleihen heute unterhalb ihres Nennwerts. Die Unsicherheit gegenüber dem Geschäftsmodell „Mittelstandsanleihen“ wächst. Für Unternehmen wird damit der Rückkauf der ausstehenden Anleihen attraktiv. Denn so kann der Emittent Verbindlichkeiten reduzieren.

Beim Rückkauf der Anleihe erwerben der Emittent und/oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen die ausgegebenen Schuldverschreibungen entweder an der Börse oder auf direktem Weg vom Anleihegläubiger. Der Rückkauf ist von der Kündigung und der damit verbundenen vorzeitigen Fälligstellung der Anleihe zu unterscheiden: Während der Emittent bei der Kündigung die Anleihe einseitig zurückgeben kann, ist er beim Rückkauf darauf angewiesen, dass der Anleihegläubiger sein Kaufangebot annimmt. Bei einer Kündigung beträgt der Rückzahlungsbetrag mindestens den Nennwert. Dagegen bestimmt sich beim Rückkauf die Gegenleistung aus dem Börsenkurs oder einem ausgehandelten Kaufpreis und liegt meistens unterhalb des Nennwerts. Gerade aus diesem Grund wählen Unternehmen in der Praxis häufig den Weg des Rückkaufs.

Varianten des Rückkaufs

Der Rückkauf von Anleihen ist im Schuldverschreibungsgesetz nicht geregelt, er ist jedoch allgemein anerkannt, sofern die Anleihebedingungen ihn nicht verbieten. Viele Anleihebedingungen erlauben sogar ausdrücklich den Rückkauf.

Anleihen können über die Börse zurückgekauft werden oder von einzelnen Anleihegläubigern im Wege verhandelter Kaufverträge. Bei einem Rückerwerb über die Börse ist das Verbot der Marktmanipulation und des Insiderhandels zu

Bei gefallenen Kursen kann der Rückkauf eigener Anleihen für Emittenten interessant werden.
Foto: PantherMedia / Tino Neitz

beachten, auch wenn die Anleihe im Freiverkehr notiert ist. Der Emittent darf daher nicht geheime Informationen verwerten, um die Käufe durchzuführen. Für im regulierten Markt notierte Anleihen ist darüber hinaus das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot einzuhalten, das heißt, alle Anleihegläubiger sind bei gleichen Voraussetzungen auch gleich zu behandeln.

Der Emittent oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen kann auch ein öffentliches Rückkaufangebot abgeben. Darin können die Bedingungen für den Rückkauf, insbesondere Preis, Volumen und Umfang, transparent und einheitlich für alle Anleiheinhaber festgelegt werden. Vorteil ist, dass ein solches öffentliches Angebot zum Rückerwerb eigener Anleihen nicht den Vorschriften des WpÜG unterliegt.

Erlöschen der Anleiheverbindlichkeit

Kauft der Emittent Schuldverschreibungen von Anleihegläubigern auf, wird er Inhaber der Forderung und mit Aushändi-

gung der Schuldverschreibungsurkunde auch Eigentümer derselben. Die Übertragung der Forderung auf den Emittenten führt jedoch noch nicht automatisch dazu, dass die Forderung erlischt. Da die Urkunde noch vorhanden ist, besteht die Forderung des Emittenten gegen sich selbst. Die Forderung aus der Anleihe ist in der Bilanz auszuweisen, sowohl als Verbindlichkeit als auch als Forderung. Eine Reduzierung der Verbindlichkeiten ist zu diesem Zeitpunkt noch nicht erfolgt. Erst wenn der Emittent die Urkunden einzieht und entwertet, erlöschen sowohl Forderungen als auch Verbindlichkeiten aus den Anleihen. Die Bilanz des Emittenten wird reorganisiert, vor allem dergestalt, dass die Verbindlichkeiten aus der rückgekauften Anleihe erlöschen.

Erwirbt ein mit dem Emittenten verbundenes Unternehmen die Schuldverschreibungen, bestehen die Forderungen ebenfalls fort und sind weiterhin in der Bilanz des Emittenten als Verbindlichkeit gegenüber verbundenen Unternehmen auszuweisen. Erst wenn das verbundene Unternehmen gegenüber dem Emittenten die Forderung erlässt (und dabei die Schuldverschreibungsurkunde zurückgibt), erlischt die Verbindlichkeit des Emittenten gegenüber dem verbundenen Unternehmen. Auch dies verbessert die Bilanzsituation beim Emittenten.

Ruhen der Stimmrechte

Hat der Emittent oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen vom Emittenten ausgegebene Schuldverschreibungen erworben und sind die dazugehörigen Urkunden noch nicht eingezogen, besteht die Anleiheforderung fort. Allerdings hat in diesem Fall weder der Emittent noch das verbundene Unternehmen das Stimmrecht aus den Schuldverschreibungen. Unternehmen sollten daher bei einem geplanten Rückkauf von Anleihen das Risiko beachten, dass nicht alle Gläubiger ihre Schuldverschreibungen veräußern wollen. Gelingt ihnen nur der teilweise Rückkauf, mag damit zwar der beabsichtigte finanzielle Zweck erreicht worden sein. Allerdings können sich dadurch die Abstimmungsmehrheiten in der Gläubigerversammlung erheblich verändern, da der zurückkaufende Mehrheitsgläubiger nicht stimmberechtigt ist. Dies könnten die ausstehenden Gläubiger nutzen, um später eventuell notwendige Änderungen der Anleihebedingungen zu blockieren.

Gestaltungsmöglichkeiten

Bevor sich ein Unternehmen für den nur teilweisen Rückkauf von Anleihen entscheidet, sollte es die Gefahr sich verändernder Abstimmungsmehrheiten beachten. Um sie zu vermeiden, darf weder der Emittent noch ein mit ihm verbundenes Mutter- oder Tochterunternehmen das Rückkaufangebot abgeben. Vielmehr sollte eine Person eingeschaltet werden, die dem Emittenten nahesteht, ohne mit ihm konzernrechtlich verbunden zu sein. Schließlich ist bei der Strukturierung des Rückkaufs zu bedenken, dass Rückkäufe der Anleihe die Börsenliquidität einengen und dadurch höhere Ausschläge bei Kaufpreisen bewirken können.

Anzeige

Bankenunabhängige Emissionsbegleitung

für Unternehmen aus der Branche der Umwelttechnologien

Ihr Unternehmen besitzt eine hohe Reputation und Sie spielen mit dem Gedanken, es unabhängig zu kapitalisieren? Wir suchen für unseren Kundenkreis Investitionsmöglichkeiten und bieten

Jörg Henning Frank, Geschäftsführer

» Emissionsvolumina ab 3 Millionen Euro
» Etablierung eines unabhängigen Finanzierungsweges für Ihr Unternehmen
» Kein Handelsplatzlisting erforderlich
» Öffentliche Emission mit breiter Investorenstreuung ohne institutionelle Großanleger
» Steigerung des Bekanntheitgrades Ihres Unternehmens
» Begleitung bei der Angebotserstellung eines öffentlichen Angebotes

Sprechen Sie mit uns. Wir bieten Ihnen nicht nur den Weg zum Angebot – wir haben auch die richtigen Investoren für Sie!

030/889207-0

www.umweltfinanz.de

umweltfinanz

LEGAL

VON DR. ANNE DE BOER, HENDRIK RIEDEL, DR. OLIVER GLÜCK, JEWEILS PARTNER, GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

AIFM lässt grüßen

Unternehmensanleihen, Mezzaninefinanzierug & Co.

Anleihen sind ein einfaches und praktisches Finanzierungsvehikel: Sie sind leicht zu strukturieren, technisch einfach zu emittieren und sehr flexibel einsetzbar. Anleihen können dabei auch eingesetzt werden, um eine Mezzaninefinanzierung aufzunehmen. Allerdings sollten dann einige Punkte bei der Ausgestaltung beachtet werden.

Eigenkapitalähnliche Finanzierung über Anleihen

Anleihen können auch eigenkapitalähnlich ausgestaltet werden. Dabei werden die Anleihen an den Anforderungen von Ratingagenturen, des HGB oder IFRS oder des Steuerrechts ausgerichtet. Klassisch ist es hier, die Anleihe so auszugestalten, dass sie nach HGB Eigenkapitalcharakter und nach Steuerrecht Fremdkapitalcharakter hat. Dafür sind im Wesentlichen folgende Kriterien zu beachten:

Ungeachtet der zuvor genannten formalen Kriterien können die Erlöse einer Anleihe wirtschaftlich Mezzaninekapital sein: Dies ist der Fall, wenn neben dem Anleihekapital z.B. eine Bankenfinanzierung aufgenommen wird, für die Sicherheiten gestellt werden, und die unbesicherten Anleihemittel damit wirtschaftlich nachrangig werden. Noch offensichtlicher ist der wirtschaftlich nachrangige Charakter, wenn Anleiheerlöse durch einen Emittenten den Tochtergesellschaften als Eigenkapital zur Verfügung gestellt werden.

Handelsbilanz vs. Steuerbilanz

Kriterium	entscheidend für Eigenkapital in Handelsbilanz - HGB	entscheidend für Eigenkapital in Steuerbilanz
Nachrangigkeit	ja	nein
Erfolgsabhängigkeit der Vergütung	ja	ja
Teilnahme am Verlust (bis zur vollen Höhe)	ja	nein
Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung	ja	nein
Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös	nein	ja

Quelle: GSK Stockmann + Kollegen

Anleihen & AIFM

Sofern Anleihen eigenkapitalähnlich ausgestaltet werden, sind auch die neuen Regelungen für Verwalter von sogenannten Alternativen Investment Fonds („AIF“), die im Kapitalanlagegesetzbuch („KAGB“) enthalten sind, zu beachten. AIF verwalten darf nur derjenige, der eine entsprechende Erlaubnis der BaFin besitzt; die Fondsverwaltung ohne entsprechende Erlaubnis ist seit 22.7.2013 strafbar.

Die neuen Regelungen des KAGB sind zu beachten, wenn es sich bei dem eigenkapital(ähnlichen) Instrument um ein Investmentvermögen i.S.d. KAGB handelt, und zwar wenn die Anleihe nach der gesetzlichen Definition des § 1 Abs. 1 KAGB

- einen Organismus für die gemeinsame Kapitalanlage darstellt,
- an dem sich mehrere Anleger beteiligen können,
- von denen auf Basis einer vorab festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger Geld eingesammelt wird und
- es sich im Rahmen einer Gesamtbetrachtung bei dem Emittenten nicht um ein operativ tätiges Vehikel außerhalb des Finanzsektors handelt.

So können z.B. Mezzanineprodukte, die neben einer Gewinnbeteiligung auch eine Verlustbeteiligung für die Anleger vor-

sehen, grundsätzlich unter die Regelungen des KAGB fallen, unabhängig von der Rechtsform des Emittenten oder des Finanzierungsinstruments. Die AIFM-Regelungen sind jedoch nur von Bedeutung, wenn alle der vorgenannten Voraussetzungen erfüllt sind. Bei Anleihen sind insbesondere die folgenden Aspekte relevant, ob die Regelungen des KAGB anzuwenden sind:

Festzins

Die Fondsregelungen wären dann nicht relevant, wenn ein Festzins gewährt wird; bei einem schuldrechtlich vereinbarten, unbedingten Kapitalrückzahlungsanspruch fehlt es am Kriterium „für gemeinsame Anlagen“. Dies gilt nach der BaFin[1] auch, wenn ein qualifizierter Rangrücktritt vereinbart ist und der Anleger daher im Insolvenzfall eine eigenkapitalgeberähnliche Stellung einnimmt.

Foto: PantherMedia / Thomas Lachemund

Operativer Geschäftsbetrieb / Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger

Schließlich kommt – unabhängig vom Vorliegen eines der vorgenannten Kriterien – auch dann eine Fondsregulierung nicht in Betracht, wenn der Emittent über einen operativen Geschäftsbetrieb und zwar außerhalb des Finanzsektors verfügt. Ebenso sind die AIFM-Regelungen nicht anzuwenden, wenn der Emittent mit den eingeworbenen Mitteln lediglich eine eigene Unternehmensstrategie verfolgt und nicht den Nutzen der Anleger im Auge hat. In der Praxis werden sich die Merkmale des operativen Geschäftsbetriebs und der fehlenden Anlagestrategie überschneiden.

Wann ein operativer Geschäftsbetrieb oder dagegen eine Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger vorliegt, ist jeweils unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls zu entscheiden; eine trennscharfe, fixierte Verwaltungspraxis der BaFin zu den verschiedenen denkbaren Gestaltungsmöglichkeiten besteht noch nicht: So liegt z.B. im Bereich von Immobilieninvestments kein operatives Unternehmen vor, wenn der Emittent nur Immobilien im Bestand hält, Projektentwicklungen erfüllen dagegen die Kriterien des operativen Geschäftsbetriebs. Die Abgrenzung hängt vom Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ab.

Ebenfalls kann es an einem operativen Geschäftsbetrieb fehlen, wenn der Emittent umfangreich die operativen Tätigkeiten auslagert, d.h. die unternehmerischen Entscheidungen nicht mehr selbst trifft. Ebenso liegt keine Emission eines operativen Unternehmens vor, wenn die Anleihegelder in einer vorgeschalteten Gesellschaft im Sinne einer „Kapitalsammelstelle“ gesammelt werden, vorbehaltlich der Ausnahmen zur Holding-Gesellschaft, auch wenn sie später in ein operatives Unternehmen investiert werden.

Wandelschuldverschreibung

Bei Wandelschuldverschreibungen können die KAGB-Regelungen Bedeutung erlangen, wenn die Möglichkeit zur Wandlung der (festverzinslichen) Anleihe in Gesellschaftsanteile besteht und im Zeitpunkt der Wandlung das Unternehmen ein Bestandshalter ist, der nicht über einen operativen Geschäftsbetrieb verfügt.

Fazit

Die Anleihe ist ein sehr flexibles und recht einfaches Instrument, das neben der reinen Fremdfinanzierung auch zur Mezzaninefinanzierung eingesetzt werden kann. Allerdings muss bei Mezzaninestrukturen auf die Anforderungen z.B. des Steuerrechts und Bilanzrechts und auch der neuen Fondsregulierungen geachtet werden. Die Aufsichtsregeln des KAGB bieten insoweit mehrere denkbare Anhaltspunkte dafür, dass kein zu regulierendes Fondsvehikel vorliegt. Sofern die Regelungen des KAGB vermieden werden sollen, ist bei der Gestaltung von Anleihestrukturen zu empfehlen, mehrere der vorgenannten Fondskriterien nicht zu erfüllen.

1) Auslegungsschreiben der BaFin zum Fondsbegriff („Investmentvermögen“ vom 14. Juni 2013 (abrufbar unter www.bafin.de)

LEGAL

VON CHRISTOPH SCHAUENBURG UND INGO WEGERICH, RECHTSANWÄLTE UND PARTNER, LUTHER RECHTSANWALTSGESELLSCHAFT MBH

Collective Action Clauses

Gläubigerversammlungen als Mittel zur Anleiherestrukturierung

„X AG lädt zu einer Gläubigerversammlung ein, um Beschlüsse über eine umfassende Restrukturierung der von ihr begebenen Anleihe herbeizuführen.“ Solche Ankündigungen waren bis vor fünf Jahren bei uns äußerst selten. Bis dahin bestanden nach deutschem Recht nur sehr eingeschränkte Möglichkeiten, die Bedingungen einer Anleihe durch Mehrheitsbeschlüsse nachträglich zu ändern und so eine nachhaltige Restrukturierung mit Wirkung für alle Gläubiger umzusetzen.

Dies hat sich mit Inkrafttreten des Gesetzes über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) am 5. August 2009 grundlegend geändert. So wurde durch das SchVG der gesetzliche Rahmen für Anleiheemissionen grundlegend reformiert und an internationale Standards angepasst.

Alle wichtigen Parameter stehen ggf. zur Disposition

Am deutlichsten zeigt sich dies darin, dass die Möglichkeiten, Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger zu ändern (sog. Collective Action Clauses), stark erweitert wurden. Erforderlich ist dabei für die Änderung wichtiger Bedingungen eine qualifizierte Mehrheit von 75% der bei Abstimmung vertretenen Schuldverschreibungen. Daneben können Anleihebedingungen auch vorsehen, dass

> *„Das SchVG hat sicher mit dazu beigetragen, dass seit 2009 eine Vielzahl an Anleihen nach deutschem Recht ausgegeben wurde.“*

Foto: Photodisc

Kündigungen durch Gläubiger nur dann wirksam werden, wenn ein bestimmter Prozentsatz aller ausstehenden Schuldverschreibungen gekündigt wird, und es kann als Bindeglied zwischen Emittent und Gläubigern ein sog. gemeinsamer Vertreter bestellt werden.

Für alle seit dem 5. August 2009 ausgegebenen Schuldverschreibungen können Emittenten durch entsprechende Gestaltung der Anleihebedingungen wählen, ob und inwieweit sie sich und den Gläubigern die Möglichkeiten des SchVG eröffnen wollen. In der Praxis hat sich gezeigt, dass die Emittenten hiervon regen Gebrauch machen, und das SchVG hat sicher mit dazu beigetragen, dass seit 2009 eine Vielzahl an Anleihen – speziell durch mittelständische Unternehmen – nach deutschem Recht ausgegeben wurde.

Allerdings hat sich gezeigt, dass viele Emittenten den Arbeitsaufwand, die Komplexität und die Risiken eines solchen Prozesses unterschätzen. Dadurch wurde die Umsetzung

einiger Anleiherestrukturierungen in der Vergangenheit gefährdet. Aus unserer Beratungspraxis haben wir daher ein paar Leitlinien formuliert, durch deren Befolgung die Erfolgschancen stark erhöht werden können:

Planungen frühzeitig einleiten: Die Abhaltung einer Gläubigerversammlung von der Vorbereitung bis zur rechtlich wirksamen Umsetzung der Beschlüsse benötigt Zeit. Insbesondere falls das erforderliche Quorum (50% der ausstehenden Schuldverschreibungen) nicht erreicht wird und somit eine zweite Versammlung erforderlich wird. Entsprechendes gilt, wenn nach der Versammlung sog. Anfechtungsklagen erhoben werden, die einer Umsetzung der Beschlüsse zunächst entgegenstehen.

Anleihebedingungen prüfen, um genauen Regelungskatalog für die Anleiherestrukturierung zu ermitteln: Speziell direkt nach Inkrafttreten des SchVG wurden in Einzelfällen Klauseln in Anleihebedingungen aufgenommen, deren Wirksamkeit rückblickend gesehen nicht gesichert ist. Solche Klauseln müssen unbedingt vor Beginn des Prozesses identifiziert und deren Auswirkungen berücksichtigt werden.

Struktur der Anleihegläubiger: Es kann sinnvoll sein, die Identität (sowie den Einstiegspreis) größerer Gläubiger zu ermitteln, um deren Anforderungen an eine Restrukturierung und Verhalten in der Versammlung antizipieren zu können.

Restrukturierungskonzept: Die Restrukturierung der Anleihe muss in ein schlüssiges und plausibilisiertes Restrukturierungskonzept für das Gesamtunternehmen eingebettet sein, das faire Sanierungsbeiträge für alle Beteiligten vorsieht.

Kommunikation: Es muss im Rahmen kapitalmarktrechtlicher Vorgaben eine effiziente und offene Kommunikation mit den Anleihegläubigern praktiziert werden. Anleihegläubiger verfügen im Gegensatz zu Banken, Kreditversicherern und Gesellschaftern in der Regel zu Beginn einer Sanierung über sehr wenige Informationen. Es ist eine wichtige Aufgabe des Emittenten, sie schnell und umfassend über Chancen und Risiken der Restrukturierung zu informieren und sie zu einer Teilnahme an der Versammlung zu motivieren.

Infrastruktur der Versammlung: Die Regeln für Gläubigerversammlungen entsprechen in vielerlei Hinsicht denen für Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften. Dies bedeutet für Emittenten, dass ein relativ hoher Organisationsaufwand (z.B. Einlasskontrolle, Beschallungstechnik) erforderlich ist. Ggf. spricht dies auch dafür, eine Abstimmung der Gläubiger ohne physische Versammlung in Erwägung zu ziehen.

Transparenz in der Versammlung: Auch der Ablauf der Versammlung ist genau vorzubereiten. Hier hat es sich bewährt, ähnlich wie bei Hauptversammlungen Musterantworten auf zu erwartende Fragen von Gläubigern vorzubereiten und ein Backoffice zur Bearbeitung einzurichten. Für Emittenten ist es wichtig zu verstehen, dass es auf der Versammlung innerhalb kurzer Zeit gelingen muss, Vertrauen zu bilden (bzw. wieder herzustellen) sowie Gläubiger von den Chancen der Sanierung und den Risiken eines Scheiterns zu überzeugen.

Anfechtungsklagen: Hier muss das Augenmerk des Emittenten zunächst darauf liegen, durch genaue Beachtung der geltenden Formalien Anfechtungspotenzial zu vermeiden. Es ist aber dennoch ratsam, schon im Vorfeld Berater zu mandatieren, die möglichst schnell (insbesondere im Rahmen des sog. Freigabeverfahrens) gegen eventuell erhobene Anfechtungsklagen vorgehen.

> *„Gläubiger sollten sich durch Teilnahme an Versammlungen und Abstimmungen aktiv an Sanierungen beteiligen.“*

Fazit

Es ist angesichts der mittlerweile hohen Zahl an ausstehenden Anleihen zu erwarten, dass Gläubigerversammlungen sich als Mittel zur Restrukturierung weiter etablieren werden. Emittenten sind bei Vorbereitung und Abhaltung einer Gläubigerversammlung gut beraten, die oben dargestellten Leitlinien im Auge zu behalten. Gläubiger sollten sich durch Teilnahme an Versammlungen und Abstimmungen aktiv an Sanierungen beteiligen. Neben der Restrukturierung durch Gläubigerversammlungen ist zu erwarten, dass auch kreativere und komplexere Lösungen in die deutsche Restrukturierungslandschaft Einzug halten werden wie z.B. Umtauschangebote oder andere Formen von Liability-Management-Transaktionen.

LEGAL

VON DR. MIRKO SICKINGER, LL.M., RECHTSANWALT UND PARTNER, UND SVEN RADKE, LL.M., RECHTSANWALT, HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Restrukturierung von Anleihen vor und in der Insolvenz

Schuldverschreibungsgesetz versus Insolvenzordnung

Läuft ein Emittent Gefahr, Verbindlichkeiten aus einer Schuldverschreibung nicht bedienen zu können, bieten sich mehrere Möglichkeiten an, die Schuldverschreibung zu restrukturieren. Außerhalb der Insolvenz kommt neben der Möglichkeit eines Angebots zum Rückkauf oder Tausch der Anleihen vor allem die durch das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) im Jahr 2009 geschaffene Möglichkeit der Restrukturierung über einen Beschluss der Gläubigerversammlung in Betracht. Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird dagegen eine Restrukturierung der Anleihen wohl nicht mehr nach SchVG, sondern nur noch im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens in Betracht kommen.

Möglichkeiten der Restrukturierung vor der Insolvenz

Der Emittent kann den wirtschaftlichen Effekt einer Restrukturierung zunächst durch ein freiwilliges Angebot zum Rückerwerb der ausgegebenen Anleihen oder zum Tausch in neue Anleihen erzielen. Der (Rück-)Kaufpreis bzw. der Nominalbetrag der im Austausch angebotenen neuen Anleihen kann deutlich unter dem Nominalbetrag der (alten) Anleihen liegen, da der Kapitalmarkt die Sanierungssituation des Emittenten durch einen Preisabschlag bereits „eingepreist“ haben wird. Der Erfolg dieser Maßnahmen hängt allerdings davon ab, ob und wie viele Anleihegläubiger das Rückkauf- oder Tauschangebot annehmen.

Alternativ zu einem Rückkauf- oder Tauschangebot bietet sich daher eine (Zwangs-) Restrukturierung nach SchVG an. Sofern die Anleihebedingungen es vorsehen, kann die Gläubigerversammlung den Inhalt der Anleihen durch Beschluss in nahezu unbeschränktem Umfang ändern. Möglich sind z.B. die Veränderung der Fälligkeit, die Reduzierung der Hauptforderung und der Zinsen, das Austauschen des Schuldners sowie die Umwandlung der Anleihen in Gesellschaftsanteile (Debt-to-Equity-Swap). Ein dahingehender Beschluss der Gläubigerversammlung bedarf einer qualifizierten Mehrheit von 75 der teilnehmenden Stimmrechte, es sei denn, die Anleihebedingungen schreiben eine höhere Mehrheit vor. Der Vorteil einer Restrukturierung durch Beschluss der Gläubigerversammlung besteht darin, dass der Inhalt der Schuldverschreibung mit Wirkung für alle Anleihegläubiger, d.h. auch für die überstimmten Anleihegläubiger, geändert wird.

Keine Restrukturierung nach SchVG in der Insolvenz

Nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens ist allerdings die Möglichkeit zur Restrukturierung der Anleihen nach den Regeln des SchVG aufgrund einer unklaren Rechtslage derzeit höchst fraglich. Denn im Insolvenzverfahren haben die Vorschriften der Insolvenzordnung (InsO) grundsätzlich Vorrang vor dem SchVG. In einem Insolvenzverfahren hat das Insolvenzgericht zunächst von Amts wegen eine Gläubigerversammlung nach SchVG zum Zwecke der Wahl eines gemeinsamen Vertreters einzuberufen, sofern noch kein gemeinsamer Vertreter bestellt wurde. Überwiegend wird jedoch die Auffassung vertreten, dass eine Gläubigerversammlung der Anleihegläubiger nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens nur noch über die Bestellung, die Abberufung und/oder die Erteilung von Weisungen an den gemeinsamen Vertreter beschließen darf. Daher sollte bis zur Klärung dieser Rechtsfrage aus Gründen der Vorsicht davon ausgegangen werden, dass im Insolvenzverfahren eine Restrukturierung der Anleihen durch einen Beschluss einer Gläubigerversammlung nach SchVG nicht mehr erfolgen kann.

Restrukturierung durch Insolvenzplan

Eine Restrukturierung der Anleihen im Insolvenzverfahren kommt daher praktisch nur durch einen Insolvenzplan in Betracht. Ein Insolvenzplan kann verbindliche Regelungen über die Restrukturierung der Anleihen in gleichem Umfang wie eine Gläubigerversammlung nach Schuldverschreibungsgesetz treffen, insbesondere eine Forderungskürzung, einen Rangrücktritt der Anleihen oder einen Debt-to-Equity-Swap.

Der entscheidende Unterschied zwischen einer Restrukturierung nach InsO und einer Restrukturierung nach SchVG besteht darin, dass über die Restrukturierung der Anleihen nach InsO nicht allein die Anleihegläubiger beschließen. Der Insolvenzplan muss durch alle Beteiligten, d.h. nicht nur durch die Anleihe-, sondern auch die anderen Insolvenzgläubiger, angenommen und danach gerichtlich bestätigt werden. Dabei kann nach Zweckmäßigkeitsgesichtspunkten entschieden werden, ob die Anleihegläubiger eine eigene Gruppe im Rahmen der Zustimmungsbeschlüsse zum Insolvenzplan bilden oder etwa mit allen anderen nicht nachrangigen „einfachen“ Insolvenzgläubigern eine gemeinsame Gruppe bilden sollen.

Letzteres ist jedenfalls dann möglich, wenn die Rückzahlungsansprüche aus den Anleihen unbesichert sind. Durch die Zuordnung der Anleihen zu bestimmten Gläubigergruppen können die Mehrheitsverhältnisse in den einzelnen Gruppen und damit die Erfolgsaussichten des Plans beeinflusst werden. Die Mitwirkung eines durch die Gläubigerversammlung bestellten gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger kann aber auch dafür sprechen, die Anleihegläubiger als gesonderte Gruppe zu behandeln.

Fazit

Außerhalb eines Insolvenzverfahrens bietet das SchVG eine effektive Möglichkeit, Anleihen durch Beschluss der Versammlung der Anleihegläubiger zu restrukturieren. Da derzeit rechtlich nicht geklärt ist, ob ein Beschluss der Gläubigerversammlung über die Restrukturierung von Anleihen nach SchVG auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens zulässig ist, sollte in sanierungsnahen Situationen rechtzeitig die Fassung eines derartigen Restrukturierungsbeschlusses erwogen werden.

Anzeige

LEGAL

VON DR. CHRISTIAN BECKER
UND DR. OLIVER WILKEN,
GÖRG RECHTSANWÄLTE

Der Debt Equity Swap

Ultima Ratio für eine erfolgreiche finanzielle Restrukturierung

Befindet sich ein Unternehmen, das Anleihen emittiert hat, in einer finanziellen Schieflage und drohen Zahlungsunfähigkeit und/oder Überschuldung, ist es höchste Zeit für das Management, über eine Umwandlung der Anleiheverbindlichkeiten in Eigenkapital nachzudenken. Das am 5. August 2009 in Kraft getretene Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) eröffnet erstmals die Möglichkeit, Schuldverschreibungen in Anteile an einem Unternehmen umzuwandeln.

Entgegen einiger Stimmen, insbesondere aus der Bankenwelt, ist es – wie jüngste Beispiele zeigen – durchaus möglich, mit Hilfe des Instrumentariums des Schuldverschreibungsgesetzes Anleiheverbindlichkeiten ganz oder teilweise in Eigenkapital umzuwandeln. Besondere Bedeutung hat diese Entschuldungsmöglichkeit bei börsennotierten Aktiengesellschaften, da die Anleihegläubiger im Tausch für die Schuldverschreibungen regelmäßig liquide Aktien erwerben möchten.

Einbindung des Debt Equity Swaps in ein Gesamtrestrukturierungskonzept

Eine (teilweise) Entschuldung eines Unternehmens durch die Umwandlung von Finanzverbindlichkeiten in Eigenkapital ist nur dann sinnvoll und kann auch nur dann erfolgreich sein, wenn die finanzielle Restrukturierung Teil eines umfassenden Sanierungskonzepts darstellt. Hierzu gehört insbesondere die operative Sanierung mit dem Ziel, die Umsatzerlöse zu stabilisieren bzw. zu steigern und die Kostenseite dem veränderten Zuschnitt des Unternehmens anzupassen. Die Entschuldung des Unternehmens mittels eines Debt Equity Swaps kann dabei nur ein (nicht unwesentlicher) Baustein für das Gelingen der Unternehmenssanierung des Unternehmens sein.

Foto: PantherMedia / Pixbox

Gläubigerversammlungsbeschluss

Voraussetzung für die Möglichkeit, die Anleihebedingungen durch Mehrheitsbeschluss zu ändern, ist, dass sie durch eine entsprechende Regelung in den Anleihebedingungen eröffnet ist (§ 5 Abs. 1 Satz 1 SchVG). In der Praxis stellt sich das Erreichen dieser Beschlussfähigkeitsquoren als erhebliche Herausforderung für den Emittenten und die gesamte Restrukturierung dar. Die Erfahrung bei den bisher durchgeführten Anleihegläubigerversammlungen zeigt, dass das 50%-Quorum in der ersten Gläubigerversammlung kaum erreichbar ist. Allerdings zeigt die Erfahrung auch, dass bei einer guten Vorbereitung mit dem erforderlichen Vorlauf und einer exzellenten Kapitalmarktkommunikation das Erreichen des für die zweite Gläubigerversammlung erforderlichen 25%-Quorums grundsätzlich realistisch ist.

> *Bei einer guten Vorbereitung und Kapitalmarktkommunikation ist das Erreichen des für die zweite Gläubigerversammlung erforderlichen 25%-Quorums realistisch.*

Beschlüsse der Anleihegläubiger über die Umwandlung der Schuldverschreibungen in Anteile an einer Gesellschaft bedürfen immer einer sog. qualifizierten Mehrheit von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte (§ 5 Abs. 4 i.V.m. § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG). Bei offen und transparent vorbereiteten Gläubigerversammlungen beträgt die Zustimmungsquote erfahrungsgemäß weit über 90% der teilnehmenden Stimmrechte, sodass dieses Mehrheitserfordernis regelmäßig erreicht werden kann.

Aktienrechtlicher Kapitalschnitt

Die Schaffung der neuen Aktien, die den Anleihegläubigern im Tausch gegen die Schuldverschreibungen angeboten werden, wird regelmäßig im Rahmen eines sogenannten Kapitalschnitts umgesetzt. Dabei wird in einem ersten Schritt das Grundkapital der Gesellschaft im Wege einer vereinfachten Kapitalherabsetzung gemäß §§ 229, 222 AktG radikal reduziert. Eine derartige vereinfachte Kapitalherabsetzung kann nur dazu dienen, Wertminderungen auszugleichen, sonstige Verluste zu decken oder Beträge in die Kapitalrücklage einzustellen. Durch sie wird die Bilanzsanierung erreicht, mit der das Grundkapital an das aufgrund von Verlusten verminderte Eigenkapital angepasst wird. In einem zweiten Schritt baut dann auf diese Kapitalherabsetzung eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen auf. Die Sacheinlagegegenstände sind hierbei die von den Anleihegläubigern gehaltenen Teilschuldverschreibungen.

> *Entscheidend für den Erfolg einer Sachkapitalerhöhung ist, dass die Schuldverschreibungen in Höhe des Sachkapitalerhöhungsbetrags werthaltig sind und dies durch einen gerichtlich bestellten Sachkapitalerhöhungsprüfer bestätigt wird.*

Entscheidend für den Erfolg einer entsprechenden Sachkapitalerhöhung ist, dass die Schuldverschreibungen in Höhe des Sachkapitalerhöhungsbetrags werthaltig sind und diese Werthaltigkeit durch einen gerichtlich bestellten Sachkapitalerhöhungsprüfer bestätigt wird. Letztlich hängt der Umfang der Werthaltigkeit der Schuldverschreibungen davon ab, ob und in welchem Umfang die Gesellschaft in der Lage ist, ihren Anleiheverpflichtungen nachzukommen. Bevor die finanzielle Restrukturierung mittels eines Debt Equity Swaps angegangen wird, muss sichergestellt sein, dass die Schuldverschreibungen zumindest in Höhe des Kapitalerhöhungsbetrags werthaltig sind. Für die Abwicklung des Debt Equity Swaps wird regelmäßig eine Abwicklungsbank eingeschaltet, die sämtliche Schuldverschreibungen auf sich umbuchen lässt und die neuen Aktien zeichnet.

Eintaktung des erforderlichen Wertpapierprospekts

Grundsätzlich stellt die Veröffentlichung der Einladung der Anleihegläubiger zu der Versammlung, der die Beschlussvorschläge für einen Debt Equity Swap unterbreitet werden, ein öffentliches Angebot im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes dar. Somit ist die Gesellschaft verpflichtet, für die Emission der neuen Aktien einen Wertpapierprospekt zu erstellen. Zu diesem Zeitpunkt werden die für eine Prospektbilligung erforderlichen historischen Finanzinformationen mangels verfügbarer Bestätigungsvermerke für das letzte Geschäftsjahr nicht vorliegen. Nach gängiger Strukturierungspraxis werden aus diesem Grund den Anleihegläubigern zunächst Erwerbsrechte auf Aktien eingeräumt, die erst nach Vorliegen eines von der BaFin gebilligten Wertpapierprospekts ausgeübt werden können.

Fazit

Bei einer Bilanzsanierung mittels Umwandlung einer Anleihe in Aktien an einer Gesellschaft handelt es sich um eine komplexe Kapitalmarkttransaktion, die einer guten Vorbereitung bedarf. Sind diese Hausaufgaben gemacht, gibt es gute Chancen, dass diese Finanzrestrukturierung erfolgreich umgesetzt werden kann.

Sentiment-Umfrage unter Emittenten

Sicherheiten und Transparenz sind wichtigste Erfolgsfaktoren

Der Markt für Mittelstandsanleihen zeigt derzeit zwei verschiedene Gesichter: Einerseits haben die zahlreichen Ausfälle im Bereich Renewables das Anlegervertrauen beschädigt. Anderseits möchten viele mittelständische Unternehmen auf diese Finanzierungsform nicht mehr verzichten. Denn die Anleihe ist für sie nicht nur ein zusätzlicher Baustein im Finanzierungs-Mix, ihnen gefällt vor allem deren Flexibilität. Um sie erfolgreich zu platzieren und Investoren auch für eine Folgeanleihe zu gewinnen, sollten Emittenten allerdings einige wichtige Punkte beachten.

Foto: PantherMedia / Javarman

Peter Wicht, Vorstand, MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG

BondGuide: Welche Vorteile bietet eine Anleihe als Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen?

Wicht: Die Anleihe war eine gute Gelegenheit, unsere Finanzierungsstruktur zu diversifizieren und so auf Dauer flexibler agieren zu können. Das ist besonders für Unternehmen wichtig, die wie die MIFA ein sehr saisonales Geschäft betreiben. Zugleich haben wir durch die erfolgreiche Emission die Planbarkeit unserer Finanzierungskosten erhöht, was auch unsere Aktionäre positiv bewerten.

BondGuide: Welche Unternehmens-News veröffentlichen Sie regelmäßig?

Wicht: Wir pflegen mit unseren Anlegern einen offenen Dialog. Seit dem Uplisting der MIFA-Aktie in den Prime Standard im Sommer 2012 hat sich die Transparenz unserer Kommunikation deutlich erhöht. Das betrifft vor allem die Finanzberichte und Unternehmensmeldungen, auf die wir großen Wert legen. Dabei achten wir besonders auf eine transparente Darstellung der Zahlen – etwa der Umsatzerlöse nach Segmenten. Zudem haben wir eine konkrete Mittelfristprognose abgegeben, um den Anlegern zu signalisieren, was wir in den kommenden drei bis fünf Jahren erreichen wollen. Daran lassen wir uns messen.

Die Anleihe als Finanzierungsform bietet mittelständischen Unternehmen verschiedene Vorteile: „Wir sind in einer besonderen Wachstums- und Investitionsphase“, erläutert Markus Gebhard, CEO der **Alfmeier Präzision AG**. „Das erfordert Investitionen, die sich mit einer Unternehmensanleihe als zusätzlichem Baustein im Finanzierungs-Mix ideal realisieren lassen.“ Die emittierte Anleihe sei zwar kein Ersatz für die Bankenfinanzierung, aber eine sehr sinnvolle Ergänzung. Vor allem die flexible Einsatzmöglichkeit wird von mittelständischen Unternehmen geschätzt. „Wir hatten Ende 2013 die Chance, das operative Großhandelsgeschäft der Hoffmann Company, des neben VEDES wichtigsten Players im Markt, zu übernehmen“, erläutert Dr. Thomas Märtz, Vorstandsvorsitzender der **VEDES AG**. „Die emittierte Anleihe mit einem Volumen von 12 Mio. EUR verschaffte uns den nötigen finanziellen Freiraum – schneller und effizienter als es mit herkömmlichen Bankdarlehen möglich gewesen wäre.“

Vielen Mittelständlern gefällt zudem, dass sie sich mit einem Bond bei der Fremdfinanzierung breiter aufstellen können. „Die Anleiheemission ist eine ausgezeichnete Möglichkeit,

die Finanzierungsstruktur zu diversifizieren und dem Unternehmen zusätzliche Stabilität zu geben“, betont Henning Gerbaulet, geschäftsführender Gesellschafter der **eterna Mode Holding GmbH**. „eterna war durch ein Konsortium von 13 Banken finanziert. Das hat unsere unternehmerische Freiheit sehr eingeschränkt.“ Heute sei man durch die Anleihe und zwei Hausbanken für die kommenden Jahre ausreichend finanziert. Das Plus an gewonnenem Handlungsspielraum schätzt viele Emittenten: Ein wesentlicher Vorteil besteht in der Unabhängigkeit von den klassischen Hausbanken und der vergleichsweise großen Stabilität während der Laufzeit. Allerdings: Eine Anleihe kann andere Finanzierungsformen nicht komplett ersetzen. „Sie sollte immer nur ein Baustein in einem Gesamtkonzept aus Eigenkapital, Bankdarlehen und eben dem Bond sein“, betont Dr. Michael Müller, CEO der **EYEMAXX Real Estate AG**. Daneben können Unternehmen mit einer Anleihe Erfahrungen an der Börse sammeln. „Für ein mittelständisches Unternehmen ist dies eine Chance, sich erstmals dem Kapitalmarkt zu öffnen und dafür einen Zugang zu bekommen“, weiß Fritz Homann, Geschäftsführer der **Homann Holzwerkstoffe GmbH.** „Dieser Schritt ist natürlich mit einem großen Erfahrungsgewinn verbunden.“

Henning Gerbaulet, Geschäftsführender Gesellschafter, eterna Mode Holding GmbH

BondGuide: Welche Maßnahmen sind wichtig, damit eine Neuemission gelingt?

Gerbaulet: Unverzichtbar ist, dass betroffene Unternehmen ihr Geschäftsmodell für Anleger schlüssig und nachvollziehbar darstellen können. Aus unseren Gesprächen mit Investoren wissen wir, dass die Kapitaldienstfähigkeit des Emittenten und bestehende Sicherheiten entscheidende Auswahlkriterien der Anleger sind. Insgesamt sollte der Emittent wissen, dass mit der erfolgreichen Platzierung die Transparenz gegenüber den Zeichnern nicht endet, sondern diese Kommunikation erst begonnen hat.

BondGuide: Wie gestalten Sie die Beziehungen zu Ihren Investoren?

Gerbaulet: Wir führen verschiedene Maßnahmen durch, um einen kontinuierlichen Dialog mit unseren Investoren zu pflegen. So informieren wir regelmäßig und zeitnah durch Corporate News und Finanzberichte ausführlich über die Unternehmensentwicklung, unsere Ziele und Strategie sowie andere kapitalmarktrelevanten Ereignisse bei eterna. Alle Informationen sind jederzeit auf unserer Webseite abrufbar. Zudem suchen wir bei Conference Calls und Kapitalmarktkonferenzen – wie dem Eigenkapitalforum in Frankfurt/Main oder der Süddeutschen Kapitalmarktkonferenz in Stuttgart – regelmäßig den direkten Kontakt zu unseren Anleihezeichnern. Und natürlich gibt es immer die Möglichkeit, sich direkt per Telefon oder E-Mail mit Fragen an eterna zu wenden.

Carsten Scholz, Leiter Investor Relations, German Pellets GmbH

BondGuide: Welche Investor Relations braucht eine erfolgreiche Neuemission?

Scholz: Ohne das Schaffen von Vertrauen und Aufmerksamkeit wird eine Emission nicht gelingen. Dazu ist eine ordentliche und professionelle Vorbereitung zwingend notwendig. Konkret bedeutet dies, dass zunächst die richtigen Partner wie begleitende Bank, Anwaltskanzleien und IR-Agentur ausgewählt werden müssen. Zudem ist ein Maßnahmenplan zu erarbeiten und Budgets für Werbung und PR festzulegen. Im Zuge einer Roadshow werden die Argumente dann gegenüber Investoren prägnant dargeboten. Hier spielen neben positiven Unternehmenskennzahlen eine schlüssige Ausrichtung, positive Marktentwicklung sowie eine überzeugende Unternehmerpersönlichkeit und Managementstruktur eine wichtige Rolle. Sämtliche Kommunikationsmaßnahmen sollten gut geplant und dosiert erfolgen.

Regelmäßige Kontaktpflege zur Vertrauensbildung

Das Vertrauen der Investoren ist unverzichtbar, um eine Anleihe vollständig zu platzieren. Es ist auch eine wesentliche Voraussetzung für zukünftige Emissionen. „Wir fühlen uns allen unseren Anlegern verpflichtet – sowohl den eigenen als auch den Investoren auf der Fremdkapitalseite“, erläutert Gebhard. „Besonders zu institutionellen Anlegern, die wir auf der Roadshow der begleitenden Banken Steubing und IKB getroffen haben, pflegen wir einen sehr direkten Kontakt.“ Eine solche Kontaktpflege des Managements ist unverzichtbar. „Das persönliche Gespräch mit den Investoren war der entscheidende Faktor, um unser technologiegetriebenes

Gerrit Janssen, Finanzvorstand, HELMA Eigenheimbau AG

BondGuide: Wie transparent informieren Sie Ihre Anleger?

Janssen: Die HELMA-Aktie ist bereits seit 2006 im Entry Standard gelistet. Neben umfassenden Geschäfts- und Halbjahresberichten informieren wir unsere Investoren quartalsweise über unsere Vertriebsergebnisse. Weitere Ereignisse von besonderer Bedeutung werden umgehend als Corporate News veröffentlicht. Für unsere Aktie besteht derzeit eine Coverage von drei Research-Häusern. Überdies gibt es ein Unternehmensrating von Creditreform, welches jährlich erneuert wird.

Geschäftsmodell, unsere stabile Position als Automobilzulieferer und vor allem unsere Zusatzpotenziale durch die Technologie der Memory-Metalle in ganz neuen Zielmärkten erläutern zu können“, weiß Gebhard.

Regelmäßige Kontakte zu ihren Anlegern pflegt auch die VEDES AG. „Unsere Emission erfolgte im Rahmen einer Privatplatzierung“, erläutert Märtz. „Deshalb kennen wir unsere Investoren fast alle namentlich und können sehr direkt kommunizieren.“ Auch nach der Emission dürfen die Investor Relations keinesfalls aufhören. „Wir führen in der Regel mindestens zwei Investoren-Roadshows pro Jahr durch und nehmen an zwei bis drei Kapitalmarkt-Konferenzen teil“, erläutert Gerrit Janssen, Finanzvorstand der **HELMA Eigenheimbau AG**. „So ist sichergestellt, dass sich ausreichend Möglichkeiten zu persönlichen Gesprächen mit unseren Investoren ergeben.“ Natürlich könnten sich Anleger jederzeit auch schriftlich oder telefonisch an das Unternehmen wenden und auf diesem Weg konkrete Fragen beantwortet bekommen.

Häufige Berichterstattung über das Unternehmen

Eine wichtige vertrauensbildende Maßnahme für Anleger ist eine ehrliche Berichterstattung über die Unternehmensentwicklung. „So offen und transparent wie möglich“, meint Homann. Allerdings dürften für Emittenten auch keine Nachteile dadurch entstehen, dass Mitbewerber zu frühzeitig über die eigenen Pläne im Bilde seien. Mehr Erfahrung mit einer solchen Informationspolitik haben natürlich Unternehmen, die bereits börsennotiert sind. Der entscheidende Faktor ist jedoch eine offene Unternehmenskultur. „Die VEDES AG war schon immer ein sehr transparentes Unternehmen – auch ohne Börsennotierung“, erläutert Märtz. „Wir veröffentlichen unsere ganzjährigen Finanzzahlen, führen einmal jährlich eine Bilanzpressekonferenz durch und informieren regelmäßig mit Pressemeldungen.“ Bei ihrem Reporting orientieren sich Emittenten in der Regel an den Standards der Mittelstandssegmente an den Börsen. Dass hier sogar ein Quartals-Reporting wie bei der Maritim Vertriebs GmbH praktiziert wird, ist eher die Ausnahme. Außer Transparenz und zeitnaher Berichterstattung über das Unternehmen gilt ein risikoadäquater Kupon als wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche Emission. Daneben gibt es weitere Faktoren, die erfüllt werden sollten. „Neben dem Prospekt sind die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells sowie eine gute Bonitätsprüfung des Unternehmens sehr wichtig für die Investoren“, weiß Homann.

Geschäftsmodell sollte nachhaltig sein

„Die Basis für den Erfolg einer Neuemission bilden neben der Bonität und Solidität eines Unternehmens dessen Ertragsstärke und Zukunftsaussichten“, ergänzt Janssen. „Zudem spielt das Vertrauen der Anleger in das Unternehmen und Management eine wichtige Rolle“, betont der Finanzvorstand der HELMA Eigenheimbau AG. Letzteres lässt sich aber nicht durch einzelne kurzfristige Maßnahmen erzielen, sondern muss über einen längerfristigen Zeitraum kontinuierlich auf-

Dr. Michael Müller, CEO, EYEMAXX Real Estate AG

BondGuide: Wie können Emittenten trotz der Unsicherheiten des Marktes das Vertrauen der Anleger gewinnen?

Dr. Müller: Solide wirtschaften, die gegebenen Versprechen einhalten und mit dem Kapitalmarkt offen kommunizieren. Anders funktioniert es nicht. Die Investoren müssen Vertrauen haben, dass ein Unternehmen zu den Guten gehört. Ich fürchte aber, das wird nicht allen Emittenten gelingen. Deshalb wird der Markt sich immer stärker zweiteilen. Ich sehe die Verantwortung auch bei Banken und Beratern. Nur wenn die Qualität der Kandidaten gut ist, wird sich der Markt für Mittelstandsanleihen positiv entwickeln.

gebaut werden. Die zentrale Rolle des Geschäftsmodells betont auch Peter Wicht, Vorstand der **MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG**: „Der Emittent muss bereit sein, sein Geschäftsmodell und seine Strategie umfassend darzulegen. Auch die Fähigkeit zur Zahlung von Zins und Tilgung muss deutlich werden.“ Daneben sollte zur Anleihe ein Besicherungskonzept gehören. „Ich habe die Erfahrung gemacht, dass die Anleger bei einem Fremdkapital-Instrument besonderen Wert auf Sicherheit legen“, so Wicht. „Umfassende Anlegerschutzklauseln sind daher unerlässlich.“

Unterschätzt wird oft die Bedeutung der Managementqualität. „Die starke Marke VEDES, solide Finanzzahlen und die gute Marktposition überzeugen Investoren nur, wenn nach dem persönlichen Gespräch den Managern auch zugetraut wird, diese Entwicklung in der Zukunft fortzuschreiben“, weiß Dr. Thomas Märtz. Drei weitere Entscheidungen hält Ralf Brühöfner für den Erfolg einer Anleihe essenziell: „Die richtige Auswahl des Global Coordinator und Bookrunner, die Organisation der Wertpapierprospekterstellung mit in- und externen Ressourcen sowie die Gestaltung der Emissionskommunikation.“

Rating trotz Nachteile unverzichtbar

Auch auf ein Rating sollte nicht verzichtet werden. „Für Anleger ist es wichtig, eine möglichst unabhängige Einschätzung der Bonität zu erhalten“, erläutert Wicht. So war das Anleihe-Rating für die MIFA durch Feri eine gute Gelegenheit, einen Blick von außen zur Kreditwürdigkeit zu erhalten und so ein Signal an die eigenen Anleger zu senden. Problematisch ist dabei manchmal, dass der Blickwinkel stark auf die Historie gerichtet ist. „Ich finde den Aussagegehalt des Ratings auf die Vergangenheit bezogen durchaus sinnvoll“, meint Gebhard. „Allerdings tue ich mich schwerer, wenn es um die Beurteilung von Perspektiven, Strategien oder eines Wettbewerbsvorsprungs geht, wie wir ihn auf dem Weltmarkt derzeit haben“, so der CEO der Alfmeier Präzision AG.

Fazit

Foto: PantherMedia / Markus Mainka

Mittelstandsanleihen sind keine Selbstläufer mehr. Die Spreu trennt sich vom Weizen, Anleger nehmen solche Offerten der Unternehmen immer kritischer unter die Lupe. Um mit einer Emission erfolgreich zu sein, müssen Anleger Vertrauen in das Unternehmen gewinnen. Das kann durch ein überzeugendes Management, ein bewährtes Geschäftsmodell oder durch intensive Kontaktpflege mit den Anlegern geschehen. Auch Sicherheiten und Transparenz in der Berichterstattung werden von Investoren geschätzt. Eine professionelle Beratung in diesen Fragen kann Emittenten wertvolle Hilfe leisten.

Thomas Müncher

S. 67

HOFFMANN LIEBS FRITSCH & PARTNER
RECHTSANWÄLTE

„Die können Anleihen passgenau zuschneiden.“

Rechtsberatung für Unternehmen

Als mittelständische Wirtschaftskanzlei haben wir uns auf die Beratung anspruchsvoller Mandate spezialisiert. Mit maßgeschneiderten Lösungen sichern wir Ihren Unternehmenserfolg juristisch zuverlässig ab. Das Kapitalmarktrecht gehört dabei zu unseren besonderen Tätigkeitsschwerpunkten.

Wir bieten rechtliche Lösungen für:
- Anleihen/Mittelstandsanleihen
- Börseneinführungen
- Kapitalerhöhungen
- Wandel- und Optionsanleihen
- Öffentliche Übernahmeangebote

Seit 40 Jahren haben wir uns so als zuverlässige effiziente Alternative zu Großkanzleien bewährt.

Und das geht weniger ins Geld als Sie denken.

Hoffmann Liebs Fritsch & Partner
Rechtsanwälte
Kaiserswerther Straße 119
40474 Düsseldorf
Tel. +49 (0) 211-51 88 2-0
Fax +49 (0) 211-51 88 2-100
E-Mail duesseldorf@hlfp.de
www.hlfp.de

INVESTMENT

VON ROBERT M. HALL,
MFS INSTITUTIONAL FIXED-INCOME
PORTFOLIO MANAGER*

Folgende 10 Punkte bestimmen die Anleihemärkte 2014

Für Prognosen wird zum Jahreswechsel stets eine Menge Papier verschwendet. Vieles erweist sich später als spektakuläre Fehlprognose. Mit dem folgenden Überblick wollen wir deshalb nicht die Zukunft vorhersagen, sondern vor dem Hintergrund der Vergangenheit erklären, was 2014 auf Anleiheinvestoren zukommen kann.

Ein bekanntes Beispiel: die CBS-Sendung „60 Minutes“ vor drei Jahren, in der Stadtanleihen ein schreckliches Schicksal prophezeit wurde. Je präziser eine Erwartung formuliert ist, desto größer ist das Risiko, dass sie sich als falsch erweist.

Wer auch nur ein paar Jahre zurückblickt, findet zahlreiche Belege, dass ziemlich regelmäßig Unwahrscheinliches und Unerwartetes geschieht, während die Konsenserwartungen oft enttäuscht werden.

Vielleicht stehen uns einige interessante Entwicklungen bevor. Ebenso wahrscheinlich ist aber auch, dass uns viele Themen aus dem Jahr 2013 auch in diesem Jahr beschäftigen werden. Das wiederum spricht dafür, dass 2014 ein fast so schwieriges Jahr für Anleiheinvestoren wird wie 2013. Wir gehen davon aus, dass folgende Themen die Anleihemärkte bestimmen:

1. Höhere Anleiherenditen und steilere Zinsstrukturkurve durch weitere Konjunkturbelebung

Angesichts der Konsensschätzungen dürfte es keine Überraschung sein, dass die Zeiten fallender Renditen zu Ende sind. Auf längere Sicht dürften steigende Renditen den

Foto: PantherMedia / Wiml

Gesamtertrag schmälern. Deshalb gilt es auf die Duration zu achten. Aus unserer Sicht ist man mit einer neutralen bis unterdurchschnittlichen Duration am besten bedient. Auch halten wir aufgrund des Risikos steigender Zinsen eine Übergewichtung von Credits für gerechtfertigt, da die Spreads einen Puffer bilden. Der Schwerpunkt sollte dabei auf Qualitätsemissionen liegen.

Dennoch sollten Anleiheinvestoren nicht den Mut verlieren. Möglicherweise steigen die Zinsen nicht so stark oder so

*) MFS Investment Management ist ein global ausgerichteter Vermögensverwalter mit Investmentbüros am Firmensitz in Boston/Massachusetts sowie in London, Mexico City, Hongkong, Sao Paolo, Singapur, Sydney, Tokio und Toronto. Für Privatkunden und institutionelle Anleger verwaltet MFS weltweit Vermögen im Wert von 413 Mrd. USD.

schnell wie all jene erwarten, die an eine Rentenmarktblase glauben. Dann würde sich der Schaden in Grenzen halten.

2. Wenn die Konsenserwartungen richtig sind, zahlt sich Vorsicht aus

Aufgrund des Risikos von Konjunktur- und Marktüberraschungen ist Selbstgefälligkeit unangebracht. Wir empfehlen, so liquide zu bleiben, dass eine schnelle Reaktion auf unvorhergesehene Entwicklungen möglich ist.

3. Die Fundamentaldaten von Credits dürften sich etwas verschlechtern

2014 ist das Bonitätsrisiko ein kleineres Problem als das Zinsrisiko. Zwar dürfte es weiter nur wenige Zahlungsausfälle geben, Anleger sollten jedoch auf eine mögliche Verschlechterung der Qualität der Sicherheiten achten.

4. Technisches Umfeld bleibt schwierig

In bestimmten Marktsegmenten sind noch immer Mittelabflüsse zu beobachten, da sich die Anleger Sorgen wegen der Zinsen und der Fundamentaldaten machen. Auch 2014 könnten Mittelabflüsse aus Publikumsfonds Probleme bereiten – insbesondere in Sektoren, die in der Regel bei Privatanlegern sehr beliebt sind.

5. Ruhe am Sekundärmarkt

Die geringen Umsätze am Sekundärmarkt erklären sich damit, dass die Händler seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers stärker auf ihre Bilanzrisiken achten. Regulierungsänderungen wie Basel III und Dodd-Frank haben sie darin bestätigt. In der schönen neuen Welt mit geringeren Umsätzen am Sekundärmarkt dürfte die Volatilität steigen, wenn ungünstige Entwicklungen Ausverkäufe auslösen.

6. Korrelationen zwischen Treasury-Renditen und Spreads im Auge behalten

In vielen Credit-Segmenten können sich die Spreads weiter verengen, wenn die Treasury-Renditen steigen. Und das ist durchaus vorstellbar. Dennoch sollten sich Anleger nicht darauf verlassen. Abhängig davon, wie schnell und wie stark die Zinsen steigen, könnten Spreads und Treasury-Renditen auch positiv korreliert sein – so wie im letzten Mai und Juni und vor allem in Anbetracht der geringen Umsätze am Sekundärmarkt.

7. Märkte könnten volatiler werden

Die Volatilität könnte noch eine Weile niedrig bleiben, wird aber früher oder später steigen. Das behalten wir im Auge. Kräftig steigende Zinsen, eine Korrektur am Aktienmarkt oder ein exogener Schock könnten die Credit-Märkte ihrer Stabilität berauben; dann könnten sich die Spreads ausweiten.

8. Credit-Bewertung lässt kaum Fehler zu

Im Vergangenheitsvergleich sind die Renditen niedrig und die Duration ist lang. Deshalb ist der Spielraum für eventuelle Fehlentscheidungen nur noch sehr klein. Da die Bewertungen in vielen Sektoren nicht mehr niedrig oder fair sind, wägen wir genau ab, ob das Potenzial einer Anleihe die Risiken rechtfertigt.

9. Immer etwas Pulver trocken halten

Wir werden versuchen, in unseren Portfolios immer ausreichend Kasse zu halten, um kurzfristige Kaufchancen zu günstigen Kursen nutzen zu können.

10. Wählerisch sein

Die Auswahl der richtigen Emittenten und Emissionen bleibt entscheidend für den Anlageerfolg an den Anleihemärkten. Passive Investoren sollten vorsichtig sein. Da sich Assetklassen und Sektoren zunehmend auseinanderentwickeln und die Ertragsunterschiede zwischen einzelnen Credits steigen, dürften aktive Manager 2014 erfolgreicher sein als passive.

Fazit: Credits übergewichten, aber auf Qualität setzen

Die wichtigste Frage zu Beginn des Jahres 2014 ist, ob eine Übergewichtung von Credits trotz der Risiken sinnvoll ist. Sollte man also risikofreudig bleiben und Credits übergewichten, oder wäre es besser, die Risiken zu verringern, indem man sich neutral positioniert oder Credits vielleicht sogar untergewichtet?

Wir tendieren dazu, unsere Übergewichtung von Credits beizubehalten und den Markt sehr genau zu beobachten. Wir setzen auf eine relativ defensive Positionierung und investieren in Qualitätsemittenten, die uns überzeugen und recht liquide sind. Durch diesen sehr selektiven Ansatz ist das Portfoliorisiko zurückgegangen. Dabei konzentrieren wir uns auf Emissionen, deren Fundamentaldaten so gut sind, dass sie eine langfristige Anlage rechtfertigen.

Die hier dargestellte Meinung ist die des Autors und kann sich jederzeit ändern. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und darf nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden.

INVESTMENT

VON RALF MEINERZAG,
FONDSMANAGER, STEUBING
GERMAN MITTELSTAND FUND I

Standpunkt German Mittelstand

Mit Automobilanleihen auf der Überholspur?

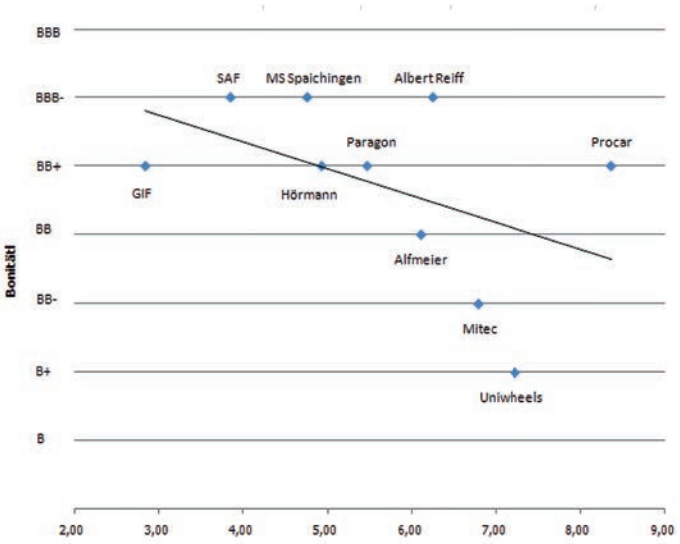
Die Automobilindustrie gilt als Impulsgeber und Zugpferd der deutschen Wirtschaft. Viele Wirtschaftszweige profitieren vom hohen Auftragsvolumen der Automobilhersteller. Gerade die mittelständisch geprägte deutsche Automobilzulieferindustrie blickt mit Zuversicht in das Jahr 2014.

Laut einer Befragung der Hans-Böckler-Stiftung (HBS) erwarten 60% der befragten mittelständischen Unternehmen gute bis sehr gute Geschäftsaussichten für den Automobilbereich für das Jahr 2014. Dabei entfallen rund 75% der automobilen Wertschöpfung auf Zulieferer.

Für das Jahr 2014 wird bei der Zulassung/Produktion ein leichtes Plus in Europa erwartet. Zum Jahresende bestätigen die EU-Zulassungen den Eindruck eines guten Herbstes im Dezember (+10%JJ SAAR - Seasonal Adjusted Annual Rate). Die Wachstumsrate zum Jahresende war die stärkste seit vier Jahren. Die Zahl neu zugelassener Pkw in der EU15 stieg im Dezember um rund 13%JJ.

Auch im Markt für Mittelstandsanleihen erfreuen sich Anleihen aus dem Bereich Automobil trotz der Zyklik dieses Sektors großer Beliebtheit. Anleger sollten jedoch auch hier die Geschäftsmodelle der Emittenten genau prüfen, um mögliche Risiken zu erkennen. Die Geschäftsmodelle in diesem Bereich unterscheiden sich stark in ihrer Ausrichtung. Seit Start des Mittelstandssegments im Jahr 2010 wurden 11 Anleihen mit einem Volumen von 533 Mio. EUR aus dem Bereich Automobil – meist Automobilzulieferer und Maschinenbauer – emittiert. Die Platzierungsquote liegt bei 88%.

Abb. 1: Rendite-Rating-Matrix: Automobilanleihen



Quelle: Steubing

Beobachtet man nun die Kursentwicklungen der Mittelstandsanleihen aus dem Automobilbereich, stehen diese wie ein Fels in der Brandung und notieren fast ausschließlich über pari. Große Kurseinbrüche weit unter pari waren bisher nicht zu beobachten. Eine besonders geringe Kursschwankung weisen die SAF-Holland- und die Dürr-Anleihe auf.

Die Ratings in diesem Bereich bewegen sich im Bereich von BBB bis B-. Bis dato ist dieses Segment auch von der aktuellen Downgrade-Welle verschont geblieben. Der Emittent MS Spaichingen konnte sein Rating sogar verbessern. Im Dezember 2013 wurde das Rating der Uniwheels Holding Germany GmbH von zuvor B stabil auf die Note B+ mit positivem Ausblick heraufgestuft.

Trotz steigender Risikoaufschläge in den letzten Jahren liegt der durchschnittliche Risikoaufschlag zum Zeitpunkt der Emission bei 521 Basispunkten. Dieser vergleichsweise moderate Spread ist zurückzuführen auf die guten konjunkturellen Aussichten auf dem weltweiten Automobilmarkt. Dabei ist zu beobachten, dass Investoren das Risiko einzelner Anleihen im Vergleich zum allgemeinen Markt für Mittelstandsanleihen nicht höher bewerten. Die Hörmann-Anleihe konnte im Jahr 2013 trotz gestiegenen Riskoaufschlags mit einem Kupon von 6,25% platziert werden.

Fazit

Gerade die Mittelstandsanleihen des Automobilsegments zeichnen sich durch Innovationskraft aus. Deutsche Technik – insbesondere im Automobilbereich – erfreut sich einer hohen weltweiten Nachfrage. Insofern ist es nicht überraschend, dass die Anleihen dieser mittelständisch geprägten Unternehmen erfolgreich sind.

> *„Bis dato ist das Automotive-Segment auch von der aktuellen Downgrade-Welle verschont geblieben.“*

Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. Der STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I investiert in Mittelstandsanleihen aus dem deutschsprachigen Raum und bietet seinen Investoren die Möglichkeit, in das Segment der Mittelstandsanleihen diversifiziert und liquide zu investieren.

Anzeige

INVESTMENT

INTERVIEW MIT MARIUS HOERNER, FONDS-MANAGER DES ARTUS MITTELSTANDS-RENTEN HI FONDS

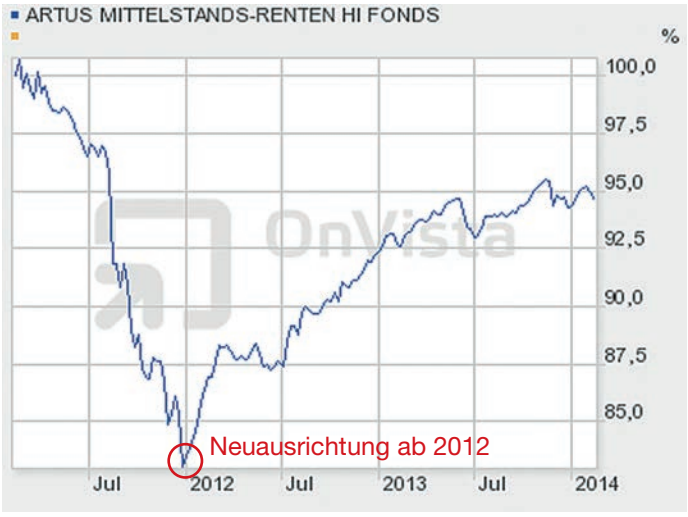
„Wenn Kreditklauseln deutlicher ausformuliert sind, darf der Kupon auch durchaus kleiner sein“

BondGuide: Herr Hoerner, wie sind Sie denn mit Ihrem Mittelstandsanleihen-Fonds durch die Stromschnellen der letzten Monate gekommen?

Hoerner: Wir sehen uns dabei gut aufgestellt, vor allem im Vergleich zu den Benchmarks – wobei die schwer zu definieren sind. Der breite Markt hat 2013 rund 5% nachgegeben. Die stärksten Turbulenzen im November/Dezember haben wir gut aufgefangen und stehen bereits wieder auf Stand vom Oktober.

BondGuide: Ganz ohne Streifschuss kam Ihr Portfolio auch nicht davon – hkw Personalkonzepte hatten auch Sie, oder?

Hoerner: Ja, das stimmt. Allerdings war das eine sehr überschaubare Position. Wenn man es im Kurschart anschaut, kann man den Tag der hkw-Insolvenz nicht mal erkennen.



Quelle: Onvista

Foto: PantherMedia / Thomas Lachemund

BondGuide: Was blieb damit unter dem Strich für Fondsanleger?

Hoerner: 2,3% Wertentwicklung nach BVI. Die Ausschüttung bleibt unverändert bei 2 EUR pro Anteil, also summa summarum 4,4 bis 4,5% Rendite für 2013.

BondGuide: Wenn jemand auf den Kurschart blickt, sieht er klar den Effekt der Neuausrichtung ab 2012. Können Sie uns den Hintergrund erläutern?

Hoerner: Der Hintergrund war, dass wir die Wertpapiererfahrung auf der einen und die Krediterfahrung auf der anderen Seite zusammengeführt haben. Dies beides läuft seit 2012 im Artus Mittelstands Renten-HI Fonds zusammen, der sich nunmehr klar fokussiert. Zuvor war der Fonds eine Art Mischfonds für alle möglichen alternativen Investments.

BondGuide: Wie sieht es mit der Risikokontrolle aus?
Hoerner: Grundsätzlich sollen einzelne Positionen im Durchschnitt nicht mehr als 1,5% betragen. Sie können in Sondersituationen höher sein, z.B. nach Kursgewinnen. Zu den Top-10 gehören derzeit beispielsweise Rickmers, Deutsche Rohstoff AG, MIFA oder DIC Asset.

BondGuide: Ein Problem könnte sein, dass ein Unternehmen wie MIFA durch die Bank bei den bestehenden Fonds beliebt ist. Droht damit nicht sehr gleichgerichtetes Handeln?
Hoerner: Prixnzipiell finde ich gut, dass es mehr Fonds gibt. An einer MIFA schaut tatsächlich niemand vorbei derzeit. Solche Schnittmengen wird es ganz sicher immer geben. In den Top-10 ist MIFA in unserer nächsten Aufstellung aber schon nicht mehr drin.

BondGuide: Das heißt, nach Kursgewinnen reduzieren Sie auch ganz pragmatisch.
Hoerner: Unsere Leitlinie ist dabei: Wenn die Jahresrendite bis zur Fälligkeit ungefähr auf Höhe des Kupons liegt, dann darf – oder sollte – man auch mal Gewinne mitnehmen. Das ist bei MIFA bereits der Fall gewesen. Einen kompletten Jahreskupon extra über Kursgewinne? Daran ist noch keiner gestorben.

Foto: PantherMedia / Harald Richter

BondGuide: Haben Sie so etwas wie ein Kernportfolio und spekulativere Positionen, spekulativ im Sinne von volatiler?
Hoerner: Spekulative Positionen in dem Sinne sind einfach kleiner gehalten. Aktuelles Beispiel wäre etwa Vedes. Aufgrund des Volumens sehr illiquide, und gemessen daran darf die Position nicht zu groß sein, auch wenn wir das Unternehmen sehr spannend finden. Oder auch HanseYachts.

BondGuide: Ihre größte positive Überraschung 2013?
Hoerner: In Bezug auf die Ausgestaltung der Kreditklauseln bin ich mir sicher, dass man bei MIFA sagen konnte: Hier beginnt eine neue Zeitrechnung. Als Unternehmen, das für mich typisch „langweiliger“ Mittelstand ist, würde ich Sanha nennen: ein Produkt, das jeder hat, aber kaum jemand, vielleicht niemand kennt.

BondGuide: Wen haben Sie unterschätzt – gab es so etwas?
Hoerner: Leider ja! Hörmann Finance. Fanden wir gut, aber der Kupon war uns zu niedrig. Und das in der schwierigen Zeit im November. Jetzt steht der Kurs bei 105%. Respekt an das Unternehmen und das Emissionshaus. Das haben wir schlicht unterschätzt.

BondGuide: Bei 105% würden Sie ja ohnehin langsam an Reduzierung denken, oder nicht?
Hoerner: Das stimmt. Bei einem Kupon von 6,25% kommen wir bei Hörmann in einen Bereich, wo wir eine Verkleinerung ins Auge fassen würden.

BondGuide: Kein Grund zur Traurigkeit, angesichts von knapp 60 Emissionen 2013. Wie geht’s weiter Ihrer Ansicht nach?
Hoerner: Ich bin mir ziemlich sicher, dass wir noch häufiger sagen werden, hier könnte ein neues Zeitalter gerade angebrochen sein. Ob eine Emission mit fehlender Kontrollwechsel-Klausel – MS Deutschland – nochmals so durchkommt, wage ich zu bezweifeln. Wenn Covenants deutlicher ausformuliert sind, darf der Kupon auch durchaus kleiner sein. Vielleicht also eine gute Gelegenheit, um alte Zöpfe abzuschneiden.

BondGuide: Herr Hoerner, vielen Dank für das interessante Gespräch!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt

TOP 3 Banken/Sales/Platzierung:[1)]

Name	Anzahl der Emissionen
Close Brothers Seydler	34
youmex	21
equinet, Schnigge	je 15

TOP 3 Advisory/Corporate Finance:

Name	Anzahl der Emissionen
FMS	15
Conpair	12
Blättchen & Partner, Dicama, Fion	je 5

TOP 3 Kanzleien:

Name	Anzahl der Emissionen
Norton Rose	36
Heuking Kühn Lüer Wojtek	17
Mayrhofer & Partner	12

TOP 3 Technische Begleitung der Emission:[2)]

Name	Anzahl der Emissionen
Close Brothers Seydler	27
FMS	14
Conpair	10

TOP 3 Kommunikationsagenturen:

Name	Anzahl der Emissionen
Biallas	23
Better Orange	17
IR.on	16

[1)] sofern Daten vorhanden

[2)] Bondm: Bondm-Coach; Entry Standard: Antragsteller (AS), Listingpartner (LP); mstm DÜS: Kapitalmarktpartner; MSB: Makler; m:access: Emissionsexperte; FV: Antragsteller (sofern bekannt)

Hinweis: Berücksichtigt sind ausschließlich die in der Mastertabelle (S. 78–83) notierten Anleihen.

Rendite-Rating-Matrix Mittelstandsanleihen

Rendite aktuell	Rating				
	B+ oder weniger	BB +/-	BBB +/-	A- oder höher	ohne Rating
< 5%	Air Berlin I & III	Nordex, Dürr, Karlsberg, Wöhrl, Hörmann, Katjes, GIF	MTU, Berentzen, Helma II, SeniVita, MS Spaichingen, SAF-Holland, RWE, Bastei Lübbe, Cloud No. 7	Hahn-Immobilien, Deutsche Börse I & II	DIC Asset I & II, PORR I & II, TAG, ATON Finance, Schneekoppe
5 bis 7%	Stauder, Uniwheels, Air Berlin II	Alfmeier, Sanochemia, Grand City, Seidensticker, Mitec, FC Schalke 04, Underberg, Deutsche Rohstoff, paragon	S&T, MIFA, BioEnergie Taufkirchen, Eyemaxx I & II, German Pellets I & II, KTG I & II, Reiff, ETL	Stern Immobilien, Enterprise, IPSAK	Constantin I & II, Energiekontor I & II, Edel, HanseYachts
7 bis 9%	VST, Sanders I, BeA, Golfino, eterna, MAG IAS	Euroboden, Rena Lange, Sympatex, **NZWL**, Ekosem I & II, Valensina, Photon, Sanha, Procar, Homann	KTG Energie, Steilmann-Boecker, Mox, Ferratum, MBB, PNE	-	ALBIS, Kézizálog, Peach Property, Admiral, PCC I & II, Vedes
> 9%	Alno, Peine, Zamek, Rena I & II, BDT, Scholz, gamigo, More & More, Sanders II, posterXXL, Ekotechnika, 3W Power	Hallhuber, Rickmers, Metalcorp, Karlie, Adler RE, Singulus, MT-Energie, Laurèl, René Lezard, friedola, Deutsche Forfait, Golden Gate, e.n.o., Royalbeach, Eyemaxx III	Amadeus Immobilien	-	Solar8, Maritim, AVW Grund, MS Deutschland, ARISTON, ExerD, Travel24, Estavis I & II, Timeless Homes, Identec, HPI, InCity, Strenesse

Quelle: Eigene Darstellung BondGuide; **fett markiert:** neue/laufende Platzierungen

Smart Investor

3 MAL GEGEN DEN MAINSTREAM

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

Smart Investor
Weekly

SmartInvestor.de

10 Jahre Smart Investor
Jubiläumsabo

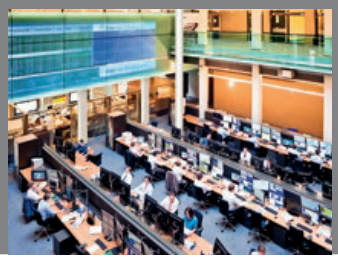
- ✔ **3 Ausgaben gratis**
- \+
- ✔ **Buchgutschein im Wert von 15 EUR** (bei Wandlung in ein Jahresabo)

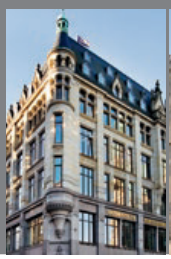
Online **smart-i.de/10Jahre**
Tel./ Fax **089/2000 339-0/ -38**
Mail **abo@smartinvestor.de**

10 2003-2013 Smart Investor

Lernen Sie eine Sicht der Dinge kennen, die Sie im Mainstream nicht finden werden.

Segmente für Mittelstandsanleihen in Deutschland

Segmente	bondm	Entry Standard Bonds
Börse	**Börse Stuttgart** www.boerse-stuttgart.de	**Börse Frankfurt** xetra.com
		
Regularien des Segments	Freiverkehr (AGB vom 3.12.2012)	Freiverkehr (AGB vom 26.07.2013)
Emittenten bisher (bis 01. November 2013)	3W Power, Air Berlin, Albert Reiff, CENTROSOLAR Group, Cloud No. 7, Dürr AG, Ekosem-Agrar, Ekotechnika, eterna Mode, German Pellets, get-goods.de, Immobilien-Projektgesell-schaft, Joh. Friedrich Behrens, KTG Agrar, MAG IAS, MITEC Automotive, More & More, Mox Telecom, Nabaltec, Payom Solar Peine, RENA, Royalbeach, SiC Processing, Solarwatt, Uniwheels Windreich	ADLER Real Estate, Alfmeier Präzision Aktiengesellschaft, Alno, BDT Media Auto-mation, Berentzen, Constantin Medien, Deutsche Rohstoff, DF Deutsche Forfait, Enterprise Holdings, EYEMAXX Real Estate, Ferratum Capital Germany GmbH, Gamigo, Gebr. Sanders, Golden Gate, Golfino,Grand City Prop.,HELMA Eigenheimbau, Homann Holzwerkstoffe, Karlie Group, Karlsberg Brauerei, KTG Agrar, KTG Energie, Laurèl, Maschinenfabrik Spaichingen, MBB, Metalcorp Group, Mitteldeutsche Fahrradwerke, MS “Deutschland”, Paragon, Peach Property Group, Porr, RENA, Rene Lezard, S&T, S.A.G. Solarstrom,SANHA, Sano-chemia Pharmazeutika, Schalke 04, Scholz, SeniVita, SIAG Schaaf, Singulus Technologies, Stauder, Steilmann-Boecker, Stern Immobilien, Travel24.com, VST Building Technologies, Wöhrl
Anzahl der Neuemissionen	32	52
Emissionsvolumen (in Mio.)	1.908 €	2.224 €
Wesentliche Einbeziehungsvoraussetzungen		
Zielgruppe	Unternehmen des industriellen und industrienahen Mittelstands	Junge, wachsende und mittelständische Unternehmen mit Finanzierungsbedarf
Rechnungslegungsstandard (GAAP)	National (z.B. HGB) oder international (IFRS)	National (z.B. HGB) oder international (IFRS)
Kapitalmarktpartner	Bondm-Coach (Ausnahme: Wert-papiere notieren im regulierten Markt)	Deutsche Börse Listing Partner
Prospektpflicht	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wert-papierprospektgesetz	Zwingend erforderlich, EU Passporting möglich
Rating (Emittenten- oder Anleiherating)	Ja, Ausnahme: Aktien notieren im reg. Markt bzw. Freiverkehr mit bestimmten Publizitätspflichten	Ja, Ausnahme: Emittent hat Aktien im regulierten Markt gelistet oder Umsatz in verg. 3 Jahren jew. min. 300 Mio. €
Stückelung	1.000 €	Bis zu 1.000 €
Emissionsvolumen	Frei	Frei
Zulässigkeit Nachranganleihen	Ja, dann Anleiherating verpflichtend	Nein
Ausschluss von Branchen	Nein	Nein
Wesentliche Folgepflichten		
Ort der Veröffentlichungen	Internetseite des Unternehmens und Börse	Internetseite des Unternehmens und Börse
Jahresabschluss und Lagebericht bzw. Jahresfinanzbericht	Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert innerhalb 6 Monate
Halbjahresabschluss und Zwischenlagebericht (bzw. Halbjahresfinanzbericht)	Innerhalb von 3 Monaten	Innerhalb von 3 Monaten
Ad-hoc-Mitteilungen bzw. wesentl. Unternehmensnachrichten	Ja	Ja
Unternehmensportrait und Finanzkalender	Ja	Ja
Jährliches Folgerating	Ja	Ja
Veröffentlichung von Unternehmenskennzahlen	Nein	Ja, Ausnahme: Emittent ist im DAX, MDAX, SDAX oder TecDAX oder Umsatz in verg. 3 Jahren jew. min. 300 Mio. €
Jährliches Folgerating	Nein	Nein
Sprache Berichterstattung	Deutsch oder Englisch	Deutsch oder Englisch

der mittelstandsmarkt	Mittelstandsbörse Deutschland	m:access	Prime Standard Bonds
Börse Düsseldorf www.dermittelstandsmarkt.de	**Börse Hamburg** **Börse Hannover** www.boersenag.de	**Börse München** www.maccess.de	**Börse Frankfurt** xetra.com
			
Freiverkehr (AGB vom 20.08.2013)	Freiverkehr (AGB vom 1.11.2013)	Freiverkehr (AGB vom 17.12.2013)	Freiverkehr und reg. Markt (AGB vom 8.10.2012)
Bastei-Lübbe, e.n.o energy, Euroboden, FFK Environment, friedola Gebr. Holzapfel, GIF - Gesellschaft für Industrieforschung, Günther Zamek Produktions- und Handelsgesellschaft, HAHN-Immobilien-Beteiligung, Hallhuber, hkw Personalkonzepte, Katjes International, MT-Energie, Procar Automobile Finanz-Holding, Semper idem Underberg, Textilkontor Walter Seidensticker, Valensina	Albis Leasing, bkn Biostrom	BioEnergie Taufkirchen, posterXXL	Deutsche Börse, DIC ASSET, MTU Aero, PNE Wind, Rickmers, SAF-Holland, TAG Immobilien
16	2	2	9
500 €	75 €	40 €	2.200 €
Der mittelstandsmarkt richtet sich an kapitalmarktfähige Unternehmen, die Eigen- oder Fremdkapital aufnehmen wollen	Kapitalsuchende Unternehmen aus dem Mittelstand	Mittelständische Unternehmen sämtlicher Branchen mit einer mindestens dreijährigen Unternehmenshistorie	Große mittelständische und international agierende Unternehmen
HGB oder IFRS (auch US-GAAP)	Keine Beschränkung	HGB oder IFRS	Nationaler GAAP oder IFRS, IFRS wenn Anleihe auch im reg. Markt zugelassen
Zugelassener Kapitalmarktpartner	Optional	Emissionsexperte	Deutsche Börse Listing Partner (Ausnahme: Wertpapiere notieren im regulierten Markt)
Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wertpapierprospektgesetz	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wertpapierprospektgesetz	Grundsätzlich ja, EU Passporting möglich, Ausnahmen nur gem. Wertpapierprospektgesetz	Zwingend erforderlich, EU Passporting möglich
Ja	Optional	Ja	Ja, Ausnahme: DAX/MDAX-Unternehmen oder Umsatz in verg. 3 Jahren min. 1 Mrd. €
Bis zu 1.000 €	Frei	Bis zu 1.000 €	Bis zu 1.000 €
Mindestens 10 Mio. €	Frei	Mindestens 10 Mio. €	Mindestens 100 Mio. €
Ja	Ja	Ja	Ja
Nein	Nein	Nein	Nein
Internetseite des Unternehmens und Börse	Internetseite des Unternehmens und Börse	Internetseite des Unternehmens und Börse	Internetseite des Unternehmens und Börse
Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert innerhalb 6 Monate	Testiert	Testiert innerhalb 4 Monate
Innerhalb von 3 Monaten	optional	Emittentenbericht sechs Monate nach Veröffentlichung des Jahresabschlusses	Innerhalb von 2 Monaten
Ja	Ja	Ja	Ja
Ja	Ja	Ja	Ja
Ja	Nein	Ja	Ja
Nein	Nein	Nein	Ja, Ausnahme: DAX/MDAX-Unternehmen oder Umsatz in verg. 3 Jahren jew. min. 1 Mrd. €
Nein	Nein	Ja	Ja
Deutsch	Deutsch	Deutsch	Deutsch oder Englisch

EY „Unternehmensfinanzierung über Mittelstandsanleihen – Börsensegmente und Marktstudie 2014“

Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
3W Power (2015)	Energie A1A29T	Dez 10	Bondm	100	nein	9,25%	CC[8] (S&P)	35,50	98,8%		*
Zamek (2017)	Lebensmittel A1K0YD	Mai 12/Feb 13	mstm DÜS	45	ja	7,75%	B- [8] (CR)	35,22	54,0%	Conpair	*
MT-Energie (2017)	Biogasanlagen A1MLRM	Apr 12	mstm DÜS	14	nein	8,25%	BB- [8] (CR)	43,01	45,9%	ipontix	*
posterXXL (2017)	Fotodienstleister A1PGUT	Jul 12	m:access	6	nein	7,25%	B+ [8] (CR)	46,00	37,8%	Conmit	*
Scholz (2017)	Recycling A1MLSS	Feb 12/Feb 13	Entry Standard	183	ja	8,50%	B 8) (EH)	59,60	30,7%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Blättchen & Partner (LP)	**
Rena I (2015)	Technologie A1 E8W9	Dez 10	Bondm	43	nein	7,00%	B [8] (EH)	70,05	30,7%	Blättchen FA	**
ARISTON (2016)	Immobilien A1H3Q8	Mär 11	FV DÜS	3	nein	7,25%		74,00	24,7%	nicht bekannt	*
Travel24 (2017)	Online-Reisen A1PGRG	Sep 12	Entry Standard	25	ja	7,50%		64,35	23,1%	Acon Actienbank	**
e.n.o. energy (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V5	Jun 11	mstm DÜS	10	nein	7,38%	BB+ [8] (CR)	74,00	22,7%	GBC, Bankhaus Neelmeyer	*
Exer D (2016)	Energiedienstleistung A1E8TK	Jan/Feb 11	FV FRA	50	nein	5,70%		76,10	22,1%	BankM	*
MS Deutschland (2017)	Tourismus A1RE7V	Dez 12	Entry Standard	50	nein	6,88%	BBB- [3] [9] (SR)	64,00	21,6%	quirin Bank	*
BDT Automation (2017)	Technologie A1PGQL	Sep/Okt 12	Entry Standard	17	nein	8,13%	B- [8] (CR)	69,95	20,6%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Dicama (LP)	*
DF Deutsche Forfait (2020)	Außenhandelsfinanzierung A1R1CC	Mai 13	Entry Standard	30	ja	7,88%	BB+ (SR)	57,50	20,5%	equinet Bank	*
Rena II (2018)	Technologie A1TNHG	Jun/Jul 13	Entry Standard	34	nein [4]	8,25%	B [8] (EH)	67,00	20,2%	IKB	*
Golden Gate (2014)	Immobilien A1KQXX	Apr 11	Entry Standard	30	ja	6,50%	BB+ [3] [8] (CR)	92,50	19,9%	Steubing	***
Amadeus Vienna (2014)	Immobilien A1HJB5	Apr 13	FV FRA	14	ja	9,50%	BBB+ [3] (SR)	98,50	19,4%	Steubing	****
HPI (2016)	Industriedienstleister A1MA90	Dez 11/Okt 13	FV FRA	6	ja	9,00%		81,00	18,2%	Süddeutsche Aktienbank	***
Timeless Homes (2020)	Immobilien A1R09H	Jun 13	FV DÜS	10	n. bek.	9,00%		70,00	17,7%	Eigenemission	**
gamigo (2018)	Online-Spiele A1TNJY	Jun 13	Entry Standard	12	nein	8,50%	B+ (CR)	75,50	17,5%	Kochbank (AS), GBC (LP)	*
René Lezard (2017)	Modehändler A1PGQR	Nov 12	Entry Standard	15	ja	7,25%	BB- [8] (CR)	75,00	16,7%	Schnigge (AS), UBJ (LP)	**
Identec (2017)	RFID-Technologie A1G82U	Okt 12	FV Berlin, HH-H & Wien	25	nein	7,5% + Bonus		95,00	15,0%	FMS	****
friedola (2017)	Freizeitartikel A1MLYJ	Apr 12	mstm DÜS	13	nein	7,25%	BB [8] (SR)	82,25	14,7%	Conpair	**
Ekotechnika (2018)	Agrarmaschinen A1R1A1	Apr 13	Bondm	60	ja	9,75%	B+ [8] (CR)	86,50	14,2%	Fion	***
Laurèl (2017)	Damenbekleidung A1RE5T	Okt 12	Entry Standard	20	ja	7,13%	BB- [8] (CR)	80,80	14,0%	Close Brothers Seydler Bank	**
Maritim Vertrieb (2014)	Logistik A1MLY9	Mai 12	FV HH	20	nein	8,25%	BB+ [3] [9] (CR)	96,50	13,5%	Eigenemission	****
More & More (2018)	Modehändler A1TND4	Jun 13	Bondm	8	nein	8,13%	B+ (CR)	87,05	12,4%	quirin bank	**
Hallhuber (2018)	Modehändler A1TNHB	Jun 13	mstm DÜS	30	ja	7,25%	BB (CR)	83,98	12,2%	IKB	**

Die Mastertabelle finden Sie auf **bondguide.de** frei sortierbar nach allen Parametern!

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
Solar8 Energy (2016)	Erneuerbare Energien A1H3F8	Mrz/Apr 11	FV DÜS	10	ja	9,25%	BB- [9] (CR)	95,00	12,0%	nicht bekannt	**
Alno (2018)	Küchenmöbel A1R1BR	Apr 13	Entry Standard	45	ja	8,50%	B- [3] (SR)	90,25	11,5%	Close Brothers Seydler Bank	***
Royalbeach (2016)	Sportartikel A1K0QA	Okt 11	Bondm	8	nein	8,13%	BB+ [8] (CR)	93,50	11,0%	FMS	**
Estavis I (2014)	Immobilien A1R08V	Feb 13	FV FRA	10	ja	11,00%		100,00	10,9%	Close Brothers Seydler Bank	**
Sanders II (2018)	Bettenzubehör A1X3MD	Okt 13	Entry Standard	18	nein	8,75%	B+ (CR)	93,50	10,8%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	***
AVW Grund (2015)	Immobilien A1E8X6	Mai 11	FV HH	51	nein	6,10%	BBB- [3] [9] (CR)	93,55	10,2%	Eigenemission	*
Metalcorp (2018)	Metallhändler A1HLTD	Jun 13	Entry Standard	12	nein [4]	8,75%	BB (CR); BB- (SR)	94,99	10,2%	Schnigge (AS), Dicama (LP)	***
Peine (2018)	Modehändler A1TNFX	Jun/Jul 13	Bondm	4	nein [4]	8,00%	B [8] (CR)	93,50	9,9%	FMS	***
Eyemaxx III (2019)	Immobilien A1TM2T	Mär 13	Entry Standard	15	ja	7,88%	BB+ [8] (CR)	93,15	9,6%	VEM Aktienbank	***
Estavis II (2018)	Immobilien A1X3Q9	Nov 13	FV FRA	10	nein	9,25%		98,75	9,6%	Close Brothers Seydler Bank	***
InCity Immobilien (2016)	Immobilien A1X3F3	Sep 13	FV FRA	3	nein [4]	10,00%		101,00	9,5%		**
Karlie Group (2018)	Heimtierbedarf A1TNG9	Jun 13	Entry Standard	6	nein [4]	6,75%	BB (SR)	90,60	9,5%	Viscardi (AS), Blättchen & Partner (LP)	**
Singulus (2017)	Maschinenbau A1MASJ	Mär 12	Entry Standard	60	ja	7,75%	BB [10] (SR)	96,00	9,3%	Close Brothers Seydler Bank	***
Rickmers (2018)	Logistik A1TNA3	Jun/Nov 13	Prime Standard	225	ja	8,88%	BB (CR)	98,60	9,2%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	***
Adler Real Estate (2018)	Immobilien A1R1A4	Mrz/Apr 13	Entry Standard	35	ja	8,75%	BB (SR)	99,00	9,0%	Close Brothers Seydler Bank	**
Valensina (2016)	Fruchtsäfte A1H3YK	Apr 11/Aug 12	mstm DÜS	65	ja	7,38%	BB- [8] (CR)	96,90	9,0%	Conpair	***
VST Building Tech. (2019)	Bautechnologie A1HPZD	Sep/Okt 13	Entry Standard	7	nein	8,50%	B (CR)	98,00	8,9%	VEM Aktienbank	***
Ekosem II (2018)	Agrarunternehmen A1R0RZ	Nov 12/Okt 13	Bondm	78	ja	8,50%	BB [8] (CR)	99,05	8,7%	Fion	***
Ferratum (2018)	Finanzdienstleister A1X3VZ	Okt 13	Entry Standard	25	ja	8,00%	BBB- [3] (CR)	97,38	8,7%	ICF	***
Mox Telecom (2017)	Telekommunikation A1RE1Z	Okt 12	Bondm	32	nein [4]	7,25%	BBB [8] (CR)	95,80	8,6%	FMS	***
Rena Lange (2017)	Modehändler A1ZAEM	Dez 13	PM DÜS	5	nein	8,00%	BB- (CR)	98,90	8,5%	ACON Actienbank	****
Sympatex (2018)	Funktionstextilien A1X3MS	Dez 13	Entry Standard	13	ja	8,00%	BB- (CR)	98,00	8,5%	Close Brothers Seydler Bank	***
Photon Energy (2018)	Erneuerbare Energien A1HELE	Mär 13	FV FRA	4	nein [4]	8,00%	BB- [8] (CR)	99,00	8,5%	Eigenemission	**
BeA Behrens (2016)	Baumaterial A1H3GE	Feb/Mrz 11	Bondm	30	ja	8,00%	B+ [10] (SR)	99,25	8,4%	Günther & Partner	**
eterna Mode (2017)	Modehändler A1REXA	Sep 12/Jun 13	Bondm	55	ja	8,00%	B+ [8] (CR)	98,90	8,3%	Fion	**
Peach Property (2016)	Immobilien A1KQ8K	Jul 11	Entry Standard	15	nein	6,60%	BBB- [3] [9] (CR)	96,75	8,2%	equinet Bank	***
Procar (2016)	Autohandel A1K0U4	Okt 11	mstm DÜS	12	nein	7,75%	BB+ [8] (CR)	99,00	8,1%	Conpair	***
Kézizálog (2018)	Finanzdienstleister A1HQFG	Okt 13	FV FRA	10	nein 4)	7,75%	BB+ [9] (CR)	98,50	8,1%	Eigenemission	**

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
Ekosem I (2017)	Agrarunternehmen A1MLSJ	Mär 12	Bondm	50	ja	8,75%	BB [8] (CR)	102,00	8,0%	Fion	***
PNE Wind (2018)	Erneuerbare Energien A1R074	Mai/Sep 13	Prime Standard	100	ja	8,00%	BBB- (EH)	100,65	7,9%	M.M. Warburg (AS), Close Brothers Seydler Bank	***
Admiral (2019)	Fototechnik A1K0XL	Nov 11	FV Berlin	20	nein	5,10%		88,00	7,8%	nicht bekannt	**
PCC II (2015)	Chemie, Energie, Log. A1K0U0	Sep 11/Apr 12	FV FRA	25	ja	7,25%		99,50	7,7%	nicht bekannt	**
PCC I (2015)	Chemie, Energie, Log. A1H3MS	Apr 11	FV FRA	30	nein	6,88%		99,15	7,7%	nicht bekannt	**
KTG Energie (2018)	Biogasanlagen A1ML25	Sep 12	Entry Standard	25	ja	7,25%	BBB- [8] (CR)	98,26	7,7%	Schnigge (AS), equinet Bank (LP)	***
MAG IAS (2016)	Maschinenbau A1H3EY	Jan/Feb 11	Bondm	50	ja	7,50%	B+ [8] (CR)	99,80	7,6%	Fion	**
Neue ZWL Zahnradwerk (2019)	Automotive A1YC1F	Feb 14	Entry Standard	25	ja	7,50%	BB- (CR)	100,00	7,5%	Steubing (AS), Dicama (LP)	****
Golfino (2017)	Bekleidung A1MA9E	Mär 12	Entry Standard	12	ja	7,25%	B+ [8] (CR)	99,49	7,4%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Dicama (LP)	**
Euroboden (2018)	Immobilien A1RE8B	Jul 13	mstm DÜS	4	nein [4]	7,38%	BB (CR)	99,75	7,4%	Scala Corporate Finance	**
Vedes (2014)	Spiele & Freizeit A1YCR6	Dez 13	FV FRA	12	ja	8,00%		100,50	7,3%	Steubing	***
Sanders I (2014)	Bettenzubehör A1TNHD	Mai 13	FV FRA	11	ja	9,00%	B+ (CR)	100,50	7,2%	Close Brothers Seydler Bank	**
ALBIS Leasing (2016)	Finanzdienstleistung A1CR0X	Sep 11	MSB	50	nein	7,63%	BB [3] [9] (CR)	100,80	7,2%	mwb Fairtrade	**
MBB (2019)	Erneuerbare Energien A1TM7P	Mai 13	Entry Standard	72	nein	6,25%	BBB [3] (CR)	95,99	7,2%	Donner & Reuschel (AS), FMS (LP)	*
Homann (2017)	Holzwerkstoffe A1R0VD	Dez 12/Jun 13	Entry Standard	75	ja	7,00%	BB+ [8] (CR)	99,60	7,1%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	***
Steilmann-Boecker (2017)	Modehändler A1PGWZ	Jun 12/Jun13	Entry Standard	31	ja	6,75%	BBB [8] (CR)	99,00	7,1%	Schnigge (AS), VEM Aktienbank (LP)	**
Sanha (2018)	Heizung & Sanitär A1TNA7	Mai 13/Jan 14	Entry Standard	38	ja	7,75%	BB+ (CR)	102,55	7,0%	equinet Bank	***
Mitec Automotive (2017)	Automotive A1K0NJ	Mär 12	Bondm	25	nein	7,75%	BB- [8] (CR)	102,00	7,0%	FMS	**
Uniwheels (2016)	Automotive A1KQ36	Apr 11	Bondm	45	nein	7,50%	B+ [8] (EH)	101,00	7,0%	Fion	**
Sanochemia (2017)	Pharmazie A1G7JQ	Aug 12	Entry Standard	10	nein	7,75%	BB (CR)	103,05	6,7%	Eigenemission	**
KTG Agrar II (2017)	Agrarrohstoffe A1H3VN	Jun/Dez 11 & Feb 13	Entry Standard	180	ja	7,13%	BBB- [8] (CR)	101,15	6,7%	equinet Bank	***
Energiekontor II (2018/22)	Erneuerbare Energien A1MLW0	Jul 12	FV FRA	11	ja	6,00%		97,75	6,6%	nicht bekannt	*
Stauder (2017)	Bierbrauerei A1RE7P	Nov 12	Entry Standard	10	ja	7,50%	B+ [8] (CR)	103,00	6,6%	Close Brothers Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	**
Eyemaxx II (2017)	Immobilien A1MLWH	Apr 12	Entry Standard	11	nein	7,75%	BBB [3] [8] (CR)	104,00	6,5%	VEM Aktienbank	**
Reiff Gruppe (2016)	Automotive A1H3F2	Mai 11	Bondm	30	ja	7,25%	BBB- [8] (CR)	101,75	6,4%	Blättchen FA	*
Alfmeier Präzision (2018)	Automotive A1X3MA	Okt 13	Entry Standard	30	ja	7,50%	BB (CR)	104,50	6,3%	Steubing (AS), Dicama (LP)	***
Energiekontor I (2021)	Erneuerbare Energien A1K0M2	Sep 11	FV FRA	8	ja	6,00%		99,60	6,3%	nicht bekannt	*
Constantin II (2018)	Medien & Sport A1R07C	Apr 13	Entry Standard	65	ja	7,00%		102,60	6,3%	Close Brothers Seydler Bank	**

Die Mastertabelle finden Sie auf **bondguide.de** frei sortierbar nach allen Parametern!

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
German Pellets I (2016)	Brennstoffe A1H3J6	Mrz/Apr 11	Bondm	80	ja	7,25%	BBB [8] (CR)	102,10	6,1%	quirin bank	**
IPSAK (2019)	Immobilien A1RFBP	Nov 12	Bondm	30	ja	6,75%	A- [3] [8] (SR)	103,25	6,1%	Rödl & Partner	**
Enterprise Holdings (2017)	Finanzdienstleister A1G9AQ	Sep 12	Entry Standard	35	ja	7,00%	A- [3] [8] (CR)	103,05	6,0%	VEM Aktienbank	**
German Pellets II (2018)	Brennstoffe A1TNAP	Jul/Aug 13	Bondm	72	ja	7,25%	BBB [8] (CR)	104,55	6,0%	quirin bank	***
Constantin I (2015)	Medien & Sport A1EWS0	Okt 10	FV FRA	30	ja	9,00%		104,50	6,0%	Close Brothers Seydler Bank	**
S&T (2018)	IT-Dienstleister A1HJLL	Mai 13	Entry Standard	15	ja	7,25%	BBB- (CR)	104,90	5,9%	Close Brothers Seydler Bank	**
Deutsche Rohstoff (2018)	Rohstoffe A1R07G	Jul/Sep 13	Entry Standard	63	nein	8,00%	BB+ (CR)	108,35	5,9%	ICF	**
Air Berlin II (2018)	Logistik AB100B	Apr 11/Jan 14	Bondm	225	ja	8,25%	CCC- [10] (SR)	109,00	5,9%		**
KTG Agrar I (2015)	Agrarrohstoffe A1ELQU	Aug/Sep 10	Bondm	50	ja	6,75%	BBB- [8] (CR)	101,30	5,8%	FMS	**
Seidensticker (2018)	Bekleidung A1K0SE	Mär 12	mstm DÜS	30	ja	7,25%	BB [8] (CR)	105,05	5,8%	Schnigge	**
ETL Freund & Partner (2017)	Finanzdienstleistung A1EV8U	Nov 10	FV S	25	ja	7,50%	BBB+ [8] (CR)	105,90	5,7%	FMS	**
MIFA (2018)	Fahrradhersteller A1X25B	Aug 13	Entry Standard	25	ja	7,50%	BBB- [3] (Feri)	107,10	5,6%	equinet Bank	***
FC Schalke 04 (2019)	Fußballverein A1ML4T	Jun 12/Sep 13	Entry Standard	50	ja	6,75%	BB- [8] (CR)	105,00	5,6%	equinet Bank	**
paragon (2018)	Automotive A1TND9	Jun 13	Entry Standard	10	nein	7,25%	BB+ (CR)	106,55	5,5%	Close Brothers Seydler Bank	***
Stern Immobilien (2018)	Immobilien A1TM8Z	Mai 13	Entry Standard & m:access	12	nein	6,25%	A- [3] (SR)	102,80	5,5%	VEM Aktienbank	**
Underberg (2016)	Spirituosen A1H3YJ	Apr 11/Jun 12	mstm DÜS	70	ja	7,13%	BB- [8] (CR)	103,40	5,4%	Conpair	**
Grand City Properties (2020)	Immobilien A1HLGC	Jul 13	Entry Standard	200	ja	6,25%	BB+ [3] [8] (S&P)	105,00	5,4%	quirin bank	**
Eyemaxx I (2016)	Immobilien A1K0FA	Jul 11	Entry Standard	25	nein	7,50%	BBB [3] [8] (CR)	105,00	5,2%	ICF	**
BioEnergie Taufkirchen (2020)	Energieversorger A1TNHC	Jul 13	m:access	15	ja	6,50%	BBB- [3] (SR)	107,00	5,2%	GCI Management Consulting	**
Edel (2016)	Medien & Unterhaltung A1KQYG	Mai 11	FV FRA	20	nein	7,00%		103,90	5,1%	Acon Actienbank	**
HanseYachts (2014)	Boots- und Yachtbau A1X3GL	Dez 13	FV FRA	5	ja	9,00%		103,00	5,1%	Steubing	**
Cloud No. 7 (2017)	Immobilien A1TNGG	Jun/Jul 13	Bondm	35	ja	6,00%	BBB [3] (CR)	103,00	5,0%	Blättchen FA	**
DIC Asset II (2018)	Immobilien A1TNJ2	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	100	ja	5,75%		102,95	5,0%	Baader Bank	**
Porr II (2018)	Baudienstleister A1HSNV	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%		105,40	4,9%	Steubing	**
Katjes (2016)	Süßwaren A1KRBM	Jul 11/Mrz 12	mstm DÜS	45	ja	7,13%	BB+ [8] (CR)	105,00	4,9%	IKB	*
Hörmann Finance (2018)	Automotive A1YCRD	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%	BB+ (EH)	105,98	4,8%	equinet Bank	**
Hahn-Immobilien (2017)	Immobilien A1EWNF	Sep 12	mstm DÜS	20	ja	6,25%	A- [3] [8] (SR)	105,56	4,6%	Schnigge	*
Schneekoppe (2015)	Ernährung A1EWHX	Sep 10	FV FRA & DÜS	10	ja	6,45%		102,80	4,5%	Schnigge	**

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
DIC Asset I (2016)	Immobilien A1KQ1N	Mai 11/Mrz 13	Prime Standard	100	ja	5,88%		103,40	4,2%	Berenberg Bank	**
Helma II (2018)	Baudienstleister A1X3HZ	Sep 13	Entry Standard	25	ja	5,88%	BBB [8] (CR)	107,00	4,2%	Steubing	**
MS Spaichingen (2016)	Maschinenbau A1KQZL	Jun/Jul 11	Entry Standard	23	nein	7,25%	BBB- [8] (CR)	107,00	4,1%	Close Brothers Seydler Bank	**
Berentzen (2017)	Spirituosen A1RE1V	Okt 12	Entry Standard	50	ja	6,50%	BBB- [10] (SR)	108,29	4,0%	Close Brothers Seydler Bank	*
Wöhrl (2018)	Modehändler A1R0YA	Feb 13	Entry Standard	30	ja	6,50%	BB [8] (EH)	109,00	4,0%	Viscardi	*
Air Berlin I (2015)	Logistik AB100A	Nov 10	Bondm	200	ja	8,50%	CCC- [10] (SR)	107,70	3,9%		*
SAF-Holland (2018)	Automobilzulieferer A1HA97	Okt 12	Prime Standard	75	ja	7,00%	BBB [8] (EH)	111,90	3,9%	IKB	*
SeniVita Sozial (2016)	Immobilien A1KQ3C	Mai 11	Entry Standard	15	ja	6,50%	BBB [8] (CR)	106,00	3,7%	quirin bank	*
Dürr (2015)	Automobilzulieferer A1EWGX	Sep 10	Bondm	225	ja	7,25%	BB [10] (SR)	105,50	3,6%		*
Porr I (2016)	Baudienstleister A1HCJJ	Nov 12	Entry Standard	50	ja	6,25%		106,80	3,6%	Close Brothers Seydler Bank	*
TAG Immobilien (2018)	Immobilien A1TNFU	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	310	ja	5,13%		106,85	3,5%	Close Brothers Seydler Bank	*
ATON Finance (2018)	Industriebeteiligungen A1YCQ4	Nov 13	Prime Standard	200	ja	3,88%		101,75	3,5%	Deutsche Bank	**
Nordex (2016)	Erneuerbare Energien A1H3DX	Apr 11	FV FRA	150	ja	6,38%	BB- [10] (EH)	106,00	3,4%	Commerzbank, UniCredit	*
Bastei Lübbe (2016)	Verlagswesen A1K016	Okt 11	mstm DÜS	30	ja	6,75%	BBB+ [8] (CR)	108,50	3,4%	Conpair	*
Karlsberg Brauerei (2017)	Bierbrauerei A1REWV	Sep 12	Entry Standard	30	ja	7,38%	BB [8] (CR)	113,75	3,3%	IKB	*
Air Berlin III (2014)	Logistik AB100C	Okt 11/Okt 12	Bondm	150	ja	11,50%	CCC- [10] (SR)	105,75	3,1%		*
GIF (2016)	Automotive A1K0FF	Sep 11	mstm DÜS	9	nein	8,50%	BB+ [8]) (CR)	114,00	2,8%	Dicama	*
RWE (2021)	Energiedienstleister A0T6L6	Feb 09	Prime Standard	1.000	ja	6,50%	BBB+ (S&P)	129,25	2,2%	Close Brothers Seydler Bank	*
Deutsche Börse I (2022)	Börsenbetreiber A1RE1W	Okt 12	Prime Standard	600	ja	2,38%	AA (S&P)	102,14	2,1%	Deutsche Bank, BNP, Citi	**
MTU (2017)	Technologie A1PGW5	Jun 12	Prime Standard	250	ja	3,00%	Baa3 [3] (Moody's)	104,80	1,5%	Close Brothers Seydler Bank	*
Deutsche Börse II (2018)	Börsenbetreiber A1R1BC	Mär 13	Prime Standard	600	ja	1,13%	AA (S&P)	101,16	0,8%	Commerzbank, DZ Bank, JP Morgan	*
Strenesse (2014)	Modehändler A1TM7E	Mär 13	FV FRA	12	ja	9,00%		57,00	n.ber.	Close Brothers Seydler Bank	*
hkw (2016)	Personaldienstleister A1K0QR	Nov 11	mstm DÜS	10	ja	8,25%	BBB- [9] (CR)	1,70	in Insolvenz	Dicama	*
S.A.G. I (2015)	Energiedienstleistung A1E84A	Nov/Dez 10	Entry Standard	25	ja	6,25%	BB+ [9] (CR)	18,65	in Insolvenz	Baader Bank	*
S.A.G. II (2017)	Energiedienstleistung A1K0K5	Jul 11	Entry Standard	17	nein	7,50%	BB+ [9] (CR)	19,50	in Insolvenz	Schnigge (AS), youmex (LP)	*
Alpine (2017)	Baudienstleister A1G4NY	Mai 12	FV MUC & Wien	100	ja	6,00%		0,05	in Insolvenz		*
bkn biostrom (2016)	Biogasanlagen A1KQ8V	Mai/Jun 11	MSB	25	nein	7,50%	BBB [3] [9] (CR)	2,50	in Insolvenz	mwb Fairtrade	*
Centrosolar (2016)	Erneuerbare Energien A1E85T	Feb 11	Bondm	50	ja	7,00%		7,50	in Insolvenz	FMS	*

Die Mastertabelle finden Sie auf **bondguide.de** frei sortierbar nach allen Parametern!

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform[1]	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll-platziert	Kupon	Rating (Rating-agentur)[6]	Kurs aktuell	Rendite p.a.	Technische Begleitung durch …[7]	Chance/ Risiko[2,5]
FFK Environment (2016)	Ersatzbrennstoffe A1KQ4Z	Mai 11	mstm DÜS	16	nein	7,25%	D [8] (CR)	6,10	in Insolvenz	biw, GBC	*
getgoods.de (2017)	E-Commerce A1PGVS	Sep 12/Jun & Okt 13	Bondm	60	ja	7,75%	D [8] (CR)	4,50	in Insolvenz	GBC	*
SIAG (2016)	Stahlbau A1KRAS	Jul 11	FV FRA	12	nein	9,00%	CCC+ [3] [9] (S&P)	0,01	in Insolvenz	IKB (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
SiC Processing (2016)	Technologie A1H3HQ	Feb/Mrz 11	FV S	80	nein	7,13%	D [8] (CR)	5,70	in Insolvenz	FMS	*
Solen (Payom) (2016)	Erneuerbare Energien A1H3M9	Apr 11	FV S	28	nein	7,50%	B- [9] (CR)	2,25	in Insolvenz	FMS	*
Windreich I (2015)	Erneuerbare Energien A1CRMQ	Mär 10	FV S	50	ja	6,50%	BB+ [9] (CR)	8,50	in Insolvenz	FMS	*
Windreich II (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V3	Jul 11	FV S	75	ja	6,50%	BB+ [9] (CR)	8,10	in Insolvenz	FMS	*
			Summe	**8.870**							
			Ø	**60,8**	**Ø**	**7,37%**					
			Median	**30,0**		**7,38%**	**BB**		**7,6%**		

[1] FV = Freiverkehr (FRA = Frankfurt, DÜS = Düsseldorf, HH = Hamburg, H = Hannover, S = Stuttgart), MSB = Mittelstandsbörse, mstm = Mittelstandsmarkt, RM = Regulierter Markt;
[2] Einschätzung der Redaktion: Kombination u. a. aus aktueller Rendite, Bilanzstärke, Zinsdeckungsfähigkeit und wirtschaftlichen Perspektiven;
[3] Anleihe-Rating
[4] Nachplatzierung läuft
[5] Veränderung im Vergleich zum letzten BondGuide
[6] Ratingagenturen: CR = Creditreform; S&P = Standard & Poor; EH = Euler-Hermes)
Skala von * bis ***** (am besten); Quelle: Eigene Recherchen OnVista, Unternehmensangaben u.a.
[7] Bondm: Bondm-Coach, Entry Standard: Antragsteller (AS), Listingpartner (LP), mstm DÜS: Kapitalmarktpartner; MSB: Makler; m:access: Emissionsexperte: FV: Antragsteller (sofern bekannt)
[8] Folgerating
[9] abgelaufen/nicht aktuell
[10] unbeauftragte, überwiegend quantitative (Financial Strength) Ratings

Fondsprodukte auf Mittelstandsanleihen

Name	WKN	Besonderheiten	Fondsvolumen	Kurs	Perf. 1J bzw. seit Start	Perf. 3J
Artus Mittelstands Renten HI Fonds	A0RHHB	MStAnleihen Deutschland plus Beimischungen; ausschüttend	ca. 10 Mio. EUR	42,90 EUR	+2%	-
BayernInvest Dt. MStAnleihen	A1T6LL	deutsche Mittelständler, 40-70 Einzeltitel, ausschüttend	ca. 9 Mio. EUR	97,10 EUR	-3%	-
Dt. Mittelstandsanleihen Fonds	A1W5T2	MStAnleihen Deutschland plus Beimischungen; ausschüttend	20-100 Mio. EUR (geplant)	50,75 EUR	+2%	-
HKR Mittelstand Dynamik Anleihe-IZ*	LS8HKR	Zertifikat; europäische MStAnl plus Sondersituationen	ca. 10 Mio. EUR	10.310 EUR	+3%	-
Joh. Führ Mittelstands-Rentenfonds	A0YAYG	Rating mindestens B-, vorwiegend EU-Raum, ausschüttend	ca. 50 Mio. EUR	36,70 EUR	+1%	+11%
Steubing German Mittelstands Fund	A1WY59	MStAnleihen Deutschland plus Beimischungen; ausschüttend	ca. 11 Mio. EUR	95,40 EUR	-5%	-
		Summe:	**ca. 110 Mio. EUR**			

Quelle: OnVista, Anbieterangaben, BondGuide Research
IZ = Index-Zertifikat
Kurse vom 15.2.2014
www.bondguide.de/fonds-und-zertifikate

News, Updates zum Musterdepot & Co früher haben:
Folgen Sie BondGuide auf *facebook.com/bondguide*
Verfolgen Sie alle News und Diskussionen zeitnaher
bei BondGuide auf *Twitter @bondguide !*

Partner der Ausgabe im Portrait

Creditreform Rating Agentur

Die Creditreform Rating AG ist eine der führenden europäischen Ratingagenturen. Wir sind Spezialisten für die Einschätzung von Kreditrisiken. Unternehmen nutzen die Ratings der Creditreform Rating AG für die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt und für die Ansprache ihrer Geldgeber, Banken, Fonds, Lieferanten und Versicherungen. Institutionelle Anleger ergänzen ihre internen Analysen durch ein Rating der Creditreform Rating AG. Zudem wurde die Creditreform Rating AG als EZB-Ratingtool-Provider anerkannt.

Unabhängigkeit, Objektivität und systematischer Einsatz der Ratingmethodik sind neben der finanziellen Stabilität der Agentur wesentliche Kriterien der Registrierung durch die europäische Finanzaufsicht (ESMA).

Neben Unternehmensratings, Anleiheratings, Ratings immobilienbesicherter Finanzierungen und strukturierter Kredit- oder Forderungsportfolios (ABS) bietet die Creditreform Rating AG Outsourcing-Lösungen für Kreditprozesse und Risikoanalysen an.

www.creditreform-rating.com

Kontakt:
Dr. Michael Munsch
E-Mail: m.munsch@creditreform-rating.de
Tel.: +49 2131 109-320

EQS GROUP

Die EQS Group ist mit über 7.000 Kunden ein führender Anbieter für Online-Unternehmenskommunikation im deutschsprachigen Raum.

In den Bereichen Investor Relations und Corporate Communications nutzen Unternehmen aus Europa, Asien und Nordamerika innovative Kommunikationslösungen aus einer Hand. Neben den Services zur Erfüllung gesetzlicher Pflichten verbreitet die EQS Group Unternehmensmitteilungen, konzipiert und realisiert anspruchsvolle Konzernwebseiten und Apps, führt Audio- und Video-Übertragungen von Finanzevents durch und erstellt Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichte.

Über ihre Tochter EQS Financial Markets & Media bietet die EQS Group Bondemittenten auch Services im Bereich Mediaplanung sowie mit dem BOND MANAGER ein innovatives Zeichnungs-Tool für die Anleihe-Platzierung an.

Bondemittenten auch Services im Bereich Mediaplanung sowie mit dem BOND MANAGER ein innovatives Zeichnungs-Tool für die Anleihe-Platzierung an.

www.eqs.com

Kontakt:
Stephan Däschler
E-Mail: stephan.daeschler@eqs.com , Tel.: +49 89 21 02 98-26

GÖRG

GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB ist eine der führenden Wirtschaftskanzleien in Deutschland. Mit über 200 Anwälten an 6 Standorten in Berlin, Essen, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln und München berät GÖRG in allen Bereichen des Wirtschaftsrechts auf höchstem Niveau.

Beratungsschwerpunkte von GÖRG liegen unter anderem in der Beratung börsennotierter und größerer mittelständischer Unternehmen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie in sämtlichen Fragen der Unternehmensfinanzierung. Insbesondere verfügt GÖRG auch über umfangreiche Erfahrung bei der Emission von Unternehmensanleihen.

Aufgrund unserer langjährigen Erfahrungen können wir unseren Mandanten auch bei äußerst komplexen Strukturierungen maximale Transaktionssicherheit bieten. Zudem schätzen unsere Mandanten unseren pragmatischen und ergebnisorientierten Beratungsansatz. International arbeiten wir seit Jahren mit renommierten ausländischen Kanzleien zusammen und können unseren Mandanten so auch international höchste Qualität bieten.

www.goerg.de

Kontakt:
Dr. Christian Becker
E-Mail: cbecker@goerg.de, Tel.: +49 89 309 06 67-39

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

GSK Stockmann + Kollegen ist eine der führenden Corporate und Real Estate Kanzleien in Deutschland mit einem weiteren Schwerpunkt im Banking/Finance. Mit mehr als 140 Rechtsanwälten und Steuerberatern in Deutschland, Brüssel und Singapur und als Teil einer Allianz mit über 1.000 Berufsträgern beraten wir deutsche und internationale Mandanten.

Wir fokussieren uns auf alle Fragen der Unternehmensstrukturierung und der Unternehmensfinanzierung, insbesondere Börsengänge, die Emission von Anleihen, Investitions- und Mezzaninefinanzierung, M&A und Unternehmensnachfolge. Dabei verfügen wir über langjährige Erfahrungen bei allen rechtlichen Fragen im Zusammenhang mit der Finanzierung über den Kapitalmarkt:

- von der Strukturierung bis zur erfolgreichen Umsetzung einer Emission einschließlich Prospektverfahren,
- Themen der Kapitalmarktkommunikation,
- Fragen kapitalmarktrechtlicher Compliance und
- der Begleitung sonstiger Unternehmenstransaktionen mit Börsenbezug.

Wir beraten sowohl Unternehmen, die bereits börsennotiert sind, als auch solche, die es werden wollen, sowie Investoren, Banken und Berater, die Kapitalmarkttransaktionen begleiten und ermöglichen.

Wir bieten Lösungen. GSK. Der Unterschied.

www.gsk.de

Kontakt:
Dr. Anne de Boer
E-Mail: deboer@gsk.de, Tel.: +49 711 220 45 79-0

IKB Deutsche Industriebank

Die IKB Deutsche Industriebank AG begleitet mittelständische Unternehmen in Deutschland und Europa mit Krediten, Risikomanagement, Kapitalmarkt- und Beratungsdienstleistungen. Seit ihrer Gründung im Jahr 1924 ist die IKB eng mit den deutschen Unternehmen und Unternehmern verbunden. Das Geschäftsmodell der Bank basiert auf langjährigen und stabilen Kundenbeziehungen sowie einem ausgeprägten Verständnis für Mittelstandsthemen.

Im Rahmen des Onlineangebots steht die IKB Privatkunden mit Tages- und Festgeldern, Auszahlplänen, Depots sowie einem ausgewählten Wertpapierangebot zur Verfügung. Dieses Angebot nutzen über 50.000 Kunden. Die Kundengelder dienen der Refinanzierung des traditionsreichen Firmenkundengeschäfts der IKB.

- Gründung im Jahr 1924 (als „Bank für Industrieobligationen“)
- ca. 1.450 Mitarbeiter (davon ca. 400 bei der IKB Leasing GmbH)
- Unternehmenssitz in Düsseldorf
- Standorte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München, Stuttgart, London, Madrid, Mailand und Paris

www.ikb.de

Kontakt:
Hans-Peter Mantsch
E-Mail: hans-peter.mantsch@ikb.de, Tel.: +49 211 82 21-41 88

STEUBING AG
WERTPAPIERHANDELSBANK

Die Steubing AG gehört mit einem Eigenkapital von über 40 Mio. EUR und einer EK-Quote von rund 90% sowie der über 25-jährigen Unternehmenshistorie zu den finanzstärksten und erfahrensten Wertpapierhandelsbanken in Deutschland. Im Geschäftsfeld Debt Capital Markets unterstützt die Steubing AG mittelständische Unternehmen bei der Begebung von Unternehmensanleihen. Dieses Instrument ermöglicht einen ausgewogenen Finanzierungsmix, den Erhalt der wirtschaftlichen Selbstständigkeit und eine verlässliche Finanzplanung. Das Debt Capital Markets Team der Steubing AG unterstützt den gesamten Prozess von der Einschätzung der Kapitalmarktreife über die Koordination der Dokumentation und Durchführung der Investorenansprache bis hin zur Platzierung und Handelsaufnahme. Die Teammitglieder haben in den vergangenen Jahren über 30 Mittelstandsanleihen strukturiert und platziert. Darüber hinaus betreut die Steubing AG als Investmentmanager den Steubing German Mittelstand Fund I, der ausschließlich in Mittelstandsanleihen aus der D-A-CH Region investiert.

www.steubing.com

Kontakt:
Thomas Kaufmann
E-Mail: thomas.kaufmann@steubing.com
Tel.: +49 69 297 16-105

youmex

- Seit Gründung 1999 Pionier für bankalternative Unternehmensfinanzierung
- youmex war in den letzten drei Jahren mit einem Platzierungsvolumen von über 700 Mio. EUR am Erfolg von mehr als 40 Unternehmensanleihen in Deutschland beteiligt
- 22-köpfiges Team aus Investmentbankern, Corporate und Structured Finance Spezialisten sowie Wertpapierprofis und Vermögensberatern
- Vorreiter im Entry Standard für Anleihen der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im Segment Bondm der Börse Stuttgart
- Spezialisiert auf maßgeschneiderte Finanzierungen und Kapitalmaßnahmen von Unternehmen ab 50 Mio. EUR Umsatz
- BaFin-zugelassenes Finanzdienstleistungsinstitut und bankenunabhängiger Finanzpartner für (bank-) alternative Finanzierungen
- Leistungen: Strukturierte Unternehmensfinanzierung, Investitions- und Projektfinanzierung, Bilanzstruktur-Optimierung, Working Capital Lösungen, Eigenkapital, Mezzanine, Fremdkapital, Emissionsberatung, Kapitalmarktberatung, Unternehmensanleihen, IPOs und Kapitalerhöhungen
- Internationales Netzwerk: Internationale, institutionelle Investoren, Vermögensverwalter sowie Investment- und Retailbanken

www.youmex.de

Kontakt:
Andreas Wegerich
E-Mail: wegerich@youmex.de, Tel.: +49 69 50 50 45-112

Anzeige

BONDGUIDE
Das Portal für Unternehmensanleihen

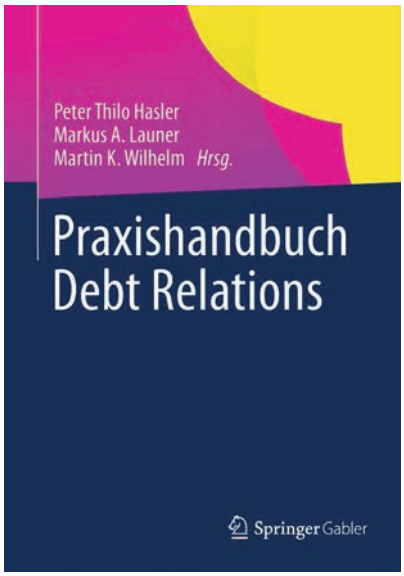
Wer Anleihen sagt,
meint BondGuide.

News, Analysen, Statistiken und Hintergrundberichte
zu deutschen Unternehmensanleihen

• www.bondguide.de • BondGuide • BondGuide-Flash •

Literaturhinweis

„Praxishandbuch Debt Relations“



Rund 100 kleine und mittelgroße Anleiheemissionen hat es in den vergangenen drei Jahren hierzulande gegeben, zuzüglich all der bekannten großen Mehrfachtäter wie Continental, Otto Group usw. So selbstverständlich gut funktionierende Investor Relations im Aktienbereich heute ist, so lückenhaft stellt sie sich noch im Anleihebereich dar. Expertenwissen zur optimalen Ausschöpfung der Fremdkapitalquellen tut Not.

Das 700 Seiten starke Werk ist zweifellos keine Gute-Nacht-Lektüre, sondern bietet als Nachschlagewerk Expertenwissen für IR-Verantwortliche dies- und jenseits einer Anleiheemission. Aus dem Inhalt: Rechtliche Rahmenbedingungen – Zielgruppen – Debt Relations (DR) im Vorfeld einer Emission – DR im Zweitmarkt – Kommunikationsinstrumente u.v.m.

Empfohlen sei auch das bis dahin umfassendste und aktuellste Werk zum selben Thema: „Bond Relations“, 2011, ebenfalls von Launer/Wilhelm.

Peter Thilo Hasler ist Gründer und Research-Analyst von Sphene Capital, Prof. Dr. Markus Launer Professor für Dienstleistungsmanagement an der Ostfalia Hochschule für angewandte Wissenschaften und Martin Wilhelm Gründer und Geschäftsführer des Instituts für Kapitalmarkt, Kiel. [fb]

„Praxishandbuch Debt Relations“, von Peter Thilo Hasler, Markus Launer und Martin Wilhelm (Hrsg.); Springer Gabler, 2013; 694 Seiten, 70 EUR (eBook: 55 EUR)

Impressum

Sonderausgabe Anleihen 2014

Redaktion: GoingPublic Media AG: Falko Bozicevic (V.i.S.d.P.), Oliver Bönig, Michael Fuchs
Mitarbeiter an dieser Ausgabe: Dr. Christian Becker, Prof. Wolfgang Blättchen, Dr. Anne de Boer, Cynthia Castritius, Christian Czaya, Stefan Dodel, Max Fiedler, Dr. Markus J. Friedl Dr. Oliver Glück, Robert M. Hall, Holger Clemens Hinz, Dr. Sven Janssen, Christian Kimpel, Martin Kunze, Dr. Thorsten Kuthe, Ralf Meinerzag, Thomas Müncher, Uwe Nespethal, Dieter Pape, Sven Radke, Hendrik Riedel, Thomas Ronfeld, Christoph Schauenburg, Dr. Mirko Sickinger, Dr. Martin Steinbach, Ingo Wegerich, Dr. Johannes Weidelener, Dr. Oliver Wilken, Sebastian Zank, Madeleine Zipplerle
Interviewpartner: Raimar Bock, Hendrik Emrich, Arno Fuchs, Ralf Garrn, Henning Gerbaulet, Dr. Hans-Werner Grunow, Marius Hoerner, Gerrit Janssen, Thomas Kaufmann, Klaus Rainer Kirchhoff, Tilo Kraus, Dr. Michael Munsch, Dr. Michael Müller, Carsten Scholz, Peter Wicht
Verlag: GoingPublic Media AG; Hofmannstr. 7a; 81379 München; Tel.: 089/2000 339-0; -39; newsletter@bondguide.de; www.goingpublic.de;
Design-Konzeption: IR-One AG & Co. KG, Hamburg
Portalmanager: Max Fiedler, Tel.: 089/2000 339-0
Gestaltung: Andreas Potthoff
Ansprechpartner Anzeigen: Katharina Meindl; Tel.: 089/2000 339-53
Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 15. April 2013

Erscheinungstermine Newsletter 2014: 7.3., 21.3., 4.4., 17.4., 2.5., 16.5., 30.5., 13.6., 27.6., 11.7., 25.7., 8.8., 22.8., 5.9., 19.9., 2.10., 17.10., 31.10., 14.11., 28.11., 12.12. (14-tägig)

Kostenlose Registrierung unter www.bondguide.de

Nachdruck: © 2014 GoingPublic Media AG, München. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diesen Newsletter oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

Disclaimer: Die GoingPublic Media AG kann trotz sorgfältiger Auswahl und ständiger Verifizierung der Daten keine Gewähr für deren Richtigkeit übernehmen. Informationen zu einzelnen Unternehmen bzw. Emissionen stellen keine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren dar. Wertpapiere von im BondGuide genannten Unternehmen können zum Zeitpunkt der Erscheinung der Publikation von einem oder mehreren Mitarbeitern der Redaktion und/oder Mitwirkenden gehalten werden. Weitere Informationen zum Haftungsausschluss und v.a. zu Anlageentscheidungen finden Sie unter www.bondguide.de/impressum.

Special

Kapitalmarktrecht 2014

Best Practice für Emittenten

10. Jg.

Gedruckt und als E-Paper

Digitale Version: Erweitert um multi-mediale Inhalte und Funktionen – ideal zum mobilen Lesen auf Tablet oder Smartphone!

Termine:

Erscheinungstermin	30. April
Anzeigenschluss	16. April
Druckunterlagenschluss:	22. April

Ansprechpartner:

Johannes Herbert
herbert@goingpublic.de
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-28

Glossar

Covenants

Kreditbedingungen, -klauseln, (Neben-)Abreden. Es handelt sich um vertraglich fixierte Nebenpflichten bzw. bindende Zusicherungen des Kreditnehmers. Werden festgeschriebene Klauseln während der Laufzeit vom Kreditnehmer verletzt, löst dieser Umstand die Einleitung eines bestimmten, vorab definierten Ereignisses aus. Zu den wichtigsten Covenants zählen u.a. die Patronatserklärung, die Negativerklärung bezüglich der Veränderung kritischer Bilanzkennzahlen oder die Sicherheitenstellung zugunsten Dritter, der Kontrollwechsel (Change of Control) sowie der Zahlungs- und Drittverzug.

Duration

Durchschnittliche Kapitalbindungsdauer. Allgemein formuliert der gewichtete Mittelwert der Zeitpunkte, zu denen ein Investor Zahlungen aus dem Wertpapier erhält. Die Duration ist umso höher, je niedriger der Kupon ist. Für den Extremfall einer Nullkuponanleihe stimmt die Duration mit der Restlaufzeit der Anleihe überein.

Haircut

Gerät ein Anleiheemittent in Notlage, schickt er seine Anleger in der Regel zu einem „Haarschnitt“, der einen teilweisen Verzicht der Forderungen beinhaltet. Die Höhe des Verzichts ist Verhandlungssache, so wie aktuell im Falle Griechenland.

Kündigungsrecht

Bei einigen Schuldverschreibungen besitzt die Emittentin während der Laufzeit bei Eintritt bestimmter Bedingungen ein Recht auf vorzeitige Kündigung (≠ außerordentliches Kündigungsrecht). In diesem Fall erfolgt die Rückzahlung zu den im Wertpapierprospekt festgeschriebenen Konditionen.

Kupon

Zinssatz, den ein Anleger auf einen Nominalbetrag erhält. Nicht zu verwechseln mit –> Rendite.

Liquiditätsprovider

Bezeichnet jemanden, der die jederzeitige Verfügbarkeit eines handelbaren und marktgerechten Kurses für ein Wertpapier sicherstellen soll („Market Maker“). Wird bei Wertpapieren entweder freiwillig beauftragt oder obligatorisch vorgeschrieben.

Rating

Einschätzung der Zahlungsfähigkeit eines Schuldners (oder einzelner Schuldtitel), i.d.R. durch –> Ratingagentur. Hauptsächlich wird zwischen Investmentgrade (mindestens BBB-) und Speculative Grade unterschieden.

Ratingagentur

Bewertet als externer Gutachter die Bonität eines Emittenten. Bekannteste Adressen sind S&P, Moody’s und Fitch („Big-3“). Problem: immanente Interessenkonflikte, da nicht die Inanspruchnehmer (Investoren, Medien) für das Rating bezahlen, sondern die Emittenten selbst.

Rendite

Kennzahl für den Ertrag eines Wertpapiers, ausgedrückt in Prozent des angelegten Kapitals. Im Falle einer Anleihe setzt sich die Rendite zusammen aus dem –> Kupon und dem Kursgewinn/-verlust der Anleihe während der Laufzeit. Eng verwandt mit Yield to Maturity (Rendite bis zur Fälligkeit).

Stückzins

Ausstehender, anteiliger Zinsbetrag, der seit dem letzten Zinstermin bis zum Tag des Anleihe-Erwerbs aufgelaufen ist. Der Verkäufer der Schuldverschreibung hat einen Anspruch auf den Erhalt der bis zum Verkaufszeitpunkt angefallenen Stückzinsen und stellt sie dem Käufer somit in Rechnung.

Zinsstruktur

Schematische Darstellungen der Zinsstrukturkurven spiegeln den Verlauf der einzelnen Anleihetypen wider. Längere Laufzeiten bedingen in der Regel höhere Renditen, andernfalls handelt es sich um eine „inverse Zinsstruktur“.

Kostenlose Newsletter

Jetzt anmelden!

KapitalmarktUpdate
Der Newsletter von goingpublic.de

Der Newsletter für die Financial Community.
14-tägig. Freitags.

LifeSciencesUpdate
Märkte • Finanzierung • Investment

Monatlicher Newsletter mit Highlights aus den Life Sciences.

IPO im Fokus
Der Alert. Seit 1999.

Analysen zu allen Börgengängen
– pünktlich zum Zeichnungsbeginn.

BONDGUIDE
Der Newsletter für Unternehmensanleihen

Der Newsletter für Unternehmensanleihen.
14-tägig. Freitags.

InvestorRelations.de
Der Newsletter. Seit 2001.

Newsletter für IR-Professionals.
Monatlich. Seit 2001.

Private Equity Flash
Der Newsletter von VC-Magazin.de

Informiert alle 14 Tage donnerstags über Neuigkeiten aus der Branche.

Smart Investor Weekly

Einschätzung zu Börse, Politik und Wirtschaft.
Wöchentlich. Mittwochs.

STIFTOGRAMM
der Newsletter von die-stiftung.de

Der Newsletter für NPO & Co.
Jeden ersten Dienstag im Monat neu.

goingpublic.de
Das Kapitalmarkt-Portal

Hofmannstr. 7a, 81379 München, Tel. 089-2000 339-0

www.goingpublic.de/newsletter

Creditreform
Rating Agentur

Rating schafft Vertrauen.

- Externes Rating
- Outsourcing von Kreditprozessen
- Marktanalysen

Die Creditreform Rating AG ist eine BaFin-anerkannte, EU-registrierte Ratingagentur und EZB-Ratingtool-Provider. Als europäische Ratingagentur sind wir Marktführer im Rating mittelständischer Anleihe-Emittenten. Basis dieses Erfolges sind die hohen Anforderungen an Objektivität und Verlässlichkeit, die wir an uns selbst stellen und die durch die Vorgaben der EU-Verordnung für Ratingagenturen spezifiziert werden.

www.creditreform-rating.de