12,50 EUR

BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen

März 2015

In Kooperation mit GoingPublic Magazin

SPECIAL

Anleihen 2015

5. Jg.

Finanzierung für den Mittelstand

powered by EQS GROUP · GSK STOCKMANN + KOLLEGEN · one square advisors · youmex · Creditreform Rating Agentur · GÖRG · IKB Deutsche Industriebank · STEUBING AG WERTPAPIERHANDELSBANK

IKB – Die Unternehmerbank

Auswahl von Transaktionserfolgen aus unserem Leistungsspektrum

Februar 2015 GERRY WEBER INTERNATIONAL AG HALLHUBER **Nicht veröffentlicht** Akquisition von Hallhuber M&A-Berater IKB Deutsche Industriebank	Februar 2015 GPM Get it flowing Nidec All for dreams **Nicht veröffentlicht** Veräußerung der GPM Geräte- und Pumpenbau GmbH an die japanische Nidec Corporation M&A-Berater IKB Deutsche Industriebank	Januar 2015 BENTELER **35.500.000 €** KfW-Umweltprogramm Arranger IKB Deutsche Industriebank	Dezember 2014 MEYER WERFT **40.000.000 €** Innovations-finanzierung mit KfW-Fördermitteln Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Dezember 2014 MEDIAN Kliniken WATERLAND PRIVATE EQUITY INVESTMENTS **250.000.000 €** Leveraged Buy-out von MEDIAN Kliniken durch Waterland Private Equity Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	Dezember 2014 DURA Automotive Systems **30.000.000 €** Syndizierte Werkzeugfinanzierung Sole Arranger IKB Deutsche Industriebank
Dezember 2014 KSHL **5.000.000 €** Mezzanine Finanzierung VALINFUNDS Originator & Asset Servicer IKB Deutsche Industriebank	November 2014 WMF KKR **68.100.000 €** Garantie für den Squeeze-out der Minderheitsaktionäre Garantiegeber IKB Deutsche Industriebank	November 2014 ERWIN HYMER GROUP **20.000.000 €** KfW-Energieeffizienz-programm Berater & Finanzier IKB Deutsche Industriebank	Oktober 2014 dmk **96.000.000 €** Syndizierte Investitions-finanzierung mit KfW-Fördermitteln Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	September 2014 WMF KKR **515.000.000 €** Leveraged Buy-out von WMF durch KKR Fonds Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	September 2014 Herbstreith&Fox **Nicht veröffentlicht** Aufstockung Mezzanine-Finanzierung VALINFUNDS Originator & Asset Servicer IKB Deutsche Industriebank
September 2014 steag **400.000.000 €** Schuldscheindarlehen Laufzeiten: 2019, 2021, 2024 und 2026 Joint Arranger IKB Deutsche Industriebank	September 2014 SAF Holland **100.200.000 €** Wandelschuldver-schreibung Kupon: 1,000 % Laufzeit: 2020 Berater & Co-Lead Manager IKB Deutsche Industriebank	September 2014 KSBG steag **575.000.000 €** Akquisition STEAG GmbH MLA, Underwriter & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	August 2014 BLG LOGISTICS **20.000.000 €** Investitions-finanzierung mit KfW-Fördermitteln Finanzier IKB Deutsche Industriebank	August 2014 MEGADYNE astorg PARTNERS **225.000.000 €** Leveraged Buy-out von MEGADYNE durch Astorg Partners Lender IKB Deutsche Industriebank	Juli 2014 SWU **13.000.000 €** Privatplatzierung Laufzeiten: 2019, 2021, 2026 und 2029 Sole Arranger IKB Deutsche Industriebank
Juli 2014 UBM **160.000.000 €** Unternehmensanleihe Kupon: 4,875 % Laufzeit: 2019 Joint Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Juni 2014 SWU **30.000.000 €** Schuldscheindarlehen Laufzeiten: 2019, 2021, 2024, 2026 und 2029 Sole Arranger IKB Deutsche Industriebank	Juni 2014 OIM SPIE FLEISCHHAUER **Nicht veröffentlicht** Veräußerung der FLEISCHHAUER Gruppe an SPIE S.A. M&A-Berater IKB Deutsche Industriebank	Juni 2014 CABB Permira **685.000.000 €** High-Yield-Anleihe und Revolving Credit Facility zur Akquisition von CABB durch Permira MLA, Bridge Underwriter & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	Juni 2014 METALCORPGROUP **10.440.000 €** Mittelstandsanleihe Kupon: 8,750 % (Aufstockung) Laufzeit: 2018 Sole Lead Manager IKB Deutsche Industriebank	Mai 2014 Dr. Paul Lohmann® **10.000.000 €** Investitions-finanzierung mit KfW-Fördermitteln Berater & Finanzier IKB Deutsche Industriebank
April 2014 westgrund AKTIENGESELLSCHAFT **19.860.000 €** 5,000 % Pflichtwandelschuld-verschreibung 2014/2016 Global Coordinator & Joint Lead Manager IKB Deutsche Industriebank	April 2014 fitness first OAKTREE **115.000.000 £** Strukturierte Kreditlinie Mandated Lead Arranger IKB Deutsche Industriebank	April 2014 ASK CHEMICALS RHÔNE **148.000.000 €** Leveraged Buy-out von ASK Chemicals durch Rhône Capital MLA & Bookrunner IKB Deutsche Industriebank	April 2014 HEIDELBERG **20.000.000 €** KfW-Energieeffizienz-programm Berater & Finanzier IKB Deutsche Industriebank	März 2014 westgrund AKTIENGESELLSCHAFT **8.134.071 €** Kapitalerhöhung mit Bezugsrechts-ausschluss Sole Lead Manager IKB Deutsche Industriebank	März 2014 HANSA-HEEMANN **20.000.000 €** Investitions-finanzierung mit KfW-Fördermitteln Berater & Finanzier IKB Deutsche Industriebank

IKB Deutsche Industriebank

Ansprechpartner:

Tilo Kraus · Financial Markets · Tel.: 0211 82213232 · tilo.kraus@ikb.de | **Dr. Nicolaus Loos** · Structured & Leveraged Finance · Tel.: 069 795999649 · nicolaus.loos@ikb.de
Dr. Alexander Mann · Mergers & Acquisitions · Tel.: 069 795999590 · alexander.mann@ikb.de | **Dr. Frank Schaum** · Kreditprodukte & Fördermittel · Tel.: 0211 82214722 · frank.schaum@ikb.de

IKB Deutsche Industriebank AG · Wilhelm-Bötzkes-Straße 1 · 40474 Düsseldorf · www.ikb.de

VORWORT

FALKO BOZICEVIC,
CHEFREDAKTEUR

Nicht tot – nur anders

Liebe Leserinnen und Leser,

da werden bereits die ersten 5 EUR für das Phrasenschwein fällig. Nur zu gern. Das Thema, das ich hier im Zuge der Hinleitung auf unsere diesjährige Sonderausgabe Anleihen 2015 anreißen möchte, ist die Beobachtung, dass einige Emittenten sich in der Vergangenheit zu viel mit potenzieller Kür beschäftigt und dabei ihre Pflicht vernachlässigt haben – und sich nun damit befassen müssen, dass es um Leben oder Tod gehen könnte.

Vor den Abend, den man bekanntlich nicht voreilig loben soll, hat jemand Unbekanntes noch den Tag gesetzt. Wer eine fünf Jahre laufende Anleihe emittiert, dem sollte, nein muss, gewärtig sein, dass er allen Beteiligten seiner Emission spätestens dann noch einmal wiederbegegnen wird. Inklusive dem vagen Phänomen „Markt“, einer obskuren Masse von Investoren oder zumindest potenziellen Investoren.

Von einigen Emittenten muss man denken: nach ihnen die Sintflut. Oder auch: Fünf Jahre sind eine lange Spanne und Papier geduldig. Falsch. Wenn jemand nicht geduldig ist, dann sind es Investoren. Sobald die ersten Geschäftsberichte eines Emittenten in Verzug geraten, spätestens dann beginnen Nerven zu flattern. Und spätestens ab da untergräbt der Emittent seine Chancen auf eine erfolgreiche Refinanzierung in einigen Jahren.

Der eine oder andere Emittent wird deshalb auch mit „Jeder ist seines eigenen Glückes Schmied“ etwas anfangen können. Das Gegenteil ist genauso wahr. Viele Emittenten haben vom Start weg an ihrer eigenen Demontage gearbeitet, teilweise sogar hochprofessionell. getgoods oder Golden Gate sind nur wenige prominente Beispiele.

Ist der Markt für Mittelstandsanleihen deshalb „tot“, wie es hier und dort hieß? Der Markt ist nicht tot, er ist jetzt anders. Meine persönliche Überzeugung ist, dass wir in einigen Jahren sagen werden, 2014 sei rückblickend das Jahr der Besinnung gewesen, die Demarkationslinie zu erhöhter Qualität. Damit könnten doch alle ganz gut untot leben.

Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihnen

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

– 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 **Vorwort**
Nicht tot – nur anders

Grundlagen & Einführung

6 **Quo vadis Mittelstandsanleihenmarkt?**
Überblick und Hinführung zum Inhalt der Sonderausgabe

10 **Der Corporate-Bond-Markt 2014**
Der Unternehmensanleihenmarkt im Überblick
Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory

14 **Kein Anleihen-Allerlei**
Transparenz- und Informationspflichten nicht als Hindernis, sondern als Selbstverständlichkeit etablieren
Thomas Dierkes, Börse Düsseldorf

16 **Gibt es einen Weg aus der Krise?**
Der Markt für öffentliche Anleihen im Mittelstand
Dr. Mark Währisch, Standard & Poor's Ratings Services

20 **Kombinierte Finanzierungen**
Anleihen als Finanzierungsbaustein
Dr. Anne de Boer, Heuking Kühn Lüer Wojtek

22 **Die Entscheidung für den Kapitalmarkt war richtig!**
Ein Erfahrungsbericht
Dr. Michael Walewski, German Pellets-Gruppe

24 **„Deutschlands Unternehmen brauchen auch eine nachrangige Finanzierungsform jenseits der klassischen Bankfinanzierung“**
Interview mit Holger Hinz, quirin bank

Platzierung & Handel

26 **Anpassung & Aufwertung**
Optionen zur Refinanzierung auslaufender Mittelstandsanleihen
Frank Günther, Markus Held, Alexander Sperl, One Square Advisors GmbH

30 **„Es wird noch weitere Rückschläge geben. Das gehört leider dazu.“**
Interview mit Raimar Bock, Thomas Kaufmann, Steubing

34 **Mehrere Wege an den Kapitalmarkt**
Private Placement von Unternehmensanleihen als Finanzierungsalternative
Klaus Kobold, youmex Invest

38 **„Wir müssen uns daran gewöhnen, dass erfolgreiche Emittenten künftig keine 7 bis 8% mehr zahlen werden“**
Interview mit Dietmar Jakal, icubic, und Manfred Steinbeißer, SCALA Corporate Finance

40 **Wachstumsfinanzierung Made in Germany**
Eine Betrachtung anhand der Ferratum Group
Martin Schmeißer, Björn Kitzinger, ICF Bank

42 **„Einige Emittenten haben ihre sogenannte Mittelstandsanleihe häufig als eine Art Eigenkapitalsurrogat begeben“**
Interview mit Tilo Kraus, Head of Financial Markets, IKB Deutsche Industriebank AG

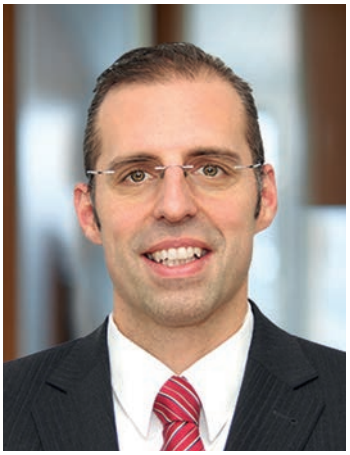
Rating, Research & Kommunikation

44 **Neuer Trend: Erstrangig besicherte Immobilienanleihen**
Ein Marktüberblick
Volker Kempf, Kolja Schick, Mayerhöfer & Co Corporate Finance Beratung

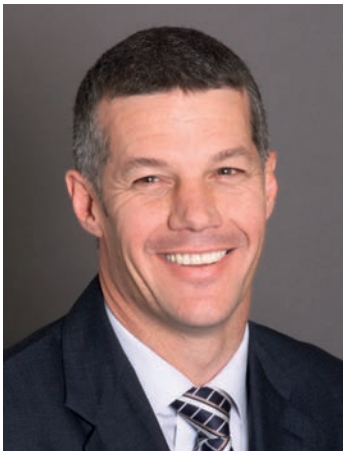
Dr. Mark Währisch,
Standard & Poor's Rating Services
S. 16

Frank Günther,
One Square Advisors
S. 26

Dietmar Jakal,
icubic
S. 38



Interview mit Arne Aßmann,
Head of Equity Sales,
youmex Invest
S. 50



Andrew Wilson,
Goldman Sachs Asset
Management
S. 65

Hans-Jürgen Friedrich,
KFM Deutsche Mittelstand
S. 70

48 **Immobilienanleihen in der aktuellen Finanzierungslandschaft**
Bestandsaufnahme und Diskussionsvorschläge
Justus Linker, Capital Markets,
Marcel Prix, VEM Aktienbank, München

50 **Ein Erfahrungsbericht**
„Non deal related“ Roadshow der KTG Agrar SE in New York
Interview mit Arne Aßmann, youmex Invest

54 **Der Anleihenmarkt in Deutschland**
Eine attraktive Plattform auch für den ausländischen Mittelstand
Hendrik Riedel, GSK Stockmann + Kollegen,
Helmut Stichlmair, SCALA Corporate Finance

56 **„Wir dürfen uns auf keinen Fall damit abfinden, dass wir 5% Betrugsfälle einzupreisen haben“**
Interview mit Dr. Michael Munsch, Creditreform-Rating

Legal

58 **Konzepte der Anleiherestrukturierung in der Praxis**
Refinanzierungsdruck für Anleiheemittenten steigt 2015 bereits deutlich
Dr. Christian Becker, Lutz Pospiech, GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten

60 **Insolvenz kein Königsweg mehr**
Die Restrukturierung von Anleihen – Auswertung einer Studie
Christian Groschupp, Dr. Wieselhuber & Partner

62 **Wachsameres Auge vonnöten**
Reform- und Überwachungsbedarf für die Freiverkehrssegmente
Robert Michels, Valeria Hoffmann, Dentons

Investment

64 **Standpunkt**
Investment
Tim Stevenson,
Henderson Horizon Pan European Equity Fund & Henderson EuroTrust

65 **Internationaler Kommentar**
Divergenz wirkt sich auf die Märkte aus
Andrew Wilson, Goldman Sachs Asset Management

66 **Internationaler Kommentar II**
Schwellenländeranleihen: Man muss schon genau hinsehen!
Claudia Calich, M&G Investments

68 **Qualität, Qualität, Qualität**
Entscheidend für eine erfolgreiche Anlage in Mittelstandsanleihen
Manuel Hoelzle, Dominik Gerbing, Bankenunabhängiges Investmenthaus GBC

70 **Attraktive Renditen bei Unternehmensanleihen**
Aber auf die Auswahl kommt es an!
Hans-Jürgen Friedrich, KFM Deutsche Mittelstand

72 **Nicht nur, aber auch: mehr Vertrauen durch Qualitätsstandards**
Die große Sentimentumfrage unter Emittenten

Service

78 **Partner der Ausgabe im Portrait**
82 **Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick**
88 **Impressum**
90 **Glossar**

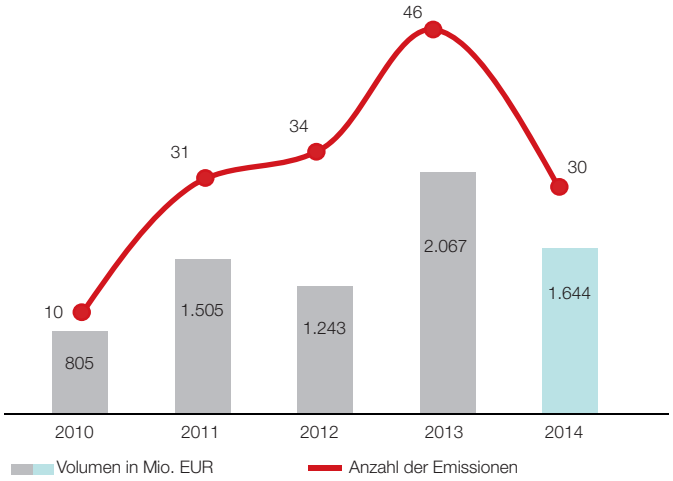
GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Quo vadis Mittelstandsanleihenmarkt?

Überblick und Hinführung zum Inhalt der Sonderausgabe

Seit der letzten Bestandsaufnahme vor einem Jahr hat sich einiges getan: Beim Mittelstandsanleihen-Pionier Bondm gibt es seit über einem Jahr einen Aufnahmestopp, die Börse Düsseldorf hat ihren Mittelstandsmarkt gar ‚beerdigt‘ und durch ein Marktgefüge KMU-Anleihe 2.0 ersetzt (siehe auch Seiten 14–15). Nur Frankfurts Entry Standard für Anleihen läuft weiter auf allen Zylindern: 100% Marktanteil im Jahr 2014, wenn man die Freiverkehrslistings nicht berücksichtigt. Zusätzlich waren die Hessen Mitinitiator der Qualitätsoffensive Best Practice Leitfaden für Mittelstandsanleihen-Emittenten und, nicht zu vergessen, deren Dienstleister-Schlepptau. Die Frage, die sich durch unser gesamtes diesjähriges Werk ziehen wird, ist also: Wie tot ist denn tot(-gesagt)?

Emissionsvolumen seit 2010 in Mio. EUR und Anzahl der Emissionen



Quelle: BondGuide, Kirchhoff Consult AG

Die nackten Zahlen weisen einen klaren Rückgang der Emissionstätigkeit 2014 gegenüber dem Vorjahr auf: 30 Emissionen spielten rund 1,64 Mrd. EUR ein, nach 46 Emissionen mit 2,07 Mrd. EUR. Nicht allzu dramatisch, unserer Einschätzung nach. Ich selbst habe in unseren zweiwöchentlichen BondGuide-Newslettern bereits öfters die Meinung vertreten und wiederhole sie gern auch hier, wir werden später einmal überdurchschnittlich viele Ausfälle des Jahrgangs 2013 sehen – über Qualität lässt sich eben doch nicht streiten: 2013 war sie vielerorts beurlaubt.

2014 gut für Rekorde

2014 waren sage und schreibe 97% des avisierten Emissionsvolumens vollplatziert. Mit anderen Worten: Wer ans Werk ging, war auch erfolgreich. Leider wurde die letzte Anleiheemission des Jahres, SAG Motion, auf Unbestimmt verschoben – nicht der würdigste Jahresausklang eines ansonsten vollauf zufriedenstellenden 2014. Einige Ausfälle gab es natürlich auch, bis auf Mox Telecom war allerdings wirklich keine Überraschung dabei. Die Penell GmbH (erst im Juni 2014 emittiert) ist derweil schon ein Fall für den Staatsanwalt geworden – siehe Berichterstattung auf bondguide.de.

Top 5 Kursnotierung (ex-Prime Standard)

Name	Kurs	Rendite p.a.
paragon	110,5%	3,6%
Karlsberg	110,5%	2,9%
Estavis	110,5%	5,9%
Adler Real Estate	110,4%	4,6%
Schalke 04	110,3%	3,8%

Quelle: BondGuide

Wider der öffentlichen Wahrnehmung

Derweil und ebenfalls kaum beachtet: Der GBC-Mittelstandsanleihen-Index erreichte dieser Tage ein neues Allzeithoch. (Sie finden ihn auf der bondguide-Startseite. Der Median (der mittlere Wert, nicht aber Mittelwert) der Renditen p.a. bis zur Endfälligkeit ist auf aktuell 6,7% gesunken, praktisch auf Allzeittief. Der Median der Kupons liegt bei 7,25%, d.h. nichts anderes, als dass die Mehrzahl der notierten KMU-Anleihen über pari notiert. Ich wiederhole: Die Mehrzahl liegt

Danke*

*) Das Bond*Guide* Special „Anleihen 2015“ entstand mit freundlicher Unterstützung von:

EQS GROUP

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

one square advisors

youmex

Creditreform Rating Agentur

GÖRG

IKB Deutsche Industriebank

STEUBING AG WERTPAPIERHANDELSBANK

„Halbes Prozent Überrendite mit inflationsgeschützten Anleihen“

Interview mit Thor Schultz Christensen, CFA, Chief Portfolio Manager & Head of Fixed Income, Danske Capital

BondGuide: Herr Schultz Christensen, mit wie viel Prozent Jahresrendite kann ein Anleiheinvestor rechnen heutzutage – wenn er Risiken scheut?
Schultz Christensen: Das dürfte realistischerweise auf Höhe von zehnjährigen Bundesanleihen liegen, also ca. 1,5% aktuell. Wichtig dabei ist die Frage, welche Erwartungen im Markt eingepreist sind: Sind diese zu niedrig oder zu hoch?

BondGuide: Und, sind sie denn zu hoch?
Schultz Christensen: Im Gegenteil, meiner Meinung nach sind die Erwartungen an eine risikoarme Renteninvestition momentan zu niedrig. Die Rentenmärkte spiegeln derzeit ungefähr einen halben Prozentpunkt weniger in ihren Preisen wider als Volkswirte an Inflation prognostizieren. Das ist sehr ungewöhnlich.

BondGuide: Was bedeutet das in der Praxis?
Schultz Christensen: Es bedeutet konkret, dass Sie einen halben Prozentpunkt Überrendite erzielen, wenn Sie aktuell in inflationsindexierte Anleihen investieren – statt in Nominalanleihen. In den Nominalanleihen ist meiner Meinung nach jetzt eine zu geringe Inflation eingepreist.

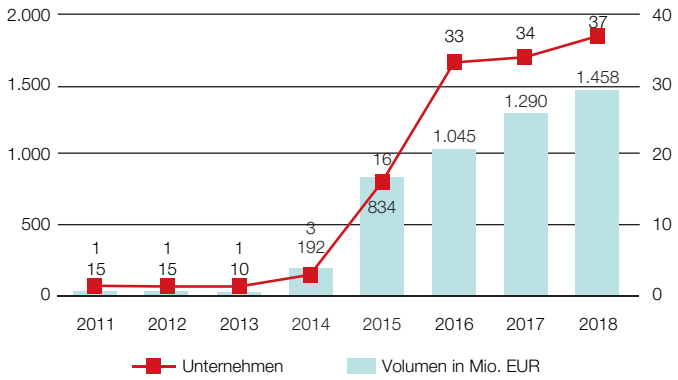
BondGuide: Lässt sich das erklären?
Schultz Christensen: Mehr oder minder. Investoren waren in letzter Zeit daran gewöhnt, die Inflation weiter und weiter zurückgehen zu sehen. Und so extrapoliert man diesen Trend bis in eine Deflation. Wie es im Übrigen ja auch die EZB tut und nun alles daran setzt, gegenzusteuern. Das halte ich aber für übertrieben. Das Inflationsziel könnte von der EZB niedriger als derzeit vorgegeben gefasst werden. So bekommt man derzeit eine Überrendite bei inflationsindexierten Anleihen, sofern die Preisteuerung auch nur minimal nach oben abweicht. Und das dürfte sie meiner Ansicht nach.

BondGuide: Was macht Sie da sicher?
Schultz Christensen: Wir beobachten alle Inflationsdaten sehr genau. Wie weit kann der Ölpreis noch fallen? Eher dürfte er wieder steigen. Ein niedriger Ölpreis hat auch indirekte Einflüsse auf Produktkosten. Das kommt vielen Unternehmen zugute: Deren Gewinne dürften steigen. Steigende Gewinne, mehr Wachstum – keine Deflation, sondern eher eine Inflationsüberraschung. Und das alles natürlich verbunden mit der Möglichkeit, dass die EZB ihre inflationsankurbelnden Maßnahmen übertreibt. Der Überraschungseffekt liegt deshalb ganz klar in Richtung mehr, nicht aber zu wenig mittelfristiger Inflation.

BondGuide: Herr Schultz Christensen, vielen Dank für die Hintergründe!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Refinanzierungsvolumen 2011 bis 2018



Quelle: youmex group

über 100%. Unter „notierte Mittelstandsanleihen“ auf bondguide.de können Sie bei Langeweile gern selbst durchzählen. Wie tot hört sich das an?

Refinanzierungs-Tsunami

Weitere Ausfälle werden kommen, zumal ab 2016 die ersten Anleihen der Mittelstandsanleihen-Debütjahre 2011/12 fällig werden – und zwar allein 33 im Jahr 2016 (sofern dann noch nicht entfallen), steigend auf 37 im Jahr 2018. Kurzum: Rund 100 Anleihen müssen abgelöst werden, was in den allermeisten Fällen auf eine Refinanzierung hinausläuft. Die Frage ist nur: Welche wird das sein? Die dumpfbackige Erklärung vieler Emittenten, „wir beabsichtigen die Anleihe aus unse-

rem Cashflow zurückzuzahlen“ war seit jeher eine Beleidigung der Intelligenz, sowohl von uns Medienvertretern wie auch gutgläubiger Privatinvestoren. Selbst falls dies einigen Unternehmen abseits von Apple, Microsoft sowie Ölmultis möglich sein sollte, wie betriebswirtschaftlich sinnvoll wären fünf Jahre Cashflow-Sparen wohl?

Top-5 höchste Rendite p.a.*

Anleihe	Fälligkeit	Rendite p.a.
6B47 Real Estate	06/2015	21%
Maritim Vertrieb	05/2016	11%
J.F. Behrens	03/2016	9,9%
Eyemaxx Real Estate	03/2019	9,7%
HanseYachts	06/2019	8,5%

*) mit mindestens drei Sternen in der BondGuide-Bewertung, ex Insolvenz und Restrukturierungen; Quelle: Bond*Guide*

Voll alternativ!

Deshalb die Frage, was wird mit diesen 100 Ausläufern am wahrscheinlichsten passieren? Unterstellen wir eine Ausfallquote wie bisher (ca. 20%)[1], bleiben rund 80 Anleihen. Gute Emittenten, gute Refinanzierungsmöglichkeiten. Dies dürften a) nun doch wieder ihre Hausbanken sein, denen sie eine erfolgreiche Anleiheemission als Asset verkaufen können, b) Schuldscheindarlehen (wer sie denn mag), c) eine Privatplatzierung bei Institutionellen mit anschließender Notierungsaufnahme im Freiverkehr oder d) eine höchstwahrscheinlich günstigere Folgeanleihe. Wir werden also ganz sicher nicht 80 Folgeanleihen sehen. Air Berlin, KTG Agrar, DIC Asset und jüngst German Pellets sind ja bereits zu Daueremittenten avanciert. Für Mehrfachemittenten dürften, unserer Einschätzung nach, Folgeanleihen das Mittel der einmal begangenen Trasse bilden. Für den Rest könnte ich mir hälftig Folgeanleihen und hälftig deren Alternativen vorstellen.

1) Einerseits dürfte 2013, wie angedeutet, überdurchschnittlich viele Ausfälle mit sich bringen, andererseits war ab 2012 das Thema Clean Technologies durch – die beiden Tendenzen sollten sich ggf. neutralisieren.

Bond*Guide*-Schätzung: Quo vadis KMU-Anleihen?

Zur Refinanzierung anstehend 2016–18	ca. 100
geschätzte Ausfälle	20–25
Folgeanleihen	30–50
Alternativen (PP+NN, SSDarlehen)	25–50

Quelle: Bond*Guide*, rein subjektiv

Zum Inhalt dieser Sonderausgabe

Die Themen Rating, Platzierungsstrategien, Kommunikation, Restrukturierung von Anleihen, Investorenperspektiven etc. finden Sie im Folgenden, abgedeckt wie gewohnt durch Expertenbeiträge wie auch Interviews mit den relevanten Playern der Branche. Falls Sie in Interviews ähnliche oder teilweise gleiche Fragen sehen wie einige Seiten zuvor: Das ist durchaus Absicht. Ein Konsens, der sich in meinen zahlreichen Gesprächen herauskristallisierte, war, dass es keinen rechten Konsens gibt. Selbst nicht zwischen der Nummer 1 und 2 der Berater, der Platzierer usw. – mit anderen Worten: Wir stochern alle im Nebel, niemand kann die letzte Weisheit für sich beanspruchen. Und das ist gut so.

Falko Bozicevic

Anzeige

Maßgeschneiderte Corporate Finance Dienstleistungen für den deutschen Mittelstand

mayerhöfer & co
corporate finance

Mayerhöfer & Co Corporate Finance Beratung GmbH | Bockenheimer Landstraße 51-53 | 60325 Frankfurt am Main
+49 (0)69 97 995 22 - 0 | info@mayerhoefer.com | www.mayerhoefer.com

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

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

Der Corporate-Bond-Markt 2014

Der Unternehmensanleihenmarkt im Überblick

Im Jahr 2014 hat die Leitzinspolitik der Europäischen Zentralbank zu hervorragenden Bedingungen für den Primärmarkt von Unternehmensanleihen geführt. Die Europäische Zentralbank senkte den Leitzins um 0,2 Basispunkte auf 0,05%, der damit einen neuen historischen Tiefstand seit Einführung des Euros erreichte. Aus der Niedrigzinspolitik der EZB ergab sich eine kontinuierliche, unterhalb der 2%-Marke verharrende Umlaufrendite für die 10-jährige Bundesanleihe. Das Zinsniveau zeigte einen klaren Abwärtstrend und verringerte sich um 72%: So wurden zum Jahresende die tiefsten Renditewerte um 0,54% erreicht. Im Gegensatz dazu stieg der Risikoaufschlag für Anleihen von Emittenten unterhalb des Investment Grades im High-Yield-Sektor in der zweiten Jahreshälfte an. Abgeleitet vom iTRAXX Europe Cross Over (5 Jahre), der zum Jahresanfang mit einem Spread von 2,8% startete, entwickelte er sich über das Jahr sehr volatil. Im Oktober erreichte der Index-Spread den Jahreshöchststand von 4,1%.

Dank des niedrigen Zinsniveaus war die Emissionstätigkeit deutscher Emittenten im Segment institutionelle Anleihen (Non Financials) im letzten Jahr mit 78,0 Mrd. EUR überaus rege. Gegenüber dem Vorjahresniveau ist dies eine Steigerung um 10%. Insgesamt wurden letztes Jahr 229 Anleihen von 51 deutschen Emittenten emittiert. Gemessen am Emissionsvolumen dominieren wie auch in den Jahren zuvor die bekannten Automobilhersteller (VW, BMW, Daimler) mit einem Anteil von 45%. Insbesondere die Emissionstätigkeit im Markt für Investment-Grade-Anleihen (BBB- und besser) steigerte sich volumenmäßig um 11% auf 63,6 Mrd. EUR, darunter die VW-Gruppe mit 17,0, BMW mit 9,8 und Daimler mit 8,5 Mrd. EUR, die mehrmals jährlich als Daueremittenten den Bondmarkt beanspruchen.

Non Investment/High Yields

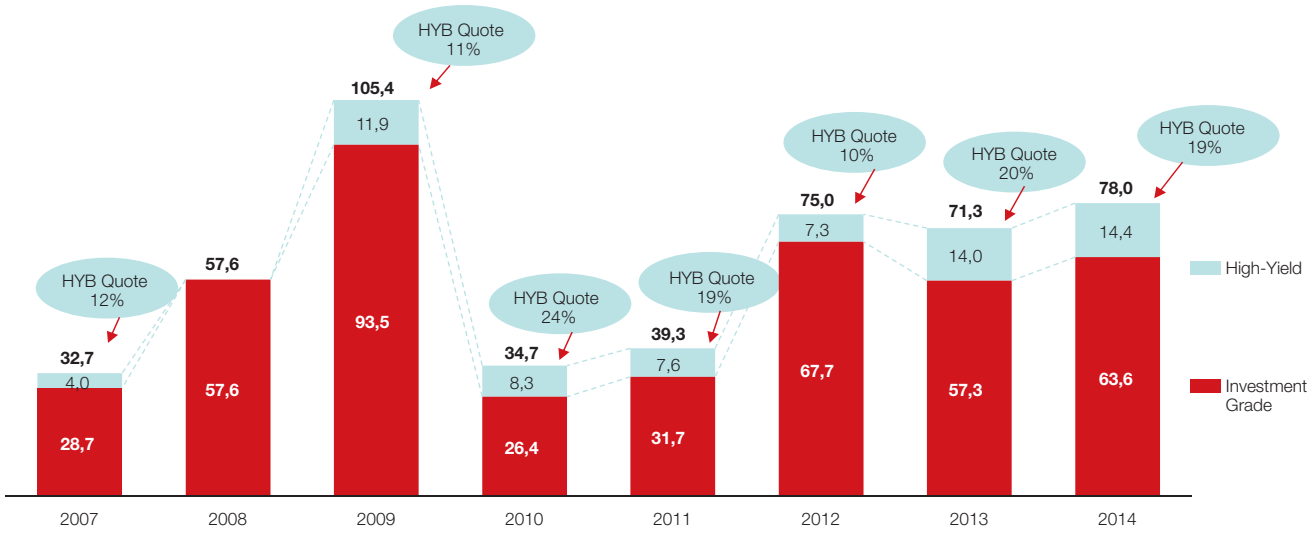
Ebenfalls konnte das Non-Investment-Segment („High-Yield-Anleihen“) das Vorjahresniveau um 3% auf 14,4 Mrd. EUR hieven. Die Quote von rd. 20% am gesamten institutionellen Anleihenmarkt blieb konstant. Besonders Telekommunikationsunternehmen entwickelten sich innerhalb des High-Yield-Segmentes dynamisch und erreichten mit einem Emissionsvolumen von 4,5 Mrd. EUR einen Marktanteil von 31% (+125% ggü. Vorjahr). Den Erlös teilten die Emittenten Telekom (2,3 Mrd. EUR) und Unitymedia (2,2 Mrd. EUR). Darüber hinaus sind 2014 mit A7 Bordesholm (440 Mio. EUR) und Via Solutions Nord (430 Mio. EUR) die ersten Infrastruktur-Projektanleihen eines Private-Public-Partnership-Konsortiums erfolgreich an den Markt gekommen.

Die durchschnittliche Rendite für Anleihen von Emittenten mit einem A-Ratingstatus und einer 10-jährigen Laufzeit lag zum Jahresende bei 1,2% und somit deutlich unter den 2,7% des Vorjahres. Das Zinsniveau von Emittenten an der unteren Grenze des Investment Grades (BBB) und einer 10-jährigen Laufzeit hat sich ebenso verringert und beträgt zum Ende des Jahres 2014 durchschnittlich 1,75% (Vorjahr 3,2%). Die Emittenten von High Yields mussten am Ende des Jahres trotz höherer Spreads nur eine durchschnittliche Verzinsung von 3,5% am Markt bezahlen. Die Rendite liegt somit unter dem Vorjahresniveau von 3,9%.

Prime Standard für Unternehmensanleihen

Im „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ notieren zwei Jahre nach der Auflegung 16 Anleihen von 13 Emittenten mit einem Platzierungsvolumen von 4,4 Mrd. EUR. Somit konnte das Segment im letzten Jahr einen Zuwachs um die Hälfte erzielen. Vier der neuen Anleihen waren echte Neuemissionen

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

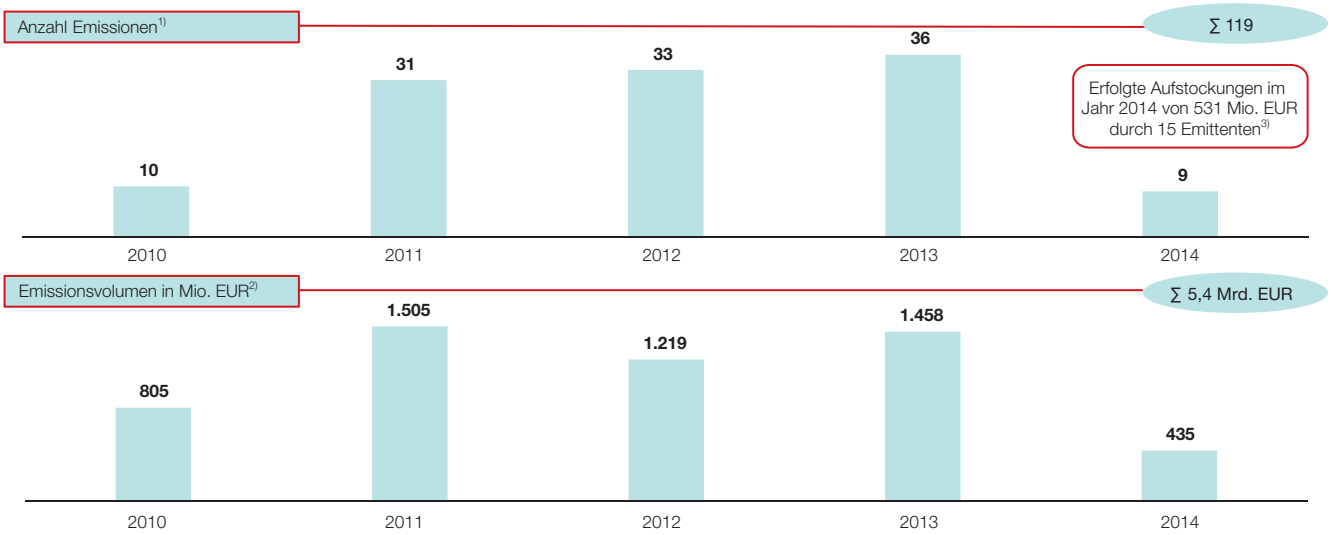


1) Ohne Mittelstandsanleihen; Quelle: Thomson Financial

mit 450 Mio. EUR Platzierungsvolumen. Bei einem öffentlichen Angebot von 100 Mio. EUR wurden 12,7 Mio. EUR bei der Emission der Anleihe von German Pellets über die Zeichnungsfunktionalität (Retail Subscription Service) der Deutschen Börse vorwiegend von Privatanlegern gezeichnet. Einen Listingwechsel haben derweil Grand City Properties und Homann Holzwerkstoffe vom Entry in den Prime Standard vorgenommen.

Anzeige

Abb. 2: Der Primärmarkt für Mittelstandsanleihen 2010 bis 2014



1) Innerhalb der Anleihenbörsensegmente (Entry Standard, bondm, m:access, mittelstandsmarkt, Mittelstandsbörse Deutschland)
2) Prospektiertes Volumen
3) lt. Unternehmensangaben

Quelle: Wertpapierprospekte

Mittelstandsanleihen: Aufstockungen kompensieren den Rückgang öffentlicher Angebote

Trotz des günstigen Zinsumfeldes ging die volumenmäßige Emissionstätigkeit im Mittelstandsanleihesegment im Jahr 2014 um 71% zurück: So wurden im vergangenen Jahr innerhalb der Mittelstandssegmente nur 435 Mio. EUR[1] bzw. neun Anleihen platziert[2]. Im Vorjahr lag das Volumen noch bei 1.490 Mio. EUR bzw. 36 Emissionen. Stattdessen erfolgten im letzten Jahr zahlreiche Aufstockungen bereits emittierter Anleihen mit einem Volumen von 531 Mio. EUR durch 15 Emittenten im Wege von Privatplatzierungen an institutionelle Investoren bzw. Family Offices. Angesichts weiterer „Ausfälle“ wie bei Günther Zamek (Februar), Rena (März), Mox Telecom (Juni), MIFA (September), Golden Gate, MT-Energie und MS „Deutschland“ (alle im Oktober) sowie der Restrukturierungsmeldung der DF Deutsche Forfait (November) gerieten die Marktindizes für Mittelstandsanleihen unter Druck. Der Stuttgarter Bondm-Index fiel von fiel auf einen historischen Tiefstwert von 78,5% Ende Dezember 2014. Der Performance Entry Corporate Bond Index der Frankfurter Börse entwickelte sich dagegen auf 96,9% im Jahresverlauf leicht positiv.

Der Deutschen Börse gelang es letztes Jahr, sämtliche Emissionen mit einem öffentlichen Angebot und einem prospektierten Volumen von 435 Mio. EUR an sich zu ziehen. Nach Ankündigung der Stuttgarter und der Düsseldorfer Börse, ihre bestehenden Segmente nicht mehr zu bewerben bzw. in der ursprünglichen Struktur fortzuführen[3], wird die Börsenlandschaft neu gestaltet. Die Düsseldorfer Börse schloss zum 22. Januar 2015 ihr bisheriges Segment „Mittelstandsmarkt“ und überführt die darin gelisteten Unternehmen (auf Wunsch) in das Freiverkehrssegment „Primärmarkt“. Zum 31. Dezember 2014 notieren im Entry Standard 54 Anleihen mit einem prospektierten Emissionsvolumen von 2,5 Mrd. EUR bzw. 2,2 Mrd. EUR tatsächlich platziertem Volumen. An der Stuttgarter Börse (Bondm) waren es zum Jahresende noch 18 Anleihen mit einem prospektierten Gesamtemissionsvolumen von 1,2 Mrd. EUR bzw. 1,1 Mrd. EUR tatsächlich platziertem Volumen.

Ausblick

Unsere Erwartungen bezüglich der Emissionstätigkeit im institutionellen Corporate-Bond-Markt bleiben für das kommende Jahr 2015 auf unverändert hohem Niveau. Bereits im Januar sind mehr als 6 Mrd. EUR an den Märkten platziert worden. Maßgeblich für diese Prognose sind das voraussichtlich anhaltende niedrige Zinsniveau und die Politik des erweiterten Quantitative Easing der Europäischen Zentralbank. Dahingegen wird das Marktumfeld im Mittelstandssegment vermutlich schwierig bleiben, da durch die zahlreichen Insolvenzen die Investoren zunehmend kritischer werden. Dem gegenüber steht steht ein breiterer Zugang zu den Eigenkapitalmärkten, die auch für mittelständische Unternehmen wieder offen stehen sollten.

1) Prospektiertes Emissionsvolumen

2) Emissionen innerhalb der Börsensegmente: Bondm (Stuttgart), Entry Standard (Frankfurt), mittelstandsmarkt (Düsseldorf), m:access (München) und Mittelstandsbörse Deutschland (Hamburg/Hannover)

3) Quelle: FAZ-Artikel „Der Markt für Mittelstandsanleihen ist tot“ vom 10.12.2014, Börsen-Zeitung „Mittelstandsmarkt wird abgeschafft“ vom 23.01.2015

Sicherheit für den Mittelstand

Finanzielle Handlungsspielräume absichern mit Sale & Lease Back

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

Ihr Gewinn bei einer Sale & Lease Back-Transaktion:

Zügige Generierung von Liquidität // Schaffung von Buchgewinnen durch 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 & EINFÜHRUNG

VON THOMAS DIERKES,
VORSTAND,
BÖRSE DÜSSELDORF AG*

Kein Anleihen-Allerlei

Transparenz- und Informationspflichten nicht als Hindernis, sondern als Selbstverständlichkeit etablieren

Anleihen kleinerer und mittlerer Unternehmen werden oft unabhängig von der Risikoklassifizierung in einen Topf geworfen. In Düsseldorf schaffen wir mit neuen Segmenten im Primärmarkt mehr Transparenz, die ein wesentlicher Vorteil für Investoren wie Emittenten darstellt.

Kleine und mittlere Unternehmen, die sich am Kapitalmarkt über Anleihen Geld geliehen haben, stehen vor der großen Herausforderung der Anschlussfinanzierung. Unabhängige Beobachter kommen zu dem Ergebnis, dass bis zum Jahr 2019 rund 150 Anleihen mit einem Volumen von fast 7 Mrd. EUR zur Rückzahlung anstehen. Schon jetzt ist für eine Reihe der Unternehmen klar, dass sie mit Folgeanleihen die Refinanzierung – zumindest teilweise – stemmen wollen. Das bestätigen uns auch unsere Kapitalmarktpartner, die Unternehmen bei Emissionen in Düsseldorf begleiten. Der Markt für KMU-Anleihen oder Minibonds ist alles andere als tot, wie es der Vorstand einer süddeutschen Börse zuletzt behauptete: Unternehmen brauchen den Kapitalmarkt, auch um die Abhängigkeit von der Bankfinanzierung zu reduzieren.

Doch nicht nur die Unabhängigkeit vom Bankkredit oder die Refinanzierung sprechen für eine Belebung des Emissionsgeschäftes. Auch die zunehmende Regulierung und die damit einhergehend zu erwartende Zurückhaltung bei der Kreditvergabe der Banken und Sparkassen lässt Unternehmen nach Alternativen suchen. Die finden sie am Kapitalmarkt.

Handeln? Auf Augenhöhe!

Die Börse Düsseldorf hat auf die Kritik an den bisherigen Strukturen und die Ausfälle in der Vergangenheit reagiert und

Foto: Börse Düsseldorf

im Primärmarkt ein Segment geschaffen, in dem sich Investoren und Emittenten auf Augenhöhe begegnen. Emittenten im Primärmarkt haben sich durch das Regelwerk der Börse dazu verpflichtet, besondere Publizitätsstandards einzuhalten und den Investor fortlaufend mit allen wichtigen Informationen rund um das Unternehmen zu versorgen.

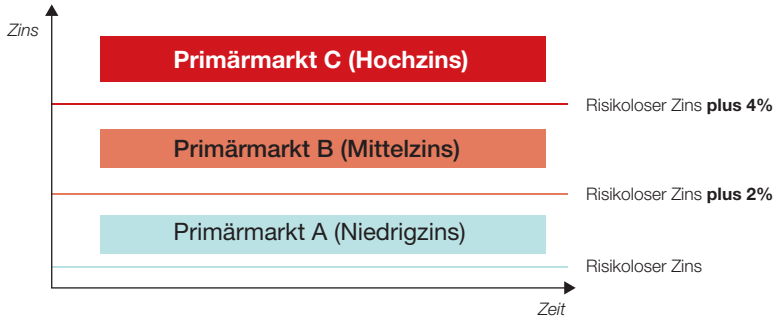
Um die Wahrnehmung von Risiken, insbesondere für erfahrene Privatanleger zu verbessern, wurden im Primärmarkt für das Listing von Unternehmensanleihen drei Subsegmente geschaffen: Maßgeblich für die Zuordnung zu einem Subsegment ist der Abstand zwischen Emissionsrendite und risikolosem Referenzzins zum Emissionszeitpunkt, wobei die Referenz der Durchschnittszinssatz der drei- bis fünfjährigen Bundesanleihen ist.

Diese Subsegmente tragen die Buchstaben A, B und C und sind wie folgt definiert: In den Primärmarkt A können Anleihen aufgenommen werden, deren Emissionsrendite maximal bis zu zwei Prozentpunkte über dem Referenzzins liegt, in Primärmarkt B zwischen zwei und vier Prozentpunkte und in Primärmarkt C von mehr als vier Prozentpunkte darüber.

*) Thomas Dierkes ist seit 2008 Vorstand der Börse Düsseldorf. Neben allen juristischen Themen verantwortet er auch die Listing-Segmente. Der Jurist hat dabei gemeinsam mit seinem Vorstandskollegen Dirk Elberskirch den Ausbau und die Weiterentwicklung des Primärmarktes geleitet.

Subsegmente für das Listing von Unternehmensanleihen

Risko = Abstand der Emissionsrendite zu den drei- bis fünfjährigen Anleihen



Quelle: Börse Düsseldorf AG

Klassifizierung speziell für bonitätsstarke Emittenten interessant

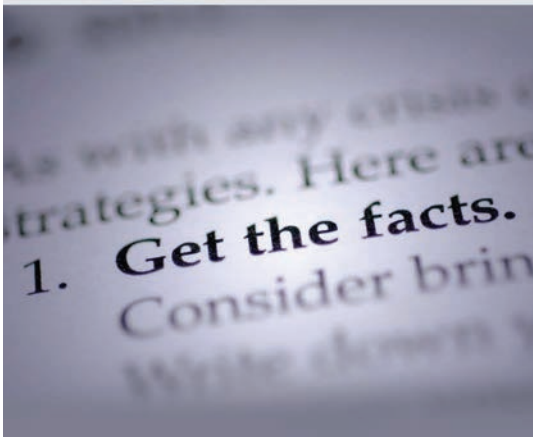
Die Börse Düsseldorf bietet damit als einzige Börse in Deutschland bei Unternehmensanleihen eine Klassifizierung, die insbesondere auch für bonitätsstarke Unternehmen interessant ist, für die eine Finanzierung in den bislang gewohnten Zinsregionen und in einem „großen Topf“ neben schwierigen Fällen nicht relevant war. Kosten spielten dabei sicher auch eine Rolle und die bisherige Anforderung eines Ratings. Über die Laufzeit können Emittenten jetzt bei einem Listing in Düsseldorf aufgrund des mit der Neusegmentierung einhergehenden Verzichts auf die Ratingpflicht etwa einen sechsstelligen Betrag gegenüber einem Listing an anderen Börsen sparen, wo zudem keine mit dem Primärmarkt vergleichbare Sortierung oder Eingruppierung erfolgt.

Dass eine Differenzierung darüber hinaus über eine offene Informationspolitik gestaltet werden kann und muss, ist unumstritten. Wir haben vor der Umsetzung des neuen Konzepts mit einer Reihe von Unternehmen, Emissionsbegleitern und Banken gesprochen und die Bestätigung erhalten, dass eine fortlaufende Pflicht zu Transparenz und Publizität auch bei mittelständischen Unternehmern keineswegs mehr als Hürde, sondern als Selbstverständlichkeit betrachtet wird. Vor diesem Hintergrund sind die breit aufgestellten Informationspflichten im Primärmarkt der Börse Düsseldorf, beispielsweise die fortlaufende Veröffentlichung verschiedener Finanzkennzahlen, kein Hindernis. Sie sichern ein glaubwürdiges Umfeld.

Kein Anleihen-Allerlei

Der Primärmarkt ist mit seiner Transparenz das richtige Segment für ein breites Spektrum von Unternehmen. Dabei ergibt sich die Transparenz selbstverständlich nicht alleine durch die Segmentierung. Auf der Internetseite www.primaermarkt.de werden die Finanzkennzahlen und Informationen zur Entwicklung der Emittenten zur Verfügung gestellt, die professionellen Investoren wie auch erfahrenen Privatanlegern eine fundierte Einschätzung ermöglichen. Die Unterteilung nach Emissionsrendite ergibt eine Klassifizierung und ist für Unternehmen ein Ansporn, mit Anleihen, ggf. auch mit einer Folgeemission im Primärmarkt B oder gar A, zu notieren. Ein Anleihen-Allerlei ohne Klassifizierung gehört der Vergangenheit an. In Düsseldorf sind die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass auch Unternehmen mit Zinskupons deutlich unterhalb des bisher zu beobachtenden Niveaus eine Heimat am Kapitalmarkt finden.

SCHLECHT UND PARTNER



Financial Advisory

> Durchführung von Financial und Tax Due Diligence

> Beratung beim Einwerben banken-unabhängiger Finanzierungen

> Beratung bei Emission einer Mittelstandanleihe

> Transaktionsberatung

> Erstellung von fairness opinions für die Organe der beteiligten Unternehmen

> Durchführung von Sacheinlageprüfungen im Rahmen von Kapitalerhöhungen zur Umsetzung von Fusionen

> Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung mit peer-group-Vergleich

> Purchase Price Allocation

> Unternehmensbewertungen für steuerliche Ent- und Verstrickungen

> Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände

> Impairment Tests

Ansprechpartner:

WP/StB Michael Schlecht
Tel. 089/242916-20
m.schlecht@schlecht- partner.de

www.schlecht-partner.de

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

VON DR. MARK WÄHRISCH,
DIRECTOR CORPORATE RATINGS,
STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES

Gibt es einen Weg aus der Krise?

Der Markt für öffentliche Anleihen im Mittelstand

Der Mittelstand in Deutschland trägt ca. ein Drittel zum Bruttosozialprodukt bei und beschäftigt ca. 9 Mio. Arbeitnehmer. Standard & Poor's Ratings Services schätzt, dass mittelständische Unternehmen in Europa in den nächsten fünf Jahren Finanzierungsmittel im Umfang von bis zu 3,5 Bio. EUR benötigen werden. Davon entfallen etwa drei Viertel auf die Refinanzierung bestehender Kredite und die übrigen 800 Mrd. EUR auf Investitions- und Expansionsvorhaben zwischen heute und 2018. Nach der Definition von S&P Ratings weisen mittelständische Unternehmen einen Umsatz bis zu 1,5 Mrd. EUR und Finanzverbindlichkeiten bis zu 500 Mio. EUR aus. Aber: Angesichts des Trends der Bilanzkonsolidierung bei Banken ist es unwahrscheinlich, dass der künftige Kapitalbedarf allein durch Bankkredite gedeckt werden kann.

Nicht jedem Unternehmer stehen die Wege zu öffentlichen Kapitalmärkten offen.
Foto: Thinkstock/iStock/solvod

Mögliche Alternativen zur traditionellen Bankfinanzierung sind Privatplatzierungen, sog. „Direct Lending“ oder Fondslösungen sowie Anleihen auf öffentlichen Kapitalmärkten. Diese Finanzierungsalternativen bieten vor allem den Vorteil von längerfristigem Kapital. Der Appetit auf Anlagemöglichkeiten im Mittelstands-Sektor nimmt vor allem unter professionellen Investoren stetig zu. Allerdings passt nicht jeder Markt oder jedes Instrument auf die Anforderungen eines mittelständischen Unternehmens. Die etablierten Märkte für Privatplatzierungen durch Anleihen, Schuldscheine oder US-PPs sind in der Regel nur für größere mittelständische Unternehmen mit guter Bonität, die ein entsprechendes Investment Grade Rating aufweisen, zugänglich.

Bisherige S&P-Ratings bei KMU-Anleihen

Standard & Poor's Rating Services hat bisher folgende Bewertungen im mittelständischen Segment vorgenommen: AEG Power Solutions (B- bei Emission, später Zahlungsverzug), SIAG Schaaf (Notes CCC+ bei Emission, später Insolvenz) und Grand City Properties (BB- bei Emission, aktuell BBB-). Schon diese Beispiele zeigen, wie wichtig eine Differenzierung ist. Die Marktteilnehmer haben es selbst in der Hand, diesen Weg zu beschreiten.

KMU: In aller Regel kein Investment Grade

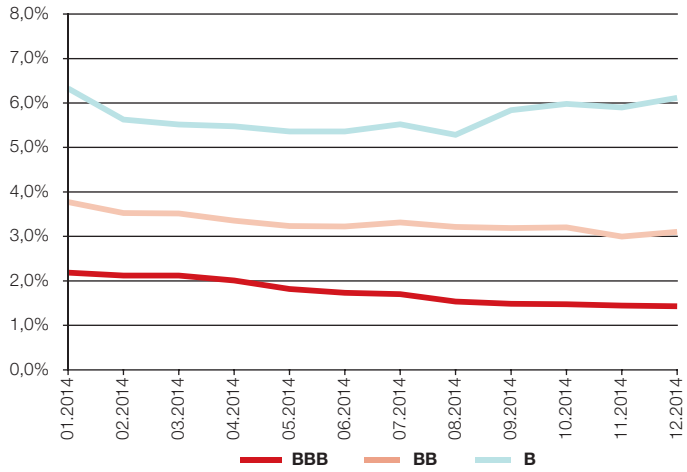
Kleinere Unternehmen oder Unternehmen mit niedriger Bonität müssen in der Regel Kreditfonds oder institutionelle Investoren direkt ansprechen. Aber eine ausreichende Transparenz über die Kreditwürdigkeit fehlt den Investoren hier in der Regel. Unserer Analyse zufolge weist die Mehrheit der Unternehmen im europäischen Mittelstand, die künftige Finanzierung benötigen, eher kein Rating in der Investment-Grade-Kategorie auf. Daher stellt sich die Frage, wie Unternehmen auf alternative Mittel über den klassischen Bankkredit hinaus zugreifen können, um die beste Finanzierungslösung adäquat zum jeweiligen Kreditrisiko zu erzielen.

Ausfallrate von 13,4% bei Mittelstandsanleihen

Der Markt für Mittelstandsanleihen in Deutschland repräsentiert einen noch jungen alternativen Finanzierungsmarkt.

Allerdings wird er derzeit mit Reputationsproblemen hinsichtlich der Transparenz der Kreditqualität konfrontiert, vor allem wegen einer Reihe von eingetretenen prominenten Zahlungsausfällen. Zwischen 2010 und 2014 emittierten 151 Unternehmen Mittelstandsanleihen an verschiedenen deutschen Handelsplattformen. Setzt man die 21 Zahlungsausfälle der letzten drei Jahre dazu ins Verhältnis, erhält man eine kumulierte Ausfallrate von 13,4% pro Jahr. Das entspricht rund dem Dreifachen der historisch beobachteten, durchschnittlichen globalen High-Yield-Ausfallrate von 4,6% für Unternehmen mit einem ‚B‘-Rating von S&P. Allerdings sollte man hier beachten, dass 2012 und 2013 die aktuellen globalen Ausfallraten für Unternehmen mit einem ‚B‘-Rating tatsächlich nur bei rund 1,5% lagen. Solche Zahlen zeigen deutlich, dass die Differenzierung der Kreditrisiken im mittelständischen Bereich noch nicht ausreicht und hier weniger Transparenz besteht als im Markt für klassische High-Yield-Anleihen. Dort findet der Investor neben einer differenzierteren Einordnung der relativen Kreditqualität auch eine faire und konsistente Preisfindung für das jeweilige Risiko. Bei Unternehmen mit einem ‚B‘-Rating von S&P liegen die Renditen über das gesamte Jahr 2014 betrachtet bei ca. 6% (Abb. 1).

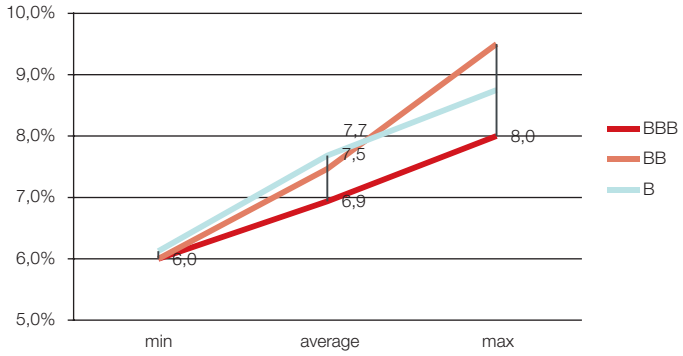
Abb. 1: Corporate Bond Yields



Quelle: Bloomberg Professional, Standard & Poor‘s Calcuations.

Im Vergleich dazu liegen im deutschen Mittelstandsmarkt die Kupons bei Emission zwischen 6 und 9,5% – also klar innerhalb der ‚B‘-Rating-Kategorie von S&P. Auch die bislang vergebenen Ratings von am Mittelstandsmarkt aktiven Agenturen weisen keine ausreichende Risiko-Differenzierung auf. Auf Basis von veröffentlichten Informationen des BondGuide vom Februar 2015 zeigt sich, dass zwischen den für mittelständische Unternehmen vergebenen Ratings und der gebotenen Rendite keine zu klassischen Ratings äquivalente Relation besteht (Abb. 2). Ein Unternehmen mit einem „BBB“- oder „BB“-Rating würde derzeit kaum zwischen 6 und 8% Zinsen zahlen.

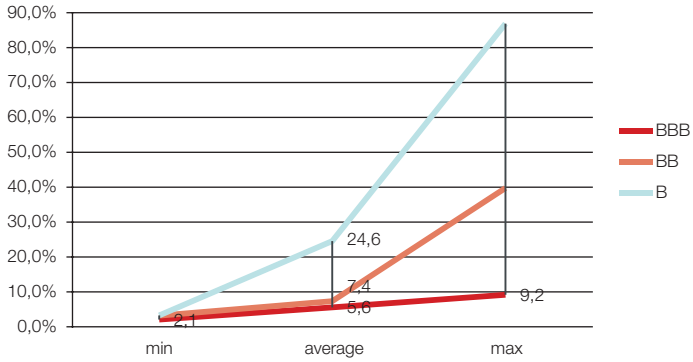
Abb. 2: German Mid-Market Bond Coupons



Quelle: BondGuide Feb. 2015, Standard & Poor‘s Berechnungen

Berücksichtigt man aktuelle Marktpreise, so zeigt sich, dass Investoren in gewissem Umfang durchaus ihre eigene Differenzierung treffen. Bei einigen Unternehmen nähern sich die Renditen an die entsprechende Ratingkategorie an – beispielsweise mit 2,1% für ‚BBB‘ und 3,2% für ‚BB‘. Doch für die Mehrzahl der Unternehmen passen Risikoeinschätzung und Renditen nicht zusammen (Abb. 3).

Abb. 3: German Mid-Market Bond Yields



Quelle: BondGuide Feb. 2015, Standard & Poor‘s Berechnungen

Differenzierung!

Unter dieser Marktverzerrung leiden zum einen Unternehmen mit einer guten Kreditqualität, deren höhere Bonität sich gegenüber Marktteilnehmern nicht ausreichend differenzieren lässt. Enttäuscht werden auch Investoren, die in der Erwartung einer Anlage mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit zu einem scheinbar attraktiven Zins sich plötzlich mit hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten und minimaler Recovery ihres Kapitaleinsatzes aus einer Insolvenz konfrontiert sehen. In der Regel führen solche Konstellationen von asymmetrischer Informationsverteilung zum Rückzug von Marktteilnehmern und auf Dauer zu einem Zusammenbruch des jeweiligen Marktes.

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

INTERVIEW MIT LUTZ WEILER,
CEO UND GRÜNDER,
EQUINET BANK AG

„Manchmal scheint die schnelle geschäftliche Opportunität eine nachhaltige Betrachtung verdrängt zu haben“

BondGuide: Herr Weiler, Ihre aktuelle Bestandsaufnahme vom Mittelstandsmarkt?
Weiler: Nach einigen deutlich negativen Entwicklungen bei verschiedenen Emittenten mit der entsprechenden Reaktion auf der Investoren- wie auch medialen Seite ist es absolut notwendig, aus den Fehlern der Vergangenheit lernend die Strukturen für dieses Anleihesegment zu verbessern. Wir haben die letzten Monate für intensive Gespräche mit Investoren genutzt, um insbesondere dem jeweiligen Chance-/Risiko-Profil entsprechend bessere Anleihestrukturen zu entwickeln. Sicherlich haben auch einige der Investoren dem Markt den Rücken gekehrt, aber die Mehrheit ist interessiert, das Thema der Anleihen als Finanzierungsinstrument für mittelständische Unternehmen nachhaltig zu positionieren.

BondGuide: Einige Geschichten sind schlicht keine Kredit-, sondern ausgewachsene Eigenkapital-Storys. Wie kritisch sind Investoren dabei?
Weiler: Das ist ein guter Punkt – die Emittenten müssen klar sehen, dass es sich hierbei nicht um eine verkappte Eigenmittelaufnahme handeln darf und Investoren an dieser Stelle mehr als kritisch reagieren werden. Im Kapitalmarkt gibt es für diese Bedürfnisse die entsprechenden Eigenkapitalinstrumente, die bei entsprechendem Bedarf individuell eingesetzt werden können. Dabei ist es auch Aufgabe der emissionsbegleitenden Banken, die Unternehmen hinsichtlich Auswahl und Einsatz des jeweiligen Instrumentariums richtig zu beraten. Manchmal erscheint mir da die Option der schnellen geschäftlichen Opportunität die nachhaltige Betrachtung in den Hintergrund gerückt zu haben.

BondGuide: Wo sind institutionelle Investoren noch besonders kritisch?
Weiler: Ganz sensibel reagieren institutionelle Investoren, wenn Teile oder gar der gesamte Mittelzufluss außerhalb der Sphäre des Emittenten gebracht werden. Dies kann z.B. der Fall sein, wenn eine Tochtergesellschaft die Anleihe begibt, die Mittel jedoch an die nicht mithaftende Mutter zur weiteren Verwendung gegeben werden.

BondGuide: Der Marktführer bei den KMU-Anleihen-Ratings moniert, dass Sie das Schlüsselfiguren-Risiko erst im Backtesting überall haben rot aufleuchten sehen.
Weiler: Wenn sich ein Mittelständler nicht konstruktiv auf die Diskussion hinsichtlich der Entwicklung marktgängiger Strukturen einlässt, ist er der falsche Kandidat für dieses Produkt. Die Banken als Intermediäre müssen für ausgewogene und verkaufbare Strukturen sorgen.

BondGuide: Meinen Sie, dass erfolgreiche Emittenten ihre bisherige Anleihe ggf. als Asset und Joker bei Verhandlungen mit Banken einsetzen können?
Weiler: Die Anleihe wird in aller Regel eine Ergänzung zu dem bestehenden Finanzierungsinstrumentarium sein, sodass es eine grundsätzliche Abwägung des Finanzierungsmix sein wird. Wir sehen aber auch einen Trend, einen Teil der Fremdfinanzierung bankenunabhängig mit unterschiedlichen Laufzeitbändern zu gestalten. Dabei hat ja auch der klassische Schuldschein wieder deutlich an Bedeutung gewonnen. Zusammenfassend: Beide Instrumente, Anleihe und Schuldschein, sind „Wettbewerbsprodukte“ zur klassischen Bankfinanzierung und können sicher die Position des Kreditnehmers bei Verhandlungen mit den Banken verbessern.

BondGuide: Herr Weiler, besten Dank für das Interview.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Ihr Spezialist für Kapitalmarktfinanzierungen

Als starke, überregionale Investment Bank bieten wir unseren Kunden intelligente Lösungen zur Kapitalmarktfinanzierung in Form von Eigen-, Fremd- und Mezzaninekapital. Unser Fokus: die DACH-Region. Unsere Stärke: exzellente Kontakte zu einem internationalen Investorenkreis mit Standorten in Frankfurt, Genf, London, Montreal, München, New York und Zürich. Unser Versprechen: unbedingtes Engagement und höchste Expertise. Interessiert? Dann freuen Sie sich auf eine langfristige Partnerschaft mit einer familiengeführten Bank.

financing.group@baaderbank.de

Die Baader Bank ist Marktführer im Handel von Finanzinstrumenten und die führende Investment Bank für die DACH-Region. 1983 gegründet und bis heute inhabergeführt beraten wir Unternehmen unabhängig und auf Augenhöhe.

Die Bank zum Kapitalmarkt.

BAADER

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

VON DR. ANNE DE BOER,
RECHTSANWÄLTIN UND PARTNERIN,
HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Kombinierte Finanzierungen

Anleihen als Finanzierungsbaustein

Die Anleihe ist auch im mittelständischen Umfeld sowohl allein, als unabhängige Beimischung aber auch als voll integrierter Finanzierungsbaustein zu sehen. Zunächst war der Markt der Mittelstandsanleihen geprägt von einfachen Strukturen, wenigen Auflagen (Covenants) für die Emittenten und verständlichen Bedingungen. Diese Anleihen sollten damit auch geeignet sein für Privatanleger. Inzwischen ist auch der Markt für Anleihen unter 50 Mio. EUR wesentlich stärker geprägt von komplexeren Strukturen und institutionellen Anlegern: Sie enthalten Sicherungs- und Transparenzregelungen sowie umfassendere Kündigungsrechte für Anleger. Noch komplexer wird es, wenn Bankenfinanzierungen mit Anleihebedingungen verzahnt und die Sicherheiten und entsprechenden Vollstreckungsregelungen aufeinander abgestimmt werden.

Foto: Thinkstock/istock/scanrail

Anforderungsdilemma

Nach einer Reihe an Ausfällen bei Anleihen verlangen (v.a. institutionelle) Investoren zunehmend nach Absicherungen, mithin Sicherheiten und frühzeitigen Informationen und Kündigungsrechten. Aus Investorensicht sind dies nachvollziehbare Forderungen. Gleichzeitig machen die Restrukturierungsberater darauf aufmerksam, dass eine Restrukturierung in der Krise oder Insolvenz erheblich schwieriger sein kann, wenn aufgrund der Anleihestrukturen die Handlungsoptionen von Unternehmen zu stark eingeschränkt werden.

Kombinierte Finanzierungen

Schon bisher war die Anleihe auch im mittelständischen Bereich kaum die alleinige Finanzierungsform eines Unternehmens. Häufig stand sie neben Bankenfinanzierungen, wobei allerdings regelmäßig die Bank besichert und etliche Covenanta vereinbart waren, wogegen die Anleihe unbesichert war und allenfalls über einen Drittverzug bei einer Kündigung der Bankenfinanzierung fällig gestellt werden konnte. Aber auch im mittelständischen Umfeld kann eine Bank- und Anleihefinanzierung mit ihren Sicherungskonzepten voll integriert werden. Die Anleihe kann dabei z.B. zweitrangige Sicherheiten nach der Bank erhalten[1].

Bei der Anleihe besteht dabei gegenüber anderen Finanzierungen die Besonderheit, dass die Anleihegläubiger typischerweise nicht bekannt sind. Damit kann quasi nicht mit Zustimmungen der Anleihegläubiger gearbeitet werden und auch Verhandlungen während der Laufzeit können sich als unvorhersehbar gestalten.

Einige Themen der Co-Finanzierung bei Anleihen

Bei der Kombination der Anleihe mit einer anderen Finanzierung, wie zum Beispiel einer Bank, stellen sich dabei insbesondere folgende Themen:

- **Wechselseitige Zulassung:** Die Finanzierungen müssen sich und die Sicherheiten jeweils wechselseitig zulassen und dürfen nicht gegen Auflagen verstoßen.

1) Als echte zweitrangige Sicherheit oder als interne Auszahlungsregelung.

- **Laufzeit:** Die Finanzierung mit der kürzeren Laufzeit ist regelmäßig wirtschaftlich vorrangig zu einer mit einer längeren. Insofern sind abgestufte Fälligkeiten mit wirtschaftlichen Rangwirkungen abzuwägen.
  Bankenfinanzierungen werden häufig am Ende der Laufzeit über sogenannte Stillhaltevereinbarungen weiter zur Verfügung gestellt. Bei einer gehandelten Anleihe kann der Rückzahlungstermin jedoch in der Regel nur durch einen Beschluss der Gläubigerversammlung hinausgeschoben werden. Sofern die Anleihe gleichzeitig mit der Bankenfinanzierung refinanziert werden soll, muss die Anleihe kündbar sein, wenn die Bankenfinanzierung zurückgezahlt wird.
- **Auflagen:** Auch Anleihen sehen inzwischen vermehrt Auflagen für Emittenten vor. Banken werden in der Regel verlangen, dass die Anleihe keine weitergehenden Auflagen und Kündigungsrechte als die Bankenfinanzierung enthalten darf. Anleihen selbst sehen dabei im mittelständigen Bereich nach wie vor nur selten Finanzkennzahlen oder sonstige Beschränkungen hinsichtlich des Geschäftsbetriebs des Emittenten vor. Allerdings kann ein solcher Verstoß über einen Drittverzug auch für die Anleihe Bedeutung gewinnen. Dieser kann so ausgestaltet sein, dass ein Kündigungsrecht der Anleihe nur besteht, wenn die Bank ihr Kündigungsrecht tatsächlich ausübt und eventuell auch zurückgezahlt wird.
- **Wasserfall:** Die Anleihe wird sich regelmäßig in den „Wasserfall“ einer Bank einordnen müssen. Dabei muss allerdings beachtet werden, dass nachrangige Verbindlichkeiten eventuell eine frühere Fälligkeit haben.
- **Sicherheiten und Vollstreckungsregelung:** Die Bank wird regelmäßig darauf bestehen, dass die Sicherheiten erstrangig an die Bank und nur nachrangig den Anleihegläubigern bestellt werden. Begünstigte, die erstrangig Sicherheiten haben, werden dabei weitgehend sicherstellen, dass nicht gegen ihren Willen Vollstreckungsmaßnehmen initiiert werden können. Jedoch ist eine Sicherheit für die Anleihe nur werthaltig, wenn die Anleihegläubiger aus der Sicherheit auch vollstrecken können.
- **Transparenz:** Bei einer komplexen Finanzierung werden Anleihegläubiger wie die Bank stärkere Informationen über die Ereignisse im Unternehmen benötigen; nur dann sind z.B. Kündigungsrechte umsetzbar. Insofern ist zu überlegen, wie und welche Informationen die Anleihegläubiger direkt oder vermittelt über den Treuhänder bzw. Vertreter der Anleihegläubiger erhalten sollen.

Technische Verzahnung – Interkreditorenvereinbarung

Die unterschiedlichen Themen zwischen den Finanzierungen werden typischerweise in einer sogenannten Interkreditorenvereinbarung geregelt. Bei der Anleihe besteht die Besonderheit, dass Gläubiger nicht sämtlich bekannt sind und sich ändern. Aus diesem Grund werden Sicherheiten auch durch einen Treuhänder gehalten[2]. Der anfängliche Vertreter der Anleihegläubiger, der nach dem Schuldverschreibungsgesetz nur eingeschränkte Rechte hat, wird als Vertragspartner nicht ausreichend taugen. Vor diesem Hintergrund dürften Interkreditorenvereinbarungen zwischen dem Sicherheitentreuhänder und der Bank abgeschlossen werden und im Kreditvertrag mit der Bank und den Anleihebedingungen eine stärkere wechselseitige Absicherung notwendig sein.

Ausblick

Sofern die Anleihe auch im mittelständischen Bereich ein Finanzierungsbaustein bei komplexen Finanzierungen wird, richtet sie sich eher an institutionelle Anleger. Der Markt der Anleihen bei Volumen unter 50 bis 100 Mio. EUR könnte sich damit weiter teilen, und zwar einfache, auch für Privatanleger verständliche Anleihen und komplexe Anleihen, die sich primär an institutionelle bzw. qualifizierte Anleger richten.

2) Abhängig von der Struktur kann dies der Treuhänder der Banken sein oder ein separater Treuhänder.

Wesentliche Themen der Co-Finanzierung mit Anleihen

	Fragestellungen
Sicherheiten	• Aufteilung der Sicherheiten • Wer darf wann die Vollstreckung auslösen?
Laufzeit	• Längere Laufzeit der Anleihe, um eine Stillhaltevereinbarung der Banken ohne Gläubigerversammlung der Anleihe zu ermöglichen?
Drittverzug	• Dominoeffekt der Finanzierungen
Auflagen/Kündigungsrecht	• Verzahnung der Kündigungsrechte
Wasserfall	• Sofern unterschiedliche Fälligkeiten der Verbindlichkeiten bestehen, sollte dieser sich auf einen Zeitraum beziehen • Berechnung der Parameter des Wasserfalls bei Zeit-Raum-Betrachtung
Transparenz	• Sicherung, dass die Anleihegläubiger ausreichende Informationen haben, um ihre Rechte ausüben zu können

Quelle: eigene Darstellung

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

VON DR. MICHAEL WALEWSKI,
FINANZSPRECHER,
GERMAN PELLETS-GRUPPE

Die Entscheidung für den Kapitalmarkt war richtig!

Ein Erfahrungsbericht

German Pellets hat sich früh auf dem Kapitalmarkt engagiert. Fünf Jahre nach Gründung hat sich der Pelletproduzent und -händler im Jahr 2010 dazu entschlossen, Finanzierungen nicht nur über Banken und Leasinggesellschaften zu realisieren, sondern auch selbst aktiv Kapital einzuwerben. Ins Leben gerufen wurde im ersten Schritt ein Genussrechteprogramm, das sich mittelweile als fester Baustein im Finanzierungsmix etabliert hat. Anleger profitieren dabei von dem attraktiven Zinssatz von bis zu 8% und German Pellets von der Möglichkeit, dieses Kapital als Eigenkapital bilanzieren zu können.

Foto: German Pellets

GERMAN PELLETS IHS.14/19 (WKN: A13R5N)

Quelle: BondGuide

Diesem ersten Herantasten folgten weitere Maßnahmen am Kapitalmarkt: Im Jahr 2011 platzierte German Pellets die erste Unternehmensanleihe mit einem Volumen von 80 Mio. EUR, es folgten 2013 die zweite Anleihe (72 Mio. EUR) und 2014 die dritte Schuldverschreibung (100 Mio. EUR), durch die die erste Anleihe bereits zum Teil abgelöst wurde. Alle drei Bonds waren vollplatziert und mit einem Zinskupon von 7,25% sowie einer Laufzeit von fünf Jahren ausgestattet.

Neben diesen Aktivitäten am Kapitalmarkt hat German Pellets parallel die Zusammenarbeit mit Banken und Leasinggesellschaften intensiviert und konnte durch diese nunmehr breite Finanzierungsbasis wichtige Meilensteine realisieren. Größte Vorteile sind die durch das vorhandene Kapital deutlich erhöhte Flexibilität an den Beschaffungsmärkten und die Möglichkeiten, Investitionen in Werke, Maschinen und den Fuhrpark zügig umzusetzen. Das Resultat: eine deutliche höhere Marktpräsenz und damit verbundene Erhöhung der Marktanteile in ganz Europa.

Über German Pellets

German Pellets (Hauptsitz: Wismar, Mecklenburg-Vorpommern) ist einer der weltweit größten Hersteller und Händler von Holzpellets. Die Gruppe produziert mit rund 600 Mitarbeitern an 15 Standorten in Deutschland, Österreich und den USA Holzpellets sowie holzbasierte Produkte für die Tierhygiene und vertreibt diese in nahezu allen europäischen Kernmärkten. Holzpellets kommen zur Erzeugung von Wärme im Privat-, Gewerbe- und Industriemarkt zum Einsatz sowie zur Produktion von Strom und Wärme in Kraftwerken europäischer Energiekonzerne. Der Jahresumsatz der German Pellets-Gruppe lag im Jahr 2014 bei rund 550 Mio. EUR.

Was gilt es zu beachten?

Unternehmen, die über einen Gang an den Kapitalmarkt nachdenken, sollten sich über den damit verbundenen erheblichen Mehraufwand im Klaren sein. Am Kapitalmarkt ist nur derjenige erfolgreich, der sich an dessen Richtlinien und Gesetzmäßigkeiten orientiert und die entsprechenden Publizitätsanforderungen beachtet. Neben den nicht unerheblichen, aber ausdrücklich sinnvollen Anforderungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht müssen sich potenzielle Emittenten mit ihren Zielgruppen beschäftigen und Argumentationsstrategien entwickeln, die schlüssig und transparent sind. Anleger möchten wissen, mit wem sie es zu tun haben. Sie möchten erfahren, wie das Marktumfeld und die Marktchancen aussehen und welche eigenen Strategien das Unternehmen selbst verfolgt, um künftig erfolgreich zu sein. Dabei zählen nicht nur weiche Faktoren wie Philosophie und Visionen, sondern auch harte Fakten wie Umsatz, EBITDA, Betriebsergebnis sowie Daten über Marktanteile, Wachstumsprognosen und Länderberichte. Wichtig ist auch, dass das Kapitalmarktprodukt klar verständlich und nicht zu kompliziert ist. Nur dann stößt man auf Interesse und Aufmerksamkeit. Letztlich gilt es, das Vertrauen der Anleger zu gewinnen und dauerhaft zu bestätigen. Dies gelingt gerade nicht mit komplizierten Produkten, der Nicht-Veröffentlichung von wirtschaftlichen Kennzahlen und schlecht funktionierender Investor Relations.

Professionalität überzeugt

Professionalität ist gefragt – von allen Mitarbeitern. Insofern sollte das Engagement am Kapitalmarkt eng von einem spezialisierten Mitarbeiter-Team begleitet werden, das Antworten auf Fragen hat und professionell informieren kann. Nicht selten ist daher, dass Emittenten selbst eine eigene Investor-Relations-Abteilung installieren oder sich professioneller Unterstützung externer Fach-Agenturen bedienen.

Für German Pellets ist der Kapitalmarkt auch künftig ein nicht mehr wegzudenkendes Instrument für Finanzierungen. Mit der zuletzt im November 2014 platzierten Anleihe ist es uns gelungen, erstmals im Premium-Segment Prime Standard der Börse Frankfurt Fuß zu fassen. Damit erfüllt German Pellets höchste Qualitätsanforderungen. Für German Pellets-Anleger oder auch nur potenzielle Interessenten ist dies ein wichtiger Faktor für eine Anlageentscheidung.

Anzeige

PRIMÄRMARKT

Ein Segment der
Börse Düsseldorf

Listing für Anleihen kleiner und mittlerer Unternehmen ohne verpflichtendes Rating

Begleitung durch Kapitalmarktpartner
+ Eingruppierung nach Emissionsrendite
+ Veröffentlichung von Finanzkennzahlen, Sicherheiten, Garantien und Covenants
= verbesserte Risikotransparenz

www.primaermarkt.de

GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

INTERVIEW MIT HOLGER HINZ,
MANAGING DIRECTOR,
QUIRIN BANK

„Deutschlands Unternehmen brauchen auch eine nachrangige Finanzierungsform jenseits der klassischen Bankfinanzierung“

Kreditklauseln, Ratings und Treuhandkonzepte – der Markt für KMU-Anleihen muss, aber kann sich auch von seinen Kinderkrankheiten weiterentwickeln, erläutert Holger Hinz von der quirin bank im Gespräch mit BondGuide.

BondGuide: Herr Hinz, Sie sagen: Der Markt für Mittelstandsanleihen lebt! Allein schon der Begriff hat derzeit nicht allzu viele Befürworter …
Hinz: Wie Sie wissen, fand ich diesen Begriff eigentlich nie passend. Ich hielt es von Anfang mit dem seligen Hermann J. Abs, der den Markt für Industrieanleihen nach dem Zweiten Weltkrieg in Deutschland etablierte. Aber im Klartext: Deutschland braucht einen breiten Finanzierungsmix für Unternehmen und auch eine nachrangige Finanzierungsform jenseits der klassischen Bankfinanzierung sowie Finanzierungen im Nicht-Investment-Grade-Bereich über den Kapitalmarkt.

BondGuide: Hätten Sie einen besseren Oberbegriff parat?
Hinz: Was halten Sie vom deutschen Markt für Hochzinsanleihen als Analogon zum US-High-Yield-Markt?! Wir müssen ja die Welt nicht neu erfinden, da die Assetklasse nicht neu ist. Der ebenfalls kursierende Begriff der „Mini Bonds“ reflektiert ja nur auf die Größe und nicht auf die Art der Finanzierungsform.

BondGuide: In vergangenen Jahren hatten Sie öfters moniert, man müsse dem Markt Zeit geben, sich zu Konsens-Covenants weiterzuentwickeln. Wie weit sind wir da jetzt?
Hinz: Das klassische Covenant-Set für Non-Investment-Grade-Unternehmen sollte sich am heutigen Standard für US-High-Yields anlehnen. Großvolumige Anleihe-Emissionen nach deutschem Recht gab es bereits, in denen diese umgesetzt wurden. Wie bei jeder Etablierung einer neuen Anlageklasse gibt es hier eine fortlaufende Entwicklung. Dass die ersten „Mittelstandsanleihen“ zu wenig oder zu lasche Covenants hatten, ist einfach der Etablierung eines jungen Marktes oder den von Ihnen bereits erwähnten „Kinderkrankheiten“ geschuldet. Am US-High-Yield-Markt passierte zu Beginn genau das Gleiche. Zwischenzeitlich sind wir subjektiv gefühlt hier zumindest ein gutes Stück des Weges vorangekommen.

BondGuide: Mit Betrübnis mussten allerdings viele Investoren feststellen, dass die Kreditklauseln nur auf dem Papier bestanden – drohten Brüche, wurde einfach eine Gläubigerversammlung angekündigt…
Hinz: Der Markt durchläuft hier eine Maturierung auch in Bezug auf den Gläubigerschutz und die Kreditklauseln. Je heißer ein Markt läuft, desto lascher sind die Anforderungen hierzu. Der Weg zur weitreichenden Standardisierung und Professionalisierung ist natürlich auch hier zu gehen, um diese Sachverhalte zumindest auf wesentliche Fälle und Punkte zu beschränken.

BondGuide: Vager noch scheint das Treuhänder-Konzept, das ja einige Emittenten hochhalten. Hat das denn schon irgendwo funktioniert?!
Hinz: Auch hier befindet sich der Markt noch in der Findung. Bei US-High-Yields wird beispielsweise diese Aufgabe durch die den Agency Services angeschlossenen Trustee-Gesellschaften von Banken übernommen. In Deutschland dominieren hingegen vor allem Rechtsanwälte oder auch Wirt-

schaftsprüfer in diesem Sachverhalt den Markt. Das Modell des US-High-Yields lässt sich rechtlich aber nicht so einfach übertragen, so dass bisher auch nicht erkennbar ist, dass internationale Banken in den Markt eintreten. Hintergrund ist vor allem das doch recht junge neue deutsche Schuldverschreibungsrecht und die mangelnden Erfahrungen und Standardisierungen hieraus. Egal welches Rechtsregime vorliegt, muss ein Anleger natürlich erwarten dürfen, dass ein Treuhänder sorgsam seinen Job macht. Jedoch sollte nicht vergessen werden, dass im Ernstfall eine Stresssituation bei Emittenten gegeben ist und notwendige Verwertungen natürlich unter Zeitdruck und Zwang stattfinden, was die Recovery-Quoten natürlich nicht gerade verbessert.

BondGuide: Wie beurteilen Sie inzwischen die Ratings – haben die Beteiligten dazugelernt?
Hinz: Die deutschen Ratingagenturen haben sicherlich noch immer einen weiten Weg zu beschreiten. Von der internationalen Anerkennung bei Investoren sind wir leider noch entfernt. Spannend wird im Gegenzug, ob sich die großen amerikanischen Agenturen ein wenig von ihren globalen internationalen Sichtweisen lösen können und dann auf die Erfordernisse des hiesigen Bondmarkts herunter bewegen. Erste Ansätze sind hier zumindest bei S&P zu erkennen.

BondGuide: Ausblick 2015: Wie viele Emissionen werden wir Ihrer Meinung nach dieses Jahr verzeichnen, Aufstockungen nicht mitgezählt?
Hinz: Persönlich denke ich, dass wir 10 bis 15 Neuemissionen sehen werden. Vorbereitungen hierfür sind erkennbar. Daneben werden wir aufgrund des bestehenden Fälligkeitsprofils bei Mittelstandsanleiheemittenten auch im Laufe des Jahres weitere Bemühungen zur Refinanzierung erleben.

BondGuide: Herr Hinz, einmal mehr besten Dank für die interessanten Einblicke.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Anzeige

ISS icubic subscription solution

Das SaaS-Portal für Wertpapieremissionen

- Automatisiertes Zeichnungsmodul mit Zeichnungsüberwachung
- Umfassende Kontrolle der Investorenansprache und Zuteilung
- Datenpflege nach Ihren Dokumentations- und Layoutvorgaben
- Einbindung ausgewählter Zielgruppen in den Emissionsprozess
- Integration zentraler Dienstleister
- Übergreifende Statusüberwachungsfunktionen
- Ausgereifte Reportingfunktionalitäten
- Einsetzbar für Eigen- und Fremdemissionen verschiedenster Anlageformen (bspw. Anleihen, Aktien, Genussscheine, Fonds, Crowd-Investments, Wandel- und Bürgeranleihen)

icubic

icubic AG
Mittelstraße 10
39114 Magdeburg

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

PLATZIERUNG & HANDEL

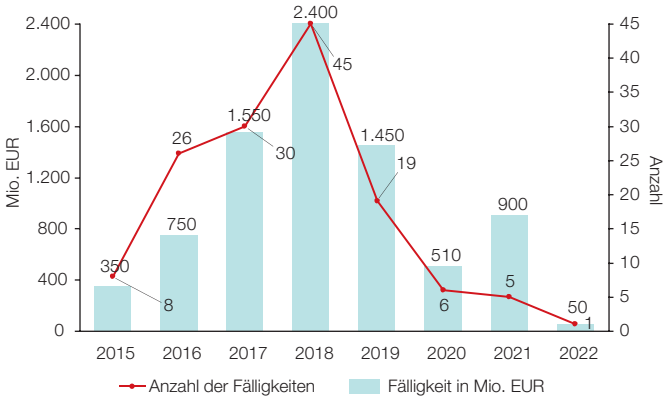
VON FRANK GÜNTHER, MANAGING DIRECTOR,
MARKUS HELD, DIRECTOR,
UND ALEXANDER SPERL, ASSOCIATE,
ONE SQUARE ADVISORS GMBH

Anpassung & Aufwertung

Optionen zur Refinanzierung auslaufender Mittelstandsanleihen

Aufgrund des Auslaufens von Mittelstandsanleihen rechnen wir in den nächsten Jahren mit einer Refinanzierungswelle in Höhe von 8 Mrd. EUR. Allein in den Jahren 2016 bis 2019 müssen 120 Emittenten ein Volumen von über 6 Mrd. EUR refinanzieren. Der durch Minibonds finanzierte Mittelstand steht damit vor einer großen Herausforderung – die Banken sind durch Basel III eingeschränkt und wesentlich restriktiver in ihrer Kreditvergabe – die hohe Ausfallquote bei Mittelstandsanleihen macht die Platzierung neuer Anleihen teurer und zunehmend schwieriger. Wir beobachten, dass seitens der Wirtschaftsprüfer zunehmend und frühzeitig die Frage nach der Refinanzierbarkeit und der Fortführungsprognose gestellt wird. Folglich müssen sich Emittenten zeitnah, d.h. in der Regel bereits zwei Jahre vor Fälligkeit, mit der Refinanzierung ihrer Kapitalstruktur auseinandersetzen.

Fälligkeitsprofil von Mittelstandsanleihen



Quelle: One Square Advisors GmbH

Aktuelles Marktumfeld ist nervös

Das aktuelle Marktumfeld ist geprägt von entstandenem Vertrauensverlust. So musste z.B. die SAG Motion ihre für Dezember 2014 geplante Anleiheemission mangels Investoreninteresse kurzfristig absagen. Dagegen konnte die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig Mitte Februar bereits nach einer Stunde ihre zweite Anleihe in Höhe von 25 Mio. EUR voll platzieren. Das zeigt, dass zwar grundsätzlich Liquidität im Anleihemarkt vorhanden ist, diese aber nur noch partiell zur Verfügung gestellt wird. Trotz vergleichbarem Rating und vergleichbaren Covenants hat der Markt völlig unterschiedlich reagiert. Dies verdeutlicht, wie nervös und unberechenbar der Markt für Mittelstandanleihen aktuell ist und was die Emittenten für ihre anstehenden Refinanzierungen ggf. erwartet.

Klassische Refinanzierungsmodelle kaum darstellbar

Grundsätzlich steht den Unternehmen für die Refinanzierung ihrer Anleihen am Markt eine Vielzahl an Optionen zur Verfügung, die alle Vor- und Nachteile mit sich bringen.

Optionen zur Refinanzierung	
Public Placement	**Private Placement**
• Neue Anleihe • Schuldscheine • Wandelanleihen • Genussrechte • Mezzanine • Eigenkapital	• Banken • Schuldscheine • Genussrechte • High Yield

Quelle: One Square Advisors GmbH

Die klassische Refinanzierung durch eine neue Mittelstandsanleihe wird in der Regel vom ursprünglichen Berater des Emittenten vorgeschlagen. Die Kosten belaufen sich dabei je nach Größe der Anleihe auf ca. 4 bis 6% des Emissionsvolumens. Auch die Bonität spielt eine große Rolle. Unternehmen mit ausgezeichnetem Rating und Kapitalmarkterfahrung haben niedrigere Marketingkosten und auch der Discount für institutionelle Investoren ist wesentlich geringer.

UNTERNEHMENSWACHSTUM VOM KAPITALMARKT.

WIR SIND IHR SPEZIALIST FÜR KAPITALMARKTFINANZIERUNGEN.

Als Pionier für bankalternative Unternehmensfinanzierung war youmex allein in den letzten vier Jahren mit einem Platzierungsvolumen von über 1 Milliarde Euro am Erfolg von mehr als 50 Eigen- & Fremdkapitalfinanzierungen beteiligt.

Auszug unserer Referenzen:

Oktober 2014	Oktober/Dezember 2014	September 2014	Juni 2014
KTG Agrar AG	Blue Cap AG	KTG Energie AG	Beate Uhse AG
EUR 25.000.000 Unternehmensanleihe mit Umtauschangebot	**EUR 1.868.000** Kapitalerhöhung	**EUR 5.875.000** Kapitalerhöhung	**EUR 30.000.000** Unternehmensanleihe
Lead Institutional Sales	Lead Manager	Lead Manager & Sole Bookrunner	Lead Manager & Sole Bookrunner

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

youmex

Unseres Erachtens steht diese Option der Refinanzierung aber nur 10 bis 15% der Emittenten zur Verfügung. Nicht umsonst hat die Börse Stuttgart, immerhin die Erfinderin der ursprünglichen Mittelstandsanleihe, das Segment Bondm für tot erklärt.

Aktuell sehen wir zwei Trends im Markt: Unternehmen mit hoher Bonität nutzen das günstige Zinsumfeld. So konnte beispielsweise die DÜRR AG im April 2014 eine 300 Mio. EUR schwere Anleihe mit einem Kupon von 2,875% zu einem Ausgabekurs von 99,2% vollständig platzieren. Das Angebot war gar vierfach überzeichnet. Zudem nutzte DÜRR die Gelder aus der neuen Anleihe, um ihre alte Anleihe (ursprüngliche Laufzeit bis 28.09.2015) frühzeitig zu kündigen – diese 2010 ausgegebene Anleihe hatte einen Kupon von 7,25%. Allerdings ist DÜRR kaum mit den sonstigen Unternehmen am Markt für Mittelstandsanleihen vergleichbar, weshalb dieses Ausnutzen der aktuellen Zinskonditionen eher die Ausnahme als die Regel bleiben dürfte. Unternehmen mit niedrigerer Bonität müssen deutlich kreativer vorgehen, ihre Refinanzierung zu sichern und Kapitalkosten zu optimieren. Aus unserer Sicht fallen die meisten Emittenten in diese Kategorie. Für diese kommt eine Rückzahlung oder echte Tilgung der Anleihe aus dem Cashflow nicht in Frage. Die Refinanzierung am Markt ist unsicher, riskant und teuer: Bleibt die Frage nach den Alternativen.

„Anpassung & Aufwertung“

Für genau diese Fälle eignet sich das neue Schuldverschreibungsgesetz. Sofern bestimmte Quoren (50% Präsenz in einer ersten, 25% in einer zweiten Gläubigerversammlung)

Foto: Dürr AG

DUERR AG ANL.14/21 (WKN: A1YC44)

Quelle: BondGuide

sowie eine 75%ige Mehrheit erreicht werden, können alle wesentlichen Anleihebedingungen (Laufzeit, Zins, Sicherheiten, Covenants etc.) verändert werden. Sogar ein „Haircut“, d.h. eine Reduzierung des Anleihebetrages ist möglich. Diese Beschlüsse oder „Anpassungen“ sind bindend für alle Anleihegläubiger, auch wenn sie sich nicht an der Abstimmung beteiligt haben. Um bei den Investoren Zustimmung für diese Anpassungen zu erhalten, ist es jedoch meist notwendig, die Anleihe qualitativ durch eine „Aufwertung“ zu verbessern. So können Emittenten z.B. weitere Sicherheiten stellen oder einen unabhängigen gemeinsamen Vertreter mit Reporting-Funktion analog der gewöhnlichen Bankenkommunikation installieren. Durch eine Besicherung lässt sich unter Umständen sogar der Zinssatz reduzieren. Zudem ermöglicht die Stellung von Sicherheiten ggf. auch eine Aufstockung der bestehenden Anleihe.

Deutliche Kostenvorteile des „A&A“-Konzepts

Die kreative und strukturierte Verlängerung einer bestehenden Anleihe, gepaart mit weiteren Sicherheiten und einem gemeinsamen Vertreter, resultiert in der Regel nicht nur in weitaus niedrigeren Finanzierungskosten, sondern ist auch zu deutlich niedrigeren Transaktionskosten (ca. 50% ggü. einer Neuemission) darstellbar.

Ausblick: Neue Wege sind gefragt!

Zusammenfassend stellt die Refinanzierungswelle der auslaufenden Mittelstandsanleihen für viele Emittenten eine signifikante Herausforderung dar. Das aktuelle Marktumfeld ist schwierig und Investoren fühlen sich durch die vielen Insolvenzen verunsichert. Emittenten müssen sich daher heute mehr denn je frühzeitig mit validen Refinanzierungsoptionen beschäftigen und intensiv alle Optionen zur Refinanzierung und ggf. Restrukturierung prüfen. Oftmals eignet sich heutzutage die offensichtlichste Lösung des „Haus und Hof“-Beraters nicht für eine erfolgreiche und günstige Refinanzierung einer auslaufenden Mittelstandsanleihe.

Wo andere ein Problem sehen.

Sehen wir die beste Lösung.

Im Leben kommt es darauf an, Probleme nicht nur zu erkennen, sondern Wege und Lösungen zu finden. 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

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

FRANKFURT/M.
Peter Scherer, LL.M.
Taunusanlage 21
60325 Frankfurt am Main
Tel +49 69 710003-124
Fax +49 69 710003-144
peter.scherer@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

MEMBER OF broadlaw group

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

GSK. DER UNTERSCHIED.

www.broadlawgroup.com

BERLIN FRANKFURT/M. HAMBURG HEIDELBERG MÜNCHEN BRÜSSEL SINGAPUR

PLATZIERUNG & HANDEL

INTERVIEW MIT RAIMAR BOCK
UND THOMAS KAUFMANN,
STEUBING AG DEBT CAPITAL MARKETS

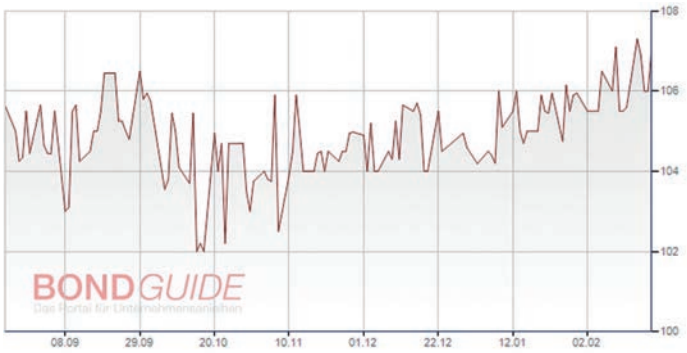
„Es wird noch weitere Rückschläge geben. Das gehört leider dazu.“

Gute Unternehmen werden auch gute Refinanzierungsmöglichkeiten vorfinden, so das Debt Capital Markets-Gespann von Steubing. Mit einigen Missverständnissen müsse man aufräumen – genau wie sicherlich einigen neoromantischen Vorstellungen, wie der Markt für KMU-Anleihen funktioniere.

BondGuide: Herr Bock, Herr Kaufmann, wie tot ist denn der Markt für KMU-Anleihen?
Kaufmann: Der Markt für Mittelstandsanleihen ist für uns nicht tot. Eine Unternehmensanleihe ist für uns weiterhin als gute Ergänzung oder weiterer Baustein in der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens zu verstehen. Wir sehen den Markt im Gegenteil in den letzten 12 bis 18 Monaten auf einem guten Weg: Zwar weniger Anleiheemissionen als vorher, dafür höhere Qualität und Ansprüche. Aber es wird auch noch weitere Rückschläge geben. Das ist nicht schön, gehört aber leider dazu.
Bock: Zumal: Die Anfänge der High-Yield-Anleihen in den USA hatten anfangs höhere Ausfallquoten als Mittelstandsanleihen. Wenn die Story stimmt, dann ist investorenseitig auch die Nachfrage da. Wie beim Jahresstart mit NZWL.

BondGuide: … eine echte Industrieanleihe …
Bock: Man sollte sich vom Terminus Mittelstandsanleihe auch nicht ganz verabschieden. Wir haben im Schnitt ein bis zwei Anfragen pro Woche von Unternehmen. Das zeigt, dass das Thema Finanzierungsmix bei den Unternehmen weiter sehr präsent ist.
Kaufmann: Einige Emittenten werden Sie aber in Zukunft mit einem öffentlichen Angebot nicht mehr am Markt sehen. Die werden den Weg über eine Privatplatzierung bei institutionellen Investoren wählen, mit anschließender Notierungsaufnahme im Open Market.

VEDES ANLEIHE 14/19 (WKN: A11QJA)



Quelle: BondGuide

BondGuide: Also z.B. wie die erste Vedes oder HanseYachts?
Kaufmann: Dort sind wir auf die beschriebene Weise mit Kurzläufern an den Markt gegangen und haben den Unternehmen dadurch eine Bridge-Finanzierung gesichert. Bei geplanter Entwicklung, was bei beiden der Fall war, folgte im Anschluss eine 5-jährige Anleihe mit öffentlichem Angebot.
Bock: Mir ist der Begriff „Retail-Bond“ dabei ein Dorn im Auge. Zum einen adressieren wir bei Steubing ohnehin nur institutionelle Adressen; zum zweiten liegt bei der Emission von Mittelstandsanleihen das Verhältnis von Institutionellen zu Privaten bei geschätzten 4:1, grob überschlagen und im Durchschnitt. In den Medien kann man teilweise den Eindruck gewinnen, es wäre genau umgekehrt oder gar 0:5.

BondGuide: Müssen qualitativ hochwertige Emittenten tatsächlich noch 7 bis 8% Kupon bieten?
Kaufmann: Nein, auch dies wird ein Trend sein: Emittenten, die gute Finanzkennzahlen haben oder bereits eine erfolgreiche Anleihe platziert haben, werden bei der Refinanzierung oder einer zusätzlichen Anleihe einen niedrigeren Zins bieten können.

Die Entwirrtschaftskanzlei

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

Knotenlösen ist anspruchsvolle Handarbeit. Deshalb begegnen wir den oft komplexen Projekten und Problemen unserer Mandanten mit der Expertise einer der führenden unabhängigen Wirtschaftskanzleien – und mit der Hands-on-Mentalität eines mittelständischen Unternehmens. Diese Kombination mündet in Strategien, die effiziente und außergewöhnliche Lösungen auch dort möglich machen, wo eine schematische Vorgehensweise steckenbleibt. Noch Fragen? Wir antworten gerne.

www.goerg.de

Richtungsweisend. GÖRG

BERLIN
Tel. +49 30 884503-0

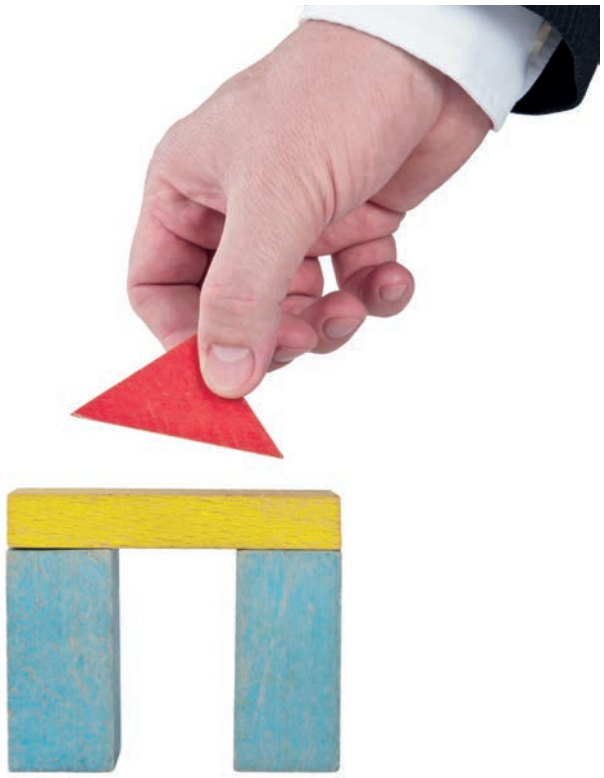
ESSEN
Tel. +49 201 38444-0

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



Als Finanzierungsbaustein für KMU auch in Zukunft gefragt: Unternehmensanleihen.
Foto: Thinkstock/iStock/Sziban

Bock: Wenn der Emittent sieht, dass seine 7%-Anleihe weit über pari steht, dann weckt das natürlich Begehrlichkeiten, ggf. nochmal aktiv zu werden. Entweder als Ablösung einer bestehenden Finanzierung oder auch als Ergänzung. Teilweise auch als eine Art Bevorratung.

BondGuide: Was ist mit denen, deren Anleihe nicht gerade bei 105 oder 110% steht?
Bock: Bei der bevorstehenden Refinanzierungswelle wird dem Markt ganz sicher das eine oder andere auf die Füße fallen. Emittenten mit Kursen unter vielleicht 80 bis 85% werden schon sehr gute Argumente finden müssen, nochmal um Investorengunst buhlen zu können. Alle anderen werden bei ihren Banken dank eines erfolgreichen Bonds nicht mehr ganz so verschlossene Türen vorfinden wie einstmals nachgesagt – da hieß es ja noch, Emittenten von Mittelstandsanleihen würden einen Bond als letzte Option begeben. Wir haben auch schon mehrfach das Gegenteil erlebt.

BondGuide: Wie beratungsresistent ist der typische Mittelständler?
Kaufmann: Pauschal kann man das so nicht beantworten, aber man sollte es nicht unterschätzen. Es gibt aber Fälle, wo man darauf hinarbeiten muss, eine zweite Managementebene einzuziehen.

Bock: Manchmal wird das aber auch mit den Füßen abgestimmt. Auf einer Roadshow im Vorfeld der Emission bei potenziellen Investoren sagen die dann eben: So aber nicht – dieses oder jenes muss erst professionalisiert werden.

BondGuide: Ist es zu viel erwartet, wenn ein Emittent mindestens einmal im Jahr irgendwo öffentlich auf einem Event präsentieren sollte?
Kaufmann: Nein, das ist es nicht. Die von uns begleiteten Emittenten sehen wir, bzw. auf Wunsch auch unsere Investoren, mehrfach im Jahr.

BondGuide: … davon profitieren jedoch wissbegierige Privatanleger nur mittelbar …
Bock: Das stimmt. Allerdings sehen wir da eher z.B. die Börse in der Pflicht, hier für einen Zugang der Öffentlichkeit zum Management der Emittenten über ein entsprechendes Format zu sorgen.

BASTEI LUEBBE IHS 11/16 (WKN: A1K016)

Quelle: BondGuide

BondGuide: Warum sehen wir nicht mehr Beispiele wie Bastei Lübbe oder Ferratum, die erst eine KMU-Anleihe begeben und dann ein IPO mit Aktien gemacht haben?
Kaufmann: Das waren glaube ich Sonderfälle. Ferratum hätte genauso gut als Portfoliounternehmen bei z.B. Rocket Internet landen können. Bei Bastei Lübbe wiederum hatte die Familie sicherlich ihre Gründe zu diversifizieren und gleichzeitig der Gesellschaft alle Möglichkeiten der Finanzierung zu ermöglichen. Nach wie vor scheuen sich viele Mittelständler, ihren Besitz und damit ihre Entscheidungsfreiheiten verwässern zu lassen. Ich kann mir aber trotzdem gut vorstellen, dass wir weitere Fälle sehen werden.

BondGuide: Herr Bock, Herr Kaufmann, besten Dank für die detaillierten Einblicke.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

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

PLATZIERUNG & HANDEL

VON KLAUS KOBOLD,
ASSOCIATE CAPITAL MARKETS,
YOUMEX INVEST AG

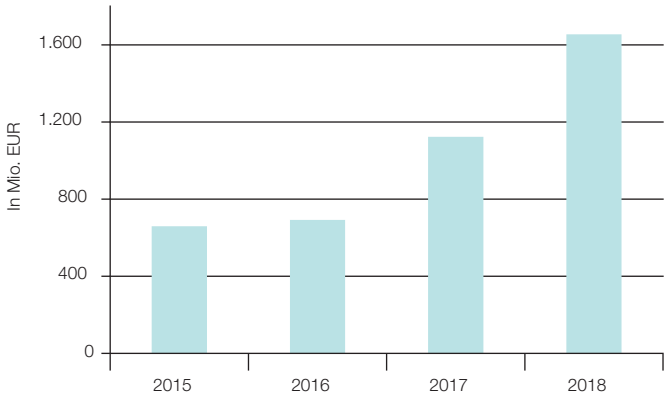
Mehrere Wege an den Kapitalmarkt

Private Placement von Unternehmensanleihen als Finanzierungsalternative

Nach der Hochstimmung am Markt für Mittelstandsanleihen insbesondere in den Jahren 2011 und 2012 bleibt das vergangene Jahr sowohl beim Emissionsvolumen als auch bei der Anzahl von Emissionen als weniger erfolgreich in Erinnerung. Begründung findet dieses zum einen in einer weiterhin hohen Ausfallrate von Emittenten aus den ersten Jahren, zum anderen teilweise durch negative und übertriebene Berichterstattung in der Finanzpresse. Daher ist es kein Zufall, dass Emittenten mögliche Alternativen prüfen, um sich sich bankenunabhängig zu finanzieren. Zu den möglichen Optionen gehören u.a. die klassische Bankfinanzierung, ein Schuldscheindarlehen oder ein Private Placement einer Unternehmensanleihe. Für Emittenten mit Investment-Grade-Bonität bietet sich primär das Schuldscheindarlehen an. Währenddessen kann für Emittenten mit einem anvisierten Emissionsvolumen von 10 bis 20 Mio. EUR auch ein Private Placement eine sinnvolle Alternative sein.

Vorteil eines Private Placements ist die geräuschlose Abwicklung, die aber an die beteiligten Transaktionspartner hohe Anforderungen stellt. Foto: Thinkstock/iStock/Andrey Popov

Refinanzierungsvolumen Mittelstandsanleihen



Quelle: youmex

Zügige und schlanke Prozessumsetzung

Die hohe Attraktivität eines Private Placements lässt sich an mehreren Gründen festmachen. In erster Linie ist dieses die zügige Umsetzung der Transaktion in Verbindung mit geringeren Kosten. Im Gegensatz zu Emissionen mit öffentlichem Angebot entfallen hohe Aufwendungen für Wertpapierprospekt und Marketing. Darum können auch Begebungen mit geringem Emissionsvolumen problemlos und vor allem für den Emittenten wirtschaftlich sinnvoll umgesetzt werden. Im Normalfall vergehen zwischen dem Startschuss und dem Abschluss der Transaktion sechs bis sieben Wochen.

Flexibilität bei der Strukturierung

Eine Unternehmensanleihe mit Privatplatzierung wird grundsätzlich ähnlich wie beim Schuldscheindarlehen bei

fair value REIT
Begleitung einer Wandelanleihe
2014

BE Beteiligungen GmbH & Co. KG
Begleitung einer Genussscheinemission einschließlich Prospekterstellung
2014

NTT Communications | NTT Com Security
Begleitung einer Kapitalerhöhung einschließlich Prospekterstellung
2014

SEVEN PRINCIPLES
Beratung einer Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht
2014

westgrund AKTIENGESELLSCHAFT
Beratung zweier Kapitalerhöhungen mit und ohne Bezugsrecht
2014

Beate Uhse
Begleitung einer Unternehmensanleihe
2014

SeniVita UNTERNEHMENSGRUPPE
Begleitung einer Genussscheinemission einschließlich Prospekterstellung
2014

SYGNIS
Beratung bei Zulassung von Aktien aus Sachkapitalerhöhung einschließlich Prospekterstellung
2014

powertrain kurbelwellen • crankshafts
Beratung bei Ausgabe einer Namensschuldverschreibung an die Pricoa Capital Group
2014

WGZ BANK Die Initiativbank
Begleitung bei Debt-to-Equity-Swap der SolarWorld AG
2014

westgrund AKTIENGESELLSCHAFT
Begleitung einer Pflichtwandelanleihe
2014

BE INVESTMENT-PARTNERS GMBH
Begleitung Genussscheinemission einschließlich Prospekterstellung
2013

ESTAVIS
Begleitung einer Mittelstandsanleihe einschließlich Prospekterstellung und zweier Kapitalerhöhungen
2013

KD Willkommen an Bord.
Begleitung einer Genussrechtsemission einschließlich Prospekterstellung
2013

KTG Agrar AG
Beratung bei der Erstellung von Nachträgen zum Wertpapierprospekt für Unternehmensanleihe
2013

m1c The Venture Platform
Begleitung einer Wandelanleihe einschließlich Prospekterstellung
2013

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.

kapitalmarktrecht@heuking.de

Erwartungen Investoren aktuell	
Zur Emission	**Zum Geschäftsmodell**
Offene Kommunikation	Solides, bewährtes Geschäftsmodell
Klare Angabe zur Mittelverwendung	Nachhaltig stabiler Cash Flow
Möglichst genaue Aussage mittlerweile für eine etwaige Refinanzierung	Stabile und wachsende Margen
Präsentables Management	Wettbewerbsvorteile durch: Nische, Produkteinzigartigkeit, Markteintrittsbarrieren
Management muss Zahlen genau drauf haben	Bekannte Namen (Brand names)
Klare Strukturen: Laufzeit, im Pre-Sounding abgestimmter Zinskupon, Covenants	Old Economy oder Immobilien bevorzugt wegen Besicherung /Hard Assets
Nachhaltig belastbare Besicherungskonzepte: wenn möglich Garantie, Grundschuld, Verpfändungen …	
Rating: mindestens BB, besser BBB	

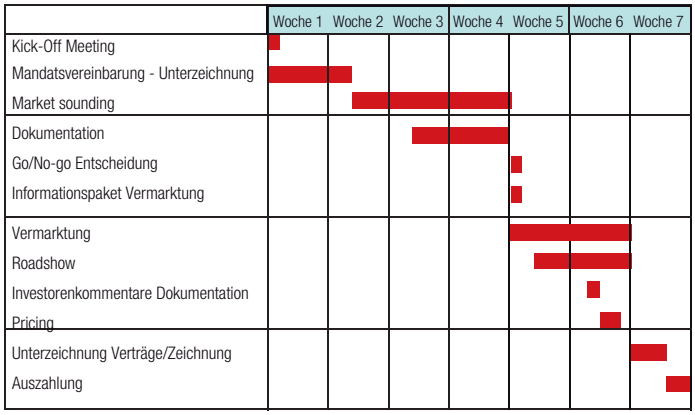
Quelle: youmex Invest AG

einer begrenzten Anzahl von Investoren platziert. Damit kennt der Emittent seinen Investorenkreis und kann mit diesem noch zielgerichteter kommunizieren. Ferner ist besonders die zügige und „geräuschlose“ Abwicklung als Vorteil herauszustellen. Zudem ist ein Börsenlisting der Anleihe nicht zwingend nötig, wird allerdings von einigen Marktakteuren eingefordert. Die dargestellten Eigenschaften und Vorteile machen eine privatplatzierte Unternehmensanleihe darüber hinaus auch für Unternehmen interessant, die noch recht unerfahren mit der Finanzierung über den Kapitalmarkt sind und mit der privat platzierten Anleihe erste Aufmerksamkeit und Erfahrung am Kapitalmarkt sammeln wollen.

Platzierungskraft des begleitenden Instituts

Vor dem Hintergrund der typischen Strukturierungselemente eines Private Placements werden an die beteiligten Transaktionspartner hohe Anforderungen gestellt. Üblicherweise besteht der zu adressierende, überschaubare Investorenkreis aus Pensionsfonds, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften wie Anleihefunds, Family Offices und Vermögensverwaltungen. Da die Öffentlichkeit sowie die breite Vermarktung bei der Privatplatzierung entfallen, kommt der (geräuschlosen) Platzierungskraft des begleitenden Instituts eine zentrale Rolle zu.

Beispielhafter Zeitplan für eine Anleiheemission



Quelle: youmex

Im internationalen Vergleich bereits Standard

Insbesondere im anglo-amerikanischen Raum ist der Markt für Private Placements schon seit Jahren ein fester Bestandteil im Finanzierungsmix von Unternehmen. So betrug im Jahr 2013 das Gesamtvolumen des Private Placement-Marktes in den USA rund 51,3 Mrd. USD. Verglichen mit unter 2,5 Mrd. EUR in Deutschland im gleichen Zeitraum kann man durchaus von Nachholbedarf sprechen.

Um sich internationalen Gepflogenheiten anzupassen, fand im Herbst 2014 das Projekt German Private Placement sein Debüt. Bei diesem Projekt haben sich Versicherer und Pensionsfonds zusammengeschlossen. Konkret umfasst dieses Vorhaben die Implementierung einer standardisierten Dokumentation eines Finanzierungsinstrumentes, welches von einem kleinen Kreis von institutionellen Anlegern erworben wird. Dies gilt als einer von mehreren Bausteinen, um Private Placements auch in Deutschland stärker für Unternehmen zur Verfügung zu stellen.

Fazit

Private Placements, die bereits in der anglo-amerikanischen Hemisphäre fest etabliert sind, stellen auch in Deutschland zunehmend eine sehr interessante alternative Finanzierungsform für Unternehmen dar. Besonders die vergleichsweise schnelle, geräuschlose und kostengünstige Umsetzung kann für Unternehmen, die knapp die geforderten Kriterien für Schuldscheindarlehen verfehlen, überzeugend sein.

Creditreform
Rating Agentur

Europäische Ratingagentur

Objektiv. Transparent. Unabhängig.

- Ratings
- Kreditservices
- Marktanalysen

www.creditreform-rating.de

PLATZIERUNG & HANDEL

INTERVIEW MIT DIETMAR JAKAL,
VORSTAND, ICUBIC,
UND MANFRED STEINBEISSER,
MANAGING PARTNER, SCALA CORPORATE FINANCE

„Wir müssen uns daran gewöhnen, dass erfolgreiche Emittenten künftig keine 7 bis 8% mehr zahlen werden“

Die SG Witten/Herdecke versuchte ihre Emission Ende 2014 im Alleingang, noch dazu mit geradezu lächerlichen 3,6% Verzinsung – erfolgreich! BondGuide *sprach mit Dietmar Jakal und Manfred Steinbeißer über die Besonderheiten der Platzierung und ihren möglichen Leuchtturmeffekt.*

BondGuide: Herr Jakal, Herr Steinbeißer, wo geht denn die Reise 2015 hin für KMU-Anleihen?
Jakal: Der Markt hat ein schlechteres Image als aktuell die Situation ist. Sinnvolle Emissionen funktionieren weiterhin und auch Privatanleger sind bei solchen Emissionen weiterhin dabei. Bestes Beispiel, natürlich nicht das einzige, war letztes Jahr die Platzierung der SG Witten/Herdecke. Sie müssen das gar nicht Crowdinvesting nennen, aber genau das war es im Prinzip. Und es hat sehr gut funktioniert.

BondGuide: Etwas mit Zukunftswert?
Jakal: Die Platzierung hatte durchaus einen gewissen Leuchtturmeffekt. Ich kann mir gut vorstellen, dass die SG Witten/Herdecke nicht die einzige gemeinnützige Institution bleiben wird, die sich an den Kapitalmarkt wagt.
Steinbeißer: Die Emission der SG Witten/Herdecke hat natürlich nicht den herkömmlichen Begriff Mittelstandsanleihe verdient. Mit dem Begriff Studierendenanleihe konnten aber alle etwas anfangen.

Foto: Private Universität Witten/Herdecke gGmbH

STUD.GES.WITTEN/HERD. 24 (WKN: A12UD9)

Quelle: BondGuide

BondGuide: Die Börse Stuttgart sagt nun „Der Markt für Mittelstandsanleihen ist tot“.
Jakal: Vielleicht in Stuttgart und bestimmt sogar bei Anleihen aus einer Branche, die durch Subventionen künstlich hochgehalten wurde. Aber doch nicht allgemein. Und wer sagt, dass es immer klassische Mittelständler sein müssen?
Steinbeißer: Das kann ich mir ebenfalls gut vorstellen. Nicht nur, dass die SG Witten/Herdecke für besagten Leuchtturmeffekt gesorgt hat, auch wissen Privatanleger ja aktuell nicht, was sie wirklich Sinnvolles mit Erspartem tun sollen. Wenn dann eine gemeinnützige Idee zur Verfügung steht, akzeptieren Investoren auch eine vergleichsweise niedrige Rendite.

BondGuide: Rechnen Sie mit vielen Refinanzierungen bestehender Anleihen?
Jakal: Erfolgreiche Emittenten werden genug Möglichkeiten bei ihren Refinanzierungsvorhaben finden, eben genau weil sie erfolgreich waren. So kommen beispielsweise für viele Unternehmen auch Schuldscheindarlehen in Betracht, oder aber die Bank stellt gleich eine entsprechende Kreditlinie zur Verfügung.

Steinbeißer: Lassen Sie mich da hinzufügen, dass sich jeder Emittent natürlich genau überlegen muss, was er wirklich möchte. Es kann durchaus Sinn machen, den jetzt verfügbaren günstigeren Bankkredit oder den günstigeren Schuldschein auszuschlagen und bei der Anleihe 1 oder 2 Basispunkte mehr zu zahlen, wenn er bankenunabhängig bleiben möchte.

BondGuide: Ist man da denn nicht bei einem Schuldscheindarlehen?
Steinbeißer: Schuldscheindarlehen werden häufig von Raiffeisen- und Volksbanken gezeichnet, die damit aus ihrem Regionalitätsprinzip ausbrechen und diversifizieren können. Dann liegen Ihre Schuldscheine allerdings wieder bei Banken. Also ist die Frage, wie bankenunabhängig Sie als Emittent da wären. Wir müssen uns auch daran gewöhnen, dass bewährte Emittenten bei ihrer Folgeanleihe keine 7 bis 8% mehr zahlen werden. Weil sie das nicht müssen. Sondern vielleicht nur noch 4 bis 5%.
Jakal: Das war auch ein Punkt bei der Studierendenanleihe. Die Beteiligten wurden ja zunächst für verrückt erklärt, es mit 3,6% zu probieren. Doch es zeigte sich, dass dieses Crowdfunding- und Fundraising-Konzept für gemeinnützige Organisationen oder Kommunen durchaus funktionieren kann. Und vergessen Sie nicht das wertvolle Asset „Datenbasis“, das erfolgreiche Erstemittenten nach Platzierung ihrer Anleihe haben. Mit den Daten von der Zeichnung hat man zahlreiche potenzielle, zufriedene Zeichner an der Hand, wodurch sich die Unabhängigkeit erhöht.

BondGuide: Die technische Durchführung bei der Studi-Anleihe lief seinerzeit jedoch alles andere als problemlos – am Ende mussten zum Teil Interessierte die Anleihe über den Sekundärmarkt zeichnen.
Steinbeißer: Wäre seinerzeit das Platzierungstool von icubic benutzt worden, hätten wir uns tatsächlich einige Probleme ersparen können. Der Vertrieb erfolgte zum Teil über die Hausbank der Universität, die GLS Bank, sowie über die Börse Düsseldorf und die hier angeschlossenen Banken, was angesichts des niedrigen Emissionsvolumens von 7,5 Mio. EUR auch eigentlich problemlos hätte funktionieren sollen – dachten wir zumindest. Es stellte sich jedoch heraus, dass einige Banken die Zeichnungen nicht verarbeiten konnten. Das war schlichtweg niemandem bewusst bis dahin.

BondGuide: Wie lautet Ihrer Meinung nach der Königsweg bei einer Platzierung? – Etwa alles im Alleingang machbar, ohne Selling Agents?
Steinbeißer: Nein, auf keinen Fall. Das kommt immer auf den jeweiligen Case an. Bei größeren Volumina muss man diversifizieren, und dann ist es gut, zusätzlich einen starken Bookrunner plus ggf. Selling Agents zu haben. Der Retailmarkt ist eine recht langsame Straße bei der Platzierung, das sollte man auch beachten.

BondGuide: Herr Jakal, Herr Steinbeißer, vielen Dank an Sie beide für das Gespräch.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

gamigo group

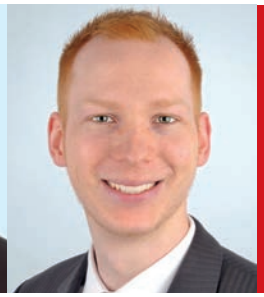
Gaming
as a Service

KUPON
8,5% p.a., Zinszahlung 1/4 Jährlich

LAUFZEIT
Bis zum 20. Juni 2018

Unternehmensanleihe
(WKN: A1TNJY)

Börsennotiz: Frankfurt, Quotation Board



PLATZIERUNG & HANDEL

MARTIN SCHMEISSER,
HEAD OF EQUITY & DEBT CAPITAL MARKETS,
UND BJÖRN KITZINGER,
EQUITY & DEBT CAPITAL MARKETS,
ICF BANK AG

Wachstumsfinanzierung Made in Germany

Eine Betrachtung anhand der Ferratum Group

Während Wachstumsunternehmen in ausländischen Kapitalmärkten verhältnismäßig einfach Mittel für den Ausbau ihrer operativen Tätigkeit einwerben können, stellt sich dies im deutschen Markt teilweise schwieriger dar. Die Ferratum Group ist ein hervorragendes Beispiel dafür, dass sich ein Unternehmen mit überzeugender Wachstumsstory auch am deutschen Kapitalmarkt über diverse Instrumente finanzieren kann. Im Februar 2015 konnte die Ferratum Oyj ihr erfolgreiches IPO im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse feiern. Nur gut anderthalb Jahre zuvor, im Oktober 2013, hat die deutsche Tochtergesellschaft, die Ferratum Capital Germany GmbH, eine im Entry Standard der FWB notierte Anleihe platziert.[1] Im Folgenden werden wir Parallelen und Unterschiede bei der Vermarktung beider Instrumente aufzeigen und gehen der Frage nach, für welche Emittenten eine vergleichbare Vorgehensweise empfohlen werden kann.

Vermarktung

Neben dem für beide Produkte erforderlichen Wertpapierprospekt erfolgte die Vermarktung vorwiegend über die jeweiligen externen Produktevaluierungen in Form des Ratings und des Researchs. Hierbei steht für den Bondinvestor im Regelfall die Zins- und Rückzahlungsfähigkeit im Fokus. Bei Aktionären hingegen liegt der Schwerpunkt vor allem auf der Equity Story und der Erwartung hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Gesellschaft.

Bond-Vermarktung

Am Anfang der Bondvermarktung stand nach entsprechender interner Vorbereitung (Due Diligence, Formulierung Bondstory etc.) ein frühes Marktsounding, um bei potenziellen Schlüsselinvestoren die Akzeptanz des Produktes zu erproben.

Ausgewählte Finanzinformationen zu den Finanzinstrumenten der Ferratum Group

	Anleihe	Aktie
Emittent:	Ferratum Capital Germany GmbH	Ferratum Oyj
Sitz:	Berlin	Helsinki
Emissionsdatum:	21.10.2013	06.02.2015
Segment:	Entry Standard FWB	Prime Standard FWB
Emissionsvolumen:	25 Mio. EUR	110,8 Mio. EUR
Stückzahl:	25.000 Teilschuldverschreibungen	6.517.188 Aktien
Ausgabepreis:	100,00%	17,00 EUR
Aktueller Kurs:	106,70%	19,51 EUR
Besonderheiten:	Laufzeit: 5 Jahre/Kupon: 8% Covenants: „NKD“ ** Sicherheit: Garantie Ferratum Oyj	Bookbuilding-Spanne: 15 – 18 EUR Angebot bestehend aus: Umplatzierung: 2,83 Mio. Aktien Kapitalerhöhung: 2,83 Mio. Aktien Greenshoe: 0,85 Mio. Aktien (am 17.02.2015 vollständig ausgeübt)

*) Kurse vom 19.02.15; **) Negativverpflichtung – Kontrollwechsel – Drittverzug
Quelle: ICF Bank AG

Hierbei wurde die Bondstory in Form eines profitablen Wachstums-Cases sehr positiv aufgenommen. Gleichzeitig wurde jedoch auch der geringe Bekanntheitsgrad der Gesellschaft im Hauptvermarktungsgebiet DACH sowie die geringe Vertrautheit mit dem Geschäftsmodell im Heimatmarkt der Investoren angemerkt. Dieser Widerspruch konnte letztlich durch die konkrete Ausgestaltung der Anleihe (Zins, Garantie, Covenants) aufgelöst werden.

Die Vermarktung fand weniger im Kreis der großen Kapitalsammelstellen statt, als vielmehr im Bereich der Spezialfonds, Vermögensverwalter und spezialisierter Private-Wealth-Einheiten. Diese sind überwiegend im DACH-Raum und in Luxemburg zu finden. Im konkreten Fall der Ferratum-Emissionen

1 Beide Transaktionen wurden von der ICF Bank AG als Sole Lead Manager begleitet.

Foto: Ferratum Group

fiel auf, dass bereits im Rahmen der Bondplatzierung eine hohe Aufnahmebereitschaft für ein mögliches Equity-Produkt signalisiert wurde. Folglich wurde Ferratum schon bei der Bondplatzierung als sehr überzeugende Wachstumsstory wahrgenommen. Zudem sind Small Cap-Bondinvestoren eher „Generalisten“, die sich auch für Equity-Produkte interessieren. Privatanleger haben mit rund 20% des Emissionsvolumens eine marktübliche Quote erzielt.

Aktien-Vermarktung

Wie sich bereits in der Bondvermarktung abzeichnete, zeigten sich die institutionellen Investoren sehr offen auch für die Equity Story. Hier wurden der eindrucksvolle Track Record als profitables Wachstumsunternehmen sowie die überzeugende Zukunftsperspektive als skalierbares und sich diversifizierendes FinTech-Unternehmen gewürdigt.

Die Vermarktung der Aktie konnte zudem internationaler erfolgen und adressierte unter anderem auch institutionelle Investoren in UK, Skandinavien und Frankreich. Zudem wurde mit Blick auf den Investorentypus valides Interesse bei nahezu allen Investorengruppen generiert: Neben den bereits genannten Investoren traten insbesondere auch große Investmentmanager auf.

Auffällig ist, dass der Anteil privater Anleger am IPO bei nur rund 2% lag. Wenngleich die Repartierung bei den Transaktionen unterschiedlich ausfiel, so blieben die absoluten Zeichnungen, trotz des vierfachen Emissionsvolumens, hinter denen des Bonds zurück. Leider bestätigt sich hierdurch einmal mehr, dass deutsche Privatanleger ein Direktinvestment in Aktien eher scheuen, selbst wenn sie von dem Unternehmen als solches überzeugt sind.

Schlussfolgerung für potenzielle Emittenten

Die Ferratum Group betrat 2013 das Börsenparkett als weitgehend unbekannter Emittent. Die Gesellschaft vermochte zunächst mit einem attraktiven Chance-Risiko-Verhältnis potenzielle Bondinvestoren zu überzeugen. In der Folge konnte sie sich unter den (erleichterten) Listing-Folgepflichten des Entry Standards beweisen. Als sich nunmehr im Jahr 2014 ein erhöhter Kapitalbedarf für das weitere Wachstum abzeichnete, konnte sie auf ein gut entwickeltes Investorenverständnis aufsetzen. Zudem war ihr die Form der Kapitalmarktkommunikation gut vertraut. Diese Umstände, gepaart mit der hohen Attraktivität der Equity Story, trugen dazu bei, dass Ferratum auch als kleinerer Player im boomenden Sektor „FinTech“ eine mehrfache Überzeichnung des Orderbuches generieren konnte.

Die gewählte Finanzierungsstrategie kann somit unter verschiedenen Blickwinkeln zur Nachahmung animieren und eignet sich insbesondere für solche Emittenten, die in attraktiven Märkten mit einer Wachstumsstory gut positioniert sind. Zudem ermöglicht es den Gesellschaftern eine Weiterentwicklung des Geschäftsmodells, ohne im ersten Schritt bei niedrigem Bewertungsniveau zu verwässern.

FERRATUM DTL. IHS 13/18 (WKN: A1X3VZ)

Quelle: BondGuide

PLATZIERUNG & HANDEL

INTERVIEW MIT TILO KRAUS,
HEAD OF FINANCIAL MARKETS,
IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG

„Einige Emittenten haben ihre sogenannte Mittelstandsanleihe häufig als eine Art Eigenkapitalsurrogat begeben“

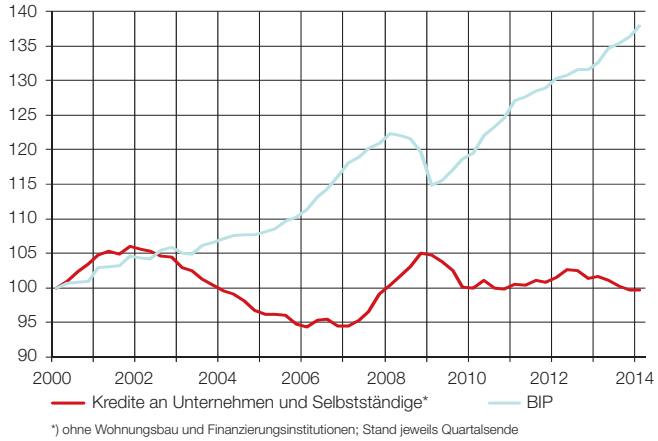
Dass Bond Holder kein Upside-Potenzial besitzen, aber bei schlechten Nachrichten als erstes „mithaften“, wird nur zu gern vergessen, so Tilo Kraus von der IKB. Der Investmentbanker im Gespräch mit BondGuide über Marktineffizienzen, gute und schlechte Verwendungszwecke sowie Sanktionsmechanismen.

BondGuide: Herr Kraus, Ihre aktuelle Bestandsaufnahme vom Mittelstandsmarkt?
Kraus: Durchwachsen. Die Spreu trennt sich vom Weizen: Einige Unternehmen notieren bei oder über pari, andererseits gibt es deutlich zu viele Kreditausfälle. Allerdings ist ein Großteil dieser Ausfälle nicht dem traditionellen deutschen Mittelstand zuzurechnen.

BondGuide: Sondern?
Kraus: Oftmals branchenspezifisch, z.B. bei Erneuerbaren Energien oder Mode. Aber auch Projektanleihen zählen zu den Ausfällen. Die Ausfallkonzentration liegt also gerade nicht im produzierenden Gewerbe, von Einzelfällen abgesehen. Diese Emittenten haben ihre sogenannte Mittelstandsanleihe häufig als eine Art Eigenkapitalsurrogat begeben.

BondGuide: Etwas, das auch wir kritisieren: Einige Geschichten sind schlicht keine Kredit-, sondern ausgewachsene Eigenkapital-Storys.
Kraus: Das sollte man nie aus den Augen verlieren: Als Bond Holder fehlt Ihnen das Upside-Potenzial komplett. Gute Nachrichten führen also in der Regel nicht zur Erwartung höherer Zahlungsströme, schlechte dagegen schlagen sich früher oder später in der Bilanz des Emittenten nieder und beeinträchtigen Kurs und Zahlungsfähigkeit. Bestenfalls

Kreditvolumen und BIP; vierteljährlich; Index 1. Quartal 2000 = 100



Quelle: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen

sehen Sie im Fall schlechter News einen Ausschlag nach unten und dann eine Erholung auf den Rückzahlungswert – mehr jedoch kann man bei Anleihen nicht erwarten.

BondGuide: Passen Rendite, Ratings und Ausfallquoten denn derzeit etwas mehr zusammen als in der Vergangenheit?
Kraus: Kupons von 7 bis 8% entsprechen dem B-Bereich des High-Yield-Marktes, insofern sind wir in der Realität angekommen. Wenn man davon ausgeht, dass z.B. der US-amerikanische Hochzinsanleihenmarkt nicht vollständig ineffizient ist, dann signalisieren die Renditen vieler Mittelstandsanleihen eine Ausfallwahrscheinlichkeit wie bei B-gerateten Unternehmen.

BondGuide: Sie kritisierten schon häufiger, dass der Markt für KMU-Anleihen nicht unbedingt effizient ist, z.B. wider-

sprechen sich Aktien- und Anleihen-Notiz bei auch aktiennotierten Emittenten zuweilen. Sind Ihnen aktiennotierte Unternehmen generell lieber, der Vergleichbarkeit wegen?
Kraus: Da gibt es mehrere wichtige Punkte. Zum einen befolgt ein aktiennotierter Emittent schon länger die üblichen Transparenzpflichten. In der Regel gibt es dann auch Research, das bei der Zukunftseinschätzung hilft. Zum anderen kann ein solcher Emittent auch relativ zeitnah Eigenkapital einwerben, wenn es denn mal notwendig sein sollte. Beide Punkte sind gut auch für Bond Holder. Insofern: ja. Wobei es natürlich keine Regel gibt, dass Privatfirmen nicht auch gute Anleiheemittenten sein können.

BondGuide: Und wie sieht das bei einer potenziellen Restrukturierung aus? – Leider muss man da ja häufig schon bei der Emission daran denken.
Kraus: Bei einer aktiennotierten AG ist der Verhandlungsprozess mit einer großen Eigentümergruppe gegebenenfalls nicht einfacher, wenn einschneidende Maßnahmen beschlossen werden müssen. Dafür sind Eigenkapitalmaßnahmen technisch meist leichter durchführbar.

BondGuide: Ratingagenturen kritisieren, dass sich die Kennzahlen der Unternehmen nach der Emission häufig im Vergleich zu den Vorjahren verschlechtern
Kraus: Da sollte man nicht Äpfel mit Birnen vergleichen. Eine Pro-forma-Analyse der Kennzahlen vor und nach Anleihebegebung ist in diesem Markt noch nicht überall etabliert. Es ist nicht verwunderlich, wenn die Kennzahlen nach der Emission schlechter sind als ohne das zusätzliche Fremdkapital. Darüber hinaus haben sich in den letzten Jahren z.B. die Zinsdeckungsgrade von Neuemissionen dadurch verschlechtert, dass sich der Anteil von Projektanleihen im Vergleich zu den Vorjahren gehäuft hat.

BondGuide: Thema Erlösverwendung: Wo sind institutionelle Investoren besonders kritisch?

Alfmeier Anleihe 13/18 (WKN: A1X3MA)

Quelle: BondGuide

Kraus: Ich beispielsweise bin stets kritisch bei allem, was Geld aus dem Unternehmen abzieht, also Dividenden, Aktienrückkäufen etc., dort, wo Gelder den Haftungskreis der Anleihe verlassen. Refinanzierungen dagegen werden aus meiner Sicht oft schlechter bewertet als sie sind. Es gibt genau genommen kaum etwas Transparenteres, da die Ertragsseite des Emittenten unverändert bleibt und man den Effekt der neuen Finanzierung gut durchrechnen kann.

BondGuide: Wer ist denn dafür verantwortlich, genau zu schauen, ob der Firmenpatriarch die Emissionserlöse wie beschrieben verwendet?
Kraus: Eigentlich müsste das die begleitende Bank im Rahmen ihrer Due Diligence prüfen. Auch die Ratingagentur sollte sich mit dem Thema des Verwendungszweckes auseinandersetzen, genau wie die Transaktionsanwälte. Auf der anderen Seite ist bei eigentümergeführten Unternehmen am Aktienmarkt oft eine Outperformance zu beobachten, d.h. ein starker Eigentümer kann offenbar auch sehr viel Wert schaffen.

BondGuide: Aber konkret: Wie kommen wir hier in punkto Überwachung und Handhabe voran?
Kraus: Ein Treuhänderkonzept ist international gang und gäbe. Ich gebe Ihnen recht: Bei unseren Mittelstandsmärkten hatte es bislang noch keine Durchschlagskraft. Hier muss man von internationalen Vorgängern lernen, z.B. indem der Treuhänder die Emissionserlöse nur für die konkreten Verwendungszwecke an den Emittenten freigibt.

BondGuide: Auch fragt sich der Laie: Was bringen Kreditklauseln, wenn diese bei Bruch und folgender Sonderkündigung von Seiten der Anleiheinhaber zu einer sofortigen Zahlungsunfähigkeit des Emittenten führen würden?
Kraus: Kreditklauseln definieren grundsätzliche Spielregeln. Die müssen sein, da sonst Bond Holder gegenüber Equity Holdern stets schlecht aussehen. Hier müsste tatsächlich darauf hingewirkt werden, dass ein Verstoß gegen definierte Kreditklauseln entsprechend sanktioniert und tatsächlich geahndet wird. Sie liegen durchaus richtig: Eigentlich möchte der Bond Holder ja gar nicht fällig stellen, schon gar nicht mit den beschriebenen Konsequenzen – es sind die Sanktionen selbst, die verhindern sollten, dass gegen Kreditklauseln überhaupt erst verstoßen wird.

BondGuide: Herr Kraus, einmal mehr vielen Dank für die interessanten Einblicke.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

VON VOLKER KEMPF, PARTNER,
UND KOLJA SCHICK, ASSOCIATE,
MAYERHÖFER & CO CORPORATE FINANCE BERATUNG GMBH

Neuer Trend: Erstrangig besicherte Immobilienanleihen

Ein Marktüberblick

Seit Einführung der Mittelstandsanleihen werden immer wieder sogenannte Immobilienanleihen platziert. Überwiegend handelt es sich dabei um Emittenten, die rückblickend betrachtet vorher nur einem kleinen Kreis von Immobilienexperten bekannt waren und insbesondere mit der hohen Sicherheit ihrer Anleihe werben. Bei einer etwas differenzierteren Betrachtung ist allerdings festzustellen, dass es höchst unterschiedliche Ausgestaltungsvarianten von Immobilienanleihen gibt.

Nur wenige Immobilienanleihen sind erstrangig grundpfandrechtlich besichert

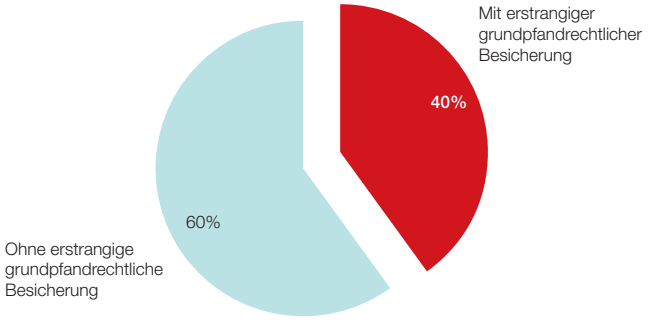
Wenn man über Immobilienanleihen im Allgemeinen spricht, ist insbesondere zwischen grundpfandrechtlich und nicht-grundpfandrechtlich besicherten Anleihen zu unterscheiden. Oft wird dieser Unterschied nur beiläufig erwähnt. Er kann jedoch, was die Qualität der Besicherung angeht, einen eklatanten Unterschied ausmachen.

Bei nicht-grundpfandrechtlich besicherten Immobilienanleihen kann der Anleiheerlös als eigenkapitalersetzendes Mittel für die Finanzierung eingesetzt werden. Im Falle einer Insolvenz werden zunächst die erstrangigen Gläubiger (i.d.R. Banken) bedient, womit ein nicht unerhebliches Ausfallrisiko für die Anleihegläubiger entstehen kann.

Bei einer grundpfandrechtlichen Besicherung ist die Anleihe meist erstrangig durch ein Grundpfandrecht besichert, so dass hier die Immobilie bzw. das Projekt wirklich als Verwertungssicherheit dient. Allerdings sind auch hier nicht unerhebliche Ausfallrisiken zu berücksichtigen. Für den Investor ist es also generell wichtig, sich intensiv mit den Anleihebedingungen und der Art der Besicherung auseinanderzusetzen.

Foto: Thinkstock/iStock/zelepukin

Anteil der Immobilienanleihen im Mittelstandssegment mit und ohne erstrangige grundpfandrechtliche Besicherung



Quelle: m&co Research

Die Grafik zeigt, dass der Anteil der Anleihen ohne erstrangig grundpfandrechtliche Besicherung den Anteil der erstrangig grundpfandrechtlich besicherten Anleihen übersteigt. Aus unserer praktischen Erfahrung heraus wird diese Unterscheidung gerade bei Investoren, die nicht aus der Immobilienbranche kommen, nicht immer vollzogen. Allein durch die Verwendung verschiedener Begrifflichkeiten kann es so zu einer Fehleinschätzung der tatsächlichen Besicherung kommen. Wichtig ist jedoch die Feststellung, dass eine nicht erstrangig grundpfandrechtlich besicherte Anleihe nicht

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:

- Industrie-/Unternehmensanleihen
- 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

zwangsläufig eine schlechte Qualität aufweist. Dennoch ist eine genaue Abgrenzung wichtig, da im negativen Falle aufgrund der fehlenden Sicherheiten böse Überraschungen drohen können.

Übersicht der Immobilienanleihen im Mittelstandssegment, die mit erstrangigen Grundpfandrechten besichert sind

Emittent	Emissionsjahr	Volumen in Mio. EUR	Kupon	Laufzeit (Jahre)	Anleihenrating**	Mittelverwendung
Eyemaxx Real Estate AG I	2011	25	7,50%	5	BBB+	Projektentwicklung
Eyemaxx Real Estate AG II	2012	20	7,75%	5	BBB+	Projektentwicklung
Cloud No. 7 GmbH	2013	35	6,00%	4	BBB	Projektentwicklung
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	2014	35	6,50%	4	BBB	Projektentwicklung
IPM GmbH & Co. KG*	2014	15	5,00%	5	–	Bestandshaltung
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	2014	25	6,50%	5	BBB-	Projektentwicklung

* Reine Privatplatzierung mit Zulassung im Open Market; ** Erstrating
Quelle: m&co Research

Die Übersicht verdeutlicht, dass die Anzahl erstrangig besicherter Immobilienanleihen immer noch sehr überschaubar ist. Das Jahr 2014 zeigt jedoch einen Trend der Zunahme von Emissionen erstrangig grundpfandrechtlich besicherter Anleihen.

Insbesondere Projektentwickler setzen auf erstrangig besicherte Anleihen

Besonders auffällig ist, dass es sich bei den meisten Emittenten von erstrangig besicherten Anleihen um Projektentwicklungsgesellschaften handelt. Dies ist insofern nicht verwunderlich, da gerade im Projektentwicklungsgeschäft neben hohen Renditen auch hohe Risiken stecken können. Insofern werden i.d.R. Immobilienentwicklungen nur durch Banken finanziert, wenn ein verhältnismäßig hoher Eigenkapitalanteil vorliegt oder Zusatzsicherheiten gestellt werden können.

Insofern müssen sich Investoren über die jeweils projektspezifischen Risiken im Klaren sein, da üblicherweise der Großteil der Emissionserlöse in den Projekten verbaut wird. Somit ist verständlich, dass zusätzlich zu der erstrangigen Besicherung der Anleihen auch weitere Sicherungsinstrumente von den Emittenten angeboten werden. Dies sind zum Beispiel:

- Abtretung von Forderungen
- Verwaltung der Anleihegelder durch einen Treuhänder
- Hinterlegung der Zinszahlung auf einem Treuhandkonto

Hierbei ist hervorzuheben, dass sich die Abtretung von Mietforderungen und die Einsetzung eines Treuhandkontos mittlerweile als Standards bei mittelständischen Immobilienanleihen etabliert haben. Vielfältigste Gestaltungsmöglichkeiten bei der Besicherung einer Immobilienanleihe machen einen intensiven Blick in den Anleiheprospekt unvermeidlich.

Finanzwirtschaftliche Analysen bei Projektentwicklern oft nicht möglich

Aufgrund des Finanzierungscharakters, insbesondere bei Projektentwicklern, ist eine rein finanzwirtschaftliche Analyse quasi nicht möglich. Zum einen fehlen meist historische Zahlenreihen, zum anderen fehlen aber auch Erfolgskennzahlen wie die EBIT-Marge, da diese in der Projektentwicklung erst nach Abschluss eines Projektes ermittelt werden können.

Übersicht der Emittenten von erstrangig besicherten Immobilienanleihen mit ausgewählten Finanzkennzahlen

Emittent	Umsatz 2013 in Mio. EUR	EBIT 2013 in Mio. EUR
Cloud No. 7 GmbH	–	-1,3
Eyemaxx Real Estate AG*	2,4	6,7
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	–	-0,2
IPM GmbH & Co. KG	2,7	1,1
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	0,3	0,3

* GJ 2012/2013; Quelle: m&co Research

Die Tabelle verdeutlicht noch einmal, dass eine qualitative Analyse der Anleihen aufgrund der dargestellten Finanzkennzahlen für das Jahr 2013 der Projektgesellschaften, wenn überhaupt, nur sehr eingeschränkt möglich ist.

Fazit

Aus der praktischen Erfahrung heraus wird der Trend zur erstrangig besicherten Immobilienanleihe weiter anhalten. Zum einen erkennt die Immobilienbranche zunehmend die Vorzüge einer kapitalmarktorientierten Finanzierung und kann sich damit zum Teil von der traditionellen Bankenabhängigkeit befreien. Zum anderen werden die Anleger mit dem Umgang von Immobilienanleihen insbesondere im Bereich der Projektentwicklung zunehmend erfahrener und professioneller, so dass auch auf Anlegerseite ein steigendes Interesse sowie eine größere Offenheit für diese spezielle Anlageklasse entstehen. Für die weitere Entwicklung erscheint aber vor allem wichtig, dass Anleger eine risikoadäquate Verzinsung erhalten und über den Verlauf der einzelnen Projekte umfänglich und zeitnah informiert werden, so dass auch bei einem nicht planmäßigen Verlauf entgegengewirkt werden kann. Damit könnten sich erstrangig immobilienbesicherte Anleihen langfristig als eigene Anleiheklasse im Mittelstandssegment etablieren und so zu einer besseren Anleihequalität beitragen.

Smart Investor

3 MAL GEGEN DEN MAINSTREAM:

Smart Investor
Das Magazin für den kritischen Anleger

SmartInvestor.de

Smart Investor
Weekly

Besuchen Sie uns auf **Facebook!**

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

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

VON JUSTUS LINKER, PROKURIST,
CAPITAL MARKETS,
UND MARCEL PRIX, CORPORATE FINANCE/SALES,
VEM AKTIENBANK, MÜNCHEN

Immobilienanleihen in der aktuellen Finanzierungslandschaft

Bestandsaufnahme und Diskussionsvorschläge

Unternehmensanleihen stellen für Immobiliengesellschaften ein smartes Mittel der Finanzierung dar. Der Emissionserlös erhöht die Flexibilität der Finanzierung neuer Projekte, da dieser grundsätzlich als Eigenkapital-Substitut Verwendung findet. Am Markt sehen wir sowohl besicherte als auch unbesicherte Anleihen, wobei die Belastbarkeit der Besicherung im Fall der Fälle im Vordergrund stehen sollte. Unabdingbar ist in jedem Falle eine fortlaufende und transparente Berichterstattung, was umso mehr für Einzelprojektfinanzierungen gilt.

Eine Frage, die wir oft von Investoren hören, ist, warum Emittenten von Immobilienanleihen bei der derzeitigen historisch niedrigen Zinslandschaft einen Kupon von bis zu 9% zahlen. Die Antwort liegt eben darin, dass die Anleiheerlöse die Basis sind, über die eine Senior-Bankenfinanzierung gelegt wird. Die eingeworbenen Mittel verkörpern somit eine Alternativfinanzierung zu Junior-Darlehen, Mezzaninekapital bzw. eben zu Eigenkapital. Verglichen damit sind die Kupons relativ niedrig bzw. für den Anleiheemittenten immer noch eine attraktive Art der Refinanzierung. Dies ermöglicht im ersten Schritt beispielsweise eine volle Finanzierung von Projekten aus dem Emissionserlös. Im Nachgang nimmt der Emittent dann eine Umfinanzierung mit Seniordarlehen vor, allerdings sitzt er dann bei einem Bankenpitch am längeren Hebel, agiert aus einer Position der Stärke und kann aus mehreren Finanzierungsvarianten die günstigste auswählen, auch im Hinblick auf die Kreditprovision.

Projektentwicklungen

Grundsätzlich stehen Projektentwickler vor der Herausforderung, dass ihre Assets alle in entsprechenden Objektgesellschaften mit bestehender Bankenfinanzierung gebunden sind und diese nicht für die Besicherung einer Anleihe zur Verfügung stehen. Dieses Dilemma lässt sich lösen, indem Sicherheiten von außerhalb gestellt werden, z. B. durch Gesellschafter. Dies zeigt ein hohes Maß an Commitment. Besteht diese Möglichkeit nicht, kann auf eine Besicherung mit Gesellschaftsanteilen an Projektgesellschaften zurückgegriffen und diese zugunsten der Anleihegläubiger abgetreten werden.

Entscheidend dabei ist, dass sich die Risiken aus der Besicherung nicht nur auf ein Objekt kaprizieren, sondern dem Gedanken einer Risikodiversifizierung Rechnung getragen wird. Anders stellt sich die Situation bei reinen Projektfinanzierungen dar. Hier steht mitunter meist nur ein einzelnes Objekt zur Verfügung. Dies macht eine erstrangige Besicherung in Form einer Grundschuld unabdingbar, denn neben dem Baufortschritts- und Fertigstellungsrisiko besteht für Anleihegläubiger das Verwertungsrisiko im Fall der Insolvenz der Projektgesellschaft. Im Optimalfall stehen allerdings bei Emission Immobilien als Dispositionsmasse zur Besicherung zur Verfügung, die im Bestand gehalten werden, fortlaufende Mieteinnahmen generieren und hinreichend fungibel sind.

Wer A wie Anleihe sagt, muss auch B wie Berichtswesen folgen lassen

Im Gegensatz zu einer Kreditaufnahme ist eine Anleiheemission der Auftakt für eine nachhaltige Präsenz am Kapitalmarkt, die eine fortlaufende und transparente Berichterstattung erfordert. Die Publizitätspflichten umfassen Themen wie (Quasi-) Ad-hoc-Meldungen, mindestens Geschäfts- und Halbjahresberichte, besser noch eine Quartalsberichterstattung. Aber auch jährliche Ratingaktualisierungen, ein gepflegter Investor-Relations-Bereich auf der Firmenwebsite, die Teilnahme an

Analystenveranstaltungen bzw. Kapitalmarktkonferenzen, Roadshows etc. Eine fortlaufende, offene und klare Kommunikation mit den Anleihegläubigern, die eine andere Interessenlage haben als Aktionäre, ist der Schlüssel für ein erfolgreiches Being Public als Anleiheemittent und damit die Basis und Startschuss für weitere Kapitalmarktfinanzierungen.

Information Covenants sollten Pflicht werden

Die aufgetreten Verwerfungen am Mittelstandsanleihemarkt sind sicherlich auch eine Folge davon, dass eben dieses Bewusstsein zur Transparenz und zur wertstabilen Besicherung von einzelnen Emittenten nicht gelebt wurde. Jede Bank wiederum genießt bei einer gewerblichen Immobilienfinanzierung mithin ein höheres Informationsniveau. In den Kreditbedingungen wird ein laufendes Reporting gefordert, damit Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt werden. Ein Mittel, das geeignet ist und bisher noch keine Beachtung gefunden hat, diese Diskrepanz zugunsten der Anleihegläubiger zu beseitigen, ist die Festschreibung von Informationspflichten in den Anleihebedingungen als Information Covenant: Standard sollte eine Quartalsfinanzberichterstattung sein.

…und bei Bruch: Kuponerhöhung statt Kündigungsrecht

Insbesondere bei Einzelprojektfinanzierungen, aber auch bei Projektentwicklern sind vierteljährliche Informationen zum Projektfortgang, beispielsweise über Bau- und Verkaufsfortschritt, mehr als wünschenswert. Um dies zu gewährleisten, sind die Emittenten auch in der Pflicht, entsprechende personelle und strukturelle Ressourcen vorzuhalten. Die Belegung von Verstößen gegen derartige Regelungen kann man sicherlich kontrovers diskutieren. Wir als emissionsbegleitende Bank denken, dass es durchaus Sinn machen kann, statt eines Kündigungsrechts in der ersten Stufe eine Kuponerhöhung analog eines Ratingtriggers festzulegen. Dieser Mechanismus führt zu einer wirtschaftlichen Kompensation im Sinne der Anleihegläubiger.

Übersicht ausgewählte börsennotierte Immobilienanleihen

Unternehmen	Emissionsdatum	Zielvol. (EUR)	Laufzeit	Kupon	Notiz	Rating	Besicherung
Peach Property AG	Jul 11	50	5	6,60%	Entry Standard	BB+	ja
EYEMAXX Real Estate AG	Jul 11	25	5	7,50%	Entry Standard	BBB-	ja
EYEMAXX Real Estate AG	Apr 12	15	5,5	7,75%	Entry Standard	BBB-	ja
HAHN-Immobilien AG	Sep 12	20	5	6,25%	mittelstandsmarkt	A-	ja
IPSAK (Salamander)	Dez 12	30	7	6,75%	BondM	BBB	ja
EYEMAXX Real Estate AG	Mär 13	15	6	7,875%	Entry Standard	BB-	nein
Adler Real Estate AG	Apr 13	20	5	8,75%	Entry Standard	BB-	nein
Stern Immobilien AG	Mai 13	20	5	6,250%	Entry Standard/m:access	A-	ja
Cloud No. 7	Jun 13	35	4	6,00%	BondM	BBB	ja
DIC Asset AG	Jul 13	100	5	5,750%	Prime Standard	n.a.	nein
GEWA Projektanleihe	Mär 14	35	4	6,50%	Entry Standard	BBB	ja
Adler Real Estate AG	Apr 14	130	5	6,00%	Prime Standard	BB-	nein
6B47 Real Estate Investors AG	Jun 14	10	1	9,50%	Freiverkehr FWB	BB	nein
UBM Realitätenentwicklung AG	Jul 14	150	5	4,875%	Entry Standard	n.a.	nein
EYEMAXX Real Estate AG	Sep 14	15	6	8,00%	Entry Standard	BB-	nein
DIC Asset AG	Sep 14	125	5	4,625%	Prime Standard	n.a.	nein
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	Okt 14	25	5	6,50%	Entry Standard	BBB-	ja

Quelle: VEM Aktienbank

RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

INTERVIEW MIT ARNE AßMANN,
HEAD OF EQUITY SALES,
YOUMEX INVEST AG

Ein Erfahrungsbericht

„Non-deal related“ Roadshow der KTG Agrar SE in New York[1]

Die KTG Agrar SE (ehemals KTG Agrar AG) hat mittlerweile drei Unternehmensanleihen mit einem Gesamtvolumen von mehr als 250 Mio. EUR erfolgreich international platziert. Die KTG-Gruppe bewirtschaftet derzeit rund 40.000 Hektar Ackerland in Deutschland und Litauen und adressiert mit ihrem integrierten Geschäftsmodell die Megatrends Weltbevölkerungswachstum, Nahrungsmittelsicherung, Änderung von Essgewohnheiten und saubere Energie. youmex Invest betreut seit 2010 die KTG-Gruppe im Hinblick auf ihre bankenunabhängige Finanzierung über den Kapitalmarkt – BondGuide *sprach mit Arne Aßmann, Head of Equity Sales, über Megatrends, Mentalitätsunterschiede und Meinungsmacher.*

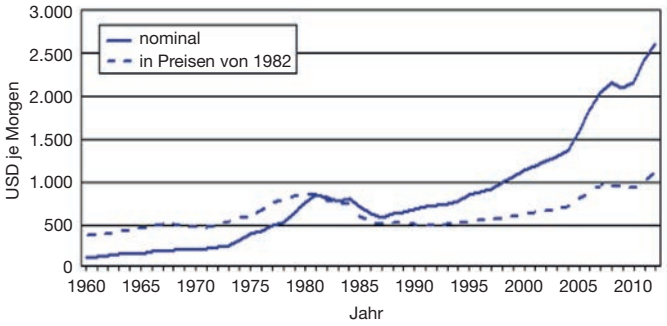
BondGuide: Herr Aßmann, welchen Zweck hatte die Roadshow in New York Anfang November 2014? – Sie war ja „non-deal related“, d.h. ohne konkretes Platzierungsvorhaben.
Aßmann: Wir verbreitern und internationalisieren fortlaufend den Bekanntheitsgrad und die Investorenbasis der von uns betreuten Mittelständler. Aus unseren Erfahrungen und Gesprächen wussten wir, dass die Themen Agriculture, Food & Energy in den USA gut aufgenommen werden. Dies bedeutet großes Interesse für Unternehmen, die wie die KTG Agrar SE globale Zukunftsthemen besetzen. Hierbei beurteilen US-Amerikaner in- wie ausländische Emittenten unter langfristigen Wachstumsperspektiven. Das integrierte, umfassende KTG-Geschäftsmodell eben bei diesen Adressen erstmalig vorzustellen und richtig für die Zukunft zu positionieren, war uns hierbei wichtig.

BondGuide: Wer waren die Gesprächspartner?
Aßmann: Wir konnten in drei Tagen das Unternehmen bei verschiedenen Agrar-Funds, Small Cap-Funds, Family Offices, Micro Cap-Brokern und Investment Banks umfassend und zielgruppenspezifisch präsentieren.

BondGuide: Wie waren die grundsätzlichen Reaktionen auf die Kapitalmarktpräsenz von KTG Agrar?
Aßmann: Im Allgemeinen wurde der KTG Agrar von dortigen Bond-Investoren gebührender Respekt gezollt, angesichts der erfolgreich platzierten Anleihen. Equity-Investoren waren erstaunt über die zu möglichen US-Peers vergleichsweise immer noch niedrige Bewertung der Gesellschaft, was immer wieder die Diskussion über ein mögliches Listing in den USA und eine damit erwartete Höherbewertung eröffnete.

BondGuide: Dies mündet in die Frage, woher die Affinität der US-Amerikaner für den Agrarsektor rührt?
Aßmann: Dies ist insofern nachvollziehbar, da die Bevölkerung der USA allein schon durch die Geburtenrate – ungeachtet der anhaltenden Zuwanderung – stetig wächst. Die US-Bevölkerung wuchs in der letzten Dekade um fast 10% gegenüber nur 1,6% in Europa, was zwangsläufig den Fokus

Durchschnittliche Preise für Ackerland in den USA 1960 bis 2012 (nominal und in Preisen von 1982), 1960 = 100% nominal



Quelle: Pollock, A. (2012): A Bubble to Remember – And Anticipate? American Enterprise Institute for Public Policy Research

1) 5. bis 7. November 2014

auf die Themen Nahrungsbeschaffung und -sicherung lenkt. Ferner galt bereits in den von hoher Inflation und dem Kalten Krieg geprägten 1970er Jahren Ackerland unter Kapitalanlegern als sichere Anlageform. Die Boden- und damit einhergehenden Häuserpreise im Corn & Grain Belt des Mittleren Westens um Iowa, Indiana, Ohio, Nebraska und Kansas haben sich allein in den letzten zehn Jahren mehr als verdreifacht – auch wenn es jetzt eine Überhitzung sein mag. Neben Öl & Gas verstehen die Amerikaner daher eines: Nahrung & Agribusiness, denn „Schönheit vergeht, Hektar besteht“.

KTG AGRAR AG 10(15) (WKN: A1ELQU)

Quelle: BondGuide

BondGuide: Gibt es denn wirklich gravierende Unterschiede – auch in der Mentalität – zwischen US-amerikanischen und deutschen Investoren?

Aßmann: In den Gesprächen haben wir immer wieder die Erfahrung gemacht, dass sich US-Investoren fast ausschließlich auf die Chancen und damit das sogenannte Upside-Potenzial fokussieren und mögliche Risiken weniger deutlich adressiert werden. Dies spiegelt die Grundhaltung der Amerikaner wider, dass selbstverständlich jedwede Art von Unternehmung mit betriebswirtschaftlichen Risiken behaftet ist, die es zu beachten, allerdings dann auch nicht sonderlich oder ausschweifend überzustrapazieren gilt.

Anzeige

Deutscher Mittelstandsanleihen Fonds

Für Investoren, die in einem Niedrigzinsumfeld vom Erfolg familiengeführter mittelständischer Unternehmen profitieren wollen, ist der Deutsche Mittelstandsanleihen Fonds die richtige Lösung.

4,20% p.a. *

Nominiert für Großer Preis des MITTELSTANDES

Deutscher Mittelstandsanleihen Fonds (WKN: A1W5T2, ISIN: LU0974225590)

Überzeugende Performance auch in Zeiten von Niedrigzinsen

*Der Deutsche Mittelstandsanleihen Fonds schüttete am 24.02.2015 je Anteil 2,10 € aus. Bezogen auf den Ausgabepreis von 50 € je Anteilsschein errechnet sich eine Rendite von 4,2% p.a. für den Anleger.

Mehr dazu unter www.dma-fonds.de

KFM Deutsche Mittelstand AG I Rathausufer 10 I 40213 Düsseldorf I Fon 0211-210 73740 I www.dma-fonds.de I info@kfmag.de

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Produktspezifische Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen vollständigen Verkaufsprospekt.

BondGuide: Ist das tatsächlich so eklatant?
Aßmann: Typischerweise kommen sehr schnell die üblichen Fragen auf, wie: „Why are you here, what do you want?“, „Where's my upside?“ und im Hinblick auf die langfristige Entwicklung der Equity- oder Bond Story: „How fast and far can you scale up?“ „Where is your business in 10 years from now“?

BondGuide: Ticken neben den gewohnten Investoren dort auch die Institutionen so?
Aßmann: Absolut, diese Aufgeschlossenheit erstreckt sich auch auf die US-Börsen Nasdaq und NYSE/Amex sowie die amerikanische Legislative, die mit unterschiedlichen Einstiegslevels wie ADRs, Dual Listing, OTCQX/QB respektive regulatorischen Erleichterungen wie dem „JOBS-Act“ jungen Unternehmen und ausländischen Emittenten den Zugang zum großen US-Kapitalmarkt erleichtern und diese mit offenen Armen willkommen heißen. Dagegen darf man in Deutschland die seinerzeitige Schließung des Neuen Marktes, aktuell der Anleihe-Segmente BondM und Mittelstandsmarkt sowie die fehlenden Impulse und Anreize für deutsche Kapitalgesellschaften zur Kenntnis nehmen.

BondGuide: Das klingt zwar wie ein Eldorado für ausländische Emittenten – aber sicherlich gibt es auch einiges zu beachten.
Aßmann: Natürlich gilt auch hier „Das Auge des Herrn macht die Kuh fett“, will heißen, deutsche Mittelständler müssen sich dann auch regelmäßig in den USA zeigen, neue Kontakte aufbauen und diese durch regelmäßige Besuche vor Ort pflegen. Nur so lässt sich auch in den Staaten eine vertrauensvolle Investorenbasis langfristig aufbauen. Einer der besuchten Fund Manager sagte hierzu ganz treffend: „You cannot parachute down here from your Lufthansa and expect big tickets instantaneously after which you take the money and run.“

Schweres Gerät auf der Hauptversammlung von KTG Agrar. Foto: KTG Agrar

Foto: KTG Agrar

BondGuide: Würden Sie meinen, das Interesse US-amerikanischer Institutionen am deutschen Mittelstand könnte sich auch auf weitere Titel und Themen erstrecken?
Aßmann: Schon heute halten nordamerikanische Institutionen zwischen 25 und 30% an deutschen börsennotierten Mittelständlern. Technik und Entrepreneurship Made in Germany genießen in den USA einen sehr guten Ruf. Als Lokomotive des europäischen Wirtschaftsraumes fällt Deutschland zudem eine besondere Rolle und Bedeutung zu, was von US-Amerikanern oftmals zur Forderung an Deutschland und deutsche Unternehmer zu mehr Verantwortung in der Welt führt. Auf unserer Investorenkonferenz in New York im Juni 2014 haben wir bereits deutliches und nachhaltiges Interesse, nicht nur von großen Häusern, sondern auch von kleineren Vermögensverwaltern und Family Offices, am deutschen Mittelstand feststellen können. Hier spielen nicht nur wirtschaftlich-technische Überlegungen, sondern teilweise auch noch deutsche Wurzeln oder andere Verbindungen eine gewichtige Rolle. Deutsche Mittelständler, die mit nachhaltigem Geschäftsmodell und solider Bilanz aufwarten, werden weiterhin im Fokus von US-Anlegern stehen und sollten die immensen Chancen nutzen, die eine Erweiterung der Aktionärs- und Gläubigerbasis in Richtung Nordamerika mit seiner ausgereiften Aktienkultur mit sich bringen können. Schließlich findet man hier oftmals die Institutionen mit den drei Ps: Patience, Perseverance and deep Pockets – Geduld, Beharrlichkeit und tiefe Taschen.

BondGuide: Herr Aßmann, vielen Dank für die interessanten Einblicke von „abroad“!

Das Interview führte Falko Bozicevic.

equinet Bank
AKTIENGESELLSCHAFT

„Die Unternehmer unter den Bankern“

Initial Public Offering — Ferratum
6.517.188 Aktien
Platzierungspreis: € 17,00
Platzierungsvolumen: € 110,8 Mio.
Co-Lead Manager
Feb 2015 — equinet Bank

Schuldscheindarlehen — VISTA DAS REIHENHAUS
Schuldscheindarlehen
2014/2019
€ 17,5 Mio.
Sole Lead Arranger
Jan 2015 — equinet Bank

Schuldscheindarlehen — Halloren
Schuldscheindarlehen
2014 - 2017/2019 (var.)
€ 23,5 Mio.
Sole Lead Arranger
Nov 2014 — equinet Bank

Advisory — First Sensor
Fairness Opinion
Im Rahmen des
Übernahmeangebots der
FS Technology Holding S.à r.l.
Jul 2014 — equinet Bank

Kapitalerhöhung / Convertible — Gigaset
25.051.279 Aktien
9.476.877 Wandelschuldverschreibungen
Platzierungspreis: € 1,00
Platzierungsvolumen: € 34,5 Mio.
Sole Lead Manager
Jul 2014 — equinet Bank

Kapitalerhöhung / Umplatzierung — RIB running together
5.871.541 Namensaktien
Platzierungspreis: € 12,50
Platzierungsvolumen: € 73,4 Mio.
Co-Lead Manager
Jul 2014 — equinet Bank

Initial Public Offering — SLM Solutions GmbH
10.000.000 Stammaktien
Platzierungspreis: € 18,00
Platzierungsvolumen: € 180 Mio.
Selling Agent
Mai 2014 — equinet Bank

Sell-Side Advisory — LOEWE.
Veräußerung an
STARGATE UNTERNEHMER - CAPITAL
München
Mrz 2014 — equinet Bank

Börseneinführung — sto
2.538.000 Vorzugsaktien
im Rahmen des Rechtsformwechsels
in die STO SE & Co. KGaA
Sole Listing Agent
Mrz 2014 — equinet Bank

Privatplatzierung Anleihe — Gewa TOWER
6,5% Corporate Bond
2014/2018
€ 30,3 Mio.
Sole Lead Manager
Sole Bookrunner
Mrz 2014 — equinet Bank

Schuldscheindarlehen — Deutsche Reihenhaus
Schuldscheindarlehen
2014/2017 (var.)
€ 20 Mio.
Sole Lead Manager
Sole Bookrunner
Mrz 2014 — equinet Bank

Kapitalerhöhung — Biotest
1.461.909 Vorzugsaktien
Platzierungspreis: € 52,00
Platzierungsvolumen: € 76 Mio.
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
Jun 2013 — equinet Bank

(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 HENDRIK RIEDEL, PARTNER,
GSK STOCKMANN + KOLLEGEN,
UND HELMUT STICHLMAIR, GESCHÄFTSFÜHRER,
SCALA CORPORATE FINANCE GMBH

Der Anleihenmarkt in Deutschland

Eine attraktive Plattform auch für den ausländischen Mittelstand

Der Anleihenmarkt in Deutschland, der sich durch eine hohe Liquidität und ein sehr niedriges Zinsniveau auszeichnet, strahlt auch für ausländische Corporates eine verstärkte Anziehungskraft aus. Dies gilt nicht nur für große börsennotierte Aktiengesellschaften, sondern zunehmend auch für ausländische Mittelständler. Zwar haben bisher erst wenige mittelständische Emittenten diesen Schritt gewagt, aber die Argumente sprechen für sich. So sehen Unternehmen z.B. aus Italien, Spanien oder Portugal am deutschen Kapitalmarkt im Vergleich zu ihren Heimatmärkten einen Markt vor sich, der bei noch niedrigerem Zinsniveau auch in diesem Marktsegment über ein hohes Angebot an Kapital verfügt.

Gerade kleinere und mittelgroße deutsche Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Versorgungswerke drängen wiederum aufgrund der sich vertraglich auferlegten Garantiezinsen in die Kreditgeberposition. So werden mittelgroße ausländische Unternehmen – wir müssen hier jedoch meist eher von kleineren Konzernen sprechen – vom Rendite-Risiko-Profil tendenziell als attraktiver als kleinere deutsche Emittenten angesehen. Sie bieten den Kapitalsammelstellen hierbei die notwendigen Kupons, die zumindest deutlich höher liegen als die bisher favorisierten deutschen Staatsanleihen. Hierbei muss jedoch betont werden, dass die Versicherer, Pensionskassen, Versorgungswerke nicht aus der puren Lust am Kupon verstärkt in das erhöhte Risiko und den damit verbundenen Prüfungsaufwand einsteigen, sondern aus der blanken Garantiezins-Not!

Basel III zeigt Wirkung

Ein weiteres wichtiges Argument, das für die Nutzung des deutschen Kapitalmarkts als Fremdfinanzierungsinstrument spricht, ist das Regelwerk Basel III, das bei ausländischen Märkten zum Teil wesentlich deutlicher, vielleicht jedoch nur deutlich früher wirkt, als dies am deutschen Bankenmarkt der Fall zu sein scheint. So hören wir von vielen mittelgroßen ausländischen Unternehmen, dass dort die Banken das Volumen der Kreditengagements insgesamt herunterfahren und höhere Covenants-Level verlangen. Die bereits in Bezug auf Basel III hinlänglich diskutierte Folgewirkung, (die in Deutschland jedoch mit Ausnahme des Immobilienfinanzierungsbereiches aber noch kaum spürbar ist bzw. durch Marktentwicklungen, wie die niedrigeren Zinsen, konterkariert wird), dass das Kreditvolumen seitens der Banken verengt wird (oder anders ausgedrückt, eine größere Selektion eintritt), ist in vielen anderen Fremdfinanzierungsmärkten deutlich spürbar. Der hoch liquide Kapitalmarkt in Deutschland erscheint hier eine zunehmend attraktive Alternative für die Fremdfinanzierung zu sein.

Eine weitere Auswirkung von Basel III, die sich in anderen Staaten bereits deutlich bemerkbar macht, ist die Spreizung der Risikoaufschläge sowie die Tendenz, dass die Kredite seitens der Banken eine kürzere Laufzeit aufweisen. Sich über den deutschen Anleihemarkt längerfristig (z.B. über fünf Jahre) fremdfinanzieren zu können, ist an einigen ausländischen Bankenmärken nicht möglich, hilft den Emittenten jedoch sehr, die Finanzierungsstruktur eines Industrieunternehmens zu verbessern.

Regulatorische Hemmnisse im Ausland oftmals höher

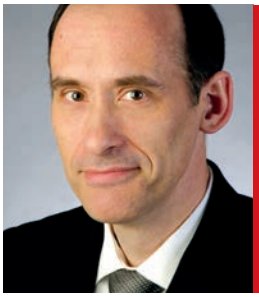
Selbst Unternehmen aus Nicht-EU-Ländern, wie z.B. der Türkei, schätzen den deutschen Kapitalmarkt als attraktive Möglichkeit zur Internationalisierung der Kapitalversorgung ein. Hierbei wird noch ein weiteres positives Argument augenfällig. Der deutsche Kapitalmarkt wird von ausländischen

Für ausländische Investoren – innerhalb der EU, aber auch darüber hinaus – bietet der deutsche Anleihemarkt interessante Perspektiven. Foto: Thinkstock/iStock/Harvepino

Emittenten im Vergleich zu den Heimatmärkten als relativ frei von übertriebenen Regularien angesehen. Auch wenn wir als deutsche Kapitalmarktteilnehmer dies oft anders sehen, sind die regulatorischen Hemmnisse, als Unternehmen eine Anleihe als Fremdfinanzierungsinstrument (vielleicht erstmals) aufzulegen, an vielen europäischen und außereuropäischen Märkten deutlich höher. Dem gegenüber bieten die regulierten Kapitalmärkte in der EU gerade für Emittenten aus Nicht-EU-Staaten den Vorteil einer einheitlichen Regelung und planbaren Abläufen, einschließlich der Möglichkeiten des grenzüberschreitenden Passportings innerhalb der EU-Kapitalmärkte. Bei Emittenten aus Nicht-EU-Staaten sind in besonderer Weise nationale Vorschriften zu beachten. Beispielsweise ist für türkische Emittenten auch bei einer Emission ausschließlich außerhalb der Türkei vorgeschrieben, dass die Emission bei der zuständigen türkischen Behörde Capital Markets Board (CMB) gemeldet und genehmigt wird.

Fazit

Gegenwärtig spricht viel dafür, dass der Anleihemarkt in Deutschland auch für ausländische KMUs eine attraktive Finanzierungsalternative bzw. einen wesentlichen Baustein der Unternehmensfinanzierung darstellen kann. Wünschenswert für eine zukünftige Entwicklung in dieser Hinsicht wären – wie so oft im Kapitalmarkt – einige Emissionen, die als Vorreiter und Vorbild für weitere Unternehmen dienen.



RATING, RESEARCH & KOMMUNIKATION

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

„Wir dürfen uns auf keinen Fall damit abfinden, dass wir 5% Betrugsfälle einzupreisen haben“

Ratingagenturen wurden zum Teil scharf kritisiert. Doch auch sie können ihren Job nur so gut machen, wie die Datenbasis hergibt. So moniert Dr. Michael Munsch vom Marktführer Creditreform-Rating die oftmals zu vagen – oder gar abweichenden – Erlösverwendungen, operative Underperformance der Emittenten sowie die zu hohe Quote von Betrugsfällen.

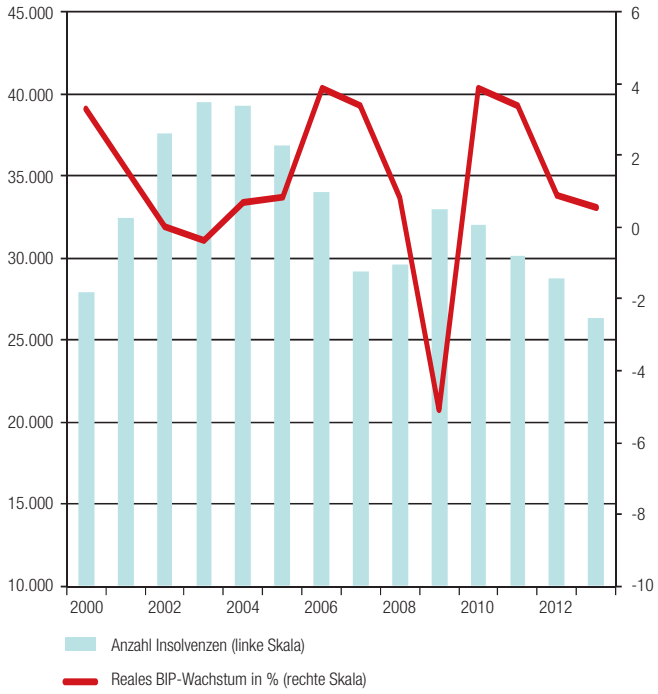
BondGuide: Herr Dr. Munsch, wie sieht der Rückblick 2014 aus Sicht einer Ratingagentur aus?
Munsch: Der Markt ist geprägt von Unsicherheit der Investoren über die Situation bei mittelständischen Anleihemittenten. Davon jedoch abgesehen haben viele Unternehmen durchaus Interesse an einer Anleihebegebung – doch sie warten jetzt erst einmal die weitere Entwicklung der KMU-Anleihemärkte ab. Grundsätzlich also gibt es sowohl weitere Emittenten als auch noch Investoren. Aber Qualität und Transparenz müssen stimmen.

BondGuide: Die Deutsche Börse brachte im vergangenen Jahr den Best Practice Guide heraus. Wie sieht das Urteil der Creditreform Ratingagentur dazu aus?
Munsch: Eine gute Idee, die wir auch befürworten. Die im Best Practice Guide angelegten Maßstäbe für Kennzahlen sind nachvollziehbar. Über Details kann man immer streiten. Eine Idee von uns wäre, dass Kennzahlen wie Zinsdeckung auch über bestimmte Zeiträume vorgewiesen werden sollten – nicht nur zur Emission.

BondGuide: Die Kennzahlen im Best Practice Guide sind scharf genug?
Munsch: Der Best Practice Guide empfiehlt beispielsweise eine Zinsdeckung von 1,5x EBIT zu Zinsaufwand. Große Unternehmen haben normalerweise mindestens 2,0x. Die Empfehlungen sind also eigentlich nicht übermäßig hoch.

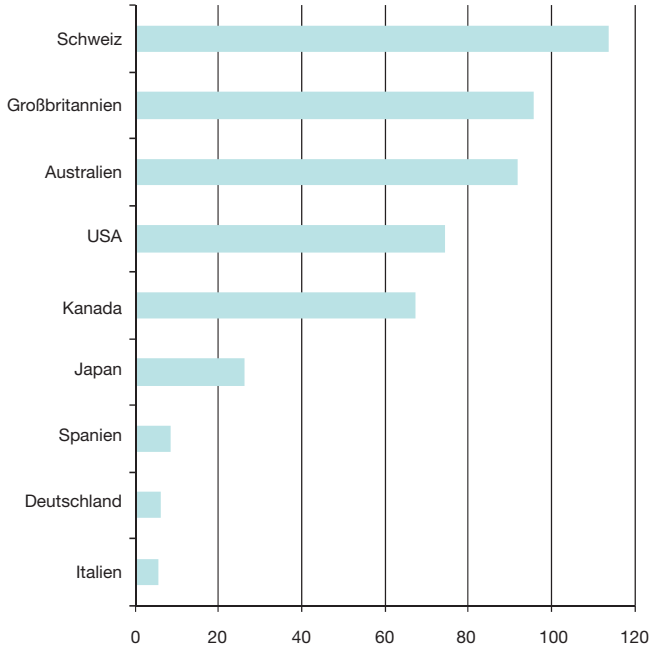
BondGuide: Aber?
Munsch: Wir haben eine Untersuchung der operativen Kennzahlen aller mittelständischen Emittenten 2010 bis 2013 durchgeführt und dabei kam heraus, dass die Zinsdeckung von im Schnitt 1,6x der Jahre 2010/11 auf zuletzt nur noch 0,7x im Geschäftsjahr 2013 einbrach. Die Emittenten erwirtschaften vor Zinsen und Steuern also nicht einmal mehr die

Unternehmensinsolvenzen in Deutschland; Anzahl



Quelle: Creditreform; Statistisches Bundesamt

Investments der Pensionsfonds; in % des BIP; Stand 2012



Quelle: OECD

Kosten besagter Zinsen. Dann jedoch ist der Mehrwert der Fremdkapitalaufnahme ziemlich fraglich.

BondGuide: Woran liegt das – vielleicht an der Mittelverwendung oder zumindest auch?
Munsch: Ein wichtiger Punkt, den wir bereits angemahnt haben. Viele Emittenten zeigen Abweichungen vom ursprünglichen Plan ihrer Mittelverwendungen. Ein positives Signal an Investoren wäre, sich hier noch stärker festlegen zu müssen.

BondGuide: Das ist etwas, das wir, die Medien, auch sehr kritisch verfolgen. Aber: Wo hat man denn dabei eine Handhabe im Falle eines Falles?
Munsch: Juristisch ist das heikel. Für Banken ist ganz normal, dass sie ihren Kunden Kredite nur für spezielle Verwendungen zur Verfügung stellen und Sicherheiten verlangen. Bei Verstößen stellen sie den Kredit fällig und ziehen ggf. die Sicherheiten. So jedenfalls denkt eine Bank. Und vielleicht müsste hier der Kapitalmarkt ähnlich stringent herangehen. Das würde voraussetzen, dass zu einer Anleiheemission stets auch Sicherheiten gehören.

BondGuide: Inzwischen haben wir ca. 20% Ausfallquote: Zu viel, erst der Anfang oder genau wie eigentlich zu erwarten?
Munsch: Die Zahl der Ausfälle übersteigt inzwischen deutlich den Wert, den wir anfänglich erwartet haben. Fast die Hälfte der Ausfälle geht auf die Branchenspezifik im Bereich erneuerbarer Energien zurück. Zusätzlich zählen wir fünf Ausfälle, bei denen die Umstände Ungereimtheiten aufweisen – und das ist das eigentliche Problem, da sie das Gesamtvertrauen in den Markt untergräbt. Hinzu kommt nochmal die gleiche Anzahl an Ausfällen, die auf Managementfehler zurückgehen. Diese sind bei mittelständischen Unternehmen ungleich schwerwiegender als bei etablierten Emittenten.

BondGuide: Soweit d’accord. Haben Sie denn Ihre Ratingmethodik stark verändert aufgrund Ihrer bisherigen Erfahrungen?
Munsch: Wir haben unsere Ratingmethodik nicht grundlegend geändert, aber die Performance der Unternehmen ist zum Teil deutlich unter den Erwartungen geblieben. Und auf allgemeinerer Ebene muss man ganz deutlich sagen, dass sich viele Emittenten operativ schlechter entwickelt haben als zur Emission geplant – und dies in Zeiten ganz guter Konjunktur.

BondGuide: Könnte das auch an den Erlösverwendungen liegen?
Munsch: Mittelverwendung, Erlöse aus der geplanten Mittelverwendung und schließlich die operative Entwicklung stimmen – in vielen Fällen – nicht mit dem überein, was Sie und ich jeweils anlässlich der Anleiheemissionen als Planung bzw. Prognose oftmals vorgelegt bekommen. Dann hat man einen schweren Stand.

BondGuide: Achten Sie auf so etwas wie wir bei unserem „Patriarchen-Indikator“, oder abgeschwächt „CFO-Indikator“?
Munsch: Tatsächlich haben wir alle Anleihen ein Backtesting durchlaufen lassen, und was bei Ihnen Patriarchen-Indikator heißt, läuft offiziell unter Abhängigkeit von Einzelpersonen bzw. Transparenz in der Struktur der Emittenten und hat sich tatsächlich als eine bislang zu wenig beachtete kritische Variable herausgestellt.

BondGuide: Wie auch immer: Wie schlimm ist es?
Munsch: Die fünf bereits erwähnten Fälle, die Ungereimtheiten aufweisen, also rund 5%, stehen nicht repräsentativ für mittelständische Unternehmensanleihen. Dies darf weder auf das Image der Gesamtheit der Emittenten überschwappen noch dürfen wir uns damit abfinden, dass man 5% Betrugsfälle einzupreisen hat.

BondGuide: Herr Dr. Munsch, vielen Dank einmal mehr für das interessante Gespräch.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

LEGAL

VON DR. CHRISTIAN BECKER, PARTNER, UND LUTZ POSPIECH, RECHTSANWALT, GÖRG PARTNERSCHAFT VON RECHTSANWÄLTEN, MÜNCHEN

Konzepte der Anleiherestrukturierung in der Praxis

Refinanzierungsdruck für Anleiheemittenten steigt 2015 bereits deutlich

Seit 2010 sind in Deutschland mehr als 160 Mittelstandsanleihen mit einem Gesamtemissionsvolumen von mehr als 7,5 Mrd. EUR ausgegeben worden. Angesichts der Laufzeiten dieser Unternehmensanleihen von in der Regel fünf Jahren steigt der Refinanzierungsdruck der Emittenten ab diesem Jahr erheblich an. Bisher sind mehr als 20 Emittenten ausgefallen. Bei den anstehenden Refinanzierungen wird eine Reihe von Emittenten um eine Anleiherestrukturierung nach dem SchVG nicht herumkommen. Dabei kann eine Restrukturierung der Anleihe immer nur ein Baustein der finanziellen Restrukturierung sein, die ihrerseits in ein Gesamtsanierungskonzept eingebunden sein muss. Nachfolgend stellen wir in der Praxis derzeit anzutreffende wesentliche Konzepte der Anleiherestrukturierung überblicksmäßig dar.

Amend & Extend

Der Emittent und die Anleihegläubiger können durch eine Änderung der Anleihebedingungen die Laufzeit einer Anleihe verlängern. Dadurch verschafft sich der Emittent Zeit, die für eine Rückzahlung oder (Teil-)Refinanzierung der Anleihe erforderlichen Cashflows zu erwirtschaften.

Befindet sich der Emittent in Schwierigkeiten, die Anleihe zurückzuführen, wird es mit einer reinen Verlängerung der Anleihe häufig nicht getan sein. Er wird seinen Anleihegläubigern oft eine Zinsreduzierung vorschlagen. Die Anleihegläubiger werden im Gegenzug für ihre Zugeständnisse häufig eine Nachbesicherung der Anleihe fordern.

Verfügt der Emittent über ein tragfähiges Geschäftsmodell, das in der Lage ist, die für die bestehende Finanzierung erforderlichen Cashflows zu erwirtschaften, handelt es sich bei diesem Konzept um eine ausgewogene Lösung, die sowohl

Foto: Solarworld AG

den Interessen des Emittenten als auch den Interessen der Anleihegläubiger gerecht wird. Wirtschaftlich wirkt diese Maßnahme wie eine Refinanzierung der Anleihe. Ggf. kann den Anleihegläubigern als Kompensation für den Zinsverzicht zusätzlich ein moderater Besserungsschein angeboten werden.

Debt Equity Swap

Ist der Fortbestand des Unternehmens gefährdet und eine nachhaltige Anpassung der Finanzierungsstruktur erforderlich, kommt eine (Teil-)Umwandlung von Schuldverschreibungen in Geschäftsanteile in Betracht. Durch eine solche Teilumwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital – u.a. von der SolarWorld AG und der 3W Power SA erfolgreich umgesetzt – werden die Schulden des Emittenten verringert, das Eigenkapital gestärkt und seine künftige Zinslast reduziert.

Das Eigenkapital wird den „wirtschaftlich berechtigten“ Fremdkapitalgebern zugewiesen. Altaktionäre, die in der Un-

ternehmenskrise „aus dem Geld“ sind, werden nach einem Kapitalschnitt erheblich verwässert. Nach Umsetzung eines Debt Equity Swaps halten die Fremdkapitalgeber den Großteil der Aktien.

Durch die erhöhte Eigenkapitalquote gewinnt der Emittent Handlungsspielräume für die Aufnahme von neuem Eigen- und Fremdkapital. Die Anleihegläubiger, die für ihre Schuldverschreibungen Aktien erworben haben, können bei einer erfolgreichen Restrukturierung am Wertezuwachs des Unternehmens partizipieren und so eine Wertaufholung für erlittene Verluste erlangen.

Die Durchführung eines Debt Equity Swaps ist mit reichlich zeitlichem Vorlauf zu planen, da sie aufgrund der erforderlichen Verknüpfung von Schuldverschreibungsrecht und Aktienrecht juristisch sehr komplex und zeitintensiv ist. Der Debt Equity Swap stellt aus unserer Sicht ein faires Konzept zur nachhaltigen finanziellen Sanierung des Emittenten dar.

Einräumung von Optionsrechten

Die DF Deutsche Forfait AG bietet ihren Anleihegläubigern als Kompensation für einen Zinsverzicht die Einräumung von Optionen auf den Erwerb von Aktien an der Gesellschaft an. Sofern und soweit der Börsenkurs der Aktie nach Abschluss der Restrukturierung diesen Bezugspreis übersteigt, können die Anleihegläubiger den Zinsverzicht (teilweise) wieder aufholen. Dieses Modell ist in seinen wirtschaftlichen Auswirkungen schwer zu greifen. Es bleibt abzuwarten, ob sich derartige Modelle durchsetzen werden.

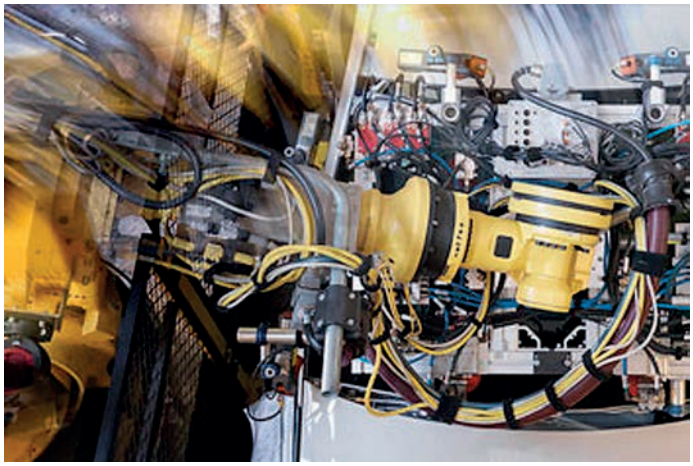


Foto: DF Deutsche Forfait AG

Foto: 3W Power

Haircut

Häufig starten die Anteilseigner eine finanzielle Restrukturierung mit dem Vorschlag, dass das Fremdkapital einen Sanierungsbeitrag in Form eines Forderungsverzichts zu leisten habe.

Diese Sichtweise mag zwar den Interessen des Eigenkapitals entsprechen, sie stellt jedoch die Sanierungslogik in derartigen Krisensituationen auf den Kopf. Wenn ein Sanierungsbeitrag vom Fremdkapital gefordert wird, ist das Eigenkapital denknotwendig aus dem Geld. Ein Teilverzicht der Anleihegläubiger ohne Kompensation durch Anteile führt dazu, dass der Sanierungsbeitrag der Anleihegläubiger den Anteilsinhabern zugutekommt. Es dürfte schwer fallen, die Anleihegläubiger für ein derartiges Restrukturierungskonzept zu gewinnen.

Fazit

In diesem Jahr wird der Refinanzierungsdruck für viele Anleiheemittenten steigen. Der ein oder andere Emittent wird nicht umhin kommen, eine Refinanzierung oder Restrukturierung nach den Möglichkeiten des SchVG in Angriff zu nehmen. Die Praxis zeigt, dass immer mehr unterschiedliche Strukturierungskonzepte ausprobiert werden. Je nach Tiefe der Krise werden sich nach unserer Einschätzung das Amend & Extend- und das Debt-Equity-Swap-Modell als faire und marktgängige Restrukturierungsmodelle durchsetzen. Voraussetzung für eine erfolgreiche Anleiherestrukturierung ist in jedem Fall, dass diese rechtzeitig mit einem Vorlauf von ca. zwei Jahren geplant wird und der Emittent während der Umsetzung dieser Restrukturierungsmaßnahme über ausreichend liquide Mittel verfügt.

LEGAL

VON CHRISTIAN GROSCHUPP,
SENIOR MANAGER RESTRUCTURING & FINANCE,
DR. WIESELHUBER & PARTNER GMBH

Insolvenz kein Königsweg mehr

Die Restrukturierung von Anleihen – Auswertung einer Studie

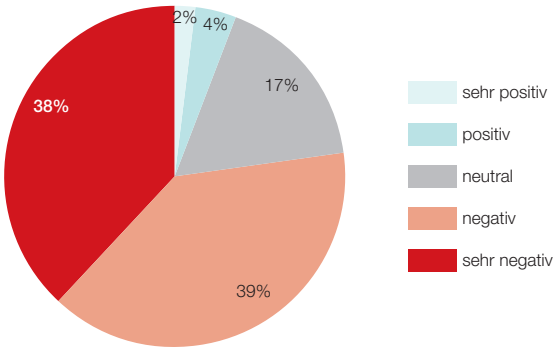
Anleihen sind ein fester Bestandteil der Unternehmensfinanzierung. Durch die Etablierung der entsprechenden Segmente an verschiedenen Börsenplätzen in Deutschland sind mittlerweile auch Anleiheemissionen für den Mittelstand attraktiv geworden. Gerät ein Emittent in eine wirtschaftliche Schieflage, so gelten bei der Unternehmensrestrukturierung besondere Rahmenbedingungen. Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG, 2009) hatte dabei zum Ziel, Sanierungsbemühungen von notleidenden Schuldnern und deren Anleihen deutlich zu erleichtern. Im Herbst 2014 führte Dr. Wieselhuber & Partner eine Befragung bei Mitarbeitern der Sanierungsabteilungen von Banken und Sparkassen, Rechtsberatern sowie Insolvenzverwaltern und Emissionsberatern zu den besonderen Rahmenbedingungen durch.

Zentrale Ergebnisse der Studie

Die Auswertung der Befragung zeigt grundsätzlich: Die Sanierung von Anleihen ist komplexer und risikoreicher als bei anderen Krisenfällen und an das Sanierungsmanagement werden höhere Anforderungen gestellt. Das reformierte SchVG hat zu einer deutlichen Verbesserung der Sanierungschancen beigetragen und stellt einen Meilenstein für die außergerichtliche Restrukturierung von Anleihen dar. Punktuell wird noch Verbesserungsbedarf bei den gesetzlichen Rahmenbedingungen gesehen, um die Kalkulierbarkeit von Anleihensanierungen weiter zu erhöhen.

- Anleihen erhöhen das Sanierungsrisiko signifikant und werden künftig noch bedeutsamer in der Praxis, zumal gerade im Bereich der Mittelstandsanleihen zusätzliche Sanierungsfälle erwartet werden.

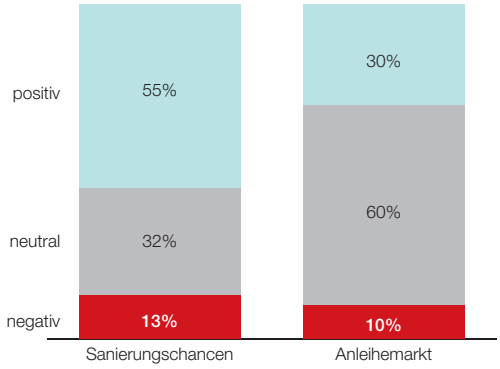
Abb. 1: Einfluss von Anleihen auf das Sanierungsrisiko in %



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

- Die Gesetzesnovelle verbessert die Sanierungschancen und berücksichtigt ausgewogen die Interessen von Anleihegläubigern und -schuldnern, wobei die Auswirkungen auf dem Anleihemarkt überwiegend neutral bewertet werden.

Abb. 2: Auswirkungen der Reform des Schuldverschreibungsgesetzes auf die Sanierungschancen und den Anleihemarkt in %



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

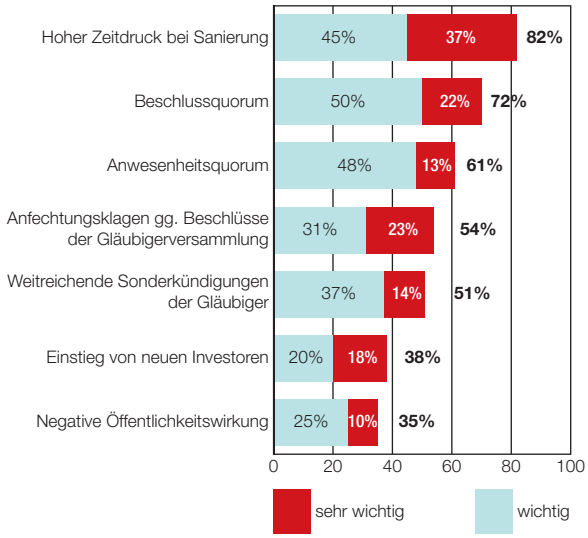
- Die neuen Instrumente des SchVG haben eine hohe Relevanz in der Praxis, wie beispielsweise die Möglichkeit, (Zins-)Fälligkeiten und Stammforderungen oder Kündigungsrechte in den Anleihebedingungen zu verändern oder einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen.

- Großer Verbesserungsbedarf wird bei den Anfechtungsmöglichkeiten von Beschlüssen der Gläubigerversammlung gesehen – man wünscht sich gesetzliche Beschränkungen zur besseren Kalkulierbarkeit der Sanierung. Konkret wird auch die Möglichkeit zur Bestellung eines sog. „starken“ Vertreters gefordert, welcher mit allen Rechten schon vor der Krise ausgestattet ist.

- Welches Sanierungsverfahren (gerichtliche oder außergerichtliche Sanierung) konkret gewählt wird, ist von den sehr individuellen Gegebenheiten abhängig. Das Zusammenspiel von Schuldverschreibungs- und Insolvenzrecht ist jedoch kritisch, insbesondere wegen der Qualifizierung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger als Masseverbindlichkeit im eröffneten Insolvenzverfahren (Stichwort: Ungleichbehandlung).

- Anleihesanierungen kosten mehr Zeit als andere Krisenfälle, wobei gerade die Erreichung des Beschluss- und des Anwesenheitsquorums ein enormes Risiko darstellt. Präferiert wird ein hoher Anteil institutioneller Investoren aufgrund der besseren Erreichbarkeit und einer einfacheren Willensbildung.

Abb. 3: Risikofaktoren bei der Sanierung von Anleihen in %



Quelle: Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Die Sanierung von Anleihen ist komplexer und risikoreicher als bei anderen Krisenfällen.
Foto: Thinkstock/iStock/pablographix

- Zentraler Erfolgsfaktor einer erfolgreichen Anleihesanierung ist das schlüssige und plausible Gesamtkonzept in Kombination mit einer offenen Kommunikation mit den Anleihegläubigern und der raschen Einbindung eines gemeinsamen Vertreters.

- Eine Krisenvorsorge in den Anleihebedingungen wird gewährleistet durch einen vorab bestimmten gemeinsamen Vertreter, der schon in den Anleihebedingungen ohne notwendige Wahl durch die Gläubigerversammlung mit allen notwendigen Kompetenzen für eine Krisensituation ausgestattet ist. Weiterhin sollen Kündigungsmöglichkeiten für die Gläubiger in den Bedingungen restriktiv gehandhabt werden.

Fazit und Ausblick

Die Anzahl von Anleiherestrukturierungen wird in den nächsten Jahren zunehmen, getragen durch eine Verschärfung der regulatorischen Anforderungen bei der Kreditvergabe und die hohe Nachfrage für Unternehmensanleihen. Durch das reformierte SchVG ist nunmehr das Insolvenzverfahren nicht mehr der alleinige „Königsweg“ zur Anleihensanierung – eine Vielzahl von erfolgreichen Restrukturierungen belegt dies. Gleichwohl bieten der Schutzschirm und der Insolvenzplan interessante Alternativen, um die Blockademöglichkeiten opponierender Gläubiger erheblich einzuschränken, und sie sollten zumindest als Rückfallposition in ein entsprechendes Restrukturierungskonzept mit einbezogen werden. Dabei sind die Anforderungen an das Sanierungsmanagement von Anleiheemittenten sehr hoch: Zum einen sollte der gemeinsame Vertreter der Anleihegläubiger so frühzeitig wie möglich mit in die Sanierungsüberlegungen einbezogen werden, zum anderen müssen die Sanierungskonzepte die entsprechenden Anforderungen der BGH Rechtsprechung bzw. den IDW S6-Standard erfüllen. Die Sanierung von Anleihen benötigt einen größeren zeitlichen Vorlauf sowie eine intensivere Kommunikation und Vorbereitung als andere Restrukturierungen.

LEGAL

VON ROBERT MICHELS, PARTNER,
UND VALERIA HOFFMANN, ASSOCIATE,
DENTONS

Wachsameres Auge vonnöten

Reform- und Überwachungsbedarf für die Freiverkehrssegmente

Der Gesetzgeber versucht gerade im Rahmen des geplanten Kleinanlegerschutzgesetzes[1] letzte Schlupflöcher im sogenannten Grauen Kapitalmarkt zu schließen. Vor dem Hintergrund der „Beerdigung“[2] der Mittelstandssegmente an den Börsen Stuttgart und Düsseldorf sollte aber nicht übersehen werden, dass gerade auch im Freiverkehr dringender Reform- und Überwachungsbedarf aus Sicht des Anlegerschutzes besteht. Beispielsweise wurden bislang mehr als 100 Mittelstandsanleihen mit einem Platzierungsvolumen von über 5 Mrd. EUR fast ausschließlich in den Freiverkehrssegmenten der Börsen Frankfurt, Stuttgart und Düsseldorf notiert (Entry Standard für Anleihen, Bondm und Mittelstandsmarkt). Dabei sollen weit über 1 Mrd. EUR über die sog. Zeichnungstools der Börsen gezielt an Privatanleger vertrieben worden sein. In den Medien und Foren wird jüngst in diesem Zusammenhang wieder über eine massive Häufung von Marktmanipulation, Insiderhandel und sonstigen Verstößen gegen Kapitalmarktvorschriften, insbesondere im Zusammenhang mit Insolvenzen von Anleiheemittenten, berichtet.

Die börslichen Zeichnungstools als „Köder“

Zu den Geschädigten gehören zahlreiche Privatanleger, die im Zusammenhang mit der Einführung der Zeichnungstools gezielt von den Börsen im Zusammenspiel mit Emissionsbegleitern und Anleiheemittenten geworben wurden.[3] Beim Einsatz dieses Zeichnungstools lassen sich die Börsen auch dafür vergüten (meistens mit einer fixen sowie einer variablen

Foto: Thinkstock/iStock/ Piotr Krzeslak

Komponente, bezogen auf die Anzahl der über das Zeichnungstool verkauften Anleihen), dass die Emissionen von ihnen zusätzlich vermarktet werden, mit anderen Worten also, dass sie die Nachfrage bei Privatanlegern (mit) hervorrufen sollen. Diese Marketing- bzw. beinahe Vertriebstätigkeit, die mit dem klassischen Verständnis einer Wertpapierbörse wenig zu tun hat, könnte zunächst als Verstoß gegen § 5 Abs. 4 BörsG zu werten sein. Dort ist die Pflicht eines Börsenträgers geregelt, dafür zu sorgen, dass keine Interessenkonflikte, bezogen auf den ordnungsgemäßen Börsenbetrieb, entstehen. Wenn eine Börse aber ihre Rolle als neutrale Plattform verlässt und aktiv Neuemissionen vermarktet (teilweise sogar bei Emittenten, bei denen die Tragfähigkeit des Geschäftsmodells zumindest stark angezweifelt werden kann) und darüber hinaus auch noch prozentual an Anleiheverkäufen an Privatanleger beteiligt wird, dann ist dies wohl als ein Verstoß gegen den gesetzlichen Auftrag zu werten.

1) Bearbeitungsstand 10.11.2014 (http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Gesetze/2014-11-12-kleinanlegerschutzgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=2).

2) FAZ vom 22.01.2015, „Börse Düsseldorf stampft Mittelstandsmarkt ein“ und FAZ vom 10.12.2014, „Der Markt für Mittelstandsanleihen ist tot“.

3) Ein Überblick zu den Zeichnungsfunktionalitäten der Börsen sowie den entsprechenden Vermarktungsmöglichkeiten findet sich bei Blättchen in FuS 2014, 121, „Die Zeichnungsfunktionalitäten der Börsen für die Platzierung von Wertpapieren“.

Haftungsaspekte für Börsen/Emissionsbegleiter

Vor diesem Hintergrund stellt sich dann natürlich die Frage nach der Haftung der Börsen (und Emissionsbegleiter): Die spezialgesetzliche Prospekthaftung gemäß WpPG trifft bei Freiverkehrsprospekten zunächst nur die Emittenten bzw. das jeweilige Management; dort ist aber im Insolvenzfall nicht mehr viel zu erwarten. Häufig übersehen wird in diesem Zusammenhang, dass auch ein Emissionsbegleiter (in Konstellationen, in denen er den Emissionsprozess entsprechend kontrolliert und beeinflusst hat) zu den Haftungsadressaten gehören kann. Der Nachweis hierfür wird aber einem Privatanleger nur in wenigen Fällen möglich sein. Das von der Rechtsprechung daneben entwickelte Haftungssystem der (engen und weiten) zivilrechtlichen Prospekthaftung dürfte im Regelfall auch nicht weiterführen. Die Prospekthaftung im engeren Sinne wird ganz mehrheitlich bei Vorliegen eines Wertpapierprospekts für nicht anwendbar erklärt und für die Prospekthaftung im weiteren Sinne fehlt es in der Regel an einem engen persönlichen Kontakt zwischen Emissionsbegleiter/Börse einerseits und Privatanlegern andererseits.[4] Ein sachgerechter Anlegerschutz wäre daher nur dann gewährleistet, wenn die Börsen und die Emissionsbegleiter aufgrund der besonderen Umstände bei der Nutzung des Zeichnungstools von den Zivilgerichten als Prospektverantwortliche angesehen würden oder der Gesetzgeber entsprechenden Klarstellungsbedarf sehen würde.

Weitere Baustellen

Weiterer Regelungsbedarf besteht insbesondere bezüglich der Intransparenz des Primärmarkts: Hier wären korrekte Meldungen zum (tatsächlich platzierten) Emissionsvolumen und den (tatsächlichen) Verkaufspreisen wünschenswert. Aber auch der Sekundärmarkt beinhaltet Schwächen: So finden Rückkäufe bzw. Aufstockungen von Anleihen weitestgehend „unbeaufsichtigt“ statt, was insbesondere bei starken Kursschwankungen problematisch ist. Ein weiterer Missstand, den es zu beheben gilt, ist die Tatsache, dass soweit ersichtlich keine Börse bislang ernsthaft versucht hat ihr eigenes Regelwerk in Bezug auf die systematisch erfolgende Verletzung der „quasi Ad-hoc-Pflichten“ anzuwenden, was eine klare Benachteiligung für Privatanleger bedeutet und dem Insiderhandel damit in den zahlreichen Insolvenzkonstellationen Tür und Tor öffnet.

Fazit

Es scheint fast so, dass ein Privatanleger von Vermögensanlagen im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes zukünftig deutlich besser geschützt wird als beim Erwerb und Handel von Mittelstandsanleihen im Freiverkehr. Daher sollte es vom Gesetzgeber und der BaFin nicht versäumt werden, künftig ein wachsam(er)es Auge auf die Freiverkehrssegmente der Börsen zu werfen.

4) Außerhalb der Prospekthaftung sind nur in ganz besonderen Konstellationen sonstige Anspruchsgrundlagen, beispielsweise aus deliktischer Haftung gegen Börsen bzw. Emissionsbegleiter, denkbar.

Anzeige

Leidenschaft Mittelstand

BankM
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

INVESTMENT

VON TIM STEVENSON,
FONDSMANAGER,
HENDERSON HORIZON PAN EUROPEAN EQUITY FUND &
HENDERSON EUROTRUST PLC*

Standpunkt

Die Märkte sind sowohl teuer als auch günstig

Die EZB hat sich zu einer wesentlich stärkeren quantitativen Lockerung entschieden als ursprünglich erwartet wurde. Fragen, ob diese Taktik bei dem aktuellen Zinsniveau effektiv sein kann, ob sie überhaupt gebraucht wird oder der angebliche Widerstand aus Deutschland: Das alles ist möglicherweise weniger wichtig als die einfache Tatsache, dass die EZB endlich zur Tat schreitet. Dies sollte in einem von Nervosität geprägten wirtschaftlichen Klima in Europa Zuversicht fördern.

Der Umfang der Käufe ist beträchtlich, bis zu 60 Mrd. EUR im Monat, beginnend im März 2015 und befristet bis September 2016. Diese Maßnahme sollte den europäischen Ländern eine Erholung ermöglichen. Es gab vor Kurzem erste Anzeichen, wie beispielsweise die EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft, die Daten zur Geldmenge und die deutschen ZEW-Zuversichtsumfragen, dass die europäischen Volkswirtschaften nur sehr langsam wachsen. Das sind vielleicht Beweise dafür, dass der Asset Quality Review (AQR, die Prüfung der Aktiva-Qualität der Banken) Ende letzten Jahres tatsächlich die Wirkung der vorangegangenen EZB-Maßnahmen wie zum Beispiel die TLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operations, zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte) beeinträchtigte. Schlussendlich riefen die Märkte um Hilfe und wenn die EZB nicht eingegriffen hätte, wäre womöglich Chaos ausgebrochen. Die Entscheidung war nicht einstimmig; es scheint jedoch so, dass der Widerstand nur gering war, denn es war keine Abstimmung erforderlich.

Wieder einmal hat EZB-Präsident Mario Draghi die Gelegenheit ergriffen, den Bedarf an strukturellen Reformen in Europa zu betonen. Axel Weber, ehemaliger Bundesbank-Präsident und mittlerweile Vorsitzender der USB, hat in seinem Bericht aus Davos sehr deutlich auf diesen Punkt hingewiesen. Ich interpretiere Mario Draghis Kommentare so, dass es nun nichts mehr gäbe, was die Zentralbank noch tun könnte. Jetzt liegt es an den europäischen Regierungen, sich um die Fortführung der Reformen zu bemühen. Er hat für den Rahmen gesorgt – nun müssen die Regierungen ihren Teil tun.

Foto: Thinkstock/iStock/Dirima

Vielleicht reicht die Ankündigung der quantitativen Lockerung aus, dass sich die Märkte nun wieder auf Tatsachen konzentrieren: Die europäischen Märkte sind im Vergleich mit den USA billig – vielleicht aus gutem Grund, aber auf einem extremen Niveau. Im Vergleich zu ihrer bisherigen Entwicklung sind sie hinsichtlich der Kurs-Gewinn-Verhältnisse teuer, aber aus der Ertragsperspektive gesehen sind sie attraktiv. Darüber hinaus erholen sich die Volkswirtschaften, wenn auch nur langsam. Schließlich profitieren die Verbraucher massiv von dem fallenden Ölpreis und ein im Vergleich zum US-Dollar schwacher Euro stellt einen großen Vorteil für die europäischen Exporteure dar.

*) Tim Stevenson ist Director of European Equities bei Henderson Global Investors, der Tochter einer internationalen Vermögensverwaltungsgesellschaft mit einem Anlagevermögen von fast 100 Mrd. EUR.

INVESTMENT

VON ANDREW WILSON,
CEO FÜR EMEA,
GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT

Internationaler Kommentar

Divergenz wirkt sich auf die Märkte aus

Das Thema Divergenz wird 2015 einen entscheidenden Punkt erreichen, da die Märkte auf die gegensätzlichen politischen und wachstumsrelevanten Einflussfaktoren reagieren. Kräftiges Wachstum in den USA dürfte unseres Erachtens im Laufe des Jahres zu einer ersten Zinserhöhung seit der Krise führen, wohingegen die Notenbanken der weiteren wichtigsten Volkswirtschaften aufgrund wirtschaftlicher Schwäche unbeeindruckt im Modus geldpolitischer Lockerung verharren werden. Niedrigere Ölpreise verstärken diese Querströmungen zudem. Zwar agieren wir in diesem volatilen Marktumfeld vorsichtig, können jedoch auch für die Zukunft weiter Chancen erkennen.

Im Vorfeld der erwarteten globalen Erholung rechnen wir mit einer Beschleunigung des US-Wirtschaftswachstums im Jahr 2015. Trotz des hartnäckigen Deflationsdrucks ist in der Eurozone und in Japan ein moderater Aufschwung wahrscheinlich. In China dürfte sich das Wachstum dank geldpolitischer und steuerlicher Anreize auf einem Niveau von knapp 7% halten.

Die niedrigeren Ölpreise verleihen dem globalen Wachstum Rückenwind. Die größten Volkswirtschaften sind Nettoimporteure. Ihre Einsparungen dürften die negativen Auswirkungen für die Ölexporteure mehr als kompensieren. Preisrückgänge haben auch die Gesamtinflation weiter gedrückt, was wahrscheinlich nur eine vorübergehende Auswirkung ist. Auf den Kreditmärkten sind wir bei diesen volatilen Bedingungen vorsichtig, erkennen jedoch Potenzial in einigen überverkauften Sektoren in den Schwellenländern und im Hochzinssegment. Der Energiesektor etwa ist bei uns deutlich untergewichtet, aber wir gehen davon aus, dass andere Sektoren wie Fluggesellschaften, Autohersteller und Wohnbauunternehmen von den niedrigen Ölpreisen profitieren werden.

Die Arbeitsmarktindikatoren und ein robustes Wachstum in den USA werden die Federal Reserve darin bestärken, etwaige kurzfristige Inflationsbewegungen nicht zu hoch zu bewerten. Unserer Meinung nach sind die Zinsen in den USA angesichts der wirtschaftlichen Stärke zu niedrig. Zudem sendet die Fed immer deutlichere Signale, dass eine Zinserhöhung im Juni wahrscheinlich wird. Das Hauptrisiko besteht in diesem Zusammenhang darin, dass globale Anleger weiteres Potenzial in Staatsanleihen sehen könnten, da sich die Bank of Japan und die Europäische Zentralbank weiterhin auf niedrige Zinsen fokussieren. Obwohl die Fed keine Staatsanleihen mehr kauft, hat sich die Angebots- und Nachfragesituation für US-Treasuries verschlechtert, was zu weiterem Aufwärtsdruck auf die Zinsen führen könnte. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die USA höhere staatliche Zinssätze, engere Kredit-Spreads bei Unternehmen und eine weitere Aufwertung des US-Dollar.

Mit Blick auf das neue Jahr sind wir angesichts der Aussichten auf eine quantitative Lockerung in der Eurozone in Bezug auf den Euro negativ und gegenüber Staatsanleihen von Peripherieländern verhalten positiv eingestellt. Wir glauben, dass weitere Anreize bereits in den Kernmärkten eingepreist sind, und halten eine neutrale Position bei deutschen Bundesanleihen.

In Großbritannien hat die starke Nachfrage der Pensionsfonds die Zinsen auf Staatsanleihen mit langen Laufzeiten trotz der makroökonomischen Erholung und der steigenden US-Renditen auf sehr niedrigem Niveau gehalten. Folglich wirken die Zinsen auf langfristige Titel im historischen Vergleich teuer, selbst im Vergleich zu intensiven Liability Driven Investments. Wir tendieren zu einer Untergewichtung von langlaufenden UK-Anleihen gegenüber einer Übergewichtung von US-, japanischen und australischen Titeln.

INVESTMENT

VON CLAUDIA CALICH,
FONDSMANAGERIN ANLEIHEN,
M&G INVESTMENTS

Internationaler Kommentar II

Schwellenländeranleihen: Man muss schon genau hinsehen!

2014 war für Schwellenländeranleihen ein ereignisreiches Jahr. Nach einer Phase sehr guter Performance, die bis September anhielt, vollzogen die Märkte eine heftige Korrektur, ausgelöst durch die Eskalation der Russland-Krise sowie den Einbruch des Ölpreises. Doch trotz der Rückschläge an den lokalen Devisenmärkten schlossen Anleihen aus Schwellenmärkten das Jahr 2014 insgesamt positiv ab.

Anleger sollten 2015 bei Engagements in Schwellenländeranleihen vor allem vier Kriterien im Blick haben, die auch bereits im vergangenen Jahr eine wichtige Rolle gespielt haben:

1. **Duration:** Die Rally bei US-Staatsanleihen war 2014 eine der größten Überraschungen, und wer sich hier richtig positioniert hatte, konnte erheblich profitieren. Auch 2015 wird unserer Einschätzung nach die Asset Allocation zwischen Hart- und Lokalwährungsanleihen ein entscheidender Erfolgsfaktor sein. Niedrigere Öl- und Rohstoffpreise werden für die US-Inflationsrate jedoch weniger einflussreich als für die Schwellenländer sein.

2. **Ausweitung der Zins-Spreads, vor allem im Ölsektor:** 2014 weiteten sich die Zinsdifferenzen von Staats- und Unternehmensanleihen insgesamt um rund 40 Basispunkte aus – vor allem in der zweiten Jahreshälfte, als die Risiken für ölexportierende Staaten stark anstiegen. Credits aus dem Ölumfeld werden wohl so lange unter Druck bleiben, bis im Hinblick auf das neue Preisniveau beim Öl mehr Klarheit herrscht. Für 2015 erwarten wir eine breitere Streuung der Erträge und raten deshalb zu Zurückhaltung bei der Einzeltitelselektion in Brasilien und Südafrika. Darüber hinaus meiden wir einzelne Frontier-Märkte wie Ghana, Costa Rica oder Serbien, ebenso wie Anleihen aus dem Ölumfeld, da Anleger die dortigen Risiken unterschätzen.

3. **Anleihen in Lokalwährungen:** Die Rendite-Rally in den USA trug im vergangenen Jahr zwar dazu bei, die lokalen Währungskurven in diversen Ländern zu stützen, konnte die Verluste aufgrund der Abwertung gegenüber dem US-Dollar aber nicht ausgleichen. Mit Ausnahme von China waren die Zinsen überall höher als die Währungserträge. Allerdings hatten wir es 2014 vor allem mit einer Rally des US-Dollars und weniger mit einem Abverkauf von Schwellenländerwährungen zu tun. Für 2015 bleiben wir für Währungen aus Ländern mit Reform- oder Außenhandelsproblemen, wie etwa Nigeria oder die Länder der ehemaligen Sowjetunion, zurückhaltend und setzen auf reformwillige Märkte, die günstig bewertet sind. Dazu zählen z.B. Indonesien und Indien.

Foto: Thinkstock/iStock/Popartic

4. **Jede Menge spezifische Risiken:** Zu den wichtigsten individuellen Risiken, denen Anleger in Schwellenländeranleihen ausgesetzt sind, zählen politische Risiken. 2014 wirkten sich diese zum Teil positiv aus, wie etwa in Indonesien und Indien. In Ländern wie Russland und der Ukraine nahmen die negativen Folgen für die Wirtschaft und die Asset-Preise jedoch deutlich zu. 2015 dürfte sich die Aufmerksamkeit der Märkte insgesamt auf die Wirkung der Politik richten – sowohl in Krisen als auch bei der Umsetzung von Reformen, wie etwa in Brasilien.

Fragen zu Unternehmensanleihen? Wir haben die Antworten.

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

Neue ZWL GmbH
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 25.000.000
Februar 2015

UBM Realitäten. AG
Anleiheaufstockung
Privatplatzierung
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 15.000.000
Dezember 2014

German Pellets GmbH
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Umtauschangebot
Co-Lead Manager
€ 100.000.000
November 2014

VEDES AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 20.000.000
Juni 2014

HanseYachts AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 13.000.000
Juni 2014

HELMA Eigenheimbau AG
Anleiheaufstockung
Privatplatzierung
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 10.000.000
März 2014

PORR AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 50.000.000
November 2013

Alfmeier Präzision AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Joint Global Coordinator
Joint Bookrunner
€ 30.000.000
Oktober 2013

HELMA Eigenheimbau AG
Unternehmensanleihe
Öffentliches Angebot
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 25.000.000
September 2013

Amadeus Vienna
Unternehmensanleihe
Privatplatzierung
Sole Global Coordinator
Sole Bookrunner
€ 15.000.000
April 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

INVESTMENT

VON MANUEL HOELZLE, CHEFANALYST, UND DOMINIK GERBING, FINANZANALYST, BANKENUNABHÄNGIGES INVESTMENTHAUS GBC AG

Qualität, Qualität, Qualität

Entscheidend für eine erfolgreiche Anlage in Mittelstandsanleihen

Wie sich in der Vergangenheit bereits deutlich gezeigt hat, ist im Bereich der Mittelstandsanleihen die richtige Auswahl des Emittenten und der Anleihe besonders entscheidend für den Anlageerfolg. Im Fokus potenzieller Investoren sollte daher bei der Analyse vor allem die operative Entwicklung des Emittenten und die Ausgestaltung der Anleihe sein. Es geht im Anleihebereich grundsätzlich darum, Verluste zu vermeiden, damit sich attraktive Renditen erzielen lassen.

GBC MAX: Mindestrating BB- …

Auf diesem Ansatz basiert der GBC Mittelstandsanleiheindex, „GBC MAX“ (ISIN: DE000SLA1MX8). In den Index werden nur Anleihen aufgenommen, deren Emittenten eine bestimmte Mindestqualität aufweisen. Das Rating für den Emittenten oder die entsprechende Anleihe muss mindestens BB- lauten.

… oder positive Analysteneinschätzung

Liegt kein Rating vor oder liegt es unterhalb der Mindestanforderung, so ist eine Aufnahme nur im Ausnahmefall bei Vorlage einer positiven Credit Research Investmentstudie oder entsprechend positiver Fundamentaleinschätzung des für den Index zuständigen Analysten möglich. Beispielsweise muss das Unternehmen vor der Anleiheemission und vor allem im Nachgang einen soliden Zinsdeckungsgrad sowie eine akzeptable Eigenkapitalquote vorweisen.

Entwicklung des GBC MAX 2014

Kursentwicklung	Performance 2014	Jahresvolatilität 2014
Micro Bond Index (MiBoX)	-1,8%	4,6%
Micro Bond Index Investmentgrade	-1,1%	6,3%
Mittelstandsmarkt Index (DÜS)	0,0%	8,2%
XETRA Entry Standard Corporate Index (FRA)	+1,6%	5,0%
Bondm Index (STU)	-10,2%	8,4%
GBC MAX	**+5,1%**	**3,4%**

Quelle: GBC AG

Zudem wird der Index sowie alle enthaltenen Anleihen in einem wöchentlichen Rhythmus aktualisiert und die Entwicklung entsprechend analysiert. Bei anstehenden Ratingveränderungen wird bereits im Vorfeld, auf Basis der im Geschäftsbericht der Unternehmen verfügbaren Prognosen, eine eigene Einschätzung über das zukünftig mögliche Rating getroffen. Darüber hinaus werden die Kursverläufe der Einzelwerte sowie des Gesamtmarktes bewertet.

Klassifizierung als Mittelstandsanleihe nicht über Segmentzugehörigkeit, sondern Unternehmensstruktur

Alle Unternehmen des Index müssen an einer deutschen Börse handelbar sein und die Restlaufzeit muss mehr als zwölf Monate betragen. Dabei ist ein Listing in einem speziellen Mittelstandsmarktsegment nicht erforderlich. Vielmehr muss eine mögliche Anleihe als Mittelstandsanleihe klassifizierbar sein. Kriterien sind z.B. eine Umsatzgröße des Anleiheemittenten von weniger als 5 Mrd. EUR bei Industrieunternehmen bzw. weniger als 10 Mrd. EUR bei Handelsunternehmen. Damit können auch größere Mittelstandsanleihen wie Techem oder Hornbach Baumarkt Berücksichtigung finden, die häufig nicht in den Mittelstandssegmenten anzutreffen sind.

Mindestrendite ist Pflicht zur Kompensation des Mittelstandsrisikos

Um dem erhöhten Mittelstandsrisiko auch eine entsprechende Rendite entgegenzustellen, fordern unsere Richtlinien eine

Mindestrendite als Voraussetzung für eine mögliche Aufnahme und den Verbleib im GBC MAX. Diese entspricht der deutschen Umlaufrendite plus einen Aufschlag von 150 Basispunkten.

Unterscheidung GBC MAX von anderen Indizes

Der Qualitätsauswahlansatz unterscheidet den GBC MAX von den anderen bekannten Mittelstandsanleihenindizes. So berücksichtigt z.B. der breite MiBoX Micro Bond Index ohne Qualitätsauswahl alle in Mittelstandssegmenten gelisteten Anleihen mit einer Restlaufzeit größer zwölf Monate, aber keine Mittelstandsanleihen außerhalb der bekannten Segmente.

Der ebenfalls bekannte MiBoX_IG MICRO BOND Investment Grade Index hingegen nimmt eine Qualitätsselektion vor und berücksichtigt auf gleicher Universumbasis deshalb ausschließlich Unternehmen mit Investment Grade Rating.

Erfolg zeigt sich in höherer Rendite bei niedrigerem Risiko

Der Unterschied zeigt sich in der Entwicklung der letzten beiden Jahre, speziell jedoch 2014. Auf Basis der Auswahlstrategie innerhalb des GBC MAX hat der Index im vergangenen Jahr eine Performance von 5,1% erzielt, was deutlich über den Renditen der anderen Indizes für Mittelstandsanleihen liegt.

Verglichen mit den meisten Mittelstandsanleihen- und Segmentindizes, die bis auf den Entry Standard sogar negative Renditen auswiesen, konnte der GBC MAX damit eine deutliche Outperformance zeigen. Und auch das Risiko lag im Jahresvergleich mit einer Volatilität von nur 3,4% deutlich unter den Konkurrenzwerten.

Jährliche Renditeerwartung derzeit bei ca. 5%

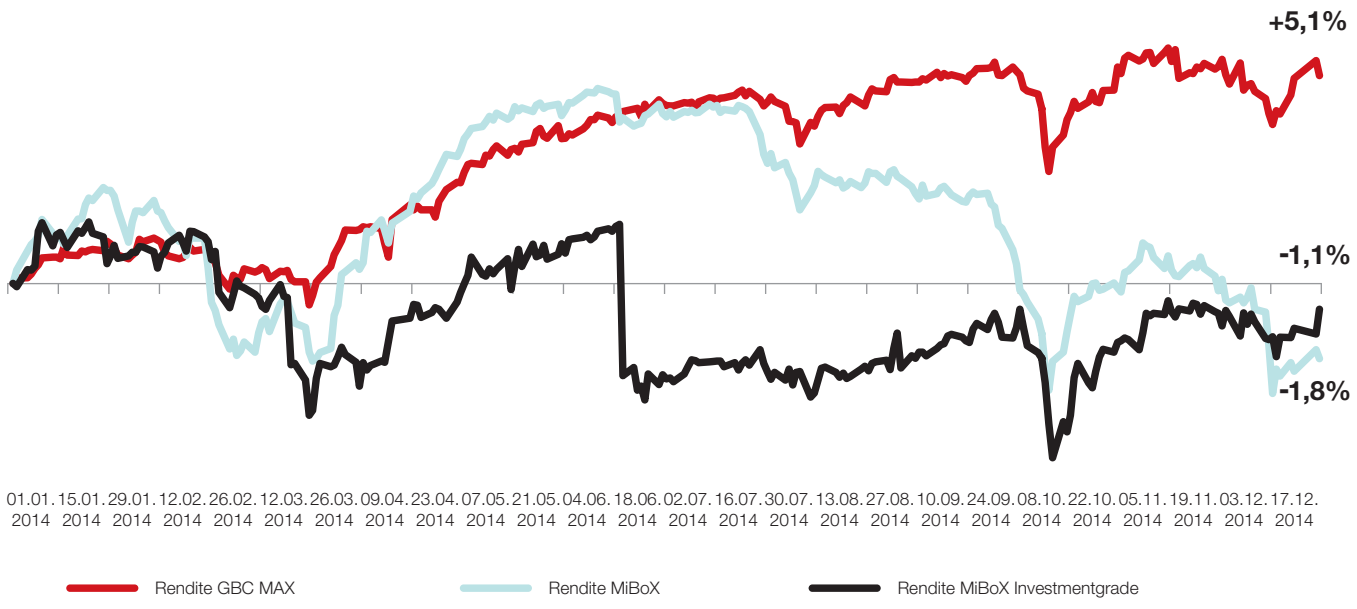
Derzeit (13.2.2015) steht der GBC MAX bei 119,13 Punkten und hat damit wieder ein neues Allzeithoch erreicht. Auf Basis der aktuellen Selektion mit 34 Mittelstandsanleihen wird für das laufende Jahr 2015 von unserer Seite eine Effektivrendite von ca. 5% erwartet.

Trotz der geringeren Anzahl an Emissionen im vergangenen Jahr und des zuletzt eher negativen Sentiments im Bereich der Mittelstandsanleihen zeigt die Entwicklung des GBC MAX, dass in dieser Anlageklasse eine attraktive Rendite bei vertretbarem Risiko erzielbar ist.

Risiken vermeiden, gute Renditen erzielen

Eine genaue Analyse und Bewertung der Emittenten und deren Anleihen ist jedoch für Investoren unverzichtbar, um die Spreu vom Weizen zu trennen. Es gilt, Risiken zu vermeiden und damit optimale Renditen zu erzielen. Das geltende Motto für einen nachhaltigen Anlageerfolg lautet wie so oft: Qualität, Qualität, Qualität.

Renditevergleich von GBC MAX mit den Mittelstandsindizes MiBoX & MiBoX Investmentgrade im Verlauf des Jahres 2014



Quelle: GBC AG

INVESTMENT

VON HANS-JÜRGEN FRIEDRICH,
VORSTAND,
KFM DEUTSCHE MITTELSTAND AG*

Attraktive Renditen bei Unternehmensanleihen

Aber auf die Auswahl kommt es an!

Angesichts dauerhaft niedriger Zinsen suchen sowohl private als auch institutionelle Anleger verstärkt nach Alternativen. Anleihen von mittelständischen Unternehmen sind durchaus eine attraktive Wahl. Dass sich Unternehmen verstärkt über den Anleihenmarkt finanzieren, ist hauptsächlich auf die veränderten Rahmenbedingungen zurückzuführen.

Veränderte regulatorische Rahmenbedingungen bei Banken …

In ihrer Augustausgabe 2014, dem Barometer Spezial, berichtet die IKB Deutsche Industriebank, dass klassische Bankkredite nicht mehr für alle Investitionsvorhaben die richtige Wahl seien. In der Analyse wurde festgestellt, dass die veränderten gesetzlichen Rahmenbedingungen das Geschäftsmodell der Banken verändern. Die Unternehmen sind daher gut beraten, auch andere Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung auszuloten, um die bisherige Abhängigkeit vom Bankkredit zu reduzieren, die Gesamtfinanzierung breiter aufzustellen und dabei gleichzeitig den sich wandelnden Finanzierungsbedarf möglichst passend abzudecken. Aus der Studie geht hervor, dass mittelgroße Unternehmen mit Umsätzen ab 25 Mio. bis hin zu 5 Mrd. EUR von den veränderten Bedingungen besonders betroffen sind. Diese Unternehmen sind als wesentlicher Motor der wirtschaftlichen Entwicklung anzusehen. Anleihen und Schuldscheindarlehen werden in dieser Studie als eine Alternative genannt, die neben bestehenden Bankfinanzierungen und anderen Finanzierungformen zu einer gesunden und bedarfsgerechten Finanzierungsstruktur herangezogen werden können.

*) Als ehemaliger Bankdirektor unterstützte Hans-Jürgen Friedrich seit 2003 mittelständische Unternehmen bei der Finanzierung über Banken und Kapitalmärkte. Heute ist er Vorstand der KFM Deutsche Mittelstand AG und Mitglied des Anlageausschusses des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS.

Foto: Thinkstock/iStock/ayagiz

… lenken die Unternehmen an den Kapitalmarkt – mit attraktiven Zinsen für Anleger

Viele Unternehmen haben ein gut funktionierendes Geschäftsmodell und können bessere Zinsen nachhaltig bezahlen. Das eine oder andere Unternehmen ist sogar (Welt-)Marktführer. Die angebotenen Produkte und Dienstleistungen können zu höheren Preisen erfolgreich vermarktet werden. Allerdings müssen neue Teilnehmer am Kapitalmarkt in vielen Fällen einen höheren Zins zahlen, um die Einstiegsbarrieren als unbekannte Adresse zu überwinden. Ist die Adresse im Kapitalmarkt etabliert und konnte das Unternehmen Transparenz und Solidität über einen längeren Zeitraum unter Beweis stellen, werden die Spielräume genutzt, um die Zinsen zu senken. Hierfür gibt es bereits mehrere Beispiele (z.B. KUKA, DÜRR, GrandCity Properties oder Uniwheels) und es werden wohl weitere Adressen folgen.

Attraktive Renditen bei Unternehmensanleihen des Mittelstands sind eine Alternative ...

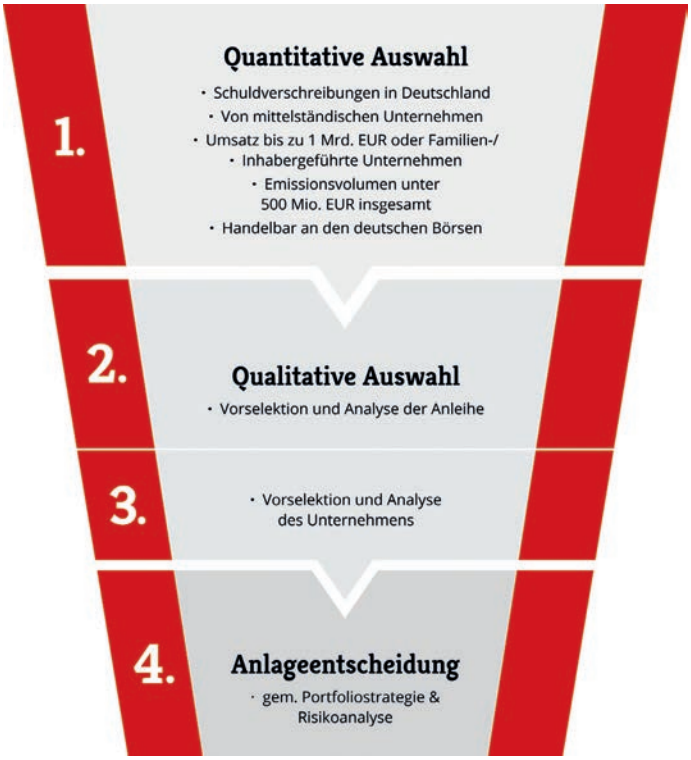
Mittelständische Unternehmen gelten schon seit Jahren als sehr beweglich und anpassungsfähig. Die mittelständischen

Unternehmen in Deutschland sind in vielerlei Hinsicht einzigartig. Untersuchungen über den europäischen Mittelstand haben ergeben, dass unter den Top-Vier-EU-Ländern Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Italien der Mittelstand in Deutschland in allen untersuchten Zeiträumen am stärksten gewachsen ist. Sowohl vor der Krise 2007/08, nach der Krise 2010/11 und auch aktuell. Dabei wurde der Abstand zu den übrigen drei Ländern immer größer.

… es kommt aber darauf an, die Spreu vom Weizen zu trennen

Auf der Suche nach Anleihen mit einem attraktiven Chancen-/Soliditätsprofil ist eine detaillierte Prüfung der Anleihe und des Emittenten notwendig. Die Erfahrung zeigt, dass eine quantitative Analyse alleine nicht ausreichend ist. Das KFM-Scoring orientiert sich bei seinen Analysen speziell an den Anforderungen des Anleihenmarktes und wird in diesem Zusammenhang aus der Perspektive einer Kreditprüfung durchgeführt. So werden neben den üblichen Zahlen, Daten und Fakten auch die möglichen stillen Reserven mittelständischer Unternehmen berücksichtigt. Ferner werden Planzahlen und Investitionsmodelle der Unternehmen bewertet. Aber auch die Eigenarten des Anleihemarktes für mittelständische Unternehmen werden betrachtet.

Von der quantitaven Auswahl zur Anlageentscheidung



Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

Unternehmen wie der Immobilienspezialist GrandCity Properties …
Foto: GrandCity Properties

Bei der Unternehmensanalyse werden die Bilanzen von mindestens drei Jahren herangezogen und die daraus ermittelten Kennzahlen einem Zeitvergleich unterzogen. Der Schwerpunkt der Analyse des Unternehmens liegt auf der Beurteilung von Bilanzkennziffern, der Plausibilitätsprüfung zentraler Aussagen zum Lagebericht und Anhang sowie auf qualitative Faktoren. In direkten Gesprächen mit Management und beteiligten Emissionsbegleitern werden Tatsachen zum Werdegang des Unternehmens, zum Management, zur Informationspolitik u.a.m. zusammengetragen. Ziel ist es, die Informationsasymmetrie vor einem Investment aufzulösen. Je transparenter das Unternehmen informiert, umso besser lässt sich das Chancen/Soliditätsprofil einschätzen und anschließend laufend überwachen.

… oder auch Uniwheels konnten nach ihrer Etablierung am Anleihemarkt Spielräume nutzen und Zinsen senken. Foto: Uniwheels

Fazit

Sorgfältig ausgewählte Unternehmensanleihen des Mittelstandes stellen einen wichtigen Bestandteil für fast jedes Portfolio dar. Sie bieten vielen Investoren eine interessante Alternative im Niedrigzinsumfeld. Anleger, die keine Beratung und Betreuung zu Einzeltiteln erhalten und das Chancen-/Soliditätsprofil einer Einzelanlage nicht einschätzen können, haben die Möglichkeit, über Mittelstandsanleihen-Fonds an den besseren Renditen zu partizipieren.

Nicht nur, aber auch: mehr Vertrauen durch Qualitätsstandards

Die große Sentimentumfrage unter Emittenten

Insolvenzen und Ausfälle haben dem Markt für Mittelstandsanleihen einen Dämpfer versetzt. 2014 ist die Zahl der Neuemissionen gegenüber 2013 deutlich zurückgegangen. Und auch Investoren zeigen sich zunehmend skeptischer. Dennoch sind Mittelstandsanleihen bei Unternehmen weiterhin beliebt: Warum sie geschätzt werden, wie eine Emission zum Erfolg wird und mit welchen Reformen der Markt neuen Schwung bekommt.

Obwohl weniger Bonds emittiert werden, halten sie die Manager von kleinen bis mittelgroßen Unternehmen nach wie vor für ein wichtiges Instrument in der Unternehmensfinanzierung. „Mit der Anleiheemission haben wir die Finanzierungsstruktur von eterna neu geordnet und das Unternehmen für zukünftige Herausforderungen fit gemacht“, freut sich Henning Gerbaulet, geschäftsführender Gesellschafter der eterna Mode Holding GmbH. Bei dem Hemdenhersteller gab es Zeiten, in denen ein Konsortium von 13 Banken an der Finanzierung beteiligt war. „Das hat unsere unternehmerische Handlungsfähigkeit sehr eingeschränkt“, so Gerbaulet. „Heute sind wir durch den Bond und mit zwei Hausbanken für die kommenden Jahre solide finanziert.“ Die Anleihe war ein wichtiger Baustein, um die neue Unternehmensstrategie umzusetzen. Mit den Erlösen hat eterna seinen Produktionsprozess vertikalisiert, das Working-Capital-Management deutlich verbessert und die Kollektion modernisiert.

Auch für die GEWA-Gruppe war der Bau des dritthöchsten Wohnturms in Deutschland nur mit einer Anleihefinanzierung möglich: „Wegen neuer Eigenkapitalvorschriften durch Basel III nehmen Banken von solchen Projektfinanzierungen Abstand, weil ihnen der ‚Proof of concept‘ fehlt“, erläutert uns Mark Warbanoff, geschäftsführender Gesellschafter der GEWA-Gruppe. „Auch kleinere Geldhäuser, die solche Projekte gern unterstützen würden, sind regulatorisch so limitiert, dass eine Finanzierung für sie unmöglich ist“, bedauert er. „Wir sind deshalb überzeugt, dass ein Bond für alle Beteiligten eine gute Lösung ist.“ Allerdings: Eine Anleihe kann andere Finanzierungsformen nicht vollständig ersetzen. Sie ist in der Regel nur einer der Bausteine in einem Gesamtkonzept aus Eigenkapital, Bankdarlehen und Bond.

Markus Gebhardt, Co-CEO, Alfmeier Präzision AG

BondGuide: Wie transparent informieren Sie Ihre Anleger?

Gebhardt: Gerade in einen Umfeld mit vielen Ausfällen ist es notwendig, dass sich Emittenten mit einem etablierten Geschäftsmodell positiv darstellen und über dessen Entwicklung transparent berichten. Ein Unternehmen in der Wirtschaftsöffentlichkeit sollte über aktive Pressearbeit und Teilnahme an Investorenkonferenzen präsent sein. Hier muss man den Anlegern Rede und Antwort stehen und für die nötige Transparenz sorgen. Emittenten, die diese Erwartung erfüllen, bereichern das Marktsegment.

Henning Gerbaulet, geschäftsführender Gesellschafter, eterna Mode Holding GmbH

BondGuide: Wie können Emittenten trotz wachsender Skepsis der Anleger das Vertrauen der Anleger zurückgewinnen?

Gerbaulet: Ich glaube, dass mehrere Faktoren zusammenkommen: Die Grundvoraussetzung für Vertrauen ist ein offener und ehrlicher Dialog zwischen Unternehmen und Investoren. Worte nützen aber natürlich nur, wenn sie substanziell sind. Wir als Management müssen die Anleger mit unserer Vision – nämlich europäischer Marktführer im Bereich Hemden und Blusen zu werden – und unserer Unternehmensstrategie überzeugen. Und dann gilt es natürlich, den Worten auch Taten folgen zu lassen: Der Erfolg spiegelt sich in den Zahlen wider.

Vertrauen: Wenn der Markt für Mittelstandsanleihen es neu erwirbt, ist mit neuem Schwung im Markstegment zu rechnen. Foto: Thinkstock/Hemera/Don Stevenson

Richard Lohner, zweiter Geschäftsführer, Hallhuber GmbH

BondGuide: Wie schätzen Sie den Markt für Mittelstandsanleihen derzeit ein?

Lohner: Durch eine ganze Reihe von Zahlungsausfällen sind Mittelstandsanleihen in ein schlechtes Licht geraten, weshalb sich Emittenten wie Anleger momentan zurückhalten. Sehr wichtig für die weitere Entwicklung wird sein, wie sich in diesem Jahr die anstehenden Rückzahlungen bzw. Prolongationen entwickeln. Hier sind Banken und Emittenten gefordert, frühzeitig langfristige Lösungen zu finden, um das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen.

Auch die Rendite muss stimmen

Längst nicht bei jeder Anleiheemission gelingt es allerdings, das Emissionsvolumen vollständig zu platzieren. Was sind also die Faktoren, die einen Bond attraktiv machen? „Wichtig ist eine Mittelverwendung, die für die Finanzierung mit Fremdkapital geeignet ist“, erklärt Iram Kamal, Vorstand der Stern Immobilien AG, gegenüber BondGuide. Auch ein gutes Geschäftsmodell und solide Bilanz- und Ertragsrelationen würden von Investoren geschätzt. „Im Einklang mit diesen Faktoren muss natürlich auch die Rendite angemessen sein“, betont Kamal.

Fritz Homann, Geschäftsführer, Homann Holzwerkstoffe GmbH

BondGuide: Welche Vorteile bietet ein Bond für mittelständische Unternehmen?

Homann: Eine Anleihe kann ein wichtiger Baustein im Finanzierungsmix sein und Abhängigkeiten zu bestehenden Finanzierungspartnern mindern. Sie muss natürlich immer zur individuellen Situation eines Unternehmens passen. Wir haben uns 2012 entschlossen, massiv in Wachstum zu investieren. Strategisch wollten wir vor allem die Standorte stärken und die Internationalisierung unseres Geschäfts forcieren.

Ricardo Phielix, CFO, Metalcorp Group B.V.

BondGuide: Wie wichtig ist eine Bank als Partner für den Vertrieb?

Phielix: Eine Bank ist für eine erfolgreiche Anleiheemission unverzichtbar, besonders bei Emissionsvolumina im zweistelligen Millionen-Bereich. Denn die Platzierung findet mittlerweile ja fast zu 90% bei institutionellen Investoren statt. Zu dieser Zielgruppe haben Banken nun mal traditionell den besten, weil direkten Draht.

Immer mehr Investoren achten zudem auf materielle Gegenleistungen. „Ohne ausreichende Sicherheiten sind Mittelstandsanleihen kaum noch zu platzieren, wobei darauf zu achten ist, ob zugesagte Sicherheiten ausreichend tragfähig sind“, sagt Richard Lohner, zweiter Geschäftsführer der Hallhuber GmbH. Eine solche Ausstattung beruhigt nicht nur Investoren, sie hat auch für Emittenten Vorteile: „Investoren wünschen sich natürlich Sicherheiten, diese sollten sich aber in einem spürbar niedrigeren Kupon widerspiegeln“, empfiehlt Bernd Kaimer, geschäftsführender Gesellschafter der Sanha GmbH & Co. KG. „Wer Sicherheiten mitbringt, hat in der Regel mehr Finanzierungsalternativen.“

Jorma Jokela, Gründer und CEO, Ferratum Group

BondGuide: Wie offen informieren Sie Investoren?

Jokela: Transparente Kommunikation bedeutet für uns, sowohl Investoren als auch Analysten und Medien verlässlich, vollumfänglich und proaktiv über die Unternehmensentwicklung zu informieren und in einen aktiven Dialog mit dem Kapitalmarkt zu treten. Mit unserer im Entry Standard gelisteten Unternehmensanleihe orientieren wir uns konkret an den Transparenzanforderungen der Deutschen Börse für dieses Marktsegment, den Anforderungen des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes und anderen Transparenzvorschriften. Wir veröffentlichen regelmäßig und zeitnah Jahres- und Halbjahresberichte und aktualisieren Rating und Unternehmenskennzahlen fortlaufend. Über die gesetzlichen Rahmenbedingungen hinaus veröffentlichen wir Quartalsberichte und informieren mit Pressemitteilungen die verschiedenen Zielgruppen kontinuierlich über die Unternehmensentwicklung.

Banken kennen die Kapitalmärkte

Auch die Zusammenarbeit mit einer Bank zahlt sich zumeist für den Emittenten aus. Diese sorgt nicht nur für das wichtige Feedback vom Kapitalmarkt. „Bei der Größe unseres Anleihevolumens mussten wir bei institutionellen Investoren platzieren“, erläutert Warbanoff. Insgesamt waren für den Vertrieb der GEWA-Anleihe sowohl eine Bank als auch ein Corporate-Finance-Berater zuständig. „Beide haben einen sehr guten Job gemacht“, lobt Warbanoff. „Auch über die Börse hatten wir mit einem Privatanlegeranteil von mehr als 20% eine gute Resonanz. Dazu hat unsere Presse- und Medienarbeit einen wichtigen Beitrag geleistet.“

Johann Schmid-Davis, Leiter Corporate Finance, Hörmann Finance GmbH

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

Schmid-Davis: Wichtig ist zunächst eine umfassende Analyse der eigenen Ausgangssituation – Geschäftsmodell, Finanzierungsstruktur, Businessplan etc. Dann folgt die Auswahl der begleitenden Bank und weiterer Berater sowie des Börsenplatzes. Anschließend sollten eine prägnante und nachvollziehbare Credit Story – inklusive Mittelverwendung und Rückzahlung der Anleihe – erarbeitet und klare Emissionsstrukturen geschaffen werden. Abschließend folgen die Festlegung von Verzinsung und Anleihebedingungen, ein Credit Research und das Rating. Bei allen Maßnahmen ist eine durchgängige Dokumentation mit umfassender Transparenz zu beachten. Und last but noch least ist eine qualifizierte Vermarktung der Anleihe wesentlich für den Erfolg der Platzierung. Als besonders wichtig haben wir die Roadshow und eine professionelle Pressearbeit empfunden.

Ein Pluspunkt für Anleihen ist nach wie vor ein Rating, wobei eine solche Bewertung durchaus kritisch gesehen werden sollte. „Ein Rating ist ein Bewertungsansatz auf Basis von Kennzahlen von teilweise ganz unterschiedlichen Unternehmen, die aber meist nur eingeschränkt miteinander vergleichbar sind“, kritisiert Richard Lohner, zweiter Geschäftsführer

FOLGEN SIE BÖRSEN- UND FINANZEXPERTEN AUF GUIDANTS

Guidants

WWW.GUIDANTS.COM/EXPERTEN

Bernd Kaimer, geschäftsführender Gesellschafter, Sanha GmbH & Co. KG

BondGuide: Wie lautet Ihre persönliche Bestandsaufnahme des Marktes für Mittelstandsanleihen?

Kaimer: Letztlich muss Vertrauen in das Segment zurückkehren. Dies kann nur durch das Engagement von Emittenten, Börsen, Beratern und Anlegern gelingen. Es ist wohl unbestritten, dass die bankenunabhängige Finanzierung eine wichtige Alternative für Mittelständler ist. Aber auch für Anleger sind Anleihen von mittelständischen Unternehmen eine attraktive Depotbeimischung.

von Hallhuber. „Es kann nicht die eigene Analyse oder den direkten Kontakt zum Emittenten ersetzen, sondern nur ein Anhaltspunkt sein.“

Professionelle Standards für Marktsegmente

Insolvenzen und Ausfälle haben dazu geführt, dass Anleger bei Mittelstandsanleihen zurückhaltender geworden sind. Wie lässt sich das Vertrauen zurückgewinnen? Was muss sich ändern, damit auch Mittelständler wieder stärker auf dieses wichtige Mittel der Unternehmensfinanzierung setzen?

Mark Warbanoff, geschäftsführender Gesellschafter, GEWA Gruppe

BondGuide: Welche vertrauensbildenden Maßnahmen führen Sie durch?

Warbanoff: Eine offensive und transparente Kommunikation mit Investoren, Stakeholdern und Journalisten bewerten wir als sehr wichtig. Wir bemühen uns stetig, diese Kommunikation über Corporate News, unsere Website, Pressegespräche und mit unserer Webcam fortzusetzen. Aktuell können unsere Anleger die Tiefgründungsphase via Webcam beobachten. In dieser Phase wird das Fundament des Tower in Form einer kombinierten Pfahl-Plattengründung gelegt. Dabei werden über 100 Gründungspfähle 40 Meter tief in den Boden eingebracht, die unter der Tiefgarage und der 2,5 Meter starken Bodenplatte liegen werden. Mit der Webcam kann der Baufortschritt nicht nur vor Ort, sondern von allen Anlegern verfolgt werden.

„Das A und O ist eine realistische, wertsteigernde und zugleich nachvollziehbar kommunizierte Unternehmensstrategie“, ist sich Gerbaulet sicher.

Der Leiter Corporate Finance der Hörmann Finance GmbH, Johann Schmid-Davis, hält eine umfassende Transparenz und die aktive Kommunikation mit den Anlegern für besonders wichtig. „Auch das fortlaufende Rating und die strikte Beachtung etablierter Standards wie des Best Practice Guide der Deutschen Börse oder der DVFA-Standards für Bondkommunikation erhöhen das Vertrauen“, betont Schmid-Davis.

Theodor Niehues, Co-CEO, gamigo AG

BondGuide: Herr Niehues, was ist unwägbarer: Produktmanagement bei Onlinespielen oder das Dasein an den Kapitalmärkten?!

Niehues: Beides lässt sich mittelfristig gut abwägen, wenn man eine klare Strategie hat und seine Hausaufgaben macht. Das tun wir.

BondGuide: Woran könnte es liegen, dass die gamigo-Anleihe trotz guter Nachrichten weiterhin nur bei rund 75% steht – allerdings bei aufsteigender Tendenz?

Niehues: Wahrscheinlich hat der Markt noch nicht realisiert, dass wir kein risikoreicher Spieleentwickler mehr sind, sondern inzwischen mit unserer Plattformstrategie für Gaming wesentlich breiter und besser aufgestellt sind.

Sinnvoll sei zudem die Weiterentwicklung der Anleihen-Marktplätze mit professionellen Standards. „Wir sollten die gestiegenen Qualitätsansprüche der Investoren unbedingt berücksichtigen – zum Beispiel durch ein frühzeitiges Pre-Sounding und eine engere Zusammenarbeit mit den Investoren“, schlägt Schmid-Davis vor. Noch einen Schritt weiter geht Christian Weber: „Es wäre sinnvoll, wenn die im Best Practice Guide als Empfehlung formulierten Standards mehr Verbindlichkeit hätten“, meint der Generalbevollmächtigte der Karlsberg Brauerei KG Weber, denn: „Das würde dem Markt für Mittelstandsanleihen eine Chance zur Weiterentwicklung bieten.“

Aktive Kommunikation nach der Emission

Ständig in Kontakt mit den eigenen Investoren zu stehen, hält der Gründer und CEO der Ferratum Group für unverzichtbar.

Iram Kamal, Vorstand, Stern ImmobilienAG

BondGuide: Welche Rolle spielt ein Rating für das Vertrauen der Anleger?

Kamal: Ein Rating ist allenfalls noch notwendig, aber sicher nicht mehr hinreichend. Einige Ratingagenturen haben massiv Vertrauen verspielt. Ein Rating im Bereich Investment Grade wird heute keinen Anleger mehr hinter dem Ofen hervorlocken. Die Anleger bei Mittelstandanleihen sind mündiger geworden und überlassen die Beurteilung eines Investments nicht mehr allein der Ratingagentur.

„Nach der erfolgreichen Platzierung einer Anleihe sollte die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt nicht abreißen, sondern erst richtig beginnen“, fordert Jorma Jokela. „Wir haben uns bewusst dazu entschieden, nicht nur gesetzliche Mindestanforderungen zu erfüllen, sondern Transparenz im Hinblick auf Unternehmensentwicklung, definierte Ziele und Strategie zu schaffen.“

In der Theorie sei die Sache einfach, meint auch Iram Kamal: „Mehr gute Unternehmen müssen Anleihen mit fairen Kupons emittieren, um so das Vertrauen in den Markt wieder zu stärken.“ Um das zu erreichen, sollten Risiken und Renditen besser aufeinander abgestimmt und deutlicher kommuniziert werden, wo sich die Risikoprofile einzelner Emittenten unterscheiden. „Bei einigen älteren Emissionen war das wohl nicht der Fall“, befürchtet der Vorstand der Stern Immobilien AG. „Wenn diese Bonds zur Refinanzierung anstehen, könnte das Marktvertrauen nochmals leiden.“

Christian Weber, Generalbevollmächtigter, Karlsberg Brauerei KG Weber

BondGuide: Warum haben Sie eine Mittelstandsanleihe emittiert?

Weber: Wir wollten unsere Finanzierungsstruktur neu gliedern und dabei eine größere Diversifizierung erreichen. Durch die Anleihe sind wir von anderen Finanzierungsformen wie der Bankenfinanzierung unabhängiger geworden. Zudem bietet uns der Bond mit fünfjähriger Laufzeit und festem Zinssatz neben der Fristenkongruenz zu den finanzierten Investitionen eine größere Sicherheit und Planbarkeit als kurzfristige Kredite. Ein weiterer Vorteil ist, dass höhere Erwartungen an das Unternehmen und im Unternehmen gestellt werden – das ist auch gut so. Hierdurch sind wir in unseren Analysen, der Kommunikation und unserer Außendarstellung professioneller geworden.

Thomas Märtz, Vorstandsvorsitzender, Vedes AG

BondGuide: Ihr Fazit zu Ihren beiden Bond-Emissionen?

Märtz: Wir haben unsere zwei Anleihen – von denen eine bereits vollständig getilgt ist – für die Akquisition eines Spielwarengroßhändlers eingesetzt und sind dadurch die Nummer 1 in Europa geworden. Dafür war dieses Instrument optimal, vor allem aufgrund der Schnelligkeit und des Freiraums in der Mittelverwendung. Auch die Endfälligkeit ist in diesem Zuschnitt sehr passend. Denn im ersten Jahr nach der Akquisition waren wir noch durch doppelte Strukturen und die Kosten der Neuorganisation belastet. 2015, im zweiten Jahr, dreht sich unsere Gewinnentwicklung wieder deutlich ins Positive und in den drei folgenden Jahren erwirtschaften wir die Mittel, die wir zur Tilgung einsetzen.

Fazit

Für potenzielle Emittenten stellt das aktuelle Umfeld eine große Herausforderung dar, denn Öffentlichkeit und Medien sind häufig nur auf die zugegebenermaßen vorhandenen Marktprobleme fokussiert. Viele Mittelständler hoffen darauf, dass mehr Qualität bei frischen Emittenten den Markt aus der Krise führen könnte – wie sie sich 2014 angesichts von 97% Vollplatzierung schon angedeutet hat. Ein solcher Trend könnte durch professionellere Standards an den Börsenplätzen noch unterstützt werden – auch hier ist einiges im Werdegang. Unabdingbar scheint selbstverständlich eine transparente und zuverlässige Berichterstattung, um nachhaltiges Vertrauen zu etablieren. Eine wichtige Rolle spielt 2015 die Frage, ob und wie die anstehenden Rückzahlungen gelingen werden.

Thomas Müncher

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.

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 250 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 börsenorientierter und größerer mittelständischer Unternehmen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie in sämtlichen Fragen der Unternehmensfinanzierung. Insbesondere verfügt GÖRG über umfangreiche Erfahrung bei der Emission von Unternehmensanleihen.

Aufgrund unserer langjährigen Erfahrung können wir unseren Mandanten auch bei äußerst komplexen Strukturierungen maximale Transaktionssicherheit bieten. Zudem schätzen unsere Mandanten unseren pragmatischen und ergebnisorientierten Beratungsansatz.

www.goerg.de

Kontakt:
Dr. Christian Becker
E-Mail: cbecker@goerg.de, Tel: +49 89 3090667-39

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

MEMBER OF broadlaw group

GSK Stockmann + Kollegen ist eine der führenden, unabhängigen Wirtschaftskanzleien in Deutschland mit den Schwerpunkten Real Estate, Corporate, Banking/Finance und Öffentliches Wirtschaftsrecht. Mit mehr als 125 Rechtsanwälten und Steuerberatern in Deutschland, Brüssel und Singapur und als Teil unserer internationalen Allianz „Broadlaw Group“ mit über 1000 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.

GSK. der Unterschied

www.gsk.de

Kontakt:
Hendrik Riedel, LL.M.
E-Mail: riedel@gsk.de, Tel.: +49 89 288 174-73

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

---

one square advisors

One Square Advisors ist der Spezialist und Marktführer für Restrukturierungsoptionen bei Mittelstandsanleihen sowie sonstiger deutschen Distressed Assets mit kreativen Lösungen für komplexe und grenzüberschreitende Situationen. Alle Partner und Teammitglieder verfügen über jahrzehntelange Restrukturierungserfahrung und waren in führenden Beratungsgesellschaften, Investmentbanken sowie in geschäftsführenden Positionen tätig.

Beratung von Kapitalgebern
Beratung und Vertretung von Anleihegläubigern, Banken oder Gesellschaftern; Verhandlungsführung und -unterstützung; Liquiditätsreview, Ad-hoc-Finanzprüfung

Beratung bei Finanzrestrukturierungen
Entwicklung von Restrukturierungs- und Verhandlungsoptionen; Entwicklung, Umsetzung und Bewertung von Insolvenz- bzw. Vollstreckungsszenarien; Analyse Value-Break und Fremdfinanzierungskapazität; Finanzkennzahlen- und Kreditanalyse

Distressed M&A
Verhandlung mit Insolvenzverwaltern und Verkäufern von Krisenunternehmen; Bewertung und Identifikation von möglichen Käufern von Krisenunternehmen; Beratung zur Verhandlungstaktik; M&A-Prozessmanagement

www.onesquareadvisors.com

Kontakt:
Frank Günther
E-Mail: frank.guenther@onesquareadvisors.com
Tel.: +49 89 159 898 0; Fax: +49 89 15 98 98 22

STEUBING AG
WERTPAPIERHANDELSBANK

Die Steubing AG gehört mit einer Eigenkapitalquote 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 Selbständigkeit 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 40 Mittelstandsanleihen strukturiert und dabei ein Volumen von mehr als 1,7 Mrd. EUR platziert. Darüber hinaus betreut die Steubing AG als Investmentmanager den Steubing German Mittelstand Fund I, der in Anleihen mittelständisch geprägter Unternehmen aus der D-A-CH Region investiert.

www.steubing.com
www.germanmittelstandfund.de

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

---

youmex

- Seit 1999 Spezialist für maßgeschneiderte Finanzierungen und Kapitalmaßnahmen von mittelständischen Unternehmen ab 50 Millionen EUR Umsatz
- youmex war in den letzten vier Jahren mit einem Platzierungsvolumen von über 1 Mrd. EUR am Erfolg von mehr als 50 Eigen- & Fremdkapitalfinanzierungen beteiligt
- Leistungen: Unternehmensanleihen, Schuldscheindarlehen, IPOs, Kapitalerhöhungen, Kapitalmarktberatung, wertpapiertechnische Beratung, strukturierte Unternehmensfinanzierung, Investitions- & Projektfinanzierung und Working Capital Lösungen
- 22-köpfiges Team aus Investmentbankern, Debt & Equity Sales sowie Corporate & Structured Finance Spezialisten
- BaFin-zugelassenes Finanzdienstleistungsinstitut und bankenunabhängiger Finanzpartner
- Internationales Investorenportfolio: Institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Family Offices, Investment- & Retailbanken
- Leistungsstarkes Netzwerk: Kommunikationsagenturen, Researchhäuser, Börsenmakler, Wirtschaftsprüfer, Anwaltskanzleien, Unternehmensberater, Banken

www.youmex.de

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

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]
HPI (2016)	Industriedienstleister A1MA90	Dez 11/Okt 13	FV FRA	6	ja	9,00%		20,00	175,7%	Süddeutsche Aktienbank	*
Kézizálog (2018)	Finanzdienstleister A1HQFG	Okt 13	FV FRA	10	nein	7,75%	BB+[9] (CR)	8,53	142,2%	Eigenemission	*
Ekotechnika (2018)	Agrarmaschinen A1R1A1	Apr 13	Bondm	60	ja	9,75%	CCC[8] (CR)	30,50	67,0%	Fion	*
Laurèl (2017)	Damenbekleidung A1RE5T	Okt 12	Entry Standard	20	ja	7,13%	B[8] (CR)	34,86	61,9%	Oddo Seydler Bank	*
e.n.o. energy (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V5	Jun 11	PM DÜS (C)	10	nein	7,38%	B[8] (CR)	61,15	54,3%	GBC, Bankhaus Neelmeyer	**
René Lezard (2017)	Modehändler A1PGQR	Nov 12	Entry Standard	15	ja	7,25%	B+[8] (CR)	40,45	52,4%	Schnigge (AS), UBJ (LP)	*
More & More (2018)	Modehändler A1TND4	Jun 13/Feb 14	Bondm	10	ja	8,13%	CCC[8] (CR)	42,00	46,5%	quirin bank	*
friedola (2017)	Freizeitartikel A1MLYJ	Apr 12	PM DÜS (C)	13	nein	7,25%	B[8] (SR)	53,50	45,4%	Conpair	*
Singulus (2017)	Maschinenbau A1MASJ	Mrz 12	Entry Standard	56	ja	7,75%		57,10	42,6%	Oddo Seydler Bank	*
Sympatex (2018)	Funktionstextilien A1X3MS	Dez 13	Entry Standard	13	ja	8,00%	B-[8] (CR)	50,85	32,1%	Oddo Seydler Bank	*
BDT Automation (2017)	Technologie A1PGQL	Sep/Okt 12	Entry Standard	17	nein	8,13%	CCC[8] (CR)	63,00	30,3%	Oddo Seydler Bank (AS), DICAMA (LP)	*
Karlie Group (2018)	Heimtierbedarf A1TNG9	Jun 13	Entry Standard	10	nein	6,75%	B+[8] (SR)	55,10	29,5%	Viscardi (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
Timeless Homes (2020)	Immobilien A1R09H	Jun 13	PM DÜS (C)	10	n. bek.	9,00%		51,00	29,0%	Eigenemission	*
Travel24 (2017)	Online-Reisen A1PGRG	Sep 12	Entry Standard	21	nein	7,50%		65,00	28,3%	Acon Actienbank	*
Peine (2018)	Modehändler A1TNFX	Jun/Jul 13	FV S	4	nein	8,00%	C[9] (CR)	60,00	27,6%	quirin Bank	*
DF Deutsche Forfait (2020)	Außenhandelsfinanzierung A1R1CC	Mai 13	Entry Standard	30	ja	7,88%	CCC[8] (SR)	50,00	26,4%	equinet Bank	*
MAG IAS (2016)	Maschinenbau A1H3EY	Jan/Feb 11	Bondm	50	ja	7,50%	B[8] (CR)	85,60	26,2%	Fion	**
Alno (2018)	Küchenmöbel A1R1BR	Apr 13	Entry Standard	45	ja	8,50%	B-[3][8] (SR)	67,75	23,8%	Oddo Seydler Bank	**
Senator Entertainment (2015)	Medien A11QJD	Jun/Sep 14	FV FRA	10	ja	12,00%		99,00	22,4%		***
gamigo (2018)	Online-Spiele A1TNJY	Jun 13	FV FRA	7	nein	8,50%	B+[9] (CR)	77,50	18,6%	Kochbank (AS), GBC (LP)	**
VST Building Tech. (2019)	Bautechnologie A1HPZD	Sep/Okt 13	Entry Standard	8	nein	8,50%	B-[8] (CR)	71,25	18,2%	VEM Aktienbank	*
ARISTON (2016)	Immobilien A1H3Q8	Mrz 11	FV DÜS	3	nein	7,25%		90,50	17,8%	nicht bekannt	**
Ekosem I (2017)	Agrarunternehmen A1MLSJ	Mrz 12	Bondm	50	ja	8,75%	B+[8] (CR)	85,51	17,6%	Fion	**
Ekosem II (2018)	Agrarunternehmen A1R0RZ	Nov 12/Okt 13	Bondm	78	ja	8,50%	B+[8] (CR)	77,75	16,8%	Fion	**
Rickmers (2018)	Logistik A1TNA3	Jun/Nov 13 & Mrz/Nov 14	Prime Standard	275	ja	8,88%	CCC[8] (CR)	81,00	16,7%	Oddo 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]
Homann (2017)	Holzwerkstoffe A1R0VD	Dez 12/Jun 13 & Mai 14	Prime Standard	100	ja	7,00%	B[8] (CR)	79,50	16,7%	Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	**
Identec (2017)	RFID-Technologie A1G82U	Okt 12	FV Berlin, HH-H & Wien	25	nein	7,5% + Bonus		98,51	16,6%	FMS	***
Mitec Automotive (2017)	Automotive A1K0NJ	Mrz 12	Bondm	25	nein	7,75%	BB-[3][8] (SR)	86,05	16,0%	FMS	**
Sanders II (2018)	Bettenzubehör A1X3MD	Okt 13/Jul 14	Entry Standard	22	ja	8,75%	B+[8] (CR)	81,85	15,9%	Oddo Seydler Bank (AS), Steubing (LP)	**
6B47 RE Investors (2015)	Immobilien A1ZKC5	Jun 14	FV FRA	10	ja	9,50%	BB (CR)	98,00	15,7%	VEM Aktienbank	***
posterXXL (2017)	Fotodienstleister A1PGUT	Jul 12	m:access	6	nein	7,25%	B+[8] (CR)	85,02	15,1%	Conmit	**
3W Power II (2019)	Energie A1ZJZB	Aug 14	FV FRA	50	ja	4,00%		79,25	14,8%	Oddo Seydler Bank	**
Sanochemia (2017)	Pharmazie A1G7JQ	Aug 12	Entry Standard	10	nein	7,75%	B[8] (CR)	87,00	14,3%	Lang & Schwarz	**
Royalbeach (2016)	Sportartikel A1K0QA	Okt 11	Bondm	8	nein	8,13%	BB[8] (CR)	92,90	13,0%	FMS	**
Maritim Vertrieb II (2016)	Logistik A13R5R	Nov 14	FV HH	25	ja	8,25%		95,51	12,3%	Acon Actienbank	***
Solar8 Energy (2021)	Erneuerbare Energien A1H3F8	Mrz/Apr 11	FV DÜS	10	ja	3,00%	BB-[9] (CR)	63,00	11,8%		*
BeA Behrens (2016)	Baumaterial A1H3GE	Feb/Mrz 11	Bondm	30	ja	8,00%		96,51	11,6%	One Square Advisors	***
PCC I (2015)	Chemie, Energie, Log. A1H3MS	Apr 11	FV FRA	30	nein	6,88%		98,50	11,6%	equinet Bank	**
Golfino (2017)	Bekleidung A1MA9E	Mrz 12	Entry Standard	12	ja	7,25%	B+[8] (CR)	92,50	11,4%	Oddo Seydler Bank (AS), DICAMA (LP)	**
AVW Grund (2015)	Immobilien A1E8X6	Mai 11	FV HH	22	nein	6,10%	BBB-[3][9] (CR)	96,50	11,0%	Eigenemission	**
FCR Immobilien (2019)	Immobilien A1YC5F	Okt 14	FV FRA	10	n. bek.	8% + Bonus		100,50	10,8%	Eigenemission	***
Eyemaxx IV (2020)	Immobilien A12T37	Sep 14	Entry Standard	13	nein	8,00%	BB-[8] (CR)	91,00	10,3%	ICF	**
Eyemaxx III (2019)	Immobilien A1TM2T	Mrz 13	Entry Standard	11	ja	7,88%	BB-[8] (CR)	92,35	10,2%	VEM Aktienbank	***
Metalcorp (2018)	Metallhändler A1HLTD	Jun 13/Mai 14	Entry Standard	31	ja	8,75%	BB[8] (CR)	100,00	8,7%	Schnigge (AS), DICAMA (LP)	**
SeniVita Soz. GS (2019/unbegr.)	Pflegeeinrichtungen A1XFUZ	Mai 14	FV FRA	22	nein	8,00%	BB+[8] (CR)	98,00	8,6%	ICF, Blättchen FA	***
HanseYachts II (2019)	Boots- und Yachtbau A11QHZ	Mai 14	Entry Standard	13	nein	8,00%		98,23	8,5%	Steubing	***
Scholz (2017)	Recycling A1MLSS	Feb 12/Feb 13	Entry Standard	183	ja	8,50%	B[8] (EH)	100,50	8,2%	Oddo Seydler Bank (AS), Blättchen & Partner (LP)	****
Photon Energy (2018)	Erneuerbare Energien A1HELE	Mrz 13	FV FRA	5	nein	8,00%	BB-[9] (CR)	100,00	8,2%	Eigenemission	**
Air Berlin V (2019)	Logistik AB100N	Mai 14	FV FRA	82	ja	5,63%		91,90	8,1%		**
GEWA 5 to 1 (2018)	Immobilien A1YC7Y	Mrz 14	Entry Standard	35	ja	6,50%	BBB[3] (CR)	95,87	8,0%	equinet Bank (AS), FMS (LP)	****
Herbawi (2019)	Modehändler A12T6J	Okt 14	FV FRA	10	n. bek.	7,75%	B+[3] (Feri)	99,50	8,0%	DICAMA	***

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]
Euroboden (2018)	Immobilien A1RE8B	Jul 13	PM DÜS (C)	5	nein	7,38%	BB[8] (CR)	98,55	7,8%	SCALA CF	***
KTG Agrar III (2019)	Agrarrohstoffe A11QGQ	Okt 14	Entry Standard	35	nein	7,25%	BB+[8] (CR)	98,35	7,7%	Scheich & Partner (AS), youmex (LP)	***
KSW Immobilien (2019)	Immobilien A12UAA	Okt 14	Entry Standard	22	nein	6,50%	BBB-[3] (CR)	95,75	7,6%	ICF (AS), FMS (LP)	****
DEMIRE (2019)	Immobilien A12T13	Sep 14	FV FRA	50	nein	7,50%		100,10	7,6%	Oddo Seydler Bank	***
ALBIS Leasing (2016)	Finanzdienstleistung A1CR0X	Sep 11	MSB	50	nein	7,63%	BB[3][9] (CR)	100,00	7,6%	mwb Fairtrade	***
Eyemaxx II (2017)	Immobilien A1MLWH	Apr 12	Entry Standard	12	nein	7,75%	BBB-[3][8] (CR)	100,50	7,5%	VEM Aktienbank	****
KTG Agrar II (2017)	Agrarrohstoffe A1H3VN	Jun/Dez 11, Feb 13, Feb/Dez 14	Entry Standard	210	ja	7,13%	BB+[8] (CR)	99,25	7,5%	equinet Bank	***
IPM (2018)	Immobilien A1X3NK	Okt 13	FV S & FRA	15	ja	5,00%		92,50	7,4%	Oddo Seydler Bank	***
Sanha (2018)	Heizung & Sanitär A1TNA7	Mai 13/Jan 14	Entry Standard	38	ja	7,75%	BB[8] (CR)	101,41	7,2%	equinet Bank	***
German Pellets III (2019)	Brennstoffe A13R5N	Nov 14	Prime Standard	100	ja	7,25%	BB[8] (CR)	100,50	7,1%	quirin bank	***
eterna Mode (2017)	Modehändler A1REXA	Sep 12/Jun 13	Bondm	53	ja	8,00%	B+[8] (CR)	102,00	7,1%	Fion	***
PNE Wind (2018)	Erneuerbare Energien A1R074	Mai/Sep 13	Prime Standard	100	ja	8,00%	BB-[8] (EH)	103,10	7,0%	M.M. Warburg (AS), Oddo Seydler Bank	***
Neue ZWL Zahnradwerk II (2021)	Automotive A13SAD	Feb 15	Entry Standard	25	ja	7,50%	B+[8] (CR)	102,44	7,0%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
BioEnergie Taufkirchen (2020)	Energieversorger A1TNHC	Jul 13	m:access	15	ja	6,50%	BBB-[3][8] (SR)	97,95	6,9%	GCI Management Consulting	***
Seidensticker (2018)	Bekleidung A1K0SE	Mrz 12	PM DÜS (C)	30	ja	7,25%	B+[8] (CR)	101,06	6,8%	Schnigge	**
Steilmann-Boecker II (2018)	Modehändler A12UAE	Sep 14	FV FRA	33	ja	7,00%	BBB[8] (CR)	100,77	6,7%	Oddo Seydler Bank	***
Beate Uhse (2019)	Erotikartikel A12T1W	Jul 14	Entry Standard	30	ja	7,75%	BB- (EH)	103,85	6,7%	Scheich & Partner (AS), youmex (LP)	***
German Pellets II (2018)	Brennstoffe A1TNAP	Jul/Aug 13	Bondm	72	ja	7,25%	BB[8] (CR)	101,65	6,7%	quirin bank	***
German Pellets I (2016)	Brennstoffe A1H3J6	Mrz/Apr 11	Bondm	54	ja	7,25%	BB[8] (CR)	100,60	6,6%	quirin bank	***
IPSAK (2019)	Immobilien A1RFBP	Nov 12	Bondm	30	ja	6,75%	BBB[3][8] (SR)	100,50	6,6%	Rödl & Partner	***
Procar (2016)	Autohandel A1K0U4	Okt 11	FV DÜS	12	nein	7,75%	BB+[8] (CR)	102,00	6,4%	Conpair	***
Stern Immobilien (2018)	Immobilien A1TM8Z	Mai 13	Entry Standard & m:access	17	nein	6,25%	A-[3][8] (SR)	99,80	6,3%	VEM Aktienbank	****
InCity Immobilien II (2019)	Immobilien A13R8D	Okt 14	FV FRA	8	nein	5,00%		95,10	6,3%	Eigenemission	**
Accentro (vorm. Estavis) (2018)	Immobilien A1X3Q9	Nov 13	FV FRA	10	nein	9,25%		109,50	6,3%	Oddo Seydler Bank	***
Neue ZWL Zahnradwerk I (2019)	Automotive A1YC1F	Feb 14	Entry Standard	25	ja	7,50%	B+[8] (CR)	104,50	6,2%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
Edel II (2019)	Medien & Unterhaltung A1X3GV	Mrz 14	FV FRA	2	nein	7,00%		103,00	6,1%		**

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]
Eyemaxx I (2016)	Immobilien A1K0FA	Jul 11	Entry Standard	13	nein	7,50%	BBB-[3,8] (CR)	101,75	6,1%	VEM Aktienbank, ICF	****
Constantin II (2018)	Medien & Sport A1R07C	Apr 13	Entry Standard	65	ja	7,00%		102,50	6,1%	Oddo Seydler Bank	***
Air Berlin IV (2019)	Logistik AB100L	Mai 14	FV FRA	170	ja	6,75%		102,80	6,1%		**
Peach Property (2016)	Immobilien A1KQ8K	Jul 11	Entry Standard	34	nein	6,60%	BB+[3,8] (CR)	100,75	6,0%	equinet Bank	***
Ferratum (2018)	Finanzdienstleister A1X3VZ	Okt 13	Entry Standard	25	ja	8,00%	BBB-[3,8] (CR)	106,50	6,0%	ICF	****
Deutsche Rohstoff (2018)	Rohstoffe A1R07G	Jul/Sep 13	Entry Standard	52	nein	8,00%	BB+[8] (CR)	106,75	5,8%	ICF	****
Valensina (2016)	Fruchtsäfte A1H3YK	Apr 11/Aug 12	FV DÜS	65	ja	7,38%	BB-[8] (CR)	101,75	5,8%	Conpair	***
ETL Freund & Partner (2017)	Finanzdienstleistung A1EV8U	Nov 10	FV S	25	ja	7,50%	BBB+[9] (CR)	104,30	5,8%	FMS, equinet Bank	***
DEWB (2019)	Industriebeteiligungen A11QF7	Apr 14	FV FRA	10	ja	6,00%		101,00	5,7%	Oddo Seydler Bank	**
KTG Energie (2018)	Biogasanlagen A1ML25	Sep 12	Entry Standard	50	ja	7,25%	BBB-[8] (CR)	105,00	5,7%	Schnigge (AS), equinet Bank (LP)	***
Enterprise Holdings (2017)	Finanzdienstleister A1G9AQ	Sep 12	Entry Standard	35	ja	7,00%	A-[3,8] (CR)	103,13	5,6%	VEM Aktienbank	****
Air Berlin II (2018)	Logistik AB100B	Apr 11/Jan 14	Bondm	225	ja	8,25%		107,85	5,6%		***
Adler Real Estate II (2019)	Immobilien A11QF0	Mrz/Jul 14, Jan 15	Prime Standard	130	ja	6,00%	BB-[8] (SR)	101,85	5,5%	Oddo Seydler Bank	**
Energiekontor II (2018/22)	Erneuerbare Energien A1MLW0	Jul 12	FV FRA	11	ja	6,00%		102,95	5,5%	nicht bekannt	**
Alfmeier Präzision (2018)	Automotive A1X3MA	Okt 13	Entry Standard	30	ja	7,50%	BB[8] (CR)	106,60	5,5%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
Vedes II (2019)	Spiele & Freizeit A11QJA	Jun 14	Entry Standard	20	ja	7,13%	BB[3] (Feri)	106,75	5,3%	Steubing	***
Energiekontor I (2021)	Erneuerbare Energien A1K0M2	Sep 11	FV FRA	8	ja	6,00%		104,00	5,3%	nicht bekannt	**
Adler Real Estate I (2018)	Immobilien A1R1A4	Mrz/Apr 13	Entry Standard	35	ja	8,75%	BB-[8] (SR)	110,00	5,2%	Oddo Seydler Bank	**
Steilmann-Boecker I (2017)	Modehändler A1PGWZ	Jun 12/Jun 13	Entry Standard	31	ja	6,75%	BBB[8] (CR)	103,50	5,1%	Schnigge (AS), VEM Aktienbank (LP)	***
Reiff Gruppe (2016)	Automotive A1H3F2	Mai 11	Bondm	30	ja	7,25%	BB[8] (CR)	102,55	5,1%	Blättchen FA	***
Hörmann Finance (2018)	Automotive A1YCRD	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%	BB[8] (EH)	104,00	5,1%	equinet Bank	***
Underberg II (2021)	Spirituosen A11QR1	Jul 14	FV FRA	30	ja	6,13%	B+[8] (CR)	106,50	5,0%	Oddo Seydler Bank	*
S&T (2018)	IT-Dienstleister A1HJLL	Mai 13	Entry Standard	15	ja	7,25%	BBB-[9] (CR)	107,75	4,6%	Oddo Seydler Bank	**
UBM Realitätenentw. (2019)	Immobilien A1ZKZE	Jul & Dez 14	Entry Standard & FV Wien	175	ja	4,88%		101,50	4,5%	IKB, Steubing & quirin (Aufstockung)	**
Hahn-Immobilien (2017)	Immobilien A1EWNF	Sep 12	PM DÜS (C)	20	ja	6,25%	A-[3,8] (SR)	104,60	4,4%	Schnigge	**
Stauder (2017)	Bierbrauerei A1RE7P	Nov 12	Entry Standard	10	ja	7,50%	B+[8] (CR)	108,00	4,3%	Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	*

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]
FC Schalke 04 (2019)	Fußballverein A1ML4T	Jun 12/Sep 13	Entry Standard	50	ja	6,75%	BB-[8] (CR)	109,50	4,3%	equinet Bank	*
Hallhuber (2018)	Modehändler A1TNHB	Jun 13	PM DÜS (C)	30	ja	7,25%	BB-[8] (CR)	108,96	4,3%	IKB	**
Cloud No. 7 (2017)	Immobilien A1TNGG	Jun/Jul 13	Bondm	35	ja	6,00%	BBB[3][8] (CR)	104,50	4,0%	Blättchen FA	**
Katjes (2016)	Süßwaren A1KRBM	Jul 11/Mrz 12	FV DÜS	45	ja	7,13%	BB+[8] (CR)	104,30	3,9%	IKB	*
Edel I (2016)	Medien & Unterhaltung A1KQYG	Mai 11	FV FRA	20	nein	7,00%		103,70	3,9%	Acon Actienbank	**
SeniVita Sozial (2016)	Pflegeeinrichtungen A1KQ3C	Mai 11	Entry Standard	14	ja	6,50%	BB+[8] (CR)	103,25	3,8%	quirin bank	*
Helma II (2018)	Baudienstleister A1X3HZ	Sep 13/Mrz 14	Entry Standard	35	ja	5,88%	BBB[8] (CR)	107,00	3,7%	Steubing	**
paragon (2018)	Automotive A1TND9	Jun 13/Mrz 14	Entry Standard	13	ja	7,25%	BBB-[8] (CR)	110,95	3,7%	Oddo Seydler Bank	**
Porr II (2018)	Baudienstleister A1HSNV	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%		109,05	3,6%	Steubing	**
Underberg I (2016)	Spirituosen A1H3YJ	Apr 11/Jun 12	FV DÜS	70	ja	7,13%	B+[8] (CR)	104,05	3,5%	Conpair	*
Karlsberg Brauerei (2017)	Bierbrauerei A1REWV	Sep 12	Entry Standard	30	ja	7,38%	BB[8] (CR)	109,50	3,5%	IKB	*
Air Berlin I (2015)	Logistik AB100A	Nov 10	Bondm	196	ja	8,50%		103,60	3,4%		*
MS Spaichingen (2016)	Maschinenbau A1KQZL	Jun/Jul 11	Entry Standard	23	nein	7,25%	BBB-[8] (CR)	105,25	3,3%	Oddo Seydler Bank	*
DIC Asset II (2018)	Immobilien A1TNJ2	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	100	ja	5,75%		107,67	3,3%	Baader Bank	*
Porr I (2016)	Baudienstleister A1HCJJ	Nov 12	Entry Standard	50	ja	6,25%		105,30	3,1%	Oddo Seydler Bank	*
GIF (2016)	Automotive A1K0FF	Sep 11	FV DÜS	10	nein	8,50%	BB+[8] (CR)	108,15	3,1%	DICAMA	*
Berentzen (2017)	Spirituosen A1RE1V	Okt 12	Entry Standard	50	ja	6,50%		108,52	3,1%	Oddo Seydler Bank	*
DIC Asset III (2019)	Immobilien A12T64	Sep 14	Prime Standard	125	ja	4,63%		106,60	3,0%	Bankhaus Lampe (AS), Oddo Seydler Bank (LP)	*
TAG Immobilien II (2020)	Immobilien A12T10	Jun 14	Prime Standard	125	ja	3,75%		103,50	3,0%	Oddo Seydler Bank	*
TAG Immobilien I (2018)	Immobilien A1TNFU	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	310	ja	5,13%		108,00	2,7%	Oddo Seydler Bank	*
SG Witten/Herdecke (2024)	Studiendarlehen A12UD9	Nov 14	PM DÜS (B)	8	ja	3,60%		108,00	2,7%	SCALA CF	*
SAF-Holland (2018)	Automobilzulieferer A1HA97	Okt 12	Prime Standard	75	ja	7,00%	BBB[8] (EH)	113,15	2,6%	IKB	*
Wöhrl (2018)	Modehändler A1R0YA	Feb 13	Entry Standard	30	ja	6,50%	BB[8] (EH)	110,95	2,6%	Viscardi	*
ATON Finance (2018)	Industriebeteiligungen A1YCQ4	Nov 13	Prime Standard	200	ja	3,88%		104,70	2,5%	Deutsche Bank	*
Bastei Lübbe (2016)	Verlagswesen A1K016	Okt 11	FV DÜS	30	ja	6,75%	BBB+[9] (CR)	107,50	2,1%	Conpair	*
Nordex (2016)	Erneuerbare Energien A1H3DX	Apr 11	FV FRA	150	ja	6,38%	BB-[10] (EH)	104,75	2,1%	Commerzbank, UniCredit	*

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]
Dürr II (2021)	Automobilzulieferer A1YC44	Mrz 14	FV FRA	300	ja	2,88%		108,75	1,4%	Deutsche Bank, HSBC	*
KTG Agrar I (2015)	Agrarrohstoffe A1ELQU	Aug/Sep 10	Bondm	40	ja	6,75%	BB+[8] (CR)	103,20	1,0%	FMS	*
RWE (2021)	Energiedienstleister A0T6L6	Feb 09	Prime Standard	1.000	ja	6,50%	BBB+ (S&P)	135,85	0,8%	Oddo Seydler Bank	*
PCC II (2015)	Chemie, Energie, Log. A1K0U0	Sep 11/Apr 12	FV FRA	25	ja	7,25%		105,00	0,8%	equinet Bank	*
MTU (2017)	Technologie A1PGW5	Jun 12	Prime Standard	250	ja	3,00%	Baa3[3] (Moody's)	105,25	0,7%	Oddo Seydler Bank	*
Deutsche Börse I (2022)	Börsenbetreiber A1RE1W	Okt 12	Prime Standard	600	ja	2,38%	AA (S&P)	112,46	0,7%	Deutsche Bank, BNP, Citi	*
Deutsche Börse II (2018)	Börsenbetreiber A1R1BC	Mrz 13	Prime Standard	600	ja	1,13%	AA (S&P)	102,93	0,2%	Commerzbank, DZ Bank, JP Morgan	*
Exer D (2016)	Energiedienstleistung A1E8TK	Jan/Feb 11	FV FRA	50	nein	5,70%		17,00	–	BankM	*
MBB (2019)	Erneuerbare Energien A1TM7P	Mai 13	FV DÜS	n. bek.	nein	6,25%	BBB[3][9] (CR)	n. bek.	–	Donner & Reuschel (AS), FMS (LP)	*
Penell (2019)	Elektronikdienstleister A11QQ8	Jun 14	FV DÜS	5	ja	7,75%	CC[3][9] (Feri)	11,35	in Insolvenz	DICAMA	*
MS Deutschland (2017)	Tourismus A1RE7V	Dez 12	FV FRA	50	nein	6,88%	D[3][9] (Feri)	14,25	in Insolvenz	quirin Bank	*
MT-Energie (2017)	Biogasanlagen A1MLRM	Apr 12	FV DÜS	14	nein	8,25%	D[8] (CR)	7,50	in Insolvenz	ipontix	*
MIFA (2018)	Fahrradhersteller A1X25B	Aug 13	Entry Standard	25	ja	7,50%	CC[3][9] (Feri)	5,16	in Insolvenz	equinet Bank	*
Rena Lange (2017)	Modehändler A1ZAEM	Dez 13	FV DÜS	5	nein	8,00%	BB-[9] (CR)	2,50	in Insolvenz	Acon Actienbank	*
Schneekoppe (2015)	Ernährung A1EWHX	Sep 10	FV FRA & DÜS	10	ja	6,45%		7,50	in Insolvenz	Schnigge	*
Mox Telecom (2017)	Telekommunikation A1RE1Z	Okt 12	FV S	35	ja	7,25%	BBB[9] (CR)	3,50	in Insolvenz	FMS	*
Strenesse (2017)	Modehändler A1TM7E	Mrz 13	FV FRA	12	ja	9,00%		45,00	in Insolvenz	Oddo Seydler Bank	*
Rena II (2018)	Technologie A1TNHG	Jun/Jul 13	FV FRA	34	nein	8,25%	D[8] (EH)	12,20	in Insolvenz	IKB	*
Rena I (2015)	Technologie A1E8W9	Dez 10	FV S	43	nein	7,00%	D[8] (EH)	12,30	in Insolvenz	Blättchen FA	*
Zamek (2017)	Lebensmittel A1K0YD	Mai 12/Feb 13	FV DÜS	45	ja	7,75%	D[8] (CR)	4,22	in Insolvenz	Conpair	*
hkw (2016)	Personaldienstleister A1K0QR	Nov 11	FV DÜS	10	ja	8,25%	BBB-[9] (CR)	1,40	in Insolvenz	DICAMA	*
S.A.G. I (2015)	Energiedienstleistung A1E84A	Nov/Dez 10	FV FRA	25	ja	6,25%	BB+[9] (CR)	51,01	in Insolvenz	Baader Bank	*
S.A.G. II (2017)	Energiedienstleistung A1K0K5	Jul 11	FV FRA	17	nein	7,50%	BB+[9] (CR)	50,15	in Insolvenz	Schnigge (AS), youmex (LP)	*
Alpine (2017)	Baudienstleister A1G4NY	Mai 12	FV MUC & Wien	100	ja	6,00%		0,06	in Insolvenz		*
bkn biostrom (2016)	Biogasanlagen A1KQ8V	Mai/Jun 11	MSB	25	nein	7,50%	BBB[3][9] (CR)	1,50	in Insolvenz	mwb Fairtrade	*
Centrosolar (2016)	Erneuerbare Energien A1E85T	Feb 11	Bondm	50	ja	7,00%		1,81	in Insolvenz	FMS	*

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	FV DÜS	16	nein	7,25%	D[8] (CR)	3,50	in Insolvenz	biw, GBC	*
getgoods.de (2017)	E-Commerce A1PGVS	Sep 12/ Jun & Okt 13	FV S	60	ja	7,75%	D[8] (CR)	0,72	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)	5,10	in Insolvenz	FMS	*
Solen (Payom) (2016)	Erneuerbare Energien A1H3M9	Apr 11	FV S	28	nein	7,50%	B-[9] (CR)	1,35	in Insolvenz	FMS	*
Windreich I (2015)	Erneuerbare Energien A1CRMQ	Mrz 10	FV S	50	ja	6,50%	BB+[9] (CR)	6,15	in Insolvenz	FMS	*
Windreich II (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V3	Jul 11	FV S	75	ja	6,50%	BB+[9] (CR)	6,55	in Insolvenz	FMS	*
			Summe	**9.611**	**Ø**	**7,10%**					
			Median	**30,0**		**7,25%**	**BB-**		**6,7%**		

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

Impressum Special Anleihen 2015

Redaktion: GoingPublic Media AG: Falko Bozicevic (V.i.S.d.P.), Michael Fuchs, Thomas Müncher
Mitarbeiter an dieser Ausgabe: Dr. Christian Becker, Prof. Wolfgang Blättchen, Dr. Anne de Boer, Claudia Calich, Thomas Dierkes, Hans-Jürgen Friedrich, Markus Gebhardt, Henning Gerbaulet, Dominik Gerbing, Christian Groschupp, Frank Günther, Markus Held, Manuel Hoelzle, Valeria Hoffmann, Fritz Homann, Jorma Jokela, Bernd Kaimer, Iram Kamal, Volker Kempf, Björn Kitzinger, Klaus Kobold, Justus Linker, Richard Lohner, Thomas Märtz, Robert Michels, Uwe Nespethal, Theodor Niehues, Ricardo Phielix, Lutz Pospiech, Marcel Prix, Hendrik Riedel, Kolja Schick, Martin Schmeißer, Johann Schmid-Davis, Alexander Sperl, Tim Stevenson, Helmut Stichlmair, Arthur Vorreiter, Dr. Mark Währisch, Dr. Michael Walewski, Mark Warbanoff, Christian Weber, Andrew Wilson
Interviewpartner: Arne Aßmann, Raimar Bock, Holger Hinz, Dietmar Jakal, Thomas Kaufmann, Tilo Kraus, Dr. Michael Munsch, Manfred Steinbeißer, Lutz Weiler
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
Gestaltung: Holger Aderhold, Annette Wiedemann
Ansprechpartner Anzeigen: Christine Fettich; Tel.: 089/2000 339-21
Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 15. April 2013

Erscheinungstermine Online-Newsletter 2015: 6.3., 20.3., 2.4., 17.4., 30.4., 15.5., 29.5., 12.6., 26.6., 10.7., 24.7., 7.8., 21.8., 4.9., 18.9., 2.10., 16.10., 30.10., 13.11., 27.11., 11.12. (14-tägig)

Kostenlose Registrierung unter www.bondguide.de

Nachdruck: © 2015 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 2015

Best Practice für Emittenten!

11. Jg.

Gedruckt + E-Magazin + Web

Digitale Version: Erweitert um multimediale Inhalte und Funktionen – ideal zum mobilen Lesen!

Termine:

Erscheinungstermin	25. April
Anzeigenschluss	13. April
Druckunterlagenschluss:	17. April

Ansprechpartner:

Elke Kohl
kohl@goingpublic.de
Tel.: +49 (0) 89-2000 339-25

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“.

VEM Aktienbank – Börse in ihrer ganzen Vielfalt

VEM AKTIENBANK

März 2013

EYEMAXX REAL ESTATE

Unternehmensanleihe
EUR 15 Mio.
Sole Global Coordinator
& Bookrunner
Entry Standard

Mai 2013

STERN IMMOBILIEN AG

Unternehmensanleihe
EUR 17,25 Mio.
Lead Manager
Dual Listing
Entry Standard / m:access

Juli 2013

DEAG entertainment

Kombinierte Bar-
& Sachkapitalerhöhung
Stück 1,24 Mio. Aktien
Prime Standard

Juli 2013

s&t

WpÜG-Verfahren
Banktechnische
Begleitung
Prime Standard

Juli 2013

ADC AFRICAN DEVELOPMENT CORPORATION

Downgrading
& 10%-Kapitalerhöhung
Stück 860.676 Aktien
Entry Standard

Juli 2013

PATRIZIA WERTE ENTSCHEIDEN

Kapitalerhöhung aus
Gesellschaftsmitteln
Stück 5,7 Mio. Aktien
Prime Standard

September 2013

Tipp24

Sitzverlegung – UK
Banktechnische
Begleitung
MarketCap
EUR 380 Mio.
Prime Standard

März 2014

mutares.

Designated Sponsoring
MarketCap
EUR 170 Mio.
Entry Standard

Ihr Ansprechpartner:
Andreas Grosjean, Vorstand
a.grosjean@vem-aktienbank.de
T +49 89 30903-4850

VEM Aktienbank AG
Prannerstr. 8, 80333 München
www.vem-aktienbank.de

A COMPUTERSHARE COMPANY

Spitzenkompetenz in der Anleiherestrukturierung

onesquare advisors

München • Hamburg • London

www.onesquareadvisors.com