12,50 EUR

BONDGUIDE



März 2016

Die Plattform für Unternehmensanleihen In Kooperation mit GoingPublic Magazin Special Anleihen 2016 Chancen & Risiken investierbar machen 6. Jg.









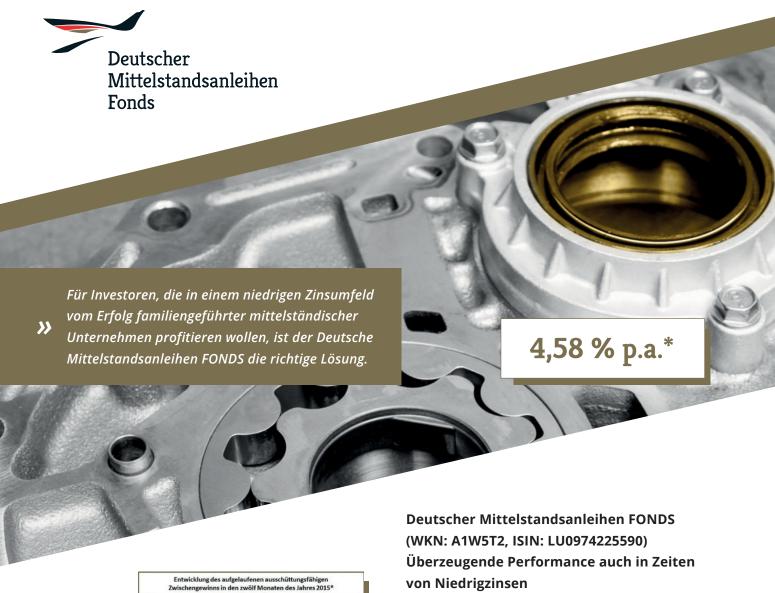


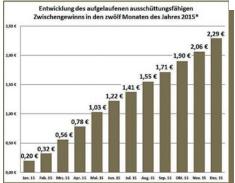












* Der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS schüttete am 24.03.2016 einen Betrag in Höhe von 2,29 € je Fondsanteil aus. Bezogen auf den Ausgabepreis von 50,00 € je Anteilsschein errechnet sich für den Anleger eine Rendite in Höhe von 4,58 %.

Mehr dazu auf www.dma-fonds.de



Rathausufer 10 40213 Düsseldorf Web: www.kfmag.de Mail: info@kfmag.de Tel: + 49 (0) 211 21073741 Fax: + 49 (0) 211 21073733

Großer Preis des MITTELSTANDES

Rechtshinweis

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Soweit in dieser Ausarbeitung Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder keine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Berater erforderlich. Ausführliche produktspezifische Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen vollständigen Verkaufsprospekt, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie dem Jahres- und ggf. Halbjahresbericht. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf von Investmentanteilen. Sie sind kostenlos am Sitz der Verwaltungsgesellschaft, bei Zahl- und Informationsstellen und über das Internet unter dma-fonds.de erhältlich. Für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung und/oder der Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernehmen die Verwaltungsgesellschaft und die KFM Deutsche Mittelstand AG keine Haftung.



EDITORIAL

Falko Bozicevic, Chefredakteur

Butterfly Effect

Liebe Leserinnen und Leser,

Der Crash kam mit Wucht, mit Ansage und... doch der gewohnten Verwunderung in vergleichbaren Situationen. In einem früheren Editorial hatte ich schon versucht in Erinnerung zu rufen, dass Auslöser der jüngsten Gemengelage – sozusagen das riesenhafte Schlagloch – der Refinanzierungsschwelbrand bei German Pellets war, zunächst einmal nicht mehr und nicht weniger. Und dessen Ausgangspunkt wiederum ein halbgarer Refinanzierungsversuch der Anleihe 2011/16 keine vier Monate vor Fälligkeit.

Der Rest ist Geschichte. Ich bezweifle jedoch, dass ich entweder die Überschrift oder dieses Thema hier an dieser Stelle hätte wählen können, wäre das Vorhaben Anfang Dezember versehentlich noch einmal geglückt.

Nach der German-Pellets-Havarie jedem Emittenten, ob solide, ob weniger – Anfang Februar war diese Unfähigkeitsvermutung durchaus in praktisch allen Kursen enthalten – zu unterstellen, ist eigentlich absurd. Wir reden von einem Universum aus fast 200 KMU-Anleihen, die in unserer großen Tabelle geführt werden.

Und doch: Die Prognose erfüllt sich letzten Ende selbst. Sie kennen dieses Phänomen: Jemand Prominentes sagt im TV, dass Bank X pleite sei – am nächsten Tag ist sie es wegen des sicheren Bank Runs tatsächlich.

Darf ich also in meiner mir eigenen Bescheidenheit aufrufen, erst einmal kurz durchzuatmen? So verschlossen der KMU-Anleihemarkt Mitte Februar auch erscheinen mochte in seiner vermeintlich dunkelsten Stunde, so abwegig ist es, davon auszugehen, dass die meisten Emittenten nicht sogar locker eine Refinanzierung hinbekommen werden.

Das wird nicht immer eine öffentliche Anleihe sein. Kein Wunder: Wenn einem der Kapitalmarkt etwas hustet, dann wird zurückgehustet. Es wäre immens schade, wenn sich gerade die solidesten Unternehmen vom Markt zurückziehen, da sie neue Bankenlinien, Schuldscheinmöglichkeiten, institutionelle Privatplatzierungen, etc. eben doch nachgeschmissen erhalten.

Ich freue mich, Ihnen mit der diesjährigen Bond*Guide* Printausgabe wieder ein Sammelsurium an hoffentlich kurzweiligen Formaten präsentieren zu dürfen. Wie gewohnt kann man nicht alles vollständig abdecken – dafür haben wir ja schließlich noch das bewährte Portal sowie 25x im Jahr den pdf-Newsletter.

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 https://twitter.com/bondguide



Wir begleiten Sie, auch in stürmischen Zeiten.

Das En.Value Dienstleistungsangebot:

- Interimsmanagement in herausfordernden Unternehmenssituationen
- Begleitung von Investorenprozessen
- Asset-Strukturierung mit Werterhaltung
- Finanzierungsunterstützung

Gute Gründe für En.Value:

- Langjährige Managementerfahrung
- Internationale Expertise
- Passgenaue Konzepte für den Mittelstand bis hin zum börsennotierten Konzern
- Verantwortliche Umsetzung vor Ort

En.Value Management Spezialisten GmbH & Co. KG Sasbacher Str. 6 D-79111 Freiburg E-Mail: info@en-value.com www.en-value.com



3 Editorial Butterfly Effect

Grundlagen & Einführung

6 Ausblick 2016

Die Märkte sind auf das Schlimmste gefasst Andrew Wilson, Goldman Sachs Asset Management

8 Der Corporate-Bond-Markt 2015

Der institutionelle Bondmarkt beginnt zu stottern

Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory

12 Diversifikation für Investoren und Kreditnehmer

Peer-to-Peer-Lending für Betriebsmittelkredite

Prof. Dr. Dirk Schiereck, TU Darmstadt, Dr. Tim Thabe, creditshelf



16 "Technisch gesehen müssen wir bei Anleiheverlängerungen von einem Ausfall sprechen"

Interview mit Dr. Michael Munsch, Creditreform Rating

18 **Boom mit Nebenwirkungen**Schuldscheine statt Anleihen für den KMU-Markt

Sebastian Zank, Scope Ratings

20 Bedarfsgerechte Produktgestaltung zum Vorteil von Emittent und Anleger

Das Beispiel Pre-IPO-Wandelschuldverschreibung der SeniVita Social Estate AG Martin Schmeißer, Maximilian Schneider, ICF BANK

24 Verschaffen Sie sich Kredit bei Ihren Kapitalgebern Aktive Kommunikation mittels einer Creditor-Relations-Website f\u00f6rdert das Wichtigste: Vertrauen Manuel Rekittke, EQS Group

26 Finanzierung 3.0

Anleihen als strategischer Hebel für das Machtspiel in der Wertkette Volker Riedel, Dr. Wieselhuber & Partner

28 **Direktinvestments im Auge des Regulators**Die Rechtslage nach dem Kleinanlegerschutzgesetz
Dr. Thorsten Kuthe, Felicitas Boehm, LL.M., Heuking Kühn Lüer Wojtek

30 Investoren für den deutschen Mittelstand Mittelstandsanleihen 2.0 – Deutsche Private Placement Plattform Frank Günther, Dr. Jan-Peter Firnges, One Square Advisors

Restrukturierung

33 "Die Insolvenzerfahrung war eine wertvolle Ergänzung zur 'üblichen' Managementtätigkeit"

Interview mit Dr. Karl Kuhlmann, Managing Partner, En.Value Management Spezialisten

36 Restrukturierung von Anleihen Steigerung der Transaktionssicherheit Dr. Christian Becker, Lutz Pospiech, GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten

38 Kommentar

Keine Entmündigung der Anleihegläubiger durch ihren gemeinsamen Vertreter Peter Mattil, Sascha Borowski, Kanzlei Mattil & Kollegen



Manuel Rekittke, EQS Group S. 24



Felicitas Boehm, Heuking Kühn Lüer Wojtek S. 28



Frank Günther,
One Square Advisors
S. 30



Ingo Wegerich, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft S. 40



Hans-Jürgen Friedrich, KFM Deutsche Mittelstand S. 46



Manuela Tränkel, Mandura Asset Management S. 52

Legal

40 Die Kapitalmarktunion

Vieles wird einfacher für KMU bei der Finanzierung über öffentliche Anleiheoder Aktienmärkte

Ingo Wegerich, André Röhrle, LL.M., Luther Rechtsanwaltsgesellschaft

42 **Neue Pflichten für Anleiheemittenten im Freiverkehr**Ein Überblick zu den Neuerungen durch die MAR
Robert Michels, Valeria Hoffmann, Dentons

Stark formalisierter Prozess

Marktsondierungen nach den EU-Marktmissbrauchsregelungen

Dr. Anne de Boer, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Investment

46 "Das Gros der Mittelständler geht mit seinen Anleihemitteln sehr wohl sorgsam um"

Interview mit Hans-Jürgen Friedrich, Vorstand, KFM Deutsche Mittelstand

49 **Standpunkt: Attraktive Chancen bei Unternehmensanleihen**Marktteilnehmer lassen sich derzeit unnötig von Unsicherheit treiben Richard Woolnough, M&G Optimal Income Fund

50 Hard Facts & Soft Skills
The Next Level of Modern Debt Relations
Dr. Markus Walchshofer, Fixed Income Arbeitskreis DIRK – Deutscher
Investor Relations Verband

52 **So bitte nicht**Eine Investorenperspektive *Manuela Tränkel, Mandura Asset Management*

54 Qualität zahlt sich nachhaltig aus
GBC MAX als Qualitätsbarometer im Mittelstandsanleihebereich
Manuel Hoelzle, Bankenunabhängiges Investmenthaus GBC

"Viele Schwellenländer haben ihre Hausaufgaben gemacht"
Interview mit Felix Dornaus, Senior-Fondsmanager, Erste Asset Management

58 **Im Wandel der Zeit**Convertibles: attraktive Renditen, niedrigere Volatilität

60 "Konsequent investiert, damit jeder Bereich für sich marktführend wird" Interview mit Siegfried Hofreiter, Gründer und CEO, KTG Agrar

62 **Standpunkt**Mittelstandsanleihen: Was ist passiert?
Fondsmanager Ralf Meinerzag, Steubing

64 Die Emittentenumfrage von BondGuide

Service

70 Partner der Ausgabe im Portrait

74 Notierte Mittelstandsanleihen im Überblick

80 Impressum

League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009/ Handelsvoraussetzungen & Folgepflichten: die Plattformen im Vergleich

82 **Kommentar**Mehrheitsbeschluss schlägt außerordentliche Kündigung!
René Krümpelmann, LL.M. (Sydney), Luther Rechtsanwaltsgesellschaft



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

Ein Kommentar von Andrew Wilson, Goldman Sachs Asset Management

Ausblick 2016

Die Märkte sind auf das Schlimmste gefasst

Die makroökonomischen Vorzeichen für 2016 haben sich durch die Zinserhöhung der US-Notenbank erheblich verändert. Angesichts einer mäßig wachsenden Weltwirtschaft und unverändert niedriger Inflation dürfte die globale Geldpolitik jedoch weiterhin expansiv bleiben. Für die Anleihemärkte sind dies eigentlich günstige, wenn nicht sogar förderliche Rahmenbedingungen.

Die Bewertungen in einigen Sektoren legen aber nahe, dass Anleger stärker auf mögliche Worst-Case-Szenarien fokussiert sind – sei es beim Wachstum und der Inflation, den Rohstoffen und Unternehmensanleihen oder bei den Schwellenmärkten und China. All dies sind Gründe zur Besorgnis und potenzielle Volatilitätstreiber. In bestimmten Bereichen sehen wir jedoch weiterhin Investmentchancen.

Geldpolitische Divergenz und die Grenzen des QE

Die geldpolitische Divergenz der Notenbanken nimmt weiter zu und sorgt für Unsicherheit. Drehte sich 2015 noch alles um die erste Zinserhöhung der Fed, machen sich die Anleger nun Sorgen, ob die Wirtschaft den Anstieg überhaupt verkraften kann. Derzeit preisen die US-Zinsmärkte einen flacheren Zinsstraffungspfad ein, als es die Prognosen der Fed – und unsere Schätzung – nahelegen. Daher schließen wir jetzt noch nicht aus, dass die Fed im Laufe des Jahres drei weitere Zinserhöhungen vornimmt, sollte die Inflation wie erwartet anziehen und sich die allgemeine Wirtschaftslage nicht verschärfen. Ansonsten könnten es aber auch zwei oder nur eine Zinserhöhung werden.

Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich der Fokus jedoch auf die Geldpolitik außerhalb der USA verlagern. Das unendliche Quantitative Easing (QE) gestaltet sich als schwierig, da die Inflation in der Eurozone und in Japan bisher kaum auf die massive Ausweitung der Zentralbankbilanzen reagiert. Ein Ende des QE ist 2016 somit kaum zu erwarten, wodurch mit höherer Volatilität zu rechnen ist. Allerdings werden auch zunehmend alternative Maßnahmen in Betracht gezogen. Die Europäische Zentralbank kann



Foto: psdesign1 - Fotolia.com

ihren Einlagenzins nochmals senken, wohingegen der Bank of Japan nur noch begrenzt Alternativen offenstehen und sich der Schwerpunkt auf Staatsausgaben sowie Unternehmensreformen verlagern dürfte.

Rohstoffe bleiben noch länger unter Druck

Der Abschwung der Rohstoffpreise scheint nicht allzu bald nachzulassen. Das globale Überangebot übt auch künftig seine Schwerkraft auf die Industrierohstoffe aus und die Wahrscheinlichkeit wächst, dass die Preise noch weiter nachgeben. Eine regulierende Wirkung voller Lager bleibt wohl derzeit mehr Wunsch als Realität. Angesichts dieser Aussichten sehen wir unsere kurzfristig bearishe Einschätzung zum globalen Rohölpreis bestätigt.

Bei den Industriemetallen steht das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage mehr im direkten Zusammenhang mit Chinas Wachstumsverlangsamung. Dort werden 40–50% der globalen Nachfrage nach Basismetallen erzeugt. Auf der Angebotsseite wird es nicht so schnell zu einer Korrektur kommen, da die Marktpreise für Industriemetalle in vielen Fällen noch über den Produktionskosten liegen. Wir bleiben daher für Basismetalle weiter vorsichtig.

Wachsende Sorgen um den Kreditzyklus

Die niedrigen Rohstoffpreise sind ein Segen für Verbraucher, was sich positiv auf das Wachstum auswirken sollte. Anleger scheinen sich allerdings mehr Gedanken über die Auswirkungen auf den amerikanischen Hochzinsmarkt sowie mögliche Spillover-Effekte auf den US-Kreditzyklus zu machen. Wir sehen einerseits den Kreditzyklus noch nicht am Ende angelangt. Andererseits wächst die Sorge, da der Zyklus in seine Spätphase eintritt und hiervon eine Ansteckungsgefahr für notleidende Unternehmen im Energie- und Bergbausektor ausgeht. Die Ausfallrate bei US-Hochzinsanleihen dürfte dieses Jahr auf 5–5,5% klettern. Ein Blick auf die Marktpreise legt den Schluss nahe, dass fast die Hälfte aller Hochzinsemittenten im US-Energiesektor in den nächsten Jahren ausfallen könnte.

In einem Umfeld mit fortschreitendem Kreditzyklus und Anlegern, die für die fehlende Liquidität höhere Risikoprämien verlangen, ist mit einer steigenden Volatilität zu rechnen. Die Spreads kompensieren jedoch ausreichend für wahrscheinliche Kreditverluste, während das Ausmaß der Volatilität in diesem Jahr größtenteils von den Rohstoffpreisen abhängen dürfte. Je mehr sich der Zyklus seinem Ende nähert, desto weniger wahrscheinlich ist es, dass wir für längere Zeit eine strategische Long-Position in Unternehmensanleihen halten. Allerdings steht der Markt immer noch am Anfang seiner Zyklusspätphase, die dieses Mal auch länger als die meisten vor ihr andauern könnte. Dies

sollte gute Möglichkeiten eröffnen, um von Spread-Verwerfungen und Fehlbewertungen der Assets zu profitieren.

Vorsichtige Gelassenheit in Bezug auf China

Als potenzieller Volatilitätstreiber werden die Märkte dieses Jahr vermutlich weiter die chinesische Wachstumsschwäche und politische Unsicherheit im Visier haben. China scheint am Abgrund zu stehen, seit die Wirtschaft des Landes an Fahrt verloren hat. Unsere Einschätzung der Risiken hat sich somit kaum verändert. Dennoch ist festzuhalten, dass der Wandel der chinesischen Wirtschaft im Gange und die Lage keinesfalls so düster ist, wie viele denken.

Im Gegensatz zu manch anderem sind wir bezüglich der von China ausgehenden Risiken für die Schwellenmärkte weniger beunruhigt. Wir bleiben allerdings gegenüber den Emerging Markets vorsichtig, weil sie Chinas rückläufiger Nachfrage nach Industrierohstoffen am stärksten ausgesetzt sind. Das gilt gerade für jene Länder, die ihre Geldpolitik aufgrund eines starken Kreditwachstums weniger flexibel lockern können.

Fazit

Das Umfeld aus moderat steigendem globalem Wachstum und stützender Geldpolitik wird im laufenden Jahr weiterhin Bestand haben. Für die meisten Assetklassen dürfte dies eine gute Nachricht sein. Anleger hingegen scheinen sich weniger für die Wachstumsaussichten zu interessieren und sich stattdessen mehr Sorgen um die potenziellen Risikofaktoren zu machen. Auch die geopolitischen Risiken könnten einen noch größeren Einfluss auf die politische und wirtschaftliche Landschaft haben. Dabei ist mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen, sollten sich Risikofaktoren verstärken und die Anlegerstimmung beeinträchtigen.

PASSION
FOR
PERFORMANCE

Leidenschaft für Immobilien - wir verbinden erfolgreiche Projektentwicklung und Bestandsaufbau.

Unsere Kompetenz: Einzelhandelsobjekte, Wohn- und Pflegeimmobilien, Logistik. Unsere Basis: Erfahrung, Profitabilität und Eigenkapitalstärke.

www.eyemaxx.com | Bild: LINDENAUER HAFEN BAUFELD 3 & 4, Leipzig, Deutschland

Anzeige



GRUNDLAGEN & EINFÜHRUNG

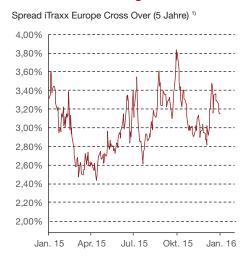
Von Uwe Nespethal, Prof. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory

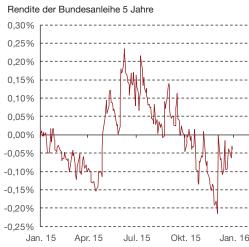
Der Corporate-Bond-Markt 2015

Der institutionelle Bondmarkt beginnt zu stottern

Das abgelaufene Jahr 2015 stand einerseits im Fokus des ausgeweiteten Anleihenkaufprogramms der EZB in den Sommermonaten, was zu einer weiteren Reduzierung der Umlaufrendite bei historisch niedrigen Leitzinsen führte. Zum anderen läutete die FED zum Jahresende die lang erwartete Zinswende in den USA ein, indem erstmals seit 2006 die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 0,25 bis 0,5% erhöht wurden. Im zweiten Halbjahr wirkten sich auf das Anleihenumfeld besonders negativ der beschleunigte Preisverfall an den Rohstoffmärkten und die erhöhten Konjunkturrisiken in China aus, die auf eine weltweite Abkühlung der Wachstumsdynamik und ansteigende Ausfallrisiken vor allem im High-Yield-Segment hindeuteten.

Abb. 1: Entwicklung der Renditen





Index für den Zinsspread der 50 liquidesten Non-Investmentgrade-Anleihen innerhalb Europas
 Ouelle: Thomson Financial

Diese Rahmenbedingungen führten dazu, dass sich die Refinanzierungsbedingungen sowohl für Investmentgrade- als auch für die Non-Investmentgrade-Emittenten im zweiten Halbjahr verschlechterten. Aus dem Anleihekauf der EZB ergab sich eine bis Ende April 2015 kontinuierlich fallende Umlaufrendite für die zehnjährige Bundesanleihe. Zum Jahresanfang rentierte die Anleihe noch zu 0,75% und fiel bis Ende April auf historisch niedrige 0,08%. Von dieser Entwicklung, die bis dahin auch zu einer Emissionsflut führte, profitierten vor allem Emittenten im Investmentgrade-Segment. Ab Mai erfolgte innerhalb weniger Wochen ein extremer Anstieg der Renditen in der Spitze am 10. Juni 2015 auf 0,99%. Danach setzte ein gleichmäßiger Rückgang der Renditen auf 0,63% zum 31. Dezember 2015 ein.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Umlaufrendite der fünfjährigen Bundesanleihe, die bis Ende April auf negative Renditen von -0,15% fiel. Am Ende des Jahres lag die Umlaufrendite weiterhin im negativen Bereich mit -0,04%. Auch für die Anleihen von Emit-

tenten unterhalb des Investmentgrades, im sogenannten High-Yield-Sektor, war das erste Halbjahr durch die Spread-Verengung optimal für den Schritt an den Kapitalmarkt. Abgeleitet vom iTRAXX Europe Cross Over (fünf Jahre), der zum Jahresanfang mit einem Spread von 3,31% startete, fiel der Index bis Ende April auf 2,43%. Danach drehte sich der Markt sehr schnell und erreichte im September den Jahreshöchststand mit 3,38%. Diese Entwicklung führte dazu, dass die Emissionstätigkeit in diesem Segment bis Ende des Jahres quasi einfror. Am 31. Dezember lag der Risikoaufschlag bei 3,15%.

Starkes erstes Halbjahr gefolgt von sehr schwachem zweiten

Aufgrund des aufgezeigten sehr positiven Zinsumfelds im ersten Halbjahr 2015 entwickelte sich die Emissionstätigkeit deutscher Emittenten im Segment institutionelle Anleihen (Non-Financials) im gesamten Jahr 2015 mit 77,1 Mrd. EUR auf einem weiterhin hohen Niveau, obwohl sich das Volumen gegenüber dem Vorjahr

um 7,6% verringerte. Insgesamt wurden letztes Jahr 169 Anleihen von 37 deutschen Unternehmen emittiert. Waren es im ersten Halbjahr noch 51,8 Mrd. EUR (106 Emissionen), reduzierte sich das Volumen in der zweiten Hälfte auf 25,1 Mrd. EUR mit insgesamt 63 Anleiheemissionen deutlich. Nach Märkten differenziert, ergibt sich folgendes Bild: Im Investmentgrade-Segment wurde in den ersten sechs Monaten ein Volumen von 40,8 Mrd. EUR (85 Emissionen) erreicht. Im High-Yield-Bereich lag das Volumen im selben Zeitraum bei 11,2 Mrd. EUR (21 Emissionen). Im zweiten Halbjahr verringerte sich das Volumen im Investmentgrade-Segment auf nur noch 22,6 Mrd. EUR (60 Anleihen) und unter den High Yields kam die Emissionstätigkeit mit 2,5 Mrd. EUR bzw. drei Emissionen fast zum Erliegen.

Die Automobilhersteller führen trotz VW-Skandal

Der VW-Abgasskandal hat dazu geführt, dass sich die VW-Gruppe als einer der größten Daueremittenten im letzten Quartal vom Bondmarkt verabschieden musste. Trotzdem erzielten die Automobilhersteller (VW, BMW, Daimler) im Gesamtjahr 2015 einen Marktanteil von 46% bzw. 35,3 Mrd. EUR, wovon die VW-Gruppe sogar noch 12,6 Mrd. EUR (Vorjahr 17,0 Mrd. EUR) platzieren konnte. Im Vorjahr lag deren Quote bei 45%.

Abb. 2: Entwicklung des Primärmarktes für institutionelle Anleihen deutscher Non-Financial-Emittenten¹



 Ohne Mittelstandsanleiher Quelle: Thomson Financial

Der Rendite-Spread zwischen Investmentgrade und High Yields auf niedrigem Niveau

2015 wurden insgesamt 90 Euro-Anleihen mit einem Volumen von 50,7 Mrd. EUR platziert, die zwei Drittel des Gesamtmarktes ausmachen. Im Vorjahr betrug das Volumen 55,5 Mrd. EUR bei 122 Anleiheemissionen. Von den 90 Euro-Anleihen stammen 73

Anzeige

»Wir ackern für's Leben« Investieren Sie in gesunde Nahrung und saubere Energie!



Seit mehr als 5 Jahren ein verlässlicher Emittent.

Abb. 3: Top-20-Emittenten 2015		
Emittent	Volumen (in Mio. EUR)	# Emissionen
Daimler Gruppe	13.835	51
VW-Gruppe	12.608	26
BMW	8.883	16
Siemens	7.081	6
ZF	5.420	5
Vonovia	4.000	5
Deutsche Bahn	2.206	7
Merck	2.050	3
Deutsche Telekom	1.835	1
SAP SE	1.750	3
Unitymedia	1.620	3
Schaeffler	1.550	3
ThyssenKrupp	1.431	3
Bayer AG	1.300	1
Bertelsmann	1.250	2
RWE AG	1.242	3
Eurogrid GmbH	890	2
Infineon Technologies	796	2
Evonik	745	1
Kirk Beauty One GmbH	635	2

Quelle: Blättchen Financial Advisory

Emissionen bzw. 38 Mrd. EUR von Investmentgrade-Emittenten (Vorjahr: 103 Anleihen bzw. 47,1 Mrd. EUR) sowie 17 Anleihen bzw. 8,7 Mrd. EUR von Non-Investmentgrade-Unternehmen (Vorjahr: 19 Anleihen bzw. 8,4 Mrd. EUR). Die durchschnittliche Laufzeit beträgt unter den Investmentgrade-Anleihen 7,5 Jahre (Median 7,0 Jahre) und unter den High-Yield-Anleihen 7,7 Jahre (Median 7,1 Jahre). 2014 betrugen die Mittelwerte für die Investmentgrade-Emissionen 9,0 Jahre (Median 7,5 Jahre) bzw. 9,5 Jahre (Median 7,0 Jahre) für die Gruppe der High-Yield-Anleihen. Die 2015 gezahlte durchschnittliche Rendite lag für die Investmentgrade-Emissionen bei 1,60% (Median 1,40%) und für die Non-Investmentgrade-Emissionen bei 4,96% bzw. 4,19% im Median. Im Vorjahr lag die mittlere Rendite noch bei 2,54% (Median 2,20%) bzw. im High-Yield-Segment bei 4,54% (Median 3,76%). Damit zeigt sich eine deutliche Ausweitung der Rendite-Spreads unter den beiden Klassen.

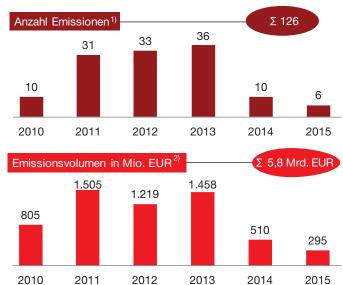
Prime und Entry Standard führen

In dem von der Deutsche Börse AG geführten Segment "Prime Standard für Unternehmensanleihen" notieren drei Jahre nach der Auflegung 18 Anleihen von elf Emittenten mit einem Platzierungsvolumen von rd. 5,3 Mrd. EUR. Somit konnte das Segment im letzten Jahr einen Netto-Zuwachs von zwei Anleihen (Adler Real Estate AG und Deutsche Börse AG) erzielen und das gelistete Volumen um 0,9 Mrd. EUR von 4,4 Mrd. EUR im Vorjahr erhöhen. Die Neuzugänge erfolgten jedoch ausschließlich durch Private Placements an institutionelle Investoren mit anschließender

Notierungsaufnahme. Ein öffentliches Angebot unter Nutzung der Zeichnungsfunktionalität für Privatanleger fand somit nicht statt.

Bei den sogenannten Mittelstandsanleihen wurden 2015 sechs Emissionen (Vorjahr neun) mit einem Gesamtvolumen von bis zu 0,29 Mrd. EUR (im Vorjahr 0,44 Mrd. EUR) an den Märkten platziert. Die erfolgten Emissionen waren durchweg "Followups", die in vier Fällen eine Refinanzierung auslaufender Anleihen zum Ziel hatten. Zum 31. Dezember 2015 waren noch 82 Anleihen mit einem Volumen von rd. 3,1 Mrd. EUR an den vier Börsenplatzen bondm (Stuttgart), Entry Standard (Frankfurt), Primärmarkt (Düsseldorf), m:access (München) notiert. Der Frankfurter Entry Standard ist mit 57 Anleihen und einem gelisteten Volumen von rd. 2,2 Mrd. EUR der führende Börsenplatz.

Abb. 4: Der Primärmarkt für Mittelstandsanleihen 2010-2015



- 1) Innerhalb der Anleihenbörsensegmente (Entry Standard, bondm, m:access, mittelstandsmarkt bzw. Primärmarkt, Mittelstandsbörse Deutschland)
- 2) Prospektiertes Volumen, ohne Aufstockungen im Rahmen einer Privatplatzierung Quelle: Blättchen Financial Advisorv

Ausblick

Nachdem sich im Januar/Februar 2016 die Risiko-Spreads – gemessen am iTRAXX Europe Cross Over (fünf Jahre) – wieder deutlich ausgeweitet haben (Stand 10. Februar: 4,47%), ist das Emissionsumfeld insbesondere für Non-Investmentgrade- Platzierungen sehr schwierig geworden. Bis zum 10. Februar fand in diesem Segment auch keine Emission statt. Alleinige Akteure in diesem Zeitraum waren BMW und Daimler, die in der Summe zehn Anleihen mit einem Emissionsvolumen von 5,5 Mrd. EUR platzieren konnten. Für VW bleibt aktuell der Bondmarkt noch versperrt, so dass ein wesentlicher Daueremittent wegfällt. Wie aufgezeigt, reduzierte sich im zweiten Halbjahr 2015 in einem volatil gewordenen Marktumfeld das Emissionsvolumen gegenüber den ersten sechs Monaten um fast die Hälfte auf 25,1 Mrd. EUR. Fortgeschrieben bedeutet diese Entwicklung, dass für 2016 mit einem Emissionsvolumen von etwa 50 Mrd. EUR gerechnet werden kann.





















GRUNDI AGEN & FINFÜHRUNG

Von Prof. Dr. Dirk Schiereck, TU Darmstadt, und Dr. Tim Thabe, Geschäftsführer, creditshelf

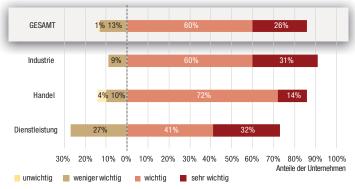
Diversifikation für Investoren und Kreditnehmer

Peer-to-Peer-Lending für Betriebsmittelkredite

Spätestens mit der jüngsten Finanzkrise ist vielen Unternehmern wieder bewusst geworden, wie gefährlich Refinanzierungsrisiken sein können und welche Vorteile sich aus einer laufzeitkongruenten Finanzierung von Investitionen ergeben. Die gegenwärtige Refinanzierungswelle am Markt für Mittelstandsanleihen unterstreicht das nur zu schön: Viele Emittenten des 2010 gestarteten Segments hatten ihre Bonds mit der von Investoren präferierten fünfjährigen Laufzeit begeben, auch wenn die zu finanzierenden Investitionsprojekte länger laufen. Nach etlichen Insolvenzen dürfte der Markt für die verbliebenen Emittenten nur unter deutlich schwierigeren Konditionen eine Refinanzierung bereitstellen. Wie viele von ihnen deshalb den Weg zurück zur Hausbank suchen, wird sich zeigen, aber für beide Alternativen ist mit höheren Kreditkosten und stärkerer Sicherheitenunterlegung zu rechnen.

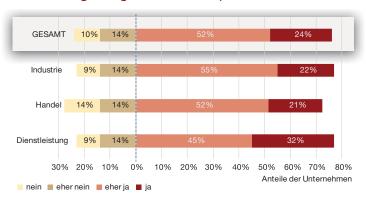
Nun hatte aber das gestiegene Interesse der Unternehmen an einer kapitalmarktorientierten Finanzierung über Anleihen – und auch Schuldscheine – gerade den Hintergrund, **unabhängiger** von den Hausbanken werden zu wollen. Ist dies am langen Laufzeitenende gegenwärtig nicht so gut möglich, werden künftig

Abb. 1: Wie wichtig sind Betriebsmittelkredite im Finanzierungsmix für Ihr Unternehmen?



Quelle: creditshelf

Abb. 2: Könnten Sie sich vorstellen, künftig Betriebsmittelkredite über eine Online-Plattform aufzunehmen, wenn das günstiger und unkomplizierter ist?



Quelle: creditshelf

kurze Laufzeiten stärker ins Blickfeld von Unternehmen und Investoren rücken. Denn hier treffen technologische Innovationen auf ein bei Banken immer zurückhaltender bedientes Segment: den Betriebsmittelkredit.

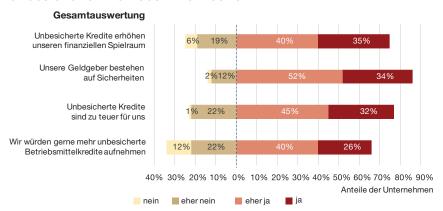
Investmentmöglichkeiten am kurzen Laufzeitenende

Betriebsmittelkredite werden insbesondere zur Vorfinanzierung saisonaler Geschäftsmodelle benötigt und haben daher eine für den Kapitalmarkt ungeeignete, kurze Laufzeit von meist sechs bis acht Monaten. Sie sind unbesichert und damit teuer für Banken, da sie diese mit Eigenkapital unterlegen müssen. Zudem brauchen die Firmen sie oft jährlich wiederkehrend. Diese Eigenschaften machen den Betriebsmittelkredit zum idealen Investmentprodukt für Fintechs beziehungsweise Peer-to-Peer-Kreditplattformen. Das Gesamtvolumen der Kredite ist in der Regel groß genug für die Mindestanlagesummen professioneller Investoren, die kurze Laufzeit hält das Kreditrisiko in kalkulierbaren Grenzen, und angesichts des Interesses der Betriebe, sich eine dauerhafte Unabhängigkeit in der kurzfristigen Finanzierung aufzubauen,

Spitzenkompetenz für Corporate Finance Lösungen



Abb. 3: Bitte nehmen Sie Stellung zu unbesicherten Betriebsmittelkrediten



Quelle: creditshelf

sollte die Nachfrage bei guten Kreditnehmern hoch sein. Auf der anderen Marktseite finden Investoren hier eine neue Anlageklasse zur Diversifikation.

Peer-to-Peer-Kreditplattformen am Beispiel von creditshelf

Sofern die betroffenen Firmen Sicherheiten besitzen oder aber Banken noch Risikoappetit verspüren, werden sie dort wahrscheinlich zum Zuge kommen. Sollte dies nicht der Fall sein, könnten die Unternehmen versuchen, einen Teil ihrer Betriebsmittelfinanzierung unbesichert bei institutionellen Investoren aufzunehmen – unabhängig von ihren Hausbanken. Da diese immer den gesamten Kreditbestand einer Firma prüfen, könnte das Verteilen der kurzfristigen Verbindlichkeiten auf andere Schultern ihnen helfen, die fälligen langfristigen Anleihen der KMU zu refinanzieren.

Tatsächlich erwägen drei von vier Mittelständlern, ihre Betriebsmittelkredite künftig über eine Online-Plattform abzuwickeln. Voraussetzung ist, dass die neuen Anbieter günstiger und



unkomplizierter arbeiten als traditionelle Banken (Abb. 1). Wichtiger Wechselgrund: Zwei von drei Betrieben wünschen sich Kredite ohne Besicherung zur Finanzierung des laufenden Geschäfts (Abb. 2). Dies sind Ergebnisse des erstmals erhobenen "Finanzierungsmonitors 2016", für den der digitale Kreditmarktplatz creditshelf zusammen mit der TU Darmstadt mehr als 100 Finanzentscheider aus Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen befragt hat.

Maximal zwölf Monate Laufzeit

Wie arbeiten die Kreditplattformen? Dies sei erläutert anhand des im Oktober 2015 gestarteten Fin-Techs creditshelf. Der Marktplatz vermittelt endfällige Kredite mit maximal zwölf Monaten Laufzeit

an mittelständische Firmen und richtet sich nur an professionelle Akteure. Kreditnehmer sind Mittelständler mit einem Finanzierungsbedarf zwischen 100.000 und 2,5 Mio. EUR. Investoren sind Family Offices, Stiftungen und institutionelle Geldgeber wie Kreditfonds oder Unternehmen. Anders als beim Bankkredit müssen die Kreditnehmer keine Sicherheiten stellen und können so ihren finanziellen Spielraum erhöhen.

Die Plattform prüft die Kreditrisiken in einem dreiteiligen Prozess: Sie holt eine Bewertung von externen Auskunfteien ein und führt eine eigene Kreditanalyse nach professionellen Standards durch. Drittens erhält der Investor eine qualitative Risikoeinschätzung der creditshelf-Experten mit Hinweis auf wesentliche Stärken und Herausforderungen des Kreditnehmers. Da die Plattform nicht die teuren Kostenstrukturen einer Bank hat, sind die Kredite für die Firmen deutlich günstiger.

Ergänzung zum Bankkredit

Insbesondere bei Handels- und Industrieunternehmen kommt das gut an. Keller Sports beispielsweise, der in Europa zu den führenden Online-Shops für Sportbedarf zählt, konnte seine Lieferanten im Weihnachtsgeschäft über einen auf der Plattform vermittelten Kredit schnell bezahlen und den Skonto ausnutzen. Das hat ihm bei seiner Finanzierung Kostenvorteile in Höhe von 60% beschert.

Fazit

Der Clou einer derartigen Finanzierung ist, dass sie den Bank-kredit professionell ergänzt, statt mit diesem zu konkurrieren. Keller Sports etwa wurde sogar von seiner Hausbank auf die Möglichkeit zur unbesicherten Finanzierung über creditshelf hingewiesen. Ergebnis ist also eine Win-win-win-Situation für den Kreditnehmer, seine Hausbank und den institutionellen Kreditgeber, der im Niedrigzinsumfeld nach Anlagen sucht.



Unsere Kapitalmarktexperten aus den Bereichen

- > Equity & Debt Capital Markets
- > Institutional Sales
- > Designated Sponsoring

erarbeiten mit Ihnen Konzepte für die individuelle Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarktbetreuung Ihres Unternehmens.

- > Börseneinführungen
- > Kapitalerhöhungen
- > Unternehmensanleihen
- > Mezzanine Finanzierungen
- > Börsenhandel

Sprechen Sie uns an:

ICF BANK AG Wertpapierhandelsbank
Kaiserstrasse 1 | 60311 Frankfurt am Main

Phone: +49 69 92877-501 | Email: service@icfag.de



Der Kapitalmarktpartner für den Mittelstand



Interview mit Dr. Michael Munsch, Creditreform Rating

"Technisch gesehen müssen wir bei Anleiheverlängerungen von einem Ausfall sprechen"

Interview mit Dr. Michael Munsch, Creditreform Rating, über Best Practice Guide, Anleiheverlängerungen und Enttäuschungspotenziale.

BondGuide: Herr Dr. Munsch, als Update gegenüber unserem letzten Gespräch: Was hat sich hier getan anno 2015?

Munsch: In erster Linie haben wir weniger Neuemissionen, also eine deutlichere Zurückhaltung am Markt. Allerdings auch weniger Ausfälle der Emittenten von Mittelstandsanleihen 2015. Der Trend geht seit einiger Zeit zudem vermehrt zu institutionellen Privatplatzierungen.

BondGuide: Werden denn noch Anleihen an den Börsen notiert? Munsch: Ja, aber im allgemeinen Freiverkehr. Das hat dann doch einen ganz anderen Charakter als ursprünglich mal vorgesehen, als BondM, Entry Standard und Primärmarkt Düsseldorf geschaffen wurden.

BondGuide: So wurde ja auch der Best Practice Guide für Anleihen von u.a. der Deutschen Börse initiiert – welche Relevanz hat er entwickelt?

Munsch: Die Intention des Best Practice Guides, mehr Transparenz und einen besseren Standard zu schaffen, begrüßen wir. Da kaum Anleihen begeben wurden, bleibt die weitere Entwicklung abzuwarten.

Die Emittenten kommen ihren Verpflichtungen der Informationsdarstellung nach, werben aber doch lieber mit ihren eigenen Stärken, als im Detail auf den Guide einzugehen. BondGuide: Außer Beate Uhse 2014 hat kaum ein oder sogar kein Emittent überhaupt mit diesem Qualitätssiegel geworben – wieso nicht?

Munsch: Die Emittenten kommen ihren Verpflichtungen der Informationsdarstellung nach, werben aber doch lieber mit ihren eigenen Stärken, als im Detail auf den Guide einzugehen.

Bond *Guide*: Unterscheiden Sie zwischen echten Neuemissionen und Refinanzierungen?

Munsch: Die meisten Aufträge bei Creditreform-Rating sind ja Unternehmensratings. Insofern verändert sich die Unternehmensbilanz stets, jedenfalls falls keine reine Refinanzierung vorliegt. Ob Neuemission oder Folgeemission, spielt deshalb für uns keine Rolle, wir bewerten den Emittenten und schauen uns die Details genau an. Bei einem Emissionsrating dagegen ändert sich schon erheblich mehr.

BondGuide: Stichwort Patriarchen-Indikator, im Sprachgebrauch einer Rating-Agentur eher Abhängigkeit von Einzelpersonen: Was sagen Sie zum jüngsten Beispiel German Pellets?

Munsch: German Pellets hat einen geschäftsführenden Hauptgesellschafter. Ob der nun Patriarch genannt werden sollte, überlasse ich dem Urteil anderer – ich kann nachvollziehen, dass Sie es gerne kürzer und prägnanter formulieren.

BondGuide: Können Sie als Rating-Agentur dieses Risiko greifbar machen, in Zahlen fassen?

Munsch: In unseren Ratings wird die Abhängigkeit von Einzelpersonen entsprechend berücksichtigt. In der Tat schenken wir dieser Variable große Aufmerksamkeit.

Bond*Guide*: Wie steht es mit der Entwicklung der Finanzkennzahlen zum Zeitpunkt der Emissionen versus denen, die die Emittenten dann ein, zwei Jahre später ausweisen?

Munsch: Hier muss einmal klar gesagt werden, dass wenn man sich die Insolvenzraten deutscher Mittelständler anschaut, so

Wenn man sich die Insolvenzraten deutscher Mittelständler anschaut, so liegen wir da etwa auf dem tiefsten Stand seit zwei Jahrzehnten. Bei den Emittenten von Mittelstandsanleihen haben wir eine andere Entwicklung. zum Zeitpunkt der Emission werden nicht eingehalten. Wir sprechen nach einer Prolongation auch weiterhin mit dem Emittenten und können sein Rating durchaus wieder anheben, sofern die Voraussetzungen dafür erfüllt werden, aber zunächst einmal handelt es sich um einen Bruch seiner ursprünglichen Zusagen.

BondGuide: Im vergangenen Jahr hatten Sie moniert, wie sehr Sie enttäuscht darüber sind, in wie vielen Fällen kriminelle Machenschaften bei Emittenten von Mittelstandsanleihen an den Tag kamen. Wie sieht es 2016 aus?

Munsch: Zunächst mal ist uns als Rating-Agentur ja nicht die Aufdeckung solcher Tendenzen anvertraut. Wir können lediglich auf Dinge hinweisen, die unserer Ansicht nach nicht zusammenpassen. Auf jeden Fall sollte man festhalten, dass kriminelle Machenschaften Einzelner nicht das Bild des deutschen Mittelstands als Ganzes prägen sollten. Die Quote von Unternehmen, bei denen Ungereimtheiten vorliegen, ist nach wie vor zu hoch.

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

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Anzeige

"

liegen wir da etwa auf dem tiefsten Stand seit zwei Jahrzehnten. Bei den Emittenten von Mittelstandsanleihen haben wir eine andere Entwicklung: Es bedarf also einer weitergehenden Untersuchung, woran dies liegt.

BondGuide: Was sagen Sie denn als Rating-Agentur zu den zahlreichen Prolongationsbemühungen?

Munsch: Technisch gesehen müssen wir bei sogenannten Anleiheverlängerungen von einem Ausfall sprechen: Die Versprechungen

Luther.

Schon 25 Vorstände angemeldet!

KAPITALMARKTUNION — NEUE WEGE DER FINANZIERUNG FÜR IHR UNTERNEHMEN!

Hamburg, 24. Februar 2016

Köln. 9. März 2016

München, 17. März 2016

FÜR SIE AUF EINEN BLICK

- Kapitalaufnahme über den Kapitalmarkt wird durch die Europäische Union für Ihr Unternehmen erheblich vereinfacht
- Regulatorische Hürden und Kosten fallen für Sie in großem Umfang weg

VERANSTALTUNG

- Unternehmer informieren Unternehmer
- Experten von der Deutsche Börse AG, dem Deutschen Aktieninstitut e.V., der quirin Bank AG und Luther informieren Sie vor Ort
- Kostenlose Informationsveranstaltung für Sie als Unternehmer









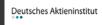














Weitere Informationen unter: vww.luther-lawfirm.com/ kapitalmarktunion

MEDIENPARTNER

BOND MAGAZINE

GoingPublic —Magazin BONDGUIDE

AnleihenFinder



Von Sebastian Zank, Director Corporates, Scope Ratings

Boom mit Nebenwirkungen

Schuldscheine statt Anleihen für den KMU-Markt

Der deutsche Schuldscheinmarkt brummt. Im Jahr 2015 lag das Neuemissionsvolumen um mehr als 60% höher als im Vorjahr. Allerdings droht die zunehmende Zahl kleinerer Emittenten die Qualität der Papiere zu verwässern.

Kleine und mittelgroße Unternehmen zapfen zunehmend den Schuldscheinmarkt an – mit erheblichen Folgen für Investoren: Zwar ist die Unternehmensgröße nicht per se ein Indikator für die Kreditqualität einzelner Emittenten, kleinere Emittenten können jedoch die durchschnittliche Bonität am Schuldscheinmarkt beeinflussen.

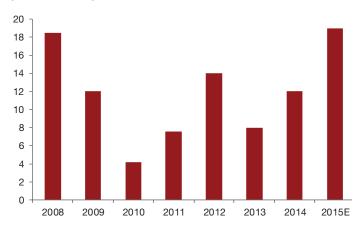
Klein und zunehmend fein?

Auf Dauer droht der Charakter des Schuldscheinmarktes als Garant für erstklassige Bonitäten zu verwässern, wenn viele kleine Unternehmen den Markt dominieren. Im vergangenen Jahr haben nach Angaben von Thomson Reuters Unternehmen in Deutschland insgesamt Schuldscheine in Höhe von mehr als 20 Mrd. EUR begeben. Das sind über 60% mehr als im Jahr zuvor.

Damit lag das Emissionsniveau zuletzt wieder ähnlich hoch wie im Jahr 2008. Doch es gibt einen entscheidenden Unterschied: Damals besorgten sich vor allem Großunternehmen frisches Kapital über Schuldscheine, weil über andere Finanzmarktkanäle und klassische Kredite nur schwer an Geld zu kommen war.

Scope Ratings' Corporates Team veröffentlicht kontinuierlich Research zum Schuldscheinmarkt. Die letzten Studien zu Marktentwicklungen in diesem Segment finden Sie hier: "Corporate "Schuldschein': M&A activities and first-time issuers driving the market", 18. Januar 2016; "German market for corporate Schuldschein opens up to non-investment grade issuers", 18. Juni 2015.

Emissionsvolumen Schuldscheinmarkt Deutschland (in Mrd. EUR)



Quelle: Thomson Reuters 2008-2014. LBBW 2015e. Scope Ratings

Heute sind die durchschnittlichen Emissionsvolumina und eben auch die emittierenden Unternehmen deutlich kleiner.

Trendwechsel

Während Schuldscheinemissionen früher in der Regel ein Volumen von mindestens mehreren 100 Mio. EUR hatten, begeben Unternehmen mittlerweile häufig Schuldscheine mit Volumina von unter 100 Mio. EUR, in einigen Fällen sogar unter 50 Mio. EUR. Ein Grund: Im vergangenen Jahr zählten mehr als 40% der Emittenten zu den kleinen und mittelgroßen Unternehmen mit weniger als 1 Mrd. EUR Umsatz pro Jahr. Das hat es früher nicht gegeben.

Die Jagd von Investoren nach Rendite öffnet die Tür zum Schuldscheinmarkt für immer mehr Unternehmen. Denn kleine und mittelgroße Firmen zahlen meist höhere Zinsen als große Emittenten. Während Großunternehmen mit Investment-Grade-Rating rund 150 Basispunkte Aufschlag zum risikolosen Referenzzins zahlen, rentieren Schuldscheine kleinerer Firmen bis zu 350 Basispunkte über dem Referenzsatz.



Investoren sollten sich darüber im Klaren sein, dass damit auch das Risiko steigt. Selbst wenn ein Schuldschein eigentlich grundsätzlich eine gute Qualität signalisiert: Viele Investoren vertrauten allzu sehr auf den guten Namen des Schuldscheinmarktes, in dem drei Viertel der Emittenten nicht über ein öffentliches Rating verfügen.

Kleine Firmen zapfen im Moment den Schuldscheinmarkt an, weil sie dort Kapital zu vergleichsweise günstigen Konditionen aufnehmen können. Viele Emissionen sind derzeit stark überzeichnet. Es kommt häufig vor, dass Unternehmen ihr Emissionsvolumen um 50% aufstocken. Darunter sind auch viele Neulinge, die erstmals einen Schuldschein begeben.

Heute deutlich günstiger

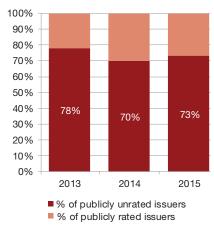
Es hat sich herumgesprochen, dass der Markt Neuemissionen sehr gut aufnimmt. Der Finanzierungsbedarf ist groß: Der Markt für Unternehmensübernahmen zum Beispiel läuft derzeit auf Hochtouren, und über einen Schuldschein können Unternehmen auf einen Schlag viel Kapital für Zukäufe beschaffen. Zudem laufen aktuell viele Schuldscheine aus der Zeit der Finanzkrise und den Jahren danach aus: Firmen können sich derzeit zu deutlich günstigeren Konditionen als damals refinanzieren.

Weiterer Treiber: Ausländische Banken, Emittenten und Investoren entdecken den deutschen Schuldscheinmarkt und sorgen für Nachfrage. Der Markt genießt international hohes Ansehen.

Increasing share of mid-sized issuers

100% 90% 37% 80% 39% 42% 70% 60% 50% 40% 61% 63% 30% 58% 20% 10% 0% 2013 2014 2015 ■ LargeCap Mid and small caps

Share of publicly unrated issuers remains high



Quelle: Scope Ratings

So halten wir es durchaus für möglich, dass im Jahr 2016 ähnlich viel Kapital über neue Schuldscheine eingesammelt wird wie im starken Vorjahr. Die Vorzeichen stehen gut. Aber letztlich hängt das Volumen auch davon ab, wie viele Unternehmen Jumbo-Schuldscheinemissionen über viele 100 Mio. oder gar Mrd. EUR begeben.

Ausblick 2016

Der Jahresauftakt verlief in dieser Beziehung verheißungsvoll. Der Baustoffkonzern HeidelbergCement hat im Januar satte 625 Mio. EUR per Schuldschein eingesammelt – dank einer unerwartet großen Nachfrage der Investoren waren das 225 Mio. EUR mehr als ursprünglich geplant.



- 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



Von Martin Schmeißer, Head of Equity & Debt Capital Markets, und Maximilian Schneider, Director Equity & Debt Capital Markets, ICF BANK AG Wertpapierhandelsbank

Bedarfsgerechte Produktgestaltung zum Vorteil von Emittent und Anleger

Das Beispiel Pre-IPO-Wandelschuldverschreibung der SeniVita Social Estate AG

Standardisierte Produkte stoßen aufgrund entsprechender Vertrautheit naturgemäß auf eine erhöhte Akzeptanz – gleichwohl lässt sich am Beispiel der "Pre-IPO Wandelschuldverschreibung" der SeniVita Social Estate AG gut belegen, dass eine Modifikation und Individualisierung allen Beteiligten Vorteile gewähren kann.

Die SeniVita Sozial gGmbH, Bayreuth, ist einer der führenden privaten Betreiber von Einrichtungen zur Alten- und Behindertenpflege in Bayern. Hierbei wendet SeniVita im Bereich der Altenpflege das selbst entwickelte Konzept der "Altenpflege 5.0" an, das im Wesentlichen drei Bausteine miteinander kombiniert: seniorengerechtes Wohnen, Pflege in der eigenen Wohnung und Tagespflege - alles unter einem Dach. Zur Finanzierung des Wachstums und der Expansion hat die SeniVita Sozial gGmbH im Jahr 2011 eine Anleihe über 15 Mio. EUR sowie im Jahr 2014, insbesondere indiziert durch den Status der Gemeinnützigkeit, einen Genussschein über 25 Mio. EUR begeben. Anfang 2015 hat die SeniVita Sozial gGmbH die SeniVita Social Estate AG gegründet, an der neben ihr (50%) im Wesentlichen der Baukonzern Ed. Züblin AG (46%) beteiligt ist. Ziele der SeniVita Social Estate AG sind insbesondere die forcierte Projektierung, Planung und Bau von Pflegeeinrichtungen, die eine Pflege nach dem Konzept "Altenpflege 5.0" bestmöglich erlauben.

Aufgabenstellung

Für den vorgenannten Finanzierungsbedarf, nämlich den Ankauf von Grundstücken und die bauliche Entwicklung von circa fünf bis zehn Pflegeheimen pro Jahr, stellte sich die Frage, wie diesem erstens unmittelbar und zweitens langfristig unter Berücksichtigung des zu erwartenden nachhaltigen Marktwachstums Rechnung getragen werden kann. Hierbei waren bei der Strukturierung des Finanzierungsinstruments zudem einerseits die Expertise und die Reputation der Hauptgesellschafter im Bereich



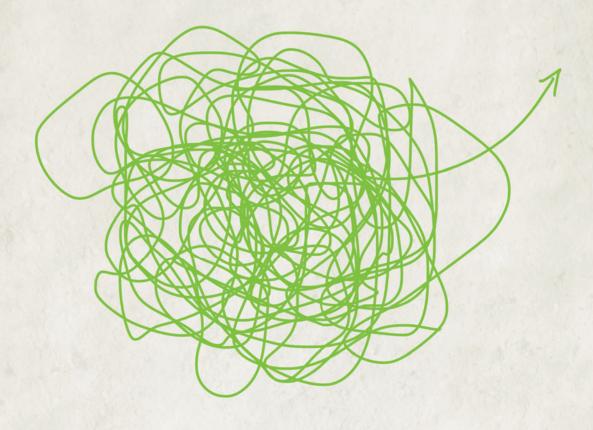
SeniVita-Haus in Hummeltal

der Pflege und des Baus als auch andererseits die kurze Dauer des Bestehens der Emittentin zu berücksichtigen.

Lösung

Im konkreten Fall empfahl sich als Lösung das ungewöhnliche Instrument einer "Pre-IPO Wandelschuldverschreibung". Diese ermöglicht einerseits den im Mittelstandsbondmarkt tätigen Investoren eine laufende und attraktive Verzinsung einzuräumen und sie andererseits am langfristigen Upside aus dem angestrebten nachhaltigen Wachstum des Emittenten partizipieren zu lassen.

Gerade das IPO der SeniVita Social Estate AG wurde im strategischen Finanzierungsplan als zweiter Schritt identifiziert und von den Investoren als realistisches und wahrscheinliches Szenario mit einem Horizont von drei Jahren nach Begebung der Pre-IPO



Die Entwirrtschaftskanzlei

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

Noch Fragen? Wir antworten gerne.

www.goerg.de

Richtungsweisend. GÖRG





SeniVita-Haus St. Elisabeth in Pottenstein Foto: SeniVita

Wandelschuldverschreibung betrachtet. Sollte sich dieser Plan jedoch – aus innerhalb oder außerhalb der Gesellschaft liegenden Gründen – nicht in dem angestrebten Zeitraum realisieren lassen, so ist die Rückzahlung der Anleihe ebenso aus den Erlösen der Erstinvestitionen planmäßig darstellbar.

Ein mit den typischen Laufzeiten versehener, endfälliger Straight Bond wäre hier dem Investitionsprofil des Emittenten nicht optimal gerecht geworden. Da jedoch zum Zeitpunkt der Begebung des Pre-IPO Convertible Bonds noch kein gelistetes Underlying vorlag und somit eine gewisse Unsicherheit bezüglich eines späteren IPOs bestand, wurde die Wandelschuldverschreibung mit einer Zinsprämie bei Rückzahlung für den Fall ausgestattet, dass die bereits bestehenden Aktien des Emittenten nicht bis zum Ablauf des Wandlungszeitraums in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen sein werden.

Fehlende Notierung führte zu Anpassungsmechanismen

Aus der fehlenden Marktbewertung des Emittenten in Ermangelung einer laufenden Aktiennotierung resultierte eine weitere Konzession an Investoren. Die sonst üblicherweise und insbesondere bei Immobilienanleihen zu beobachtenden Wandelprämien von circa 30% auf den bei Anleiheemission aktuellen Aktienpreis wurde hier zugunsten eines festgelegten, absoluten Bezugsverhältnisses der Aktie ohne Prämie ersetzt. Die Anpassungsmechanismen bei etwaigen zukünftigen Kapitalmaßnahmen blieben jedoch Bestandteil der Anleihebedingungen.

Die SeniVita Gruppe hatte bereits über eine Vorgängergesellschaft Erfahrung mit Bauentwicklungsmaßnahmen im Pflegebereich. Die Expertise des Mitgesellschafters Ed. Züblin AG im Baubereich ist evident. Um aber gleichwohl dem frühen Stadium der Geschäftsentwicklung der Emittentin Rechnung zu tragen, wurde die Pre-IPO-Wandelschuldverschreibung mit einem umfangreichen, direkten Besicherungskonzept in Form einer Mittelverwendungs- und Sicherheitentreuhand unterlegt. Als Sicherheiten dienen hier neben den Grundschulden an den Pflegeobjekten auch die noch nicht oder nicht mehr in der Projektentwicklung gebundene und damit freie Liquidität. Diese Sicherheitenstruktur spiegelt sich neben der anleihenahen Strukturierung auch im Zins wider.

Derzeit sind Pflichtwandelanleihen als stärkstes Schwert der Wandlung insbesondere durch die weitreichende Begebung der Finanzinstitute sehr publik. Mit einer derartigen Pflichtwandlung hätte man dem Emittenten aus unserer Sicht jedoch den Zugang zu bestimmten Investorengruppen verwehrt.

Fazit

Die ausgewogene Pre-IPO-Wandelschuldverschreibung verzeichnet seit Begebung im April 2015 eine stabile Entwicklung, die zeigt, dass diese als hybrides Instrument in diesem Fall den Interessen der Investoren wie auch des Emittenten gleichermaßen Rechnung trägt. Die SeniVita Social Estate AG hat die Mittel zwischenzeitig umfangreich im Interesse der Anleger in die Projektentwicklung investieren können.

HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

































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

Berlin
Chemnitz
Düsseldorf
Frankfurt

Hamburg Köln München Stuttgart

Brüssel Zürich

www.heuking.de



Von Manuel Rekittke, Senior Account Manager, EQS Group AG

Verschaffen Sie sich Kredit bei Ihren Kapitalgebern

Aktive Kommunikation mittels einer Creditor-Relations-Website fördert das Wichtigste: Vertrauen

Creditoren sind wichtige Kapitalgeber und verlangen ebenso wie Aktionäre regelmäßige und umfassende Informationen. Unternehmen sollten diese Zielgruppe daher auch bei ihrer Finanzkommunikation berücksichtigen, wenn sie beim harten Wettbewerb um günstiges Kapital nicht ins Hintertreffen geraten wollen. Eine Creditor-Relations-Website als zentrale Informationsplattform gehört daher zum Standard.

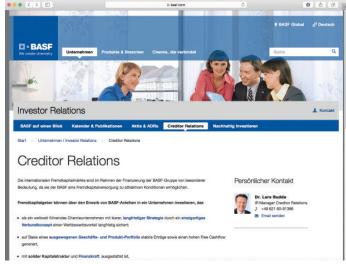
Die Creditor Relations (CR) sind nicht neu, sondern ein wesentlicher Aspekt der Finanzkommunikation. Zur Zielgruppe gehören die bestehenden und potenziellen Fremdkapitalgeber sowie die Kapitalmittler, also Credit-Analysten und Ratingagenturen. Die Instrumente der Kommunikation sind weitgehend die gleichen wie bei der klassischen IR, die Grundsätze wie Offenheit, Glaubwürdigkeit und Kontinuität ohnehin.

Doch wer ist verantwortlich für Creditor Relations? Bei börsennotierten Unternehmen ergibt sich hier kein klares Bild. Zum Teil
ist CR mit einer separaten Berichtslinie dem Finanzressort zugeordnet, zum Teil werden Creditor Relations und Investor Relations
in Personalunion aus der gleichen Abteilung gesteuert. Bei nichtbörsennotierten Unternehmen sind die Creditor Relations eine
eigenständige Kommunikationseinheit und meistens der Abteilung Finanzen zugeordnet.

Doch ganz gleich, wo CR angesiedelt ist, es gilt – ähnlich wie bei der üblichen IR – die Kapitalgeber mit den wichtigsten Informationen zu versorgen. Eine transparente Informationspolitik ist die Grundvoraussetzung, um sich Kredit bei den Stakeholdern zu verschaffen – nicht nur im wahrsten Sinne des Wortes, also in Form von Kapital, sondern auch als Vertrauensbonus.

Gleiche Wertschätzung für Creditoren und Aktionäre

Häufig ist es jedoch noch so, dass sich Fixed-Income-Investoren in der Online-Welt stiefmütterlich behandelt fühlen. Die Herausforderung ist es deshalb, ihnen die gleiche Wertschätzung wie



Creditor-Relations-Seite von BASF

den Aktionären entgegenzubringen und die Creditor Relations in die übergeordnete, digitale Kapitalmarktkommunikation einzubinden.

Viele Inhalte fließen sowohl in die Investmententscheidung von Aktionären als auch in die der Gläubiger ein, beispielsweise wenn es um die Marktbedingungen, die Unternehmensstrategie und die Fundamentaldaten geht.

Darüber hinaus unterscheiden sich jedoch die Informationsbedürfnisse von Fixed-Income- und Equity-Investoren. Das liegt allein schon in den Besonderheiten der Investmentarten begründet. Aktionäre setzen auf steigende Aktienkurse und kontinuierliche Dividenden; der Zeichner einer Anleihe dagegen auf zuverlässige Zinszahlungen und die Tilgungsfähigkeit des Emittenten. Management-Entscheidungen können vor diesem Hintergrund völlig unterschiedliche Reaktionen hervorrufen – beispielsweise die Verwendung des Cashflows.

Zentraler Anlaufpunkt auf der Website

Deshalb ist bei Fixed-Income-Themen eine gezielte Ansprache erforderlich - nicht nur auf Roadshows oder Pressekonferenzen, sondern auch bei der Informationsbereitstellung über das Internet. Das sollte sich auch auf der Unternehmenswebseite widerspiegeln - und zwar in einem gesonderten Creditor-Relations-Bereich, der Kapitalgebern, Analysten und Journalisten als Anlaufpunkt dient.

Die Creditor-Relations-Website, bei börsennotierten Unternehmen in der Regel ein Unterpunkt im Bereich Investor Relations, sollte Zahlen und Fakten zu allen Fremdfinanzierungsinstrumenten liefern. Doch auch weiche Faktoren gewinnen immer mehr an Bedeutung. So erklären viele Unternehmen auf der Startseite anschaulich ihre Leitlinien für die Finanzierung - und können damit schon bei den Anlegern punkten.

Des Weiteren ist das Rating von zentraler Bedeutung, da es wichtige Hinweise liefert, ob ein Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Das Unternehmensrating wie auch die Ratings einzelner Finanzinstrumente sollten ausführlich dargestellt und erläutert werden. Auch Angaben zum Ausblick und den Veränderungen zu vorhergehenden Einschätzungen der Ratingagenturen zeugen von Transparenz und Glaubwürdigkeit.

Ein wichtiges Anlagekriterium ist auch der Verschuldungsgrad (z.B. Debt/EBITDA), deshalb sollten die Nettofinanzposition und die Liquidität aussagekräftig dokumentiert werden. Ebenso wenig fehlen dürfen einschlägige Verschuldungskennziffern. Ein absolutes Muss ist außerdem ein umfassendes Fälligkeitsprofil für alle Finanzinstrumente. Das Schaubild sollte ergänzt werden mit Informationen zu den anfallenden Zins- und Tilgungszahlungen sowie der geplanten Refinanzierung.

Unter einem gesonderten Menüpunkt werden die Finanzierungsprogramme (Debt-Issuance-Programm etc.) mit den dazugehörigen Instrumenten aufgeführt und erläutert. Weitere Informationen, beispielsweise zum Volumen, den Währungen und Laufzeiten, erhalten die Creditoren über die zum Download bereitgestellten Emissionsprospekte.

Anleihe-Emittenten runden den Service ab, indem sie zu den Stammdaten der Bonds auch die Kursdaten und interaktive Charts liefern. Als zusätzliches Feature bietet sich die automatische Integration der Unternehmensmitteilungen in die Charts an.

Wichtig: Im Juli 2016 tritt die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (MAR) in Kraft; künftig unterliegen damit auch Emittenten von Anleihen und weiteren Finanzinstrumenten der Ad-hoc-Pflicht. Eine entsprechende Rubrik sollte deshalb auf der CR-Website ergänzt werden.

Nur wer transparent und kontinuierlich kommuniziert, ist vertrauensund damit kreditwürdig.



Fazit

Nur wer transparent und kontinuierlich kommuniziert, ist vertrauensund damit kreditwürdig. Die Quittung für die Vernachlässigung der Creditoren bekommt ein Unternehmen spätestens bei der nächsten Bond-Emission und muss diese dann mit einer höheren Risikoprämie bezahlen. Die Kosten für eine Creditor-Relations-Website sollten sich schon deshalb schnell amortisieren.









Von Volker Riedel, Partner, Dr. Wieselhuber & Partner

Finanzierung 3.0

Anleihen als strategischer Hebel für das Machtspiel in der Wertkette

Das originäre Problem der Anleihe ist nicht das Produkt selbst, sondern der Kontext, in dem dieses Produkt platziert wird. Doch die digitale Welt bietet neue Optionen.

Polarisierter Finanzmarkt

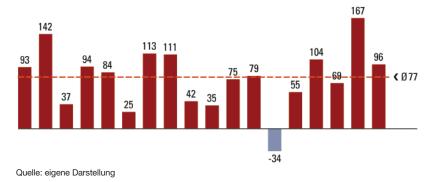
Das tägliche Geschäft für Finanzierer im Mittelstand? Die Suche nach der besten Bonität oder der besten Gelegenheit. Mittlerweile stehen die Finanzierer jedoch vor einem Dilemma: Einerseits sind die Märkte so transparent geworden, dass sich bei guten Bonitäten alle Finanzierungspartner einfinden. So entstehen Finanzierungsstrukturen, in denen sich Finanzierer in einem fast irrsinnigen Preis- und Verdrängungswettbewerb befinden. Andererseits steigen zunehmend die Kosten der Regulatorik und die Risikokosten des

Engagements und entsprechend müssen die Prozesskosten gesenkt werden: eine echte strategische Herausforderung für das regulierte Kreditgeschäft.

Wir erleben heute einen Finanzmarkt, der sich mit seinen kapitalmarktbasierten Finanzinstrumenten zunehmend polarisiert. Da
gibt es zum einen das verheerende öffentliche Meinungsbild zu
kapitalmarktbasierten Produkten, getrieben durch tatsächliche
Exzesse (Stichwort: Rating) und sogar strafrechtlich relevantes
Verhalten. Im Mittelstand ist das Instrument der Anleihen oder
Schuldscheine zwar angekommen, doch – zumindest in der

Mittelständler horten säckeweise Liquidität, was sich nur mit den Folgen eines "Spättraumas" von 2009 erklären lässt.

Abb. 1: Days Working Capital (in Tagen) ausgewählter deutscher Mittelständer



öffentlichen Wahrnehmung – scheint es der letzte verbliebene Weg für schlechte Bonitäten zu sein, was die rückläufige Fallzahl der Platzierungen im Mittelstand belegt.

Zum anderen horten Mittelständler säckeweise Liquidität, was sich nur mit den Folgen eines "Spättraumas" von 2009 erklären lässt. Insbesondere große Industrie- und Handelsunternehmen ziehen sich regelmäßig kapitalmarktbasierte Liquidität, gründen eigene Banklizenzen und bauen damit ihre Machtpositionen über die Finanzierung in ihrer Wertkette weiter aus.

Digitalisierung: Ausweg aus der Zwickmühle?

Das Lösungswort zur Auflösung dieser verfahrenen Situation lautet: Vernetzung – konkret die Vernetzung von Wertketten. Dabei handelt es sich um ein Vorgehen, das man von vertikal integrierten Unternehmen seit Jahren kennt. Auch in oligopolistischen Branchen wie dem Automobilsektor oder dem Lebensmitteleinzelhandel wird das Zusammenspiel der Wertketten vorangetrieben. Wer die Macht in den Wertketten hat, bestimmt das Spiel. Die Macht wird häufig durch die Finanzkraft unter-

Heute Lieferant Unternehmen Kunde Sicherungsrechte über Ware Sicherungsrechte über Forderungen Ein Kreditnehmer viele Finanzierer Unternehmen Morgen Lieferant Kunde Ein Finanzierer(-pool) Big Data Big Data Big Data Big Data Ein Finanzierer(-pool) Ein Finanzierer(-pool) Mutterlager Wertschöpfung 1 Wertschöpfung 2

Abb. 2: Die Finanzierung in Wertketten heute und morgen

Quelle: eigene Darstellung

strichen und drückt sich in dem gebundenen Kapital bzw. im Day Working Capital aus.

Produkte werden smarter. Produkte und Prozesse steuern sich zunehmend autonom bzw. treffen Entscheidungsroutinen auf Basis festgelegter Algorithmen. Doch wer entwickelt diese Algorithmen? Das sind Mathematiker und Softwarespezialisten. Dabei handelt es sich nicht um refinanzierbare Investitionen, sondern vielmehr um immaterielle Wirtschaftsgüter oder investive Kosten. Diese Entwicklungsarbeiten und Servicegeschäfte werden heute hauptsächlich über die GuV oder mit liquidem Eigenkapital finanziert – ein klassischer Kredit ist dafür kaum zu bekommen. Lager oder Working Capital hingegen werden meist mit klassischen Bankkrediten finanziert, wobei die Schnittstelle zu den Lieferanten oder Kunden teilweise über die Kreditversicherer unterlegt wird.

Was aber passiert, wenn die Ware durch verkettete Systeme zunehmend in Fluss kommt – d.h. die Reichweiten sinken, aber der Umschlag steigt? Kosten, aber auch Losgrößen in der gesamten Wertkette müssen reduziert werden, da kein Kunde bereit ist, neben dem originären Produktpreis auch noch hohe Logistikkosten zu bezahlen. Gerade bei fraktalen Wertketten ist das eine große Herausforderung, denn sie müssen zunehmend zusammenarbeiten, Informationen austauschen und sich vernetzen. Ist diese Hürde jedoch genommen, sinkt die Kapitalbindung in der Wertkette und damit sinken auch die Logistikkosten.

Ein veränderter Finanzierungsanfall schafft jedoch eine weitere Barriere: Die Lagerhaltung verschiebt sich zunehmend an den Anfang, die Kundenindividualisierung des Produktes zunehmend an das Ende einer Wertkette. Klassische Finanzierungsformen tun sich schwer, aus der juristischen Klemme der objektbezogenen Besicherung auszubrechen und Wertketten bzw. über mehrere Unternehmen hinweg Finanzmittel zur Verfügung zu stellen. Für die Finanzierung einer ganzen Wertkette bieten sich stattdessen kapitalmarktbasierte Finanzierungsformen an. Klar ist: Die Digitalisierung treibt auch zunehmend unterschiedliche Finanzierungsbedarfe.

Finanzierungsanlässe im zeitgemäßen Kontext

Vereinen Unternehmen aufgrund eines komplexen Produktes viele kleinere Komponenten und Bauteile, so kann explizit die direkte Finanzierung der Lieferanten eine Alternative sein, um die Belieferung sicherzustellen. Müssen Beschaffungsmärkte gesichert oder vertikale Lieferanten integriert werden, so wird Kapital für Übernahmen benötigt. So wie es heute im Projektgeschäft Arbeitsgemeinschaften (ARGE) gibt, die ein zeitlich befristetes Projekt gemeinsam bearbeiten und finanzieren, können sich solche Zweckgemeinschaften auch zur Finanzierung einer Wertkette bilden und sich am Kapitalmarkt refinanzieren. Diese Zweckgemeinschaften könnten aber auch die Entwicklung von Software und Vernetzung zum Ziel haben, um die Datentransparenz und damit die Lieferfähigkeit zu erhöhen – die wiederum finanziert werden müssen.

All diese Finanzierungsanlässe haben jedenfalls eines gemeinsam: Sie existieren bereits, gehören in vielen Fällen zum Unternehmensalltag. Ähnlich wie digitale Geschäftsmodelle müssen sie aber in einen anderen Kontext gesetzt werden und zunehmend für kleinere Finanzierungslose geeignet sein. Unter Einrechnung der eingesparten Kosten der Wertkette wird die Höhe der Zinskosten dann nur noch eine sekundäre Rolle spielen.



Von Dr. Thorsten Kuthe und Felicitas Boehm, LL.M., Rechtsanwälte bei Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

Direktinvestments im Auge des Regulators

Die Rechtslage nach dem Kleinanlegerschutzgesetz

Das Angebot an festverzinslichen Anlageprodukten im Eigenvertrieb befindet sich in einem steten Wandel. Vor einigen Jahren zeichneten Privatanleger umfangreiche Genussrechte, dann Mittelstandsanleihen, danach erfreuten sich Nachrangdarlehen hoher Beliebtheit, aktuell sind zusätzlich auch Direktinvestments als sogenannte Sachwertanlagen von zunehmender Bedeutung.

Direktinvestments sind auf den ersten Blick gar keine klassischen Anlageprodukte wie etwa Wertpapiere oder geschlossene Fonds in der Form von Kommanditbeteiligungen. Bei einem Direktinvestment kauft nämlich ein Anleger von einem Anbieter einen Sachwert wie etwa Container, Edelmetalle oder ähnliche Assets, die sich gut in verhältnismäßig kleiner Stückelung veräußern lassen. Wer schon immer einmal Diamanten, ein Stück Urwald oder ein Transportgefäß der Post sein Eigen nennen wollte, kann hier zugreifen.

Allerdings: Dieser Sachkauf wird in der Regel mit Mietverträgen für eine bestimmte Laufzeit mit einem (typischerweise) festen Zins konkretisiert. Klassischerweise wird darüber hinaus ein Rückkauf nach Ablauf der Mietzeit vereinbart. So wird im wirtschaftlichen Ergebnis aus einem Kauf eine (fest-)verzinsliche Anlage mit einer Besicherung durch den Sachwert. In Zeiten niedriger Zinsen ist dies für viele Anleger eine interessante Bei-

Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt und Partner bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Er berät im Schwerpunkt (kapitalmarktorientierte) Unternehmen insbesondere zu sämtlichen Fragen der (alternativen) Unternehmensfinanzierung und des Aktienrechts. Felicitas Boehm, LL.M. ist Rechtsanwältin und Senior Associate bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Sie berät im Schwerpunkt (kapitalmarktorientierte) Unternehmen insbesondere zu sämtlichen Fragen der (alternativen) Unternehmensfinanzierung und des Investmentsrechts.



Bei Direktinvestments erwirbt der Anleger Sachwerte wie z.B. Transportcontainer. Foto: Maksym Yemelyanov – Fotolia.com

mischung im Portfolio. Sowohl Kleinanleger als auch semiprofessionelle oder professionelle Investoren nutzen diese Assetklasse. Der Gesetzgeber hat dies ebenfalls beobachtet und im Zuge der Änderungen des Vermögensanlagengesetzes durch das Kleinanlegerschutzgesetz erstmalig auch Direktinvestments reguliert.

Vertrieb von Direktinvestments durch Dritte ist nun im Rahmen der Anlageberatung oder -vermittlung nur noch zulässig, wenn diese Dritten eine Erlaubnis nach § 34f GewO haben. Erfolgt ein öffentlicher Vertrieb (entweder als Eigenvertrieb und/oder durch Dritte), so besteht grundsätzlich eine Prospektpflicht. Hinzu kommen weitere Hinweis-, Veröffentlichungs- und auch Ad-hoc-Publizitätspflichten. Hier heißt es also aufpassen und gegenüber der unregulierten Rechtslage im Jahr 2015 umdenken.

Sind alle Direktinvestments reguliert?

Nein. Direktinvestments werden am Markt in unterschiedlicher Form und in unterschiedlicher Ausgestaltung angeboten. Gerade Letzteres kann am Ende darüber entscheiden, ob einzelne Investments reguliert sind oder nicht.

Von der Regulierung sind solche Direktinvestments ausgenommen, die ausschließlich als Käufe von Gütern ohne Zins- bzw. Renditezahlungen und Rücknahmeversprechen ausgestattet sind. Hierzu zählen bspw. Anbieter von sog. "Vermögensspeichern" wie Edelmetallen und Diamanten.

Findige Anbieter sind jetzt auf den Gedanken gekommen, statt direkt einen Rückkauf vertraglich bindend zu vereinbaren, nur ein Ankaufsrecht des Anbieters vorzusehen oder gar nur unverbindlich einen Rückkauf in Aussicht zu stellen. Dies vermeidet die Prospektpflicht und sonstige Regulierung vollständig. Das hat für den Anleger inhaltlich natürlich eine ganze andere Qualität. Allerdings gilt es zu beachten, dass sich bspw. nicht aus Verträgen, Werbematerialien, Internetauftritten oder sonstigen Materialien des Anbieters dennoch eine Rücknahmezusage durch den Anbieter ergibt. In diesen Fällen nimmt die BaFin, wie die Praxis zeigt, eine wertende Gesamtschau aller Informationen/Dokumente vor und beurteilt nicht nur das Angebot. Es besteht dann das Risiko einer Untersagung des Angebots sowie weiterer behördlicher Maßnahmen. Auch in diesen Fällen müssen die Anleger allerdings durch ein Platzierungsmemorandum informiert werden.

Ob sich Anbieter von Direktinvestments für ein reguliertes oder ein unreguliertes Produkt entscheiden, ist meist eine Frage des Vertriebs.

Die BaFin prüft außerdem stets, ob sich das Produkt als erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft im Sinne des KWG qualifiziert – mit für den Anbieter (nicht gewünschten) Erlaubnis- und Folgepflichten. Hier legt die BaFin eine wirtschaftliche Betrachtungsweise an und verfolgt derzeit in der Praxis eine strenge Auslegungsregel.

Fazit

Auch wenn neuerdings für bestimmte Direktinvestments eine Prospektpflicht besteht und bestimmte Regularien einzuhalten sind, die vorher nicht bestanden, muss das für Anbieter solcher Investments nicht nachteilig sein, da sie Anlegern ein Produkt anbieten können, das die gesetzlichen Anlegerschutzkriterien erfüllt. Ob sich Anbieter von Direktinvestments für ein reguliertes oder ein unreguliertes Produkt entscheiden, ist meist eine Frage des Vertriebs. In beiden Varianten müssen aber, wie gezeigt, rechtliche Vorgaben beachtet werden.

s. **29**



deutsches csr-forum

12. Internationales Forum für Nachhaltigkeit und Zukunftsfähigkeit

5. und 6. April 2016 Ludwigsburg bei Stuttgart

Themen (Auswahl)

- Leadership Anspruch und Wirklichkeit
- Der Fall Volkswagen Compliance im Top-Management
- Warenströme die "Ware" Energie
- Bürgerschaftliches Engagement im Zeichen der Flüchtlinge
- Die Globale Digitalisierung Chancen und Risiken für Europas Gesellschaft und Wirtschaft
- Neue Anforderungen an CSR
- CSR in China
- Verleihung des Deutschen CSR-Preises 2016

Referenten



Dr. Mariana Bozesan, Club of Rome International



Prof. Dr. Michael Christ, Prof. für Betriebswirtschaftslehre, FH Mainz



Filiz Albrecht, Mitglied der Geschäftsführung Mann+Hummel



Andrea Möhringer, Geschäftsführerin, World Childhood Foundation



Günther Oettinger, Commissioner for Digital Economy & Society, European Commission



Prof. Dr. Lars Rademacher, Professor für Unternehmenskommunikation, Hochschule Darmstadt

■ Dr. Haifeng Huang, Peking University ■ Dr. Ansgar Klein, Geschäftsführer, Bundesnetzwerk Bürgerschaftliches Engagement (BBE) ■ StS. Dr. Ralf Kleindiek, Staatssekretär, Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend ■ Prof. Dr. Dr. h. c. Bert Rürup, Präsident, Handelsblatt Research Institute ■ Hugo-Maria Schally, European Commission, Generaldirektion Umwelt ■ Wolfgang Schmalz, Geschäftsführer, Schmalz GmbH ■ Prof. Dr. René Schmidpeter, Cologne Business School ■ Alfred Jansen, Leiter Unternehmens- und CSR-Kommunikation, iglo ■ Werner Spec, Oberbürgermeister, Stadt Ludwigsburg ("Deutschlands nachhaltigste Stadt 2014") ■ Franz Untersteller MdL, Minister für Umwelt, Klima und Energiewirtschaft Baden-Württemberg ...

Veranstalter: dokeo GmbH

Schubertweg 8
73760 Ostfildern
Tel.: 0711 220 8640
E-Mail: wir@csrforum.eu
Web: www.csrforum.eu

Jetzt anmelden! Anmeldeschluss ist der 31.03.2016

Anmeldeformular: www.dokeo.de/ f6-teilnahme.html





Von Frank Günther, geschäftsführender Gesellschafter, Dr. Jan-Peter Firnges, Managing Director, One Square Advisors

Investoren für den deutschen Mittelstand

Mittelstandsanleihen 2.0 - Deutsche Private Placement Plattform

Abb. 1: Ausgewählter Investorenclub für Privatplatzierungen

Prozess:

- Ausgewählter Investorenclub akkumuliert Gelder auf Ebene einer gemeinsamen Plattform ("DPPP")
- Von OSA gemanagte DPPP dient zur Abstimmung der Investitionsprämissen
- OSA identifiziert geeignete Emittenten und Finanzierungsinstrumente



Investitionsprämissen:

- Zielindustrien und Branchen
- Größe & Kupon
- Finanzierungsinstrumente
- (Anleihe-)Bedingungen/ Covenants
- Sicherheitenkonzept
- Rating
- Reportingpflichten

Deutsche Private Placement Platform ("DPPP")



Emittenten



Emittenten



Emittenten

Quelle: One Square Advisors

Der Markt für Mittelstandsanleihen hat seinen vorläufigen Tiefpunkt erreicht. Eine Restrukturierung jagt die Nächste, die Insolvenzverwalter geben sich die Klinke in die Hand und an Neuemissionen ist momentan nicht zu denken. Zeit, die Karten neu zu mischen.

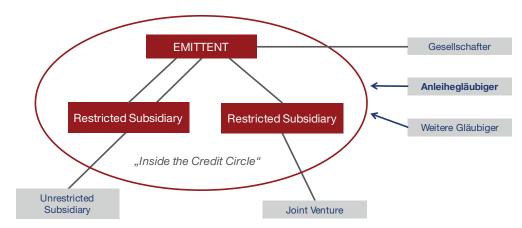
"Die Mittelstandsanleihe ist tot", so hört man von den Börsen. Das klingt nach Generalverdacht und wird dem Instrument nicht gerecht. Die traurige Performance vieler Anleihen liegt zwar häufig an der Bonität der Schuldner, häufiger jedoch an dem derzeitigen Marktumfeld und der Struktur der begebenen Anleihen. Hier gilt es anzusetzen. Die Mittelstandsanleihe 2.0 muss

sich an den High-Yield-Markt-Standards orientieren, unter deutschem Recht, mit entsprechenden Covenants, Anlegertransparenz, vernünftigen Sicherheiten und einer standardisierten Dokumentation.

Aufgrund des seit 2008/09 niedrigen Zinsniveaus sind Investoren verstärkt in diesem Segment auf der Suche nach Rendite. Dies war der Haupttreiber der ersten Welle von Emissionen am Mittelstandsmarkt nach dem Start dieses Segmentes 2010. Insbesondere institutionelle Investoren sind bereit, für eine höhere Rendite in ein kalkulierbares Risikoprofil zu investieren. Diesem

Anforderungsprofil tragen wir Rechnung und haben auf Basis der Erfahrungen aus einer Vielzahl von Refinanzierungen und Restrukturierungen einen Maßnahmenkatalog entwickelt, der hilft, mögliche Verluste aus Insolvenzen bzw. Ausfällen der Emittenten zu verringern und zu begrenzen. In der Konsequenz bedeutet dies die Abkehr von einem angebotsgetriebenen und durch die Emittenten geprägten Markt hin zu einem nachfrageorientierten, mit von den Investoren gesetzten Emissionsbedingungen geprägten Käufermarkt.

Abb. 2: Credit Circle



Quelle: One Square Advisors, Gleiss Lutz

Neuer Finanzierungsansatz für mittelständische Unternehmen

One Square Advisors hat mit der DPPP Deutsche Private Placement Plattform einen neuen Ansatz für die Finanzierung des deutschen Mittelstands geschaffen. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass der Mittelstand neben seiner Bankenfinanzierung eine Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt benötigt. Aber in einem anderen Format als bisher!

One Square Advisors hat ein Netzwerk institutioneller Investoren etabliert, die ein nachhaltiges Interesse haben, den deutschen Mittelstand mit der Bereitstellung von Fremdkapital außerhalb der traditionellen Bankenfinanzierung mit maßgeschneiderten Finanzierungen zu begleiten. Dabei spielt das Instrument zunächst eine untergeordnete Rolle. Die DPPP verfolgt einen lösungsorientierten

Ansatz unabhängig vom einzelnen Produkt. Denkbar sind Anleihen, Schuldscheine, Darlehen oder andere Fremdkapitalinstrumente. Wesentlich sind die Bedingungen der Fremdkapitalvergabe.

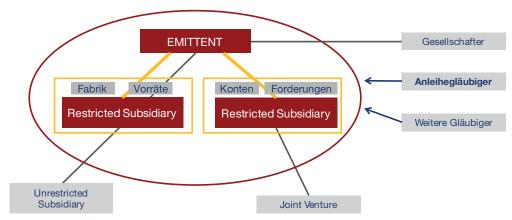
Transparenz, übliche Covenants und Besicherung sind die wesentlichen Strukturelemente, die seitens dieser Investoren erwartet werden. Strukturelle Orientierung haben dabei der skandinavische Bondmarkt sowie der High Yield Bond- bzw. Loan Market Association-Standard gegeben. Die Anleihen von Singulus, Pfleiderer oder Aelos sind Beispiele für diesen neuen Standard unter deutschem Recht. Die neue Dokumentation für Mittelstandsanleihen wurde von der Dokumentation dieser Anleihen abgeleitet und in Zusammenarbeit mit einer führenden deutschen Anwaltskanzlei erstellt.

Anzeiae



Erfolgreich mit Immobilien und am Kapitalmarkt
Langjährige Erfahrung, Kompetenz und Qualität

Abb. 3: Sicherheitenpaket



Quelle: One Square Advisors, Gleiss Lutz

Dabei ist die DPPP in der Lage, Finanzierungen bis zu 100 Mio. EUR und im Einzelfall auch darüber hinaus im Rahmen einer Privatplatzierung bei ihren Mitgliedern unterzubringen. Die Mitglieder der Plattform investieren dabei auch in nicht-börsennotierte Finanzierungsinstrumente wie z.B. Schuldscheindarlehen oder Private-Debt-Instrumente. Damit wird das Finanzierungsspektrum für den Emittenten nochmals breiter.

Nachhaltige Bonität und Kapitalmarktreife der zu finanzierenden Unternehmen sind von wesentlicher Bedeutung für den Erfolg einer Finanzierung. Die DPPP zielt auf eine Bonität von Unternehmen, die mit einer Marge von ca. 400 bps fair gepreist sind. Natürlich hängt die Marge letztendlich von dem Zusammenspiel

Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sind Investoren verstärkt auf der Suche nach Rendite. Bei einer fairen Risikobewertung können Mittelstandsanleihen hier eine interessante Alternative sein.

Foto: stockphoto-graf - Fotolia.com

vieler Parameter wie Bonität, Rating, Anleihebedingungen und Sicherheiten ab. So sind in den angedachten Strukturen auch Bonitäten denkbar, die ein höheres Risikoprofil aufweisen und damit auch höhere, risikoadäquate Margen erfordern.

Neue Märkte – Immobilien, Projektfinanzierung und Schifffahrt

Während am Markt bereits eine Reihe von Immobilienanleihen erfolgreich platziert wurde und sich in diesem Segment ein funktionierender Markt entwickelt hat, ist das Segment der besicherten Schifffahrtsanleihen und

Projektfinanzierungsanleihen noch jungfräulich. Doch gerade hier sehen wir ein gewaltiges Wachstumspotenzial.

Das bisherige Finanzierungsmodell der Schifffahrtsindustrie für Schiffsneubauten über KG-Strukturen ist tot. Private-Equity-Investoren sind mit ihren Bemühungen ebenfalls nicht wirklich vorangekommen: Die Schifffahrt kann die Renditeerwartungen derzeit nicht erfüllen. Wir rechnen daher zunehmend mit Eigenund Fremdkapitalfinanzierungen durch den Kapitalmarkt, einhergehend mit der Stabilisierung von Charterraten für moderne und effiziente Schiffsneubauten. Betrachtet man die heutigen Finanzierungsstrukturen für Schiffsneubauten, so stellen Banken heute Seniorfinanzierungen von ca. 60 bis 65% LTV zur Verfügung. Das bei Reedern traditionell knappe Eigenkapital beträgt selten mehr als 15%. Diese Lücke kann und muss durch andere Fremd- bzw. Mezzanine-Finanzierungen geschlossen werden. Hier bieten sich die besicherte Schiffsanleihe bzw. andere privatplatzierte Fremdkapitalinstrumente an.

Auch im Segment der Projektfinanzierungen bspw. bei Infrastrukturprojekten im öffentlichen Bereich oder der sauberen Energiegewinnung sehen wir neben der traditionellen Finanzierung derartiger großvolumiger Projekte durch Banken- und Investorensyndikate neue Ansatzpunkte, diese Projekte durch kapitalmarktbasierte Anleiheemissionen darzustellen. Dies gilt insbesondere für besicherte Projektfinanzierungen, die gerade von Pensionskassen als attraktive Anlage gesehen werden.

Positives Feedback der Emittenten und Investoren

Die bisherigen Erfahrungen und Gespräche mit potenziellen Emittenten zeigen eine überaus positive Resonanz auf die neue Plattform. Der durch die Plattform entstehende enge Dialog zwischen Investoren und Emittenten erlaubt maßgeschneiderte Lösungen, die die Bedürfnisse beider Seiten erfüllen und die Erwartungen bislang weit übertreffen. Hier zeichnet sich bereits ein "neuer Markt" mit neuen Spielregeln und einer fairen Risikobewertung ab.



RESTRUKTURIERUNG

Interview mit Dr. Karl Kuhlmann, Managing Partner, En. Value Management Spezialisten GmbH &Co KG

"Die Insolvenzerfahrung war eine wertvolle Ergänzung zur 'üblichen' Managementtätigkeit"

Interview mit Dr. Karl Kuhlmann, Managing Partner, En. Value Management Spezialisten GmbH &Co KG, über die Erfahrungen und Lerninhalte der S.A.G.-Insolvenz, Managementverantwortung und "Leichenfledderei".

BondGuide: Herr Dr. Kuhlmann, man kennt Sie als langjährigen Vorstandsvorsitzenden der S.A.G. Solarstrom AG, die vor rund zwei Jahren leider in eine Insolvenz rutschte. Dies betraf sowohl die Aktie wie auch zwei Anleihen. Wie war dort der letzte Stand? Kuhlmann: Die Insolvenzanmeldung der S.A.G. Solarstrom erfolgte am 13. Dezember 2013, am 1. März 2014 ging das Unternehmen in die Regelinsolvenz. Der Insolvenzverwalter hatte so viel Vertrauen in das bestehende Team, dass er uns beim Management der anstehenden Aufgaben wie in einer Insolvenz in Eigenverwaltung hat agieren lassen, natürlich immer in engster Abstimmung mit ihm.

BondGuide: Mit welchem Ausgang?

Kuhlmann: Wir haben das operative Geschäft der S.A.G. an einen chinesischen Investor verkaufen können zu einer Bewertung von rund 120 Mio. EUR. Der Insolvenzverwalter, Dr. Jörg Nerlich, GÖRG, hat deshalb relativ früh schon bekannt gegeben, dass er mit einer Quote für Anleihegläubiger in Höhe von rund 50% rechne. Ich bin zuversichtlich, dass der Insolvenzprozess bis Mitte nächsten Jahres abgeschlossen sein wird.

BondGuide: Mit Ihrer neuen Unternehmung En.Value bewegen Sie sich nun auf die Beratungsseite – wen beraten Sie denn? Kuhlmann: In meiner bisherigen beruflichen Laufbahn habe ich – wie auch meine Mitstreiter – verschiedene Unternehmen und damit Unternehmenssituationen durchlaufen. Am Ende kam sogar noch die Erfahrung einer Insolvenz hinzu. Die wünscht man freilich keinem Unternehmen, trotzdem war es eine wertvolle Ergänzung zu der "üblichen" Managementerfahrung. Wir sind der Überzeugung, dass wir unsere erworbenen Kenntnisse daher auch anderen Unternehmen zur Verfügung stellen können und sollten.



En.Value will durch die Einbringung eigener Erfahrungen Lösungen finden und so Werte und Wachstum schaffen. Illustration: arahan – Fotolia com

BondGuide: Auch die Insolvenz?

Kuhlmann: Gerade den Erfahrungsschatz aus der S.A.G.-Insolvenz – so bitter dieser sein mag, aber letztlich doch mit stattlicher Recovery – sollte man nutzbar machen. Das Credo der En.Value ist deshalb ganz bewusst: Werte ermitteln – Werte erhalten – Werte steigern.

BondGuide: Muss denn erst die Krise da sein, damit ein Unternehmen beratungszugänglich wird?

Kuhlmann: Nein, natürlich nicht: Vorbeugen ist stets besser als heilen! Etwas umgangssprachlich, aber plakativ ausgedrückt arbeitet man auf Managementebene natürlich lieber im Lebendals im Totgeschäft. Wir kennen so ziemlich alle Finanzierungsinstrumente, denn wir haben mit all diesen Produkten gearbeitet. Diese Erfahrung bringen wir ein, so dass Werte und Wachstum

geschaffen werden können. Mehr als 50 erfolgreiche Transaktionen mit einem Volumen von über 800 Mio. EUR stehen für die Expertise von En.Value.

Bond Guide: Das heißt, Sie adressieren auch die Aktiv-Seite der Bilanz?

Kuhlmann: In der vorinsolvenzlichen Restrukturierungsphase wird traditionell erstmal auf die Passivseite geschaut. In der Insolvenz allerdings auch, denn es kommt für die Gläubigergesamtheit auch darauf an, wie die Passivseite aussieht. Das ist zunächst richtig. Eine hohe Insolvenzquote, wie sie die S.A.G. bewerkstelligen wird, können Sie aber nur über eine Werterhaltung erreichen, und wenn es gut läuft: Wertsteigerung, das heißt, die Aktivseite nicht aus dem Auge verlieren. Man hat Maschinen, man hat Halbfertigprodukte und Forderungen – wenn Sie da nicht aufpassen, wird das alles quasi verramscht. Das ähnelt nach meiner Interpretation Leichenfledderei. In der Krise schadet das nicht nur dem Unternehmen, sondern damit auch direkt den Gläubigern.

BondGuide: Es muss ja nicht erst die Liquiditätskrise sein, in der ein Unternehmen anfängt, beratungsaffin zu werden. Wo ist der Punkt, an dem man noch das Ruder herumreißen kann?

Kuhlmann: Selbstverständlich sollte man deutlich früher anfangen, auf professionellen Rat zurückzugreifen. Sobald man sieht, dass es eine Unwucht gibt, dass es nicht rund läuft. Das ist keinesfalls ein Zeichen von Schwäche. Gerade bei Mittelstandsanleihen wären viele Unternehmen gut beraten, sich so frühzeitig wie möglich um die Themen mögliche Prolongation, Rückzahlungsstrukturen, Zinsverhandlungen etc. zu kümmern. Das Wort "vorbeugend" kann ich deshalb gar nicht genug betonen. Notmaßnahmen werden stets unvorteilhafter sein als solche, die man noch im normalen Geschäftsbetrieb treffen kann.

BondGuide: Das Problem scheint doch, dass viele Unternehmenslenker keinen Sparringspartner haben – oder keinen an sich heranlassen.

Kuhlmann: Ja, dieser Eindruck entbehrt durchaus nicht einer gewissen Grundlage. Genau deshalb ist es wichtig, mit anderen Geschäftsführern und Vorständen in Kontakt zu treten oder zu

5 Selbstverständlich sollte man nicht erst im Insolvenzverfahren anfangen, auf professionellen Rat zurückzugreifen.

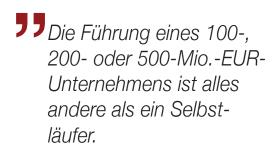


bleiben, um sich auszutauschen. Denn die Führung eines 100-, 200- oder 500-Mio.-EUR-Unternehmens ist alles andere als ein Selbstläufer. Verständnisvolle Unterstützung ist da durchaus hilfreich. Insbesondere wenn, wie bei der En.Value, Partner kommen, die Unternehmererfahrung in unterschiedlichsten Branchen und Unternehmenssituationen selbst gesammelt haben.

BondGuide: Haben Sie das bei S.A.G. Ihrerseits berücksichtigt? Kuhlmann: Bei der S.A.G. hatten wir eine sehr klare Sicht, wie die beiden Anleihen zurückgezahlt werden sollten. Die S.A.G. ist ja auch nicht wegen einer Überschuldung in die Insolvenz gegangen, sondern wegen nicht zeitgerechter Zahlungen aus dem Verkauf von Anlagen und der Rückzahlung eines Darlehens. Diese Liquiditätslücke war nicht zu schließen. Die Zahlungen haben wir übrigens in der Insolvenz dann eingesammelt – aber eben zu spät für S.A.G. Dennoch haben wir dann bestmöglich das Heft des Handelns in die Hand genommen, um nicht von der Entscheidung anderer überrollt zu werden. Das ist meiner Ansicht nach die wichtigste Erfahrung: das Heft des Handels stets selbst in der Hand zu behalten.

"

Bond*Guide*: Springt das Team von En. Value auch selbst ein bei akuten Fällen, also z.B. als Interimsmanager?



"

Kuhlmann: Ja, das bieten wir an. Wir möchten ja nicht auf kluge, gutgemeinte Ratschläge beschränkt bleiben. Wir gehen dann ins verantwortliche Interims- oder Restrukturierungsmanagement. Zwölf Monate plus minus wäre hier die Daumenregel.

BondGuide: Hat sich beispielsweise German Pellets nur stümperhaft verhalten, sich ganze vier Monate vorher um eine Refinanzierung der nächst-fälligen Anleihe zu kümmern?

Kuhlmann: Von außen ist dies schwer zu beurteilen. En. Value bietet ja auch an, Anleihegläubiger der German Pellets zu vertreten. Dann können wir das aus einem Gläubigerausschuss heraus oder als gemeinsamer Vertreter prüfen. Für Anleger des Genussscheins 2014 sieht es dabei aber natürlich nicht gut aus. Genussscheine sind eigenkapitalnahe Instrumente und werden erst bedient bei Quoten über 100% – also mit anderen Worten: allerhöchstwahrscheinlich überhaupt nicht.

BondGuide: Was raten Sie mit Blick auf all die anstehenden Refinanzierungen der nächsten Jahre denn konkret? Kuhlmann: Hier lässt sich erst einmal nur pauschal der Ratschlag geben, sich so transparent wie möglich gegenüber Banken und Finanzierungspartnern aufzustellen. Transparenz ist enorm wichtig. Man muss sie selbst schaffen, und sollte nicht warten, bis sie eingefordert wird. Dies ist ebenfalls ein Aufgabenfeld, das En.Value professionell und erprobt übernehmen kann. Hierbei hilft uns, dass wir auf bis zu 60 qualifizierte Fachleute zurückgreifen können.

BondGuide: Herr Dr. Kuhlmann, ich bin beinahe sicher, wir werden noch viel Betätigungsbedarf sehen und uns wieder sprechen.

Das Interview führte Falko Bozicevic.







10th International Renewable Energy Storage Conference (IRES 2016)

International Renewable Energy Storage Conference





15. – 17. März 2016 Messe Düsseldorf

Experten aus Wissenschaft und Forschung sowie Gesellschaft und Politik referieren über das Potenzial von Speichern – aus technischer, politischer, rechtlicher und sozialer Sicht. Die Poster-Ausstellung präsentiert Forschungsarbeiten und Praxisbeispiele.

Nutzen Sie unsere Konferenz zum informieren, diskutieren und netzwerken.

Seien Sie im März 2016 dabei!

Unterstützt durch



Medienpartner



















Tickets und weitere Informationen: www.energystorageconference.org www.eurosolar.org

EUROBAT



RESTRUKTURIERUNG

Von Dr. Christian Becker, Partner, Lutz Pospiech, Assoziierter Partner, GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB

Restrukturierung von Anleihen

Steigerung der Transaktionssicherheit

Ob wir es wahrhaben wollen oder nicht – wir befinden uns schon in der Refinanzierungskrise für Unternehmensanleihen. Eine Vielzahl von Insolvenzen von Mittelstandsemittenten, in deren Folge Abenteuerliches zutage trat, hat das Vertrauen in dieses Marktsegment erheblich erschüttert. Derzeit erscheint es kaum mehr realistisch, eine ausstehende Mittelstandsanleihe durch eine neue Anleiheemission oder eine Umtauschanleihe zu refinanzieren. Viele Anleiheemittenten werden daher um eine Verlängerung der Anleihe oder eine (teilweise) Umwandlung der Anleihe in Eigenkapital nach den Regelungen des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) nicht herum kommen.

Für Anleiherestrukturierungen nach dem SchVG war das Jahr 2015 ein gutes Jahr: Es gab mit der Ekotechnika eine weitere erfolgreiche Restrukturierung und eine ganze Reihe an Gerichtsentscheidungen, die die Transaktionssicherheit für Restrukturierungsmaßnahmen nach dem SchVG deutlich erhöht haben.

Wesentliche Voraussetzungen für die erfolgreiche Anleiherestrukturierung

Voraussetzungen für eine erfolgreiche Anleiherestrukturierung nach den Regelungen des SchVG sind zum einen, dass die Restrukturierung der Anleihe rechtzeitig angestoßen wird. Allein für den Prozess der Anleiherestrukturierung sind mindestens neun Monate einzuplanen. Zum anderen muss ein Emittent noch über ausreichend Liquidität verfügen, damit die Durchfinanzie-

Wichtige Voraussetzungen für eine erfolgreiche Anleiherestrukturierung nach den Regelungen des SchVG ist, dass der Prozess angestoßen wird. Zum anderen muss der Emittent noch über ausreichend Liquidität verfügen, damit die Durchfinanzierung für den Restrukturierungsprozess und darüber hinaus den gesamten Sanierungszeitraum gesichert ist.

rung für den Restrukturierungsprozess und darüber hinaus den gesamten Sanierungszeitraum gesichert ist.

Liegen diese beiden Voraussetzungen vor, hat die Anleiherestrukturierung dann gute Erfolgsaussichten, wenn den Anleihegläubigern ein faires und marktgängiges Konzept vorgeschlagen wird. Das vorgeschlagene Sanierungskonzept muss sich sozusagen als logische Folge aus der Unternehmensplanung ableiten lassen. Zudem ist Voraussetzung für das Gelingen der Anleiherestrukturierung, dass mit den Anleihegläubigern ein transparenter Prozess aufgesetzt wird. Hierzu gehört insbesondere, dass die Unternehmensplanung und eine Plausibilisierung dieser Planung durch einen Experten für den gesamten Lebenszyklus der Anleihe den Anleihegläubigern zur Verfügung gestellt werden.

Gerichtsentscheidungen erschüttern Geschäftsmodelle querulatorischer Anleger

Emittenten, die ihre Anleiherestrukturierung transparent gestalten, haben nunmehr größere Rechtssicherheit, dass die Restrukturierung nicht durch einige wenige querulatorische Anleihegläubiger nachhaltig blockiert oder torpediert werden kann. Dies gilt sowohl für die Überwindung der Vollzugssperre durch Anfechtungsklagen als auch für die Abwehr von Zahlungsansprüchen durch Kündigungsklagen.

"

Hinreichende Vorbesitzzeit

Der Börsenkurs einer zu restrukturierenden Anleihe sinkt meist mit Bekanntwerden des Restrukturierungskonzepts. Die geschieht regelmäßig mit der Veröffentlichung der Einladung zur ersten Anleihegläubigerversammlung. Das OLG Karlsruhe (Az. 7 AktG 1/15 – Ekotechnika) hat klargestellt, dass ein Emittent gegen Anfechtungsklagen von Klägern, die erst nach der Veröffentlichung der Einladung Anleihen erwerben, schon aufgrund der unzureichenden Vorbesitzzeit der Anleihen einen Freigabebeschluss erwirken können. Auf die Erfolgsaussichten der erhobenen Anfechtungsklage und/oder ein vorrangiges Vollzugsinteresse des Emittenten kommt es dann gar nicht mehr an.

Missbräuchliche Verwendung der Anfechtungsrechte

Das OLG Karlsruhe hat in seiner sehr deutlichen Freigabeentscheidung zudem den gezielten Erwerb restrukturierungsbedürftiger Anleihen und die anschließende Erhebung von Anfechtungsklagen als "rechtsmissbräuchlich" qualifiziert. Als Indiz für den Rechtsmissbrauch sieht das OLG Karlsruhe insbesondere den enormen Rechtsverfolgungsaufwand für die Blockade der gefassten Beschlüsse der Anleihegläubigerversammlung an, wenn dieser den Anschaffungswert der erworbenen Anleihen um ein Vielfaches übersteigt.

Mehrheitsbeschlüsse erfassen auch gekündigte Schuldverschreibungen

Nachdem schon das OLG Köln (Az. 3 U 58/12 – Deikon) und das OLG München (Az. 21 U 4719/14) Kündigungen von Anleihegläubigern, die erst nach Bekanntgabe einer geplanten Anleiherestrukturierung erklärt wurden, zurückgewiesen haben, hat im Dezember 2015 auch der BGH in Sachen SolarWorld (Az. XI ZR 488/14) dem Geschäftsmodell der Kündigungskläger endgültig eine Absage erteilt. Der BGH hat entschieden, dass die mit der erforderlichen Mehrheit gefassten Restrukturierungsbeschlüsse einer Anleihegläubigerversammlung nach § 5 SchVG für alle Anleihegläubiger derselben Anleihe gleichermaßen verbindlich sind, d.h. insbesondere auch für diejenigen Anleihegläubiger, die ihre Schuldverschreibungen zuvor gekündigt haben. In seiner Urteilsbegründung hat der BGH ausgeführt, dass bei Fassung eines Mehrheitsbeschusses der Anleihegläubiger die Sanierungsaussichten ernsthaft gefährdet wären, wenn einzelne Anleihegläubiger sich diesen Maßnahmen durch Kündigungen entziehen könnten.

Nach der BGH-Entscheidung sind kaum noch mögliche Konstellationen für querulatorische Kündigungskläger denkbar, ihre Anleihen aufgrund der Bekanntmachung von Restrukturierungsmaßnahmen eines Emittenten zu kündigen und die Rückzahlung des vollen Nennwerts zu verlangen.

Fazit

Gerade weil die Refinanzierung von Mittelstandsanleihen über den Kapitalmarkt aufgrund der aktuellen Verwerfungen schwierig ist, rückt die Verlängerung oder Restrukturierung einer Anleihe nach dem SchVG in den Vordergrund. Die Rechtsprechung hat im Jahr 2015 erheblich zur Steigerung der Transaktionssicherheit bei Anleiherestrukturierungen beigetragen. Anleiheemittenten, die ihren Restrukturierungprozess frühzeitig und transparent angehen, haben jetzt eine deutlich gestiegene Erfolgswahrscheinlichkeit.



Game Publishing & Software as a Service



KUPON

8,5% p.a., Zinszahlung 1/4-jährlich



LAUFZEIT

Bis zum 20. Juni 2018



Börsennotiz: Frankfurt, Quotation Board



RESTRUKTURIERUNG

Von Peter Mattil und Sascha Borowski, Rechtsanwälte und Fachanwälte für Bank- und Kapitalmarktrecht, Kanzlei Mattil & Kollegen

Kommentar

Keine Entmündigung der Anleihegläubiger durch ihren gemeinsamen Vertreter

In den vergangenen Jahren haben neben den Global Playern, wie bspw. VW und international tätige Banken, auch zahlreiche kleinund mittelständische Unternehmen (KMU) zur Finanzierung ihrer Geschäfte Anleihen emittiert. Eben jene Mittelstandsanleihen geraten zunehmend durch Negativschlagzeilen in den Fokus der Berichterstattung. Kann das Unternehmen die vereinbarten Zinszahlungen oder sogar die insgesamt mit der Anleihe eingesammelten Anlegergelder nicht zurückzahlen, werden entweder Restrukturierungsmaßnahmen versucht oder im Worst Case Insolvenzanträge gestellt; so in den Fällen Windreich, Strenesse, WGF, Solar Millennium und zuletzt German Pellets.

Die Anleihegläubiger werden vor die Entscheidung gestellt, ob sie einen gemeinsamen Vertreter bestimmen wollen, und wenn ja, wer dies sein soll. Wer die gemeinsame Vertretung übernimmt, wird im Rahmen einer Wahl festgestellt; die Mehrheit der abgegebenen Stimmen ist für die Entscheidung maßgeblich.

Der gemeinsame Vertreter vertritt – und dies wird von Kleinanlegern und institutionellen Anlegern viel zu oft gleichermaßen
verkannt – die Interessen der Anleihegläubiger. Neben den
Berichts- und Informationsverpflichtungen ist er befugt, Gläubigerversammlungen einzuberufen und Entscheidungen zur
Abstimmung zu stellen. Entscheidend ist, dass die Anleihegläubiger mit der Bestellung eines gemeinsamen Vertreters ihre
Rechte nicht aufgeben: Der gemeinsame Vertreter ist einzig und
allein den Anleihegläubigern gegenüber verpflichtet, die ihn sogar
austauschen können. Im Falle der Insolvenz ist er zudem
verpflichtet, die Rechte der Anleihegläubiger im Insolvenzverfahren zu vertreten und die Ansprüche gegenüber dem Insolvenzverwalter anzumelden. Verletzt der gemeinsame Vertreter seine
Pflichten, ist er den Anleihegläubigern zum Schadensersatz
verpflichtet.

"

Nicht selten halten Kleineinleger wesentlich mehr Kapital der Anleihen als institutionelle Anleger, wobei letztere gleichwohl oft einen größeren Einfluss auf die Wahl des gemeinsamen Vertreters nehmen als die privaten Anleger. Grund hierfür ist, dass Kleinanleger häufig weniger informiert sind und weder ihre Rechte noch ihre Einflussnahmemöglichkeiten kennen.

Dass ein einziger Kleinanleger sogar die Wahl eines gemeinsamen Vertreters für nichtig erklären lassen kann, zeigt die Entscheidung des OLG Dresden¹ vom 09.12.2015. Dort ist dem zuständigen Insolvenzgericht ein Formfehler unterlaufen, was die Nichtigkeitsfeststellung des Bestellungsbeschlusses im Klagewege ermöglichte.

Kleinanleger werden ihre (Stimm-)Rechte, gerade in den kommenden Insolvenzverfahren (so bspw. im Fall German Pellets), bündeln müssen, damit sie gehört werden und ein nennenswertes Stimmgewicht erreichen. Denn gerade in Insolvenzverfahren werden die Stimmen der Anleihegläubiger einen erheblichen Einfluss auf das Verfahren nehmen können.

Viele Rechtsfragen im Zusammenhang mit der gemeinsamen Vertretung sind noch ungeklärt, insbesondere die Frage zur angemessenen Vergütung. Für Gläubiger ist dies von besonderem Interesse, da die Vergütung aus der Masse bezahlt wird. Hierzu wird ein erstes BGH-Urteil erwartet.

Der gemeinsame Vertreter vertritt
– und dies wird von Kleinanlegern
und institutionellen Anlegern viel zu
oft gleichermaßen verkannt – die
Interessen der Anleihegläubiger.

Die Entscheidung ist noch nicht rechtskräftig, da der zuständige Insolvenzverwalter die Revision beim BGH erhoben hat.





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 Audiound Video-Übertragungen sowie bei der Erstellung von Online-Finanz- und Nachhaltigkeitsberichten.

EQS Group AG

Karlstraße 47 80333 München Tel +49 (0) 89 21 02 98-0 info@eqs.com www.eqs.com



LEGAL

Von Ingo Wegerich, Rechtsanwalt und Partner, André Röhrle, LL.M. (Aberdeen), Rechtsanwalt, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Die Kapitalmarktunion

Vieles wird einfacher für KMU bei der Finanzierung über öffentliche Anleihe- oder Aktienmärkte

Im Vergleich zu den USA (73% nicht-bankbasierte Finanzierung, Stand 2013) und Asien (53% nicht-bankbasierte Finanzierung, Stand 2012) ist die Unternehmensfinanzierung in Europa (lediglich 24% nicht-bankbasierte Finanzierung, Stand 2013) stark von den Banken und weit weniger von den Kapitalmärkten abhängig. Dieses soll sich nach dem Wunsch der EU-Kommission mittelfristig ändern: Ziel ist die Stärkung der Kapitalmärkte durch eine Vielzahl von Maßnahmen und die Schaffung einer Kapitalmarktunion für Europa.

Startschuss für die Kapitalmarktunion war im Februar 2015 das von der EU-Kommission vorgelegte "Grünbuch: Schaffung einer Kapitalmarktunion" sowie ein öffentliches Konsultationsverfahren, das am 30. September 2015 in den "Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion" mündete. Bis 2019 sollen die Grundsteine für eine Kapitalmarktunion gelegt sein.¹

Aktionsplan der EU-Kommission

Der Aktionsplan setzt sich neben der Förderung der Finanzierung über öffentliche Anleihe- und Aktienmärkte mit einer Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen auseinander. Im Bereich der Privatplatzierungen unterstützt die EU-Kommission zur Standardisierung der Prozesse und Dokumentationen die Arbeiten der ICMA und das deutsche Schuldschein-Format in

Bis 2019 sollen die Grundsteine für eine Kapitalmarktunion gelegt sein.



Der Aktionsplan setzt sich neben der Förderung der Finanzierung über öffentliche Anleihe- und Aktienmärkte mit einer Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen auseinander. Illustration: SyB – Fotolia.com

vollem Umfang und wird sich dafür einsetzen, bewährte Praktiken auszuwerten und durch geeignete Initiativen EU-weit zu verbreiten. 2015 hatte der Schuldscheinmarkt in Deutschland mit knapp 19 Mrd. EUR bis dato das höchste Volumen.

Vorschlag für eine neue EU-Prospektverordnung

Als Maßnahme zur Stärkung der Finanzierung über öffentliche Anleihe- und Aktienmärkte hat die EU-Kommission am 30. November 2015 einen Vorschlag für eine neue EU-ProspektVO zur Überarbeitung der EU-Prospektrichtlinie vorgelegt. Der Vorschlag sieht eine Vielzahl von Erleichterungen, insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen, vor:

¹⁾ Die Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH hat sich als erste große Kanzlei dieses Themas angenommen und veranstaltet hierzu mit der Deutsche Börse AG, dem Deutschen Aktieninstitut e.V., der quirin Bank AG und einer Vielzahl namhafter großer mittelständischer Unternehmen eine Informations-Veranstaltungsreihe in mehreren großen Städten Deutschlands.

Ausnahmen von der Prospektpflicht

Zukünftig sollen die Mitgliedstaaten die Wahlmöglichkeit haben, nationale öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert von bis zu 10 Mio. EUR von der Prospektpflicht auszunehmen, wenn die Wertpapiere nicht an einem geregelten Markt zugelassen sind. Gegenwärtig liegt die Grenze in Deutschland für den EWR-Raum bei 5 Mio. EUR und ist beschränkt auf Wertpapiere von CRR-Kreditinstituten oder von Emittenten, deren Aktien an einem organisierten Markt zugelassen sind.

Die EU-Kommission geht davon aus, dass mit der neuen Grenze etwa 100 Prospekte (rund 3% aller jährlich gebilligten Prospekte) – je nach Entscheidung der Mitgliedstaaten – von der EU-Prospektpflicht ausgenommen werden.

Kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU)

Der Begriff der KMU soll zukünftig auch die auf einem geregelten Markt notierten Unternehmen, deren durchschnittliche Markt-kapitalisierung zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 Mio. EUR betrug, erfassen. Bisher lag die Grenze für Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung bei 100 Mio. EUR. Alternativ haben KMU die folgenden Voraussetzungen:

- Durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250,
- Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR oder
- Jahresnettoumsatz von 50 Mio. EUR (zwei von drei Kriterien müssen vorliegen).

Für KMU ist eine neue Mindestoffenlegungsregelung vorgesehen: So soll es ein spezielles Registrierungsformular (Emittentenbeschreibung) und eine spezielle Wertpapierbeschreibung bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren geben. Die Informationsanforderungen sollen hierbei an Größe und Existenzdauer

Die EU-Kommission geht bei der Mindestoffenlegungsregelung von Einsparungen von rund 45 Mio. EUR pro Jahr für Emittenten aus. der betreffenden Unternehmen angepasst werden. KMU sind sowohl bei Aktien als auch bei Nichtdividendenwerten zur Erstellung eines Prospekts in einem strukturierten Format in Form eines Fragebogens mit standardisiertem Text berechtigt.

Die EU-Kommission geht bei der Mindestoffenlegungsregelung von Einsparungen von rund 45 Mio. EUR pro Jahr für Emittenten aus. Weitere Einsparungen könnten sich ergeben, falls das "Frage-und-Antwort"-Format gut angenommen wird.

Sekundäremissionen

Auch bei Sekundäremissionen, also Fällen, in denen Emittenten oder Anbieter, deren Wertpapiere bereits an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, Wertpapiere öffentlich anbieten oder die Zulassung von Wertpapieren an einem geregelten Markt beantragen, sieht der Vorschlag die Möglichkeit einer Mindestoffenlegungsregelung in Form eines speziellen Registrierungsformulars und einer speziellen Wertpapierbeschreibung vor. Die hierbei offenzulegenden Mindestfinanzinformationen sollen ausschließlich das letzte Geschäftsjahr betreffen.

Die EU-Kommission geht hier von Gesamteinsparungen für Emittenten von etwa 130 Mio. EUR pro Jahr aus.

Weitere Erleichterungen

Des Weiteren ist vorgesehen, dass die Zusammenfassung bei Prospekten nicht mehr als sechs DIN-A4-Seiten umfassen darf. Der wertpapierbezogene Abschnitt in der Zusammenfassung kann zudem durch den Inhalt des Basisinformationsblatts nach der PRIIPs-Verordnung ersetzt werden. Weiterhin sollen künftig nur solche Risikofaktoren im Prospekt Erwähnung finden, die wesentlich und spezifisch für den Emittenten und seine Wertpapiere sind.

Fazit

Der Vorschlag der EU-Kommission für eine neue EU-ProspektVO würde den Kosten- und Verwaltungsaufwand bei der Prospekterstellung, sofern diese noch erforderlich ist, für alle Emittenten, insbesondere für KMU und Sekundäremissionen, ganz erheblich senken. Es ist davon auszugehen, dass eine Finanzierung über die Kapitalmärkte für die Unternehmen erheblich attraktiver wird und als Finanzierungsalternative zukünftig deutlich stärker in Betracht kommt.





LEGAL

Von Robert Michels, Partner, und Valeria Hoffmann, Associate, Dentons

Neue Pflichten für Anleiheemittenten im Freiverkehr

Ein Überblick zu den Neuerungen durch die MAR

Ab 3. Juli 2016 gilt die neue Marktmissbrauchsverordnung (MAR) in den EU-Mitgliedstaaten. Die neuen Vorschriften erweitern sowohl die Meldepflichten der Emittenten als auch den Katalog der nunmehr erfassten Finanzinstrumente. Darüber hinaus werden auch die Überwachungs- und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörden bei Marktmissbrauch gestärkt und die Sanktionsmöglichkeiten bei Insiderhandel und Marktmanipulation vereinheitlicht bzw. verstärkt. Betroffen sind zukünftig auch Finanzinstrumente, die auf Antrag bzw. mit Zustimmung des Emittenten in den Freiverkehr (Open Market) einbezogen wurden. Die wesentlichen Neuerungen für die Freiverkehrsemittenten betreffen u.a. die Ad-hoc-Pflicht, die Erstellung von Insiderlisten sowie Verhaltenspflichten für Directors' Dealings.

Ad-hoc-Pflicht – Art. 17 MAR

Eine Ad-hoc-Mitteilung muss insbesondere folgende Informationen enthalten: Bezeichnung der veröffentlichten Information als Insiderinformation, Identität des Emittenten, Name, Vorname und Position der Person, die die Mitteilung macht, Inhalt der Insiderinformation sowie Datum und Zeit der Mitteilung. Zu veröffentlichende Insiderinformationen müssen für mindestens fünf Jahre auf der Website zugänglich sein.

Die (privatrechtlichen) Regelwerke der Börsen sahen bereits bislang für die "Bond-Mittelstandssegmente" die Veröffentlichung von kursbeeinflussenden Ereignissen als fortlaufende Transparenzfolgepflicht vor (sog. Quasi-Ad-hoc-Pflicht). Allerdings wurde diese Verpflichtung von den betreffenden Börsen unzureichend überwacht bzw. sanktioniert. Die nunmehr auch für



Foto: Deutsche Börse AG

Freiverkehrsemittenten geltende gesetzliche Ad-hoc-Pflicht sieht naturgemäß auch eine Überwachung durch die BaFin vor. Einige der Verstöße gegen die Quasi-Ad-hoc-Pflicht hätten aber bereits in der Vergangenheit vor dem Hintergrund einer möglichen Marktmanipulation durch die BaFin verfolgt werden können.

Insiderlisten – Art. 18 MAR

Die betroffenen Freiverkehrsemittenten sind zukünftig verpflichtet, Listen aller Personen aufzustellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben (betroffen sind z.B. Arbeitnehmer, Beauftragte etc.). Die einzelnen Insiderinformationen müssen grundsätzlich spezifisch gegliedert (bezogen auf einzelne Transaktionen, Projekte, Jahresabschlüsse etc.) und ständig aktualisiert werden. Die Insiderlisten müssen fünf Jahre ab Erstellung bzw. Aktualisierung aufbewahrt werden

Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel in einem KMU-Wachstumssegment² für kleine und mittelgroße Unternehmen zugelassen sind, sind von der Pflicht zur Erstellung von Insiderlisten befreit, wenn sie alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen,

European Securities and Markets Authority (ESMA), Draft Technical Standards on MAR, Rz. 172. Die finale Auslegung und Festlegung für die Freiverkehrswerte außerhalb der Prädikatssegmente sind noch offen.

²⁾ Diese Marktkategorie muss im Rahmen der Umsetzung der MiFID II noch geschaffen werden. Ziel ist, dass der Betreiber eines MTF die Registrierung des MTF als KMU-Wachstumsmarkt beantragen kann (Art. 33 RL 2014/65/EU).

damit alle Personen mit Zugang zu Insiderinformationen ihre insiderrechtlichen Pflichten anerkennen und sich der einschlägigen Sanktionen bewusst sind sowie wenn eine Insiderliste den Behörden auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden kann.

Directors' Dealings und Handelsverbote - Art. 19 MAR

Personen, die bei den betreffenden Freiverkehrsemittenten Führungsaufgaben wahrnehmen (Directors), und mit diesen in enger Beziehung stehende Personen müssen zukünftig jedes Geschäft in Anleihen des Emittenten, Schuldtiteln, damit verbundenen Derivaten und sonstigen verbundenen Finanzinstrumenten melden. Die Meldefrist beträgt drei Geschäftstage. Erfasst werden u.a. auch Verpfändungen, "Leihen" (Darlehen) und Geschäfte durch beauftragte Dritte, inkl. Vermögensverwalter, Family Office etc. Der Emittent selbst muss die ihm gemeldeten Geschäfte unverzüglich, spätestens aber drei Geschäftstage nach dem Geschäft der zuständigen Aufsichtsbehörde mitteilen. ESMA hat in ihren Draft Technical Standards on MAR Templates für die Erfüllung der jeweiligen Dokumentations- und Meldepflichten entwickelt.³

Die MAR begründet zudem neue Handelsverbote. Personen, die beim Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen, ist (für sich oder Dritte) der Handel mit entsprechenden Instrumenten für einen Zeitraum von 30 Tagen vor Ankündigung eines veröffentlichungspflichtigen Zwischen- oder Jahresabschlussberichts verboten. Der Emittent darf bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände Ausnahmen zulassen, z.B. bei schwerwiegenden finanziellen Schwierigkeiten der betroffenen Person oder – insbesondere im Zusammenhang mit Beteiligungsprogrammen – sofern sich das Maß der wirtschaftlichen Beteiligung nicht verändert.

Fazit

Die Einhaltung der neuen Regeln wird für die betroffenen Freiverkehrs-Emittenten einen erheblichen Mehraufwand bedeuten sowie ein erhöhtes Haftungsrisiko mit sich bringen. Vor dem Hintergrund des gerade bei den sogenannten "Mittelstandsanleihen" eingetretenen Reputationsschadens der entsprechenden Freiverkehrssegmente sind die Neuregelungen jedoch zu begrüßen. Die für die noch zu konkretisierenden KMU-Wachstumssegmente geltenden Ausnahmen scheinen hingegen begrenzt und – besonders vor dem Hintergrund der Verschiebung der Anwendung von MiFID II – derzeit praktisch von geringer Relevanz.

Anzeige

BONDGUDE Die Plattform für Unternehmensanleihen Wer Anleihen sagt,

meint BondGuide.

News, Analysen, Statistiken und Hintergrundberichte zu deutschen Unternehmensanleihen

³⁾ Vorläufiger Stand 28.09.2015: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf.



LEGAL

Von Dr. Anne de Boer, Partnerin und Rechtsanwältin, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Stark formalisierter Prozess

Marktsondierungen nach den EU-Marktmissbrauchsregelungen

Die Marktsondierung wird durch die ab 3. Juli 2016 geltenden EU-Marktmissbrauchsregelungen erheblich formalisiert. Die Details sind in Art. 11 EU Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und Technischen Standards (TS) geregelt, Guidelines kommen noch hinzu. Ziel der Regelungen ist ein sehr formalisierter Prozess, bei dem die Marktteilnehmer umfassende Prüfungs-, Dokumentations- und Nachsorgeregelungen treffen. Sofern die Regelungen ordnungsgemäß eingehalten werden, gilt die (reine) Offenlegung von Insiderinformationen für Marktsondierungen als normale Geschäftstätigkeit und stellt keinen Verstoß gegen Insiderrecht dar.

Insiderinformationen und Nicht-Insiderinformationen

Art. 11 MAR erweckt den Eindruck, dass die Regelungen nur Marktsondierungen erfassen, bei denen Insiderinformationen offengelegt werden sollen; ordnungspolitisch sind grundsätzlich auch nur solche schutzwürdig. Nach Annex VIII TS erfassen die Regelungen jedoch weitgehend alle Marktsondierungen, auch wenn keine Insiderinformationen offengelegt werden. In Ziffer 88 des Final Reports TS begründet die ESMA dies mit dem Risiko, dass entgegen der Analyse der Beteiligten die Marktsondierung doch Insiderinformationen enthalten könnte.

Anwendungsbereich

Die Regelungen zur Marktsondierung treffen quasi alle, die Marktsondierungen vornehmen: sowohl den Emittenten, Zweitanbieter von Wertpapieren, Finanzintermediäre als auch Personen, die für diese tätig werden. Die Marktsondierung muss von einem Anbieter von Wertpapieren ausgehen, ein formaler Vertrag muss noch nicht abgeschlossen worden sein. Die ESMA hat zudem klar-

Dr. Anne de Boer, Partnerin und Rechtsanwältin, **Heuking Kühn Lüer Wojtek**, Stuttgart, berät Unternehmen und Banken bei der Emission von Wertpapieren am Kapitalmarkt sowie bei der laufenden kapitalmarktrechtlichen Compliance. Zudem begleitet sie Unternehmenstransaktionen und Finanzierungen.

gestellt, dass Block-Transaktionen und Privatplatzierungen grundsätzlich auch von den Privilegierungen der Regelungen über Marktsondierungen erfasst sein können. Eine Marktsondierung liegt jedoch nicht vor, wenn eine Transaktion konkret umgesetzt werden soll bzw. der Anfragende im Eigeninteresse tätig ist.

Analyse der Unterlagen

Nach § 11 Abs. 3 MAR müssen die Informationen für die Marktsondierung darauf analysiert werden, ob sie Insiderinformationen enthalten. Es wird im Detail festzuhalten sein, welche Informationen Insiderinformationen sind. Die Schlussfolgerung der Analyse ist schriftlich niederzulegen und muss auf Aufforderung der Behörde dieser vorgelegt werden. Diese Analyse und Dokumentation ist während der gesamten Sondierung fortzuführen. Die Marktsondierung wird hinsichtlich der Dokumente und des Ablaufs erheblich formalisiert.

Vorabset und Sondierungsunterlage

Die Sondierer werden im Grunde zwei Standardsets an Dokumenten benötigen, und zwar zunächst ein Vorabset, mit dem die Marktteilnehmer angesprochen werden und notwendige Zustimmungen erteilen. Sodann wird es eine einheitliche Sondierungsunterlage geben. Nach Art. 11 Abs. 5 MAR und Annex VIII TS muss das Vorabset insbesondere folgende Themen enthalten:

- Mitteilung, dass die Informationen f
 ür eine Marktsondierung übermittelt werden,
- Zustimmung des Empfängers, diese Informationen zu erhalten,
- Zustimmung des Empfängers, dass Telefongespräche und Videokonferenzen aufgezeichnet werden können.

Im Fall von Insiderinformationen muss das Vorabset zudem folgende Themen umfassen:

 Belehrung, dass es untersagt ist, die Informationen für den Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten ebenso wie für die Stornierung oder Änderungen eines erteilten Auftrags zu nutzen bzw. dies zu versuchen,

Abb. 1: Marktsondierung nach MAR



Quelle: Heuking Kühn Lüer Wojtek

- · Verpflichtung des Empfängers zur Vertraulichkeit,
- Hinweise darauf, wann die Insiderinformationen voraussichtlich keine Insiderinformationen mehr sein werden.

Nach Art. 3 Abs. 3 des Annex VIII TS soll der Sondierer zudem dafür sorgen, dass die angesprochenen Marktteilnehmer jeweils das gleiche Niveau an Informationen erhalten. Insofern werden eine einheitliche Sondierungsunterlage und im Wesentlichen einheitliche Antwortenunterlagen erforderlich sein.

Sondierungsverfahren

Der Sondierende hat in einer sogenannten Sounding-Liste zu dokumentieren, wann und zu welcher Uhrzeit Informationen an die jeweiligen Empfänger gesendet wurden. Zudem sind die entsprechenden Gespräche und Videokonferenzen möglichst aufzuzeichnen bzw. schriftlich zu dokumentieren. Nach Ziffer 91 TS sollen die Beteiligten möglichst ein gemeinsames Protokoll unterzeichnen.

Die Marktteilnehmer sollen interne Verfahren aufsetzen, die auch regelmäßig überprüft werden. Mitarbeiter sind dabei zu verpflichten, nur berufliche Kommunikationswege zu nutzen. Annex IX TS sieht dafür einheitliche Formblätter vor. Die Unterlagen sind mindestens fünf Jahre lang aufzubewahren.

Aufhebung des Insidercharakters

Sofern offengelegte Informationen keine Insiderinformationen menr sind, hat der Sondierer den Empfänger so rasch wie möglich hierüber zu informieren. Dies ist ebenfalls wieder und zwar mit dem Formblatt in Annex IX zu dokumentieren. Ungeachtet dessen ist der Empfänger von Informationen verpflichtet zu prüfen, inwieweit er Insiderinformationen erhalten hat, und kann sich nicht allein auf die Hinweise des Sondierenden verlassen.

Anspracheverbot

Personen, die bei Marktsondierungen nicht angesprochen werden möchten, sind auf einer Sounding-Liste festzuhalten und dürfen entsprechend der Mitteilung nicht angesprochen werden.

Fazit

Die Marktsondierung wird infolge der EU-Marktmissbrauchsregelungen erheblich formalisiert. Es bleibt abzuwarten, ob die Regelungen nach etwas Gewöhnung effizient umsetzbar sind. Es ist unbedingt angeraten, nach einer Übergangsfrist zu überprüfen, ob die formalisierten Verfahren und Pflichten, insbesondere über die Insiderinformationen hinaus, wirklich notwendig sind oder die Ansprache am Kapitalmarkt eher wesentlich behindern.

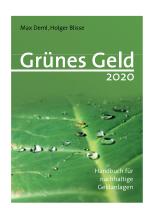
Anzeige

Wer sein Geld ökologisch sinnvoll und rentabel anlegen will, vertraut seit 1991 auf den Informationsdienst Öko-Invest.



Er liefert alle 14 Tage (per Post) aktuelle Analysen, Übersichten und Tipps zu

- nachhaltigen Fonds, Wind-, Solar- und Wasserkraftbeteiligungen
- ca. 40 nachhaltigen Titeln im Musterdepot, z.B. Aktien von Shimano und Umweltbank (Kursgewinne jeweils ca. 800%)
- 25 Natur-Aktien im Index nx-25 (+565% von 2003 bis 2015)
 30 Solar-Aktien im Index PPVX (+446% von 2003 bis 2015)
- ausserbörslichen Aktien wie z.B. der BioArt AG oder Öko-Test Holding AG
- Warnungen vor (grün-)schwarzen Schafen.



Das **Handbuch Grünes Geld 2020** enthält (in der 8. aktualisierten

Auflage) auf rund 360 Seiten wieder einen umfassenden Überblick über nahezu alle Öko-Investment-Möglichkeiten samt neuer Kapitel wie Green Bonds und Crowd-Investments.

Das Handbuch (Einzelpreis 24,90 Euro inkl. Versand mit Rechnung) und ein **kostenloses Öko-Invest-Probeheft** können Sie abrufen beim Öko-Invest-Verlag Schweizertalstr. 8-10/5, A-1130 Wien Tel. 0043-1-8760501 oeko-invest@teleweb.at



Interview mit Hans-Jürgen Friedrich, Vorstand, KFM Deutsche Mittelstand AG

"Das Gros der Mittelständler geht mit seinen Anleihemitteln sehr wohl sorgsam um"

KMU-Anleihen stellvertretend nur für Pleiten, Pech und Pannen? Selbst nach dem jüngsten Kurswackler sollte davon keine Rede sein – die zahlreichen Positivbeispiele werden aktuell fast vollständig ausgeblendet, analysiert Fondsberater Hans-Jürgen Friedrich. Was es jetzt zu thematisieren gilt.

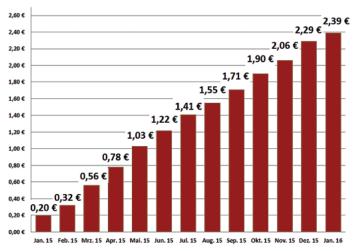
BondGuide: Herr Friedrich, gerade jüngst gab es mit German Pellets eine zusätzliche überraschende Havarie eines Emittenten von KMU-Anleihen. Wie oft wurden Sie in Ihrem Fonds bisher durch einen Ausfall kalt erwischt?

Friedrich: Noch gar nicht. Unser Analyseverfahren KFM-Scoring schlägt sehr zuverlässig Alarm und kommt auch zu teilweise sehr anderen Ergebnissen als Tools einiger Institutionen. Deshalb ist es auch möglich, dass der Deutsche Mittelstandsanleihen FONDS für das Jahr 2014 eine Ausschüttung von 2,10 Euro vornehmen konnte und für 2015 am 24. März 2,29 Euro je Fondsanteil ausschütten wird.

BondGuide: Wie bewerten Sie die aktuell widrige Börsenlage? Friedrich: Weder stehen die bisherigen Ausfälle von KMU-Anleihen stellvertretend für den hiesigen Mittelstand, noch sind die Kapitalmärkte stets so volatil. Es wäre schade, wenn der deutsche Mittelständler allein deshalb dem deutschen Kapitalmarkt verloren ginge. So zog es Uniwheels ja nach Warschau,

Als ehemaliger Bankdirektor unterstützte **Hans-Jürgen Friedrich** seit 2003 mittelständische Unternehmen bei der Beschaffung von Finanzierungen über Banken und Kapitalmärkte. Als Emissionsberater sicherte er vielen Unternehmen die Strukturierung, Konfektionierung, Prospektierung und Platzierung von Wertpapieremissionen im Volumen von über 500 Mio. EUR. Seit 2012 ist er Vorstand der **KFM Deutsche Mittelstand AG** und seit 2013 Mitglied im Anlageausschuss des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS.

Entwicklung des aufgelaufenen ausschüttungsfähigen Zwischengewinns vom 1.1.2015 bis 29.1.2016



Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

Grand City Properties nach Dublin, andere liebäugeln mit Amsterdam etc.

BondGuide: Woran liegt das?

Friedrich: Zum Teil an einem hierzulande manchmal deutlich zu tendenziösen Gesamtbild von der "Börse", nämlich dann, wenn sich selbst erfolgreiche Mittelständler die dumme Frage gefallen lassen müssen, wie schlecht es wohl um sie bestellt sein müsse, dass sie überhaupt diesen Weg wählen. Dann ist es kein Wunder, wenn sich Familienunternehmen oder Hidden Champions diesen Schritt zweimal überlegen.

BondGuide: Wenn man den Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS so anschaut, scheinen Ihnen Familienunternehmen besonders zu gefallen.

Friedrich: Inhabergeführte Familienunternehmen, um genau zu sein. Schon viele Studien haben belegt, dass Familienunternehmen ihre Ausrichtung langfristiger und nachhaltiger auslegen sowie auch eine ganz andere Firmenkultur hervorbringen, z.B. in punkto Loyalität, Gewissenhaftigkeit und Aufrichtigkeit im Umgang miteinander. Natürlich wollen auch Familienunternehmer unter dem Strich Gewinne erwirtschaften, aber sie vermeiden eben doch eher, den Bogen zu überspannen – wie jüngst etwa bei "Dieselgate".

BondGuide: Was bedeutet das für Fragestellungen der Finanzierung?

Friedrich: Familienunternehmer überlegen sich lieber genau, mit wem sie bei dieser wichtigen Frage an einem Tisch sitzen möchten und inwieweit sie bereit sind, einen Teil ihrer Kontrolle abzugeben. Der Trend zu Mittelstandsanleihen entstand ja zu einem Teil auch daraus, dass Mittelständler lieber 7% Zinsen zahlten und die volle Kontrolle behielten als nur 5% Dividende zu zahlen und dafür teilweise die Kontrolle an einen Außenstehenden abgeben zu müssen. Schauen Sie z.B. auf Grohe oder Märklin, wie diese ehemaligen Familienunternehmen nach ihren jeweiligen Verkäufen an neue Eigentümer in die falsche Richtung abdrifteten.

BondGuide: So verwundert nicht, dass die größten Positionen im Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS...

Friedrich: ...tatsächlich in die angesprochene Kategorie fallen: u.a. Grenke Leasing, Metalcorp, Lang & Cie, Neue Zahnradwerk Leipzig, Alfmeier.

BondGuide: Wie handeln Sie bei Marktverwerfungen wie jüngst? Friedrich: Wir kaufen gezielt nach. Die Situation zum Zeitpunkt unseres Gesprächs Mitte Februar halten wir für eine massive

METALCORP GRP 13/18 (WKN: A1HLTD)



Quelle: BondGuide

Übertreibung in die falsche Richtung. Das liegt vor allem, wenn auch nicht nur, daran, dass zahlreiche Privatanleger im Zuge des Debakels bei German Pellets insgesamt kalte Füße bekommen.

Bond*Guide*: Wie viel Selbstvertrauen benötigt man aktuell für Investitionen in KMU-Anleihen?

Friedrich: Wir investieren nur, wenn wir fest davon überzeugt sind, dass der Emittent seine Kuponzinsen leisten und am Ende der Laufzeit eine Rückzahlung oder Anschlussfinanzierung bewerkstelligen kann. Genau die Fähigkeit, diese zum Ablaufzeitpunkt passgenau hinzubekommen, wird derzeit einigen Emittenten abgesprochen. Daher achten wir in Managementgesprächen mit Emittenten sehr genau darauf, wie gewissenhaft dieses Thema angegangen wird, eingebettet in das übergeordnete Thema Liquiditätsmanagement.

BondGuide: Bonitätsstarke Unternehmen müssten doch eigentlich einen Strauß an Möglichkeiten finden – oder nicht?

Top-10-Investments aktuell					
Kupon	Unternehmen	Fondsanteil	Branche	Rating	
8,750%	Metalcorp 13/18	8,77%	Rohstoffhandel	BB (CR)	
6,785%	Lang & Cie. 15/18	4,90%	Immobilien	kein Rating	
8,000%	Ferratum Capital 13/18	4,14%	Mikrokredite	BBB (CR)	
6,500%	SeniVita Social Estate WA 15/20	3,85%	Pflege-Immobilien	BB (EH)	
6,500%	GEWA 14/18	3,48%	Immobilien	BBB (CR)	
7,875%	Pfleiderer 14/19	3,40%	Holzwerkstoffe	CCC+ (S&P), B3 (Moody's)	
6,250%	SNP Schneider-Neureither 15/20	3,09%	IT-Dienstleistungen	kein Raing	
7,750%	Mitec Automotive 12/17	2,68%	Automotive	BB- (SR)	
7,500%	Alfmeier Präzision 13/18	2,67%	Automotive	BB (CR)	
7,500%	Neue ZWL 14/19	2,32%	Automotive	B (CR)	

Quelle: KFM Deutsche Mittelstand AG

LANG+CIE. RE BET. 15/18 (WKN: A161YX)



Quelle: BondGuide

Friedrich: Für viele Emittenten war eine solche Anleiheemission durchaus ein erster wichtiger Schritt an den Kapitalmarkt: Mit einer Anleihe, die gut läuft und wo es beim Emittenten keine Fragezeichen gibt, lässt sich auch für andere Finanzierungen werben, sei es eine Ausweitung ihrer Kreditrahmen bei Hausbanken oder Schuldscheine. Bestes Beispiel ist Dürr, die eine der ersten Mittelstandsanleihen hatte und mit 7,25% startete. Die Anschlussfinanzierung erfolgte zu 2,875% – und die teure erste Anleihe wurde vorzeitig zurückgezahlt. Wir schauen deshalb stets, ob ein Management Stressszenarien antizipiert und einen möglichen Plan B bereit hätte, falls sich Plan A gerade nicht realisieren lässt.

Wir schauen stets, ob ein Management Stressszenarien antizipiert und einen möglichen Plan B bereithält.

"

Bond Guide: War das ein Fehler bei German Pellets?

Friedrich: Durchaus, dies fiel uns bereits im August 2015 auf: Hier lieferte unser fortlaufendes Scoring ein klares Verkaufssignal. Noch wichtiger war aber, dass wir im Gespräch mit dem Management feststellen mussten, dass Risiken wie der fallende Ölpreis und der US-Dollar nicht richtig betreut wurden. Finanzmanagement und Risikostreuung waren bei German Pellets nicht so, wie sie für ein Unternehmen mit 500 Mio. EUR Umsatz eigentlich sein müssten. Das machen eine PCC, KTG-Energie oder Mitec erheblich professioneller, und hier trennt sich dann die Spreu vom Weizen.

BondGuide: German Pellets war also bis vor einem halben Jahr zunächst im Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS?

Friedrich: Bis dann das klare Verkaufssignal vom Analyseverfahren KFM-Scoring kam. Das gleiche hatten wir auch bei Singulus und Beate Uhse. Bei allen dreien wurde klar absehbar, dass die betriebwirtschaftliche Entwicklung voll in die falsche Richtung läuft.

BondGuide: Bei vielen stimmt zwar die betriebwirtschaftliche Entwicklung, aber trotzdem gibt es Risiken, beispielsweise wie seinerzeit bei der Deutschen Forfait.

Friedrich: Dass die Deutsche Forfait von jetzt auf gleich auf der Blacklist der US-Behörden landete, war geradezu tragisch. Doch so ein Einfluss von außen kann jedes Unternehmen treffen, egal ob KMU oder Großkonzern.

BondGuide: Wie kommuniziert man Risiken, die für KMU durchaus existenzbedrohend sind, an Investoren?

Friedrich: Für viele KMU-Emittenten, vor allem solche ohne Aktiennotierung, ist Kapitalmarktkommunikation eine gänzlich neue Disziplin – das sollte man nie außer Acht lassen. Selbst eine IR-Agentur an Bord stellt ja sozusagen lediglich den Dolmetscher. Der Unternehmer spricht am liebsten von seinen tollen Produkten, eine Agentur kommuniziert hingegen v.a. die betriebswirtschaftliche Entwicklung. Ich würde mir wünschen, dass Agenturen dem Mittelständler noch ein bisschen mehr Hilfe bei seinen ersten Schritten anbieten und ihn behutsam abholen, ganz nach dem Dreischritt Wissen-Bewusstsein-Einstellung.

Alfmeier Anleihe 13/18 (WKN: A1X3MA)



Quelle: BondGuide

BondGuide: Haben Sie noch ein paar warme Worte zum Abschluss, warum wir nicht untergehen?

Friedrich: Das Gros der Mittelständler geht mit den Anleihemitteln sorgsam und gewissenhaft um. Dazu die aufgezeigte ehrliche und transparente Kommunikationsarbeit, die man fortlaufend einfordern sollte. Öffentliche Emissionen werden wahrscheinlich nochmals abnehmen, dafür könnte es vermehrt institutionelle Privatplatzierungen geben. Dies hat den Vorteil, dass die institutionellen Anleger den Emittenten in den Vorgesprächen klipp und klar sagen, was sie tun müssen, lassen sollen und ggf. welche Hausaufgaben sie noch zu erledigen haben, bevor sie an den Kapitalmarkt gehen.

BondGuide: Herr Friedrich, vielen Dank für die interessanten Einblicke, und sicherlich wird es auch künftig genug Gesprächsbedarf geben.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



Von Richard Woolnough, Manager, M&G Optimal Income Fund

Standpunkt: Attraktive Chancen bei Unternehmensanleihen

Marktteilnehmer lassen sich derzeit unnötig von Unsicherheit treiben

2015 war kein einfaches Jahr für Bond-Investoren, und auch 2016 startete ungemütlich: Sorgen um das Wachstum in China, extrem billiges Öl und politische Krisen führen seit Wochen zu hohen Kursschwankungen – Grund genug, die Stimmung an den Anleihemärkten zu hinterfragen.

Marktteilnehmer agieren momentan nicht rational, sondern lassen sich von ihrer Unsicherheit treiben. Das gilt vor allem für die Aussichten in den USA – Realität und Wahrnehmung klaffen auseinander. Denn trotz aller Diskussion um Zinsen, Arbeitsmarktdaten und eine mögliche Rezession ist das Wachstum hier intakt, dank kräftiger Unterstützung durch den niedrigen Ölpreis. Schon immer hat billiges Öl das Wachstum der Weltwirtschaft und besonders der US-Wirtschaft beflügelt: Hochpreisphasen beim Öl korrelieren regelmäßig mit einem Abschwung. Wirtschaftswachstum hingegen stellte sich immer dann ein, wenn der Ölpreis stabil niedrig lag.

Auch andere Argumente sprechen für die USA: Die Daten aus dem produzierenden Sektor sehen vielleicht etwas schwach aus, aber dieser Sektor ist schon seit den 50er Jahren im Abschwung. Fast 90% aller Beschäftigten arbeiten heute im Dienstleistungssektor. Und hier sieht es deutlich besser aus. Der Arbeitsmarkt entwickelt sich positiv, was früher oder später Lohnsteigerungen nach sich ziehen wird. Mein Fazit: Wir sehen die USA nicht auf eine Rezession zusteuern. Diese Einschätzung schlägt sich maßgeblich in der Positionierung des Fonds nieder.

Wirtschaftswachstum stellte sich in der Vergangenheit immer dann ein, wenn der Ölpreis stabil niedrig lag. Zurückhaltend sehe ich das Thema Duration. In einem Umfeld niedriger Renditen und flacher Renditekurven ist das Durationsrisiko höher als der mögliche Gewinn: Für den M&G Optimal Income Fund halten wir aktuell die Duration niedrig, obwohl uns das derzeitige Renditeniveau unter Umständen noch eine ganze Weile begleiten kann. Konkret heißt das für das britische Pfund 1,8 Jahre, für den US-Dollar 0,7 Jahre und für den Euro -0,1 Jahr.

Während wir bei Staatsanleihen aktuell zurückhaltend sind, sehen wir attraktive Chancen im Bereich Unternehmensanleihen.

"

Während wir bei Staatsanleihen aktuell zurückhaltend sind, sehen wir attraktive Chancen im Bereich Unternehmensanleihen. Der Fonds ist heute bei Investmentgrade-Anleihen mit 57% gewichtet. In dieser Kategorie setzen wir einen Fokus auf Dollar und Pfund – jeweils mit ungefähr 27% gewichtet. Für den Dollar spricht insbesondere die Renditedifferenz zwischen den USA und der Eurozone, die zu einer verstärkten Nachfrage nach US-Assets aus dem Ausland führen sollte. Zwar dürfte die expansive Politik der EZB auch Kapital nach Europa locken, doch dieser Effekt könnte auch dazu führen, dass mehr US-Unternehmen Anleihen im europäischen Markt begeben. Dieser Trend war 2015 schon zu beobachten.

Aktien hingegen sehe ich skeptisch: Wir kaufen nur dann Aktien, wenn sie uns wirklich billig vorkommen – das ist aktuell nicht der Fall. Im Moment haben wir keine Aktien im Portfolio.



Von Dr. Markus Walchshofer, Leiter Fixed Income Arbeitskreis DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Hard Facts & Soft Skills

The Next Level of Modern Debt Relations

Das Aufkommen professioneller Debt Relations im Bondbereich wurde wesentlich durch die Finanzkrise begünstigt. Bis zu diesem Zeitpunkt war das Konzept der Debt Relations fast ausschließlich auf die Bankenfinanzierung sowie Ratingagenturen konzentriert. Die massive Ausweitung der Bonitätsspreads führte den Emittenten die Notwendigkeit des kontinuierlichen Dialogs mit Bondholdern vor Augen. Hinzu kommt der als Folge der Bankenregulierung auftretende "Loan-to-Bond-Trend", der die Gewichte innerhalb der Fremdkapitalfinanzierung immer mehr in Richtung Anleihen verschiebt, da Banken Kredite in zunehmend höherem Ausmaß mit Eigenkapital hinterlegen müssen, als dies vor der Finanzkrise der Fall war.

Der Standard der Debt Relations hat sich in den letzten Jahren deutlich erhöht. Neben der aktiven Coverage von institutionellen Bondholdern durch meist spezifizierte IR-Professionals sind mittlerweile auch im Internet grundlegende Informationen bezüglich der ausstehenden Schuldtitel eines Emittenten zu finden. Dennoch zeigen aktuell mehrere Beispiele von Emittenten, welche mit fundamentalen Problemen zu kämpfen haben, dass das Konzept der Debt Relations einer weiteren Professionalisierung bedarf. Dies bezieht sich einerseits auf eine bessere Strukturierung der im Internet zur Verfügung gestellten Informationen. Andererseits bedarf es auf Seiten der IR-Professionals eines vertieften Verständnisses der Anlagephilosophie von institutionellen Bondinvestoren, welche sich zum Teil deutlich von der ihrer Aktienkollegen unterscheidet.

Der Standard der Debt Relations hat sich in den letzten Jahren deutlich erhöht.



Equity- und Fixed-Income-Investoren im Vergleich

•			Ü
Equity-Investoren reagieren		Fixed Income-Investore reagieren	
+	ehrgeizige Wa (und damit W invest	<u> </u>	
+	erhöhte Dividende		
+	Aktienri	ückkauf	
	Kapitale	rhöhung	+

Quelle: DIRK e.V.

Bessere Informationsaufbereitung auf IR-Webseiten

Emittenten müssen auf ihren IR-Seiten bondrelevante Informationen umfassender als bisher und zudem strukturierter aufbereiten. Hierunter fallen insbesondere

- Angaben zum (Free) Cashflow
- Fälligkeitsprofile
- Rating-Aktionen der Agenturen sowie deren Begründung
- Rangfolge und Volumen der ausstehenden Schuldinstrumente (Senior-Secured, Senior-Unsecured, Subordinated)
- Managementaussagen, welche sich auf die Interessen der Gläubiger beziehen

Die quantitativen Informationen erleichtern den Credit-Analysten die Pflege ihrer Modelle und leisten damit einen Beitrag für eine intensivere Coverage des Emittenten durch institutionelle Investoren. Dies führt in weiterer Folge zu einer höheren Sekundärmarktliquidität und damit geringeren Bonitätsaufschlägen. Die zusätzliche Kommentierung der Zahlen durch relevante Managementaussagen gewährleistet eine effektive Kommunikations-

strategie und senkt dadurch das Risiko von Fehlinterpretationen durch den Markt. Ein umfassendes und gut strukturiertes Informationsangebot auf den IR-Seiten erleichtert zudem die Tagesarbeit der IR-Professionals, da diese nicht selten mit entsprechenden Anfragen konfrontiert werden.

Unterschiedliche Anlagephilosophie institutioneller Bondinvestoren

Bondinvestoren unterscheiden sich hinsichtlich ihres Anlageverhaltens wesentlich von ihren Kollegen auf der Aktienseite. Ausschlaggebend hierfür ist die Funktionsweise von Anleihen, da Inhaber lediglich von der Zahlung (meist) fixer Kupons sowie der Rückzahlung der Nominale am Ende der Laufzeit profitieren. Vor diesem Hintergrund wird klar, warum Anleiheinvestoren Wachstumschancen auf Basis von M&A-Transaktionen oder umfangreichen Investitionen, die naturgemäß mit einem entsprechenden Risiko einhergehen, im Gegensatz zu Aktionären meist kritisch beurteilen und in erster Linie die daraus resultierenden Risiken analysieren.

Professionelle Debt Relations muss deshalb auf die unterschiedlichen Interessenlagen von Anleiheinvestoren eingehen, indem
"klassische" Roadshow-Unterlagen des Equity-IR um schuldspezifische Kapitel ergänzt werden, die sich mit Themen wie
beispielsweise Verschuldungs- und Ratingpolitik, ausstehende
Schuldinstrumente sowie Kennzahlen im Bereich Cashflow
beschäftigen. Dabei ist immer darauf zu achten, dass Equity und
Debt Story stringent sind und keine Widersprüche zueinander aufweisen. Für Anleiheinvestoren nachteilige Themen, wie beispielsweise
die Erhöhung des Verschuldungsgrades zur Maximierung des
Ergebnisses, müssen deshalb proaktiv angesprochen werden.

Die Benennung von Debt-IR Professionals ist heute bei größeren Emittenten Standard, welche eine profunde Aus- und Fortbildung im Bereich Fixed Income benötigen. Dies trifft insbesondere auf Emittenten mit vergleichsweise komplexen Kapitalstrukturen zu, wenn diese neben Senior Bonds auch Hybrid-Anleihen oder eine Kreditvereinbarung mit vielfältigen Covenants ausstehen haben. Nur so ist gewährleistet, dass den hochspezialisierten Analysten und Portfoliomanagern entsprechende Gegenüber in den IR-Abteilungen als Ansprechpartner zur Verfügung stehen und sich so eine kontinuierliche und vertrauensvolle Zusammenarbeit entwickeln kann.

Neben den Hard Facts der Debt Relations muss ein erfolgreicher Debt-IR-Verantwortlicher auch die entsprechenden Soft Skills beherrschen: Bondinvestoren sind meist nüchterne, analytische Charaktere, die wenig auf Zukunftsphantasien und strategische Visionen geben. Für sie stehen die Zahlen, der Track Record und insbesondere die Risiken des Emittenten im Vordergrund. Findet dieser Umstand im Rahmen des Dialogs keine Berücksichtigung, indem einfach die Equity Story präsentiert und auch auf Nachfrage wiederholt wird, droht ein zumindest emotionaler Vertrauensverlust, welcher auch bei der zur Nüchternheit neigenden Spezies der institutionellen Bondholder nicht unterschätzt werden sollte.



Regionalkreistreffen:

◆ Regionalkreis Rhein-Main 14.04.2016 (Frankfurt)

Aus- und Weiterbildung:

- CIRO Certified Investor Relations Officer 2016 15.4.2016–7.1.2017 (Frankfurt)
- Digitale IR-Trends
 16.6.2016 (Frankfurt)
- ◆ Investor Relations Assistenz Fit for the Job 22.–24.6.2016 (Frankfurt)
- Nachhaltigkeitsberichterstattung 28.6.2016 (Frankfurt)
- ◆ Kompaktkurs Investor Relations 6.–7.9.2016 (Frankfurt)
- ◆ IFRS für die Kapitalmarktkommunikation 8.–9.9.2016 (Eschborn)
- ◆ Investor Relations Assistenz Fit for the Job 17.–18.11.2016 (Wien)
- FIRO Fixed Income Relations Officer November 2016 (Frankfurt)

Sonstige Veranstaltungen:

- 19. DIRK-Konferenz 2016
 23.–24.5.2016 (Frankfurt)
- Fixed Income Roundtable
 7.6.2016 (Frankfurt)

Interessenten erhalten weitere Informationen unter www.dirk.org/termine

Kontakt:

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband Reuterweg 81, 60323 Frankfurt T. +49 (0) 69.9590-9490, F. -94999 info@dirk.org, www.dirk.org



Von Manuela Tränkel, Mandura Asset Management

So bitte nicht

Eine Investorenperspektive

Die fast unendliche Liquidität an den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten und seit rund 25 Jahren fallende Zinsen führen seit mehreren Jahren dazu, dass Investoren höhere Risiken eingehen müssen, um Renditen zu erwirtschaften. High Yield-, Emerging Markets- und Corporate Bonds, CoCo-Bonds oder Catbonds werden beigemischt. Bei Mittelstandsunternehmen haben die höheren Anforderungen der Banken bei der Kreditvergabe dazu geführt, dass viele Unternehmen die Finanzierungsform der Schuldverschreibung nutzen. Trotz sorgfältiger Analyse des Bonitätsrisikos hat es aber bei Mittelstandsanleihen überdurchschnittlich viele böse Überraschungen gegeben.

Restrukturierung statt Refinanzierung

Mittlerweile stellt sich für den einen oder anderen Emittenten gar nicht erst die Frage, ob er sich mit anstrengenden Refinanzierungsbemühungen auseinandersetzt, wo er doch bequem restrukturieren und sich sogar mit Kalkül entschulden kann. Eifrige Berater kontaktieren Emittenten und bieten aktiv ihre Dienste zur Restrukturierung an, bei denen in den meisten Fällen die Gläubiger die Zeche zahlen.

Mit der finanziellen Restrukturierung ohne eine operative Restrukturierung des Unternehmens durch erfahrene Sanierungsexperten werden die Ursachen der Schieflage nicht behoben und die nächste Krisensituation ist programmiert. Nach dem Motto "Gläubigerverzicht als Allheilmittel" sind die Kapitalgeber dem Management, das hohe Sanierungsbeiträge von den Gläubigern

Eifrige Berater kontaktieren Emittenten und bieten aktiv ihre Dienste zur Restrukturierung an, bei denen in den meisten Fällen die Gläubiger die Zeche zahlen.



Die Versuchung ist groß, die Schuldenlast auf Kosten der Anleihengläubiger deutlich zu reduzieren. Foto: fotomek – Fotolia.com

verlangt, weiter auf Gedeih und Verderb ausgeliefert. Eine fehlende Kapitalmarktfähigkeit vieler Unternehmen, fehlende interne Kontroll- und Compliancesysteme oder ein unfähiges Management werden nicht behoben. Investoren müssen bei einem sterbenden Geschäftsmodell an Bord bleiben, und gleichgerichtete Interessen im Sinne einer Unternehmenswertsteigerung durch gute Investitionen sind oft nicht erkennbar.



Schwachstellen des Schuldverschreibungsgesetzes

Dies lässt vermuten, dass das Schuldverschreibungsgesetz in der Fassung von 2009 zumindest in Teilbereichen sein Ziel verfehlt hat oder Missbrauchspotenzial bietet. Anstatt 75% Zustimmung der Gläubiger sind nur noch 18,75% für enorme Gläubigerverzichte erforderlich. Ein durchschnittlich 200-seitiger Emissionsprospekt mit seitenlangen Risikohinweisen kann in einem Hauruck-Verfahren ausgehebelt und die gesamte Ausgestaltung eines Wertpapiers und dessen Besicherung nach dem Gutdünken Einzelner geändert werden. Distressed-Investoren, die seit jeher die Kontrolle über Unternehmen durch den Erwerb der Schulden (Schuldverschreibungen, Bankkredite o.Ä.) erlangen, und andere Gruppen, die weit unter pari Anleihebestände aufkaufen, können einen gemeinsamen Vertreter als Instrument nutzen, ihre eigene Agenda umsetzen. Bei den allseits beliebten Anleihegläubigerversammlungen werden die Gläubiger überwiegend mit leeren Worthülsen abgefertigt. Oftmals wissen Vorstand oder Geschäftsführer nicht so genau, wie es zu dem Desaster kommen konnte, und erst recht nicht, wie es mit dem Unternehmen weitergehen soll.

Die Anleihegläubiger werden vielfach als lästiges Übel abgespeist, obwohl das Management und dessen Verbündete erhebliche Zugeständnisse und Verzichte von den Gläubigern verlangen.

"

Banken vs. Kapitalmarkt als Gläubiger

Die Anleihegläubiger werden vielfach als lästiges Übel abgespeist, obwohl das Management und dessen Verbündete erhebliche Zugeständnisse und Verzichte von den Gläubigern verlangen. Die Schuldner verweigern die Vorlage des Sanierungsgutachtens, welches in den meisten Fällen nach dem IDW S6-Standard in Auftrag gegeben wurde. An eklatanten Managementfehlern oder einer falschen strategischen Ausrichtung des Unternehmens ändert sich bis zur nächsten Restrukturierung nichts. Die Finanzakrobatik, mit der Emittenten die Gläubiger zu Anteilseignern machen, wird willkürlich gewählt und Kapitalgeber werden unter dem Deckmantel des Schuldverschreibungsgesetzes und Wertgutachten, deren Vorlage verweigert wird, vor vollendete Tatsachen gestellt und enteignet. Mit Banken als Kapitalgebern wäre dies undenkbar.

Bedeutet ein gemeinsamer Vertreter die Entmündigung der Gläubiger?

Der gemeinsame Vertreter kann per se schon einen hohen Risikofaktor für die Gläubiger bedeuten, da der Kapitalgeber aufgrund der Kollektivbindung diesem ausgeliefert ist und alle Rechte zwangsweise übergehen. Die Macht eines gemeinsamen Vertreters kann sich auf Gläubigervermögen in Milliardenhöhe ausdehnen. Unter dem Regime dieser Schlüsselperson, die vom Schuldner vorgeschlagen wird, haben die Gläubiger eine wie auch immer geartete Enteignung durch Haircuts, Verzicht auf Kündigungsrechte, Freigabe von Sicherheiten oder Zinsverzichte hinzunehmen. In Falle z.B. der Ekotechnika erhalten die Gläubiger für die Umwandlung von 60 Mio. EUR Schulden ein Unternehmen, das gerade mal 6 Mio. EUR wert ist.

Schuldverschreibungsgesetz und Insolvenzverwalter

Für Anleihegläubiger ist der Anfang des Schreckens, wenn Insolvenzverwalter, die keine spezifischen Kapitalmarkt- oder Branchenkenntnisse haben, von den Möglichkeiten des Schuldverschreibungsgesetzes Gebrauch machen. So wird von einem Insolvenzverwalter ein Wertpapier nach dessen Endfälligkeit restrukturiert, und anschließend wird unter der Flagge des Insolvenzverwalters ein Berater mandatiert, der über spezifisches Know-how eines Sektors und gute Marktkenntnisse verfügen sollte. Der als Geschäftsführer eingesetzte Berater des Verwalters entpuppt sich als Freibeuter und vereinnahmt über neu gegründete Firmen nahezu einen Millionenbetrag aus dem Gläubigervermögen. So verwundert es wenig, dass die Insolvenzquote dahinschmilzt wie Eis in der Sonne.

Emittentenrisiko

Im Bereich der Mittelstandsanleihen ist die Beurteilung der Qualität und Integrität des Managements und dessen Fähigkeit, das Marktumfeld und das eigene Unternehmenswachstum richtig einzuschätzen, für den Erfolg eines Investments von entscheidender Bedeutung. So sind im Mittelstandssegment auch vorbildliche Emittenten zu finden, deren Geschäftsmodell funktioniert und die ein vorausschauendes Management haben; und auch Unternehmer, die den Kapitalmarkt regelmäßig und transparent informieren und die wissen, was im eigenen Unternehmen passiert und wie das Unternehmen durch schwierigere Fahrwasser gesteuert wird.

Fazit

Emittenten wie Bioenergie Taufkirchen, Joh. F. Behrens Adler Real Estate, KTG Agrar, Ferratum, KTG Energie, Helma Eigenheimbau, Karlsberg, Rudolf Wöhrl, MS Spaichingen, Alfmeier Präzisionstechnik, SeniVita, Alno und viele andere zeigen, dass die Unternehmensfinanzierung über Anleihen durchaus sinnvoll sein kann und dass auch mit einer relativ teuren Finanzierungsform Unternehmenswerte nachhaltig gesteigert werden können. Eben diese Unternehmen fühlen sich der Transparenz gegenüber ihren Kapitalgebern durch eine gute Kapitalmarktkommunikation und einen Corporate Governance Kodex zur einwandfreien Unternehmensführung verpflichtet.



Von Manuel Hölzle, Chefanalyst, GBC AG

Qualität zahlt sich nachhaltig aus

GBC MAX als Qualitätsbarometer im Mittelstandsanleihebereich

Die Mittelstandsanleihen sind zuletzt stark unter Druck geraten, teilweise regelrecht abgestürzt. Ein neuerlicher Ausfall (German Pellets) und beabsichtigte Restrukturierungen haben das Segment arg gebeutelt. Insbesondere unter Anleiheemittenten schlechterer Bonität hat der Schrecken Einzug gehalten. Ein anderes Bild zeigt sich beim Blick auf die mittleren bis guten Qualitäten: Hier präsentiert sich eine gute Stabilität und sogar eine erfreuliche Kursentwicklung hin zu niedrigen Effektivrenditen.

Entwicklung des GBC MAX					
Kursentwicklung	Performance letzte 12 Monate	Volatilität 12 Monate			
GBC MAX	+1,4 %	3,2 %			
Mibox Microbond Index	-7,2 %	6,5 %			
Entry Standard Corporate Bond Index	-9,1 %	8,4 %			

Quelle: GBC AG; Stand 3.2.2016

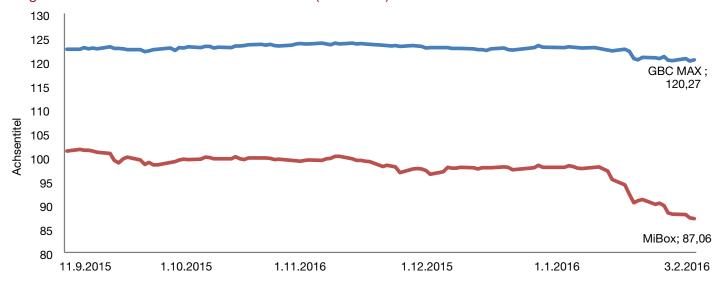
Analyse und Auswahl entscheidend für Renditeerfolg

Der GBC Mittelstandsanleiheindex (GBC MAX) hat sich fest als Qualitätsbarometer im Mittelstandsanleihebereich etabliert. Wie sich 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 müssen vor allem die operative Entwicklung des Emittenten und die Ausgestaltung der Anleihe stehen. Es geht im Anleihebereich grundsätzlich darum, Verluste zu vermeiden, damit sich attraktive Renditen erzielen lassen.

Mindestqualität ist Grundvoraussetzung für Indexaufnahme

In den GBC MAX (ISIN: DE000SLA1MX8) werden nur Anleihen aufgenommen, deren Emittenten eine bestimmte Mindestqualität aufweisen. Das Rating für den Emittenten oder die entsprechende Anleihe muss mindestens BB- lauten. Liegt kein Rating vor oder liegt es unterhalb der Mindestanforderung, so ist eine Aufnahme

Vergleich des GBC Mittelstandsanleihen Index (GBC MAX) mit den Mittelstandsindex MiBoX



Quelle: GBC AG

Es geht im Anleihebereich grundsätzlich darum, Verluste zu vermeiden, damit sich attraktive Renditen erzielen lassen.

Mittelstands-Anleiheindizes sehr gut behaupten (MiBox -7,2%; Entry Corporate Bond -9,1%). Damit zeigt sich die qualitative Stärke der Index-Unternehmen sowie des entsprechenden Auswahlverfahrens.

nur im Ausnahmefall bei Vorlage einer positiven Credit-Research-Investmentstudie oder entsprechend positiver Fundamentaleinschätzung des für den Index zuständigen Analysten möglich.
So muss der Emittent bei den bondspezifischen Kennzahlen
vernünftige Relationen aufweisen, also z.B. einen soliden Zinsdeckungsgrad sowie eine akzeptable Eigenkapitalquote.

Deutlich wird dies auch mit Blick auf die Volatilität des GBC MAX-Index, die auf Sicht von zwölf Monaten lediglich bei 3,2% und damit erheblich niedriger liegt als die des MiBox mit 6,5% und des Entry Standard Corporate Bond Index mit sogar 8,4%.

liche 4,1% zugelegt. Auch auf Zwölf-Monatssicht konnte sich der

GBC MAX mit einem Plus von noch 1,4% gegenüber anderen

Qualität zeigt sich in der Performance

Im vergangenen Jahr hat der GBC MAX seine erfolgreiche Entwicklung der letzten Jahre fortsetzen können und um beacht-

Die gewichtete Effektivverzinsung, die aktuell bei 6,0% liegt, weist u.E. ebenfalls eine attraktive Rendite bei einem akzeptablen Risiko auf. Dies bestätigt uns im Qualitätsansatz bei der Anleiheauswahl des GBC MAX. Insgesamt sind wir auch für die weitere Entwicklung des GBC MAX sehr zuversichtlich und überzeugt: Qualität zahlt sich auch nachhaltig aus!

Aktuelle Indexgewichtung GBC MAX						
ISIN	Emittenten/Anleihen	Index- gewichtung	ISIN	Emittenten/Anleihen	Index- gewichtung	
XS0889217716	KION FINANCE SA*	10,1%	DE000A1PGWZ2	STEILMANN-BOECKER FASHION*	1,8%	
DE000A1R02E0	HORNBACH BAUMARKT AG*	10,1%	DE000A1X3HZ2	HELMA EIGENHEIMBAU AG 2013/2018*;7;5	1,7%	
XS07839349	TECHEM GMBH*	10,1%	DE000A1TNGG3	CLOUD NO SEVEN GMBH*	1,7%	
AT0000A185Y1	UBM REALITÄTSENTWICKLUNG*	9,6%	DE000A1REWV2	KARLSBERG BRAUEREI GMBH*	1,5%	
DE000AQF02	ADLER REAL ESTATE AG*	6,3%	DE000A1RFBP5	IMMOBILIEN PROJEKT SLMDR*	1,5%	
DE000A1R07G4	DEUTSCHE ROHSTOFF AG*	4,8%	DE000A1R0YA4	RUDOLF WOEHRL AG*	1,4%	
DE000A1R0741	PNE WIND AG*	4,6%	DE000A1X3VZ3	FERRATUM CAPITAL GERMANY GMBH*	1,3%	
DE000A1HA979	SAF HOLLAND S.A.*	4,0%	DE000A12UAA8	KSW IMMOBILIEN GMBH & CO*	1,2%	
DE000A18UQM6	UBM DEVELOPMENT AG*	3,5%	DE000A1EWNF4	HAHN IMMOBILIEN BETEILIGUNG AG*	1,0%	
DE000A1H3VN9	KTG AGRAR AG*	2,9%	DE000AQJA9	VEDES AG*	1,0%	
AT0000A0XJ15	ALLGEMEINE BAUGESELLSCHAFT-APORR AKTIENGESELLSCHAFT*	2,6%	DE000A1G9AQ4	ENTERPRISE HOLDINGS LTD. ANLEIHE 12/17*	0,9%	
7.11.00007.107.107.10			DE000A1HJLL6	S&T AG 2013/2018*	0,8%	
DE000A1ML4T7	FUSSBALL CLUB GELSENKIRCHEN*	2,6%	DE000A1TNHC0	BIOENERGIE TAUFKIRCHEN GMBH & CO. KG*	0,7%	
DE000A1YCRD0	HÖRMANN FINANCE GMBH*	2,5%	DE000A1TND93	PARAGON AKTIENGESELLSCHAFT	0,7%	
DE000A1HSNV2	ALLGEMEINE BAUGESELLSCHAFT-APORR	2,4%		2013/2018*		
	; AKTIENGESELLSCHAFT*		DE000A1MLWH7	EYEMAXX REAL ESTATE AG*	0,7%	
DE000A1ML257	KTG ENERGIE AG*;7	2,3%	DE000A1TM2T3	EYEMAXX REAL ESTATE AG*	0,7%	
DE000A1R1A42	ADLER REAL ESTATE AG*	1,9%	DE000A1K0U44	PROCAR AUTOMOBILE FINANZ*	0,6%	

^{*)} Hinweis gemäß Finanzanalyseverordnung: Bei den analysierten Unternehmen sind die mit Notation angegebenen möglichen Interessenkonflikte gemäß Katalog möglicher Interessenkonflikte ist auf folgender Webseite zu finden: www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm, Stand: 03.02.2016



Interview mit Felix Dornaus, Senior-Fondsmanager, Erste Asset Management

"Viele Schwellenländer haben ihre Hausaufgaben gemacht"

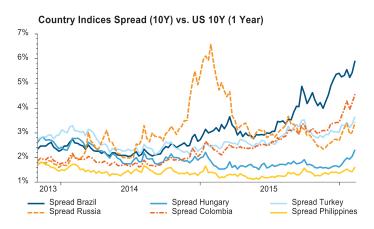
BondGuide im Gespräch mit Senior-Fondsmanager Felix Dornaus Erste Asset Management, über attraktive und weniger attraktive Schwellenländeranleihen, Hausaufgaben und Einträge ins Klassenbuch.

BondGuide: Herr Dornaus, Thema Emerging Markets: Sind das wie gewohnt Brasilien, Russland, Indien und China, kurz BRIC, heute überhaupt noch oder reden wir eher über Nigeria und Vietnam?

Dornaus: Das ist eine sehr berechtigte Frage. Tatsächlich ist dieser Begriff schwammig, wenig scharf und wird durchgehend nach eigenem Gusto verwendet. Ich mache das Wort Schwellenland daher auch nicht an einzelnen makroökonomischen Kennzahlen oder sonstigen Soft Facts fest.

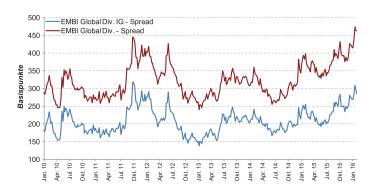
BondGuide: Sie managen einen Fonds und investieren in Staatsanleihen von Schwellenländern. Wie ist denn aktuell die Lage? Dornaus: Hochzinsanleihen haben in den letzten Wochen ordentlich Feuer vor den Bug bekommen, zusammen mit dem All-

Abb. 1: Attraktives Zinsniveau in einem Niedrigzinsumfeld



Trotz niedrigen Zinsniveaus bieten EM-Anleihen im Verhältnis attraktive Renditen. Quelle: Thomson Reuters Datastream, JPM; Stand: 16.2.2016

Abb. 2: Aktuelle EM-Spreads auf 5-Jahres-Höchstständen



Quelle: Erste Asset Management; JPMorgan; Daten per Ultimo Januar 2016

gemeinmarkt. Interessanterweise aber die Kategorie direkt unter Hochzinsanleihen nicht so sehr. Als Grund sehe ich, dass einige Länder nach der Krise 2008 doch ihre Hausaufgaben in Richtung Strukturreformen gemacht haben und jetzt nicht mehr so anfällig sind wie ehemals.

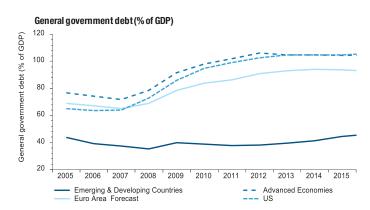
Bond Guide: Welche Anfälligkeit oder Verwundbarkeit meinen Sie exakt?

Dornaus: Im weitesten Sinne ist es die Abhängigkeit von Auslandskapital. Ein klassisches Beispiel ist, ob ein Land sich in lokaler Währung auf dem lokalen Kapitalmarkt refinanzieren kann oder nur in Dollar oder Euro. Einige asiatische Länder haben in dieser Richtung ihre Hausaufgaben gut erledigt. Auch was die Reduzierung der Staatsschulden angeht – im Durchschnitt haben sich die Schuldenstände im Vergleich zu 2008 halbiert.

BondGuide: Aber z.B. von Brasilien hört man zuletzt nicht viel Gutes...

Dornaus: Da muss man nüchtern bleiben. Selbst Brasilien, das in jüngster Vergangenheit tatsächlich nicht mit Reformen glänzte, hat nur Staatsschulden in Höhe von 20% des BIPs.

Abb. 3: EM Staatsverschuldung niedrig vs. DM



Schuldenabbau der Schwellenländer bei gleichzeitiger Schuldenexplosion in den Industrienationen

Quelle: Thomson Reuters Datastream, IMF; Stand: 16.2.2016

BondGuide: Da könnte Europa einiges lernen...

Dornaus: Mehrere Länder in Zentral- und Osteuropa sind durchaus vielversprechender unterwegs als unsere westlichen Nationen. Im Fall von Ungarn sprechen wir sogar von Leistungsbilanzüberschüssen, auch Rumänien gefällt uns.

BondGuide: Wodurch schafft Ungarn das – was genau gibt es außer Tourismus?

Dornaus: In Ungarn sind diverse internationale Konzerne ansässig, die dort produzieren. Die zählen auch für die Leistungsbilanz.

BondGuide: Bei Investitionen in Schwellenländern muss man doch aber stets ein waches Auge auf die Lokalwährung haben, das kann Kursgewinne schnell aufzehren.

Dornaus: Nicht nur in Schwellenländern. Ein Unterschied zu 2008 ist auch, dass viele Länder heute eine weitaus aktivere Währungspolitik etabliert haben. Dadurch erlangt man viel mehr Puffer als bei einer Anbindung oder Quasi-Anbindung an v.a. den US-Dollar, wie man das in der Vergangenheit hatte.

BondGuide: Nennen Sie uns doch auch gerne die Länder, wo man Ihrer Meinung nach gut investieren könnte.

Dornaus: Ungarn und Rumänien hatten wir gerade schon genannt. Panama gefällt mir sehr gut mit einer niedrigen Auslandsverschuldung in Kombination mit starkem Wirtschaftswachstum. Auch Paraguay, Uruguay und Honduras schneiden in unserer Analyse gut ab. In Asien wären es die Philippinen, Thailand und Indonesien, die v.a. hinsichtlich Strukturreformen gut dabei sind.

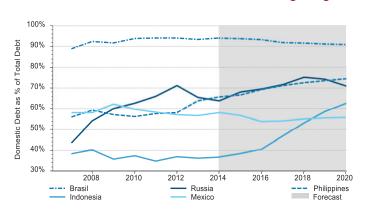
BondGuide: Und wer hat seine Hausaufgaben nachlässig oder gar nicht gemacht?

Dornaus: Brasilien ist natürlich der ganz klassische Kandidat, bei dem die Baustellen unverändert groß sind. Venezuela kriegt seine Leistungsbilanz nicht in den Griff und schlittert meiner Ansicht nach klar auf eine Umschuldung zu. Bei einigen anderen Schwellenländern, die sich in Zeiten höherer Ölpreise auf ihrem Komfortlevel ausgeruht haben, sind wir aktuell ebenfalls nicht oder unterinvestiert.

BondGuide: Und das Baltikum?

Dornaus: Estland, Lettland und Litauen sind eigentlich keine klassischen Schwellenländer mehr. Dort brennt derzeit nichts an. Die Bewertungen sind ziemlich hoch, praktisch schon wie in Industrienationen. Daher haben wir geringes Interesse, dort zu investieren: geringes Risiko, aber mindestens ebenso geringe Rendite.

Abb. 4: Positiv: Anteil der Inlandsverschuldung steigt an



Höherer Anteil an Inlandsverschuldung vermindert Verletzlichkeit gegenüber exogenen Faktoren. Quelle: Thomson Reuters Datastream, Erste Asset Manangement, Oxford Economics Stand: 16.2.2016

BondGuide: Welche Rendite erwarten Investoren von Ihrem Fonds?

Dornaus: Auf jeden Fall eine positive natürlich. Wenn es gut läuft, vielleicht 5%. Wenn es nach dem Jahresauftakt 2016 weniger gut läuft, eher 2 bis 3%.

BondGuide: Herr Dornaus, ganz herzlichen Dank für Ihre Zeit.

Das Interview führte Falko Bozicevic.



Von Tarek Saber, Head of Convertible Bonds & Lead Portfolio Manager Convertible Bonds, NN Investment Partners

Im Wandel der Zeit

Convertibles: attraktive Renditen, niedrigere Volatilität

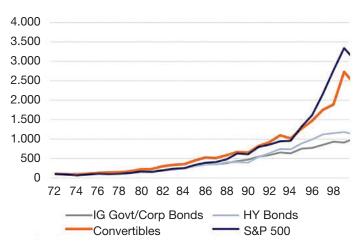
Mit der Belastung durch steigende Zinsen und die Regulierungen unter Solvency II bieten Convertible Bonds (Wandelanleihen) gute Diversifikationsmöglichkeiten bei gleichzeitiger Verbesserung der Kapitaleffizienz – eine große Bereicherung für einen anspruchsvollen Investor.

Wandelanleihen (Convertible Bonds, CBs) sind eine etablierte Anlageform, die während der vergangenen 40 Jahre durchgehend besser als andere Assetklassen abgeschnitten hat. Dabei weisen Wandelanleihen eine geringere Volatilität als Aktien und weniger Ausfälle als Hochzinsanleihen auf.

Was diese Assetklasse besonders attraktiv macht, ist die Tatsache, dass sie sozusagen das Beste beider Welten kombiniert: Sicherheit von Anleihen und Renditepotenzial von Aktien. Die Wandelanleihestrategie von NN Investment Partners zielt darauf ab, die Chancen am Markt im Kern zu nutzen.

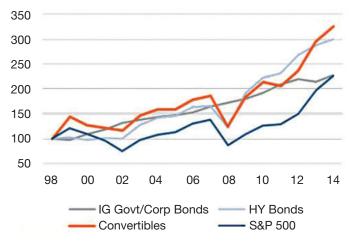
Ziel ist der Aufbau eines Portfolios ausgewogener Convertibles, flankiert von gründlicher Kreditanalyse und mit Fokus auf sorgfältig ausgewählten Wandelanleihen, die solide Kreditrahmendaten, Kurs-

Abb. 1: Gesamtrendite von US-Assetklassen (1972 = 100)



Quelle: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Indices (1973-1998)

Abb. 2: Gesamtrendite von US-Assetklassen (1998= 100)



Quelle: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Indices (1998-2014)

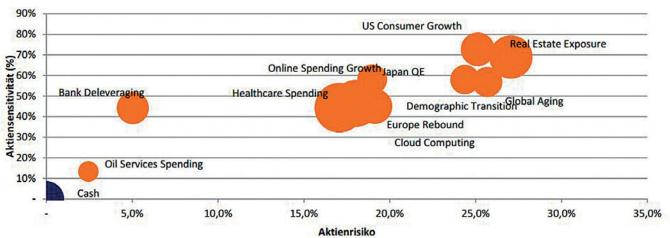
spielraum nach oben und ein ausgewogenes Wandelanleiheprofil mit guten, wenn nicht sogar sehr guten Bewertungen bieten.

Wandelanleihen kurz erklärt

Wandelanleihen sind Unternehmensanleihen, die vom Inhaber in eine bestimmte Anzahl von Stammaktien des Emittenten umgetauscht werden können. Im Prinzip handelt es sich dabei um eine Kombination aus festverzinslichem Wert und Aktienoption. Dabei begrenzt die Anleihekomponente das Abwärtsrisiko, während die Option Kurssteigerungspotenzial bietet.

Mit Convertibles lassen sich Portfolios sinnvoll abrunden. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld sind Wandelanleihen wegen ihres relativen Ertragspotenzials sowie ihrer Diversifikationsvorteile besonders attraktiv, gerade auch da Anleihen derzeit nur gering rentieren und Aktien stets mit höherer Unsicherheit verbunden sind. Im Vergleich zu Aktien schneiden Convertibles traditionell gut ab. Aufgrund ihrer geringeren Volatilität weisen sie ein ausgewogenes Verhältnis an Risiko und Ertrag auf, das dem von Anleihen vergleichbar ist. Zugleich konkurrieren sie mit Hochzinsanleihen, die ähnliche Merkmale im Hinblick auf erwarteten Ertrag und Volatilität besitzen.

Abb. 3: NNIP Convertible - Strategiethemen



Quelle: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Indices (1998-2014)

Convertibles und Hochzinsanleihen weisen zudem komplementäre Diversifikationsvorteile auf: Durch Investments in beide Assetklassen lässt sich also das Risiko verringern. Zugleich werden die erwarteten Erträge von High-Yield-Anlagen verbessert. Damit eignen sich Wandelanleihen insbesondere für Anleger, die durch Beimischung von HYs höhere Erträge erzielen wollen, aber das Risiko scheuen. Wie bei allen Unternehmensanleihen besteht auch bei Convertibles ein Ausfallrisiko, also das Risiko, dass der Emittent nicht zur Leistung zeitnaher Zinszahlungen oder – am Ende der Laufzeit der Anleihe – zur Rückzahlung des Kapitalbetrags imstande ist.

Hintergrund

Die ersten Wandelanleihen wurden in den 1850er Jahren von US-Unternehmen aufgelegt, die damit den Bau der Eisenbahnlinien finanzierten. Seitdem hat sich der Wandelanleihemarkt zu einem Nischensegment des Investmentmarkts entwickelt: Ende 2014 betrug der Wert ausstehender Wandelanleihen bereits 380 Mrd. USD. Die Gründe für die Attraktivität dieser Anlageform haben sich seit ihrer Entstehung vor 165 Jahren nicht wesentlich geändert.

Historische Performance Wandelanleihen vs. Aktien

Wandelanleihen sind so konzipiert, dass ihr Wert bei steigenden Aktienkursen ebenfalls zulegt. Abb. 1 vergleicht die Performance amerikanischer Investment-Grade-Anleihen, Wandelanleihen und Aktien im Zeitraum 1973 bis 1998. Um die Performance der jeweiligen Assetklasse im Zeitverlauf darzustellen, wurde das Jahr 1972 als Basispunkt 100 gewählt (Quelle: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Indices). Wandelanleihen machen immerhin 75% der Performance von Aktien in diesem Zeitraum mit.

Von 1999 bis 2014 erlebte der Aktienmarkt zwei schwere Einbrüche und war insofern weitaus volatiler. In dieser Phase schnitten Festverzinsliche recht gut ab. Grund waren ein Rückgang der Zinsen sowie die Tatsache, dass sich Firmenpleiten in Grenzen hielten. In diesem Umfeld profitierten Convertibles dank ihrer Anleihekomponente und schnitten wesentlich besser als Aktien ab. Abb. 2 veranschaulicht diesen Trend.

Fazit

Neben dieser Fähigkeit, in unterschiedlichen Phasen Rallys sowohl an den Aktien- als auch den Anleihemärkten zu nutzen, beträgt die Volatilität globaler Wandelanleihen – Maßstab für das mit einem Wertpapier verbundenen Risiko – im Durchschnitt nur rund 45% der Volatilität von Aktien.

Anzeige

Wer sein Geld ökologisch sinnvoll und rentabel anlegen will, vertraut seit 1991 auf den Informationsdienst Öko-Invest.



Er liefert alle 14 Tage (per Post) aktuelle Analysen, Übersichten und Tipps zu

- nachhaltigen Fonds, Wind-, Solar- und Wasserkraftbeteiligungen
- ca. 40 nachhaltigen Titeln im Musterdepot, z.B. Aktien von Shimano und Umweltbank (Kursgewinne jeweils ca. 800%)
- 25 Natur-Aktien im Index nx-25 (+565% von 2003 bis 2015)
 30 Solar-Aktien im Index PPVX (+446% von 2003 bis 2015)
- ausserbörslichen Aktien wie z.B. der BioArt AG oder Öko-Test Holding AG
- Warnungen vor (grün-)schwarzen Schafen.



Das **Handbuch Grünes Geld 2020** enthält (in der 8. aktualisierten

Auflage) auf rund 360 Seiten wieder einen umfassenden Überblick über nahezu alle Öko-Investment-Möglichkeiten samt neuer Kapitel wie Green Bonds und Crowd-Investments.

Das Handbuch (Einzelpreis 24,90 Euro inkl. Versand mit Rechnung) und ein **kostenloses Öko-Invest-Probeheft** können Sie abrufen beim Öko-Invest-Verlag Schweizertalstr. 8-10/5, A-1130 Wien Tel. 0043-1-8760501 oeko-invest@teleweb.at



Interview mit Siegfried Hofreiter, Gründer und CEO, KTG Agrar SE

"Konsequent investiert, damit jeder Bereich für sich marktführend wird"

BondGuide sprach mit KTG-Agrar-Gründer Siegfried Hofbauer über Investitionen, Bilanz und Zahlen – und natürlich, wie sich KTG eine Refinanzierung der ausstehenden Anleihen vorstellt.

BondGuide: Herr Hofreiter, selbst der "Granzgroßbauer" [Artikel aus der ZEIT] sah sich zuletzt zu einem Brief an Investoren bemüßigt, nochmals Vertrauen zuzusprechen. Als Vorstand kommentiert man eigentlich eigene Kurse nicht, mindestens nicht gern. Sind wir am Kapitalmarkt gerade an einem Punkt, wo man über seinen Schatten springen muss?

Hofreiter: Wir sind ja schon seit 2010 am Anleihemarkt. In dieser Zeit hat es jedes Jahr mindestens eine Phase mit hoher Volatilität gegeben, in der die Kurse zahlreicher Anleihen ohne ersichtlichen Grund betroffen waren. In solchen besonderen Zeiten dürfen Anleger zu Recht eine Kommentierung des Unternehmens erwarten. Wir konzentrieren uns aber grundsätzlich auf operative Meldungen, so wie es unsere Tochter KTG Energie mit hervorragenden vorläufigen Zahlen getan hat. Doch gerade im Januar ist dies in der Landwirtschaft naturgemäß schwierig. In den kommenden Wochen ist aber weiterhin mit positivem Newsflow bei KTG zu rechnen.

BondGuide: Die KTG-Anleihe 2011/17 ist mit 210 Mio. EUR eine der größten am Markt, fällig im Juni 2017. Ab wann gehen Sie die Refinanzierung an?

Hofreiter: Wir haben bei der Anleihe 2015 gezeigt, dass wir das Thema frühzeitig und professionell angehen. Darauf können Anleger auch in diesem Fall vertrauen: Wir bereiten uns schon seit Herbst 2015 darauf vor.

Nur drei bis sechs Monate Vorlauf für die Refinanzierung einer Anleihe halte ich für fahrlässig.



Foto: KTG Agrar

BondGuide: Wie viel Vorlauf muss man einplanen, drei, sechs oder mehr Monate?

Hofreiter: Drei bis sechs Monate halte ich für fahrlässig. Wir starten gute 20 Monate vor Fälligkeit, um in Ruhe alle Optionen zu prüfen und die für uns passenden auszuwählen. Unser Ziel ist es, bereits im Herbst dieses Jahres – also rund neun Monate vor Fälligkeit – die Refinanzierung finalisiert zu haben.

Bond*Guide*: Welche Optionen ziehen Sie dazu in Betracht, dieses Mal vielleicht einen Mix aus verschiedenen Varianten?

Hofreiter: Uns stehen mehrere Optionen zur Verfügung, die wir intensiv prüfen und verhandeln, angefangen bei klassischen Bankdarlehen bis hin zum Heben von stillen Reserven. Es wird oft unterschätzt, dass ab einem Volumen von 100 Mio. EUR großes Interesse von internationalen Investoren gezeigt wird, damit nehmen die Optionen nochmals zu.

BondGuide: ...vielleicht auch ein eigenkapitalnahes Instrument, wie einen Genussschein oder eine Kombination?

Hofreiter: KTG ist seit 2007 am Kapitalmarkt und hat stets gehalten, was versprochen wurde. Schon während unserer massiven Investitionsphase sind wir profitabel gewachsen - der Umsatz legte in nur fünf Jahren von 32 Mio. EUR um über 600% auf 234 Mio. EUR zu und das EBITDA kletterte von 12 auf 54 Mio. EUR. Wir haben pünktlich unsere Zinsen gezahlt, die erste Anleihe getilgt und das in diesem Zeitraum in uns gesetzte Vertrauen stets voll erfüllt. Als verlässlicher Emittent halte ich ein eigenkapitalnahes Instrument als Teil der Refinanzierung ebenfalls für gut vorstellbar, aber dazu gibt es noch keine Entscheidung.

BondGuide: Es wurde ja einige Male durchaus Kritik laut, KTG führe mit seiner Bilanzstruktur einen "heißen Reifen" - Sie verweisen auf stille Reserven, bisher ungehoben. Wie sieht das aktuell aus?

Hofreiter: KTG Agrar ist mit Landwirtschaft, erneuerbarer Energie und Nahrungsmittelproduktion in drei kapitalintensiven Branchen aktiv. Auf der anderen Seite sind es auch sehr spannende Bereiche mit viel Potenzial. Wir haben konsequent investiert, damit jeder Bereich für sich genommen eine führende Position in

seinem Markt erreicht. Dies ist uns gelungen. Dabei haben wir echte Sachwerte geschaffen: Ackerland, Agrarimmobilien, starke Lebensmittelmarken mit entsprechenden Produktionskapazitäten und Biogasanlagen. Alles steht gemäß HGB zu Anschaffungskosten in unserer Bilanz. Ein Beispiel: Wäh-



Foto: KTG Agrar

rend die Aktie der KTG Energie an der Börse bei über 11 EUR notiert, ist sie bei uns weiter zu je 1 EUR bilanziert. Dies entspricht einer stillen Reserve von mehr als 30 Mio. EUR oder über 5 EUR pro Aktie der KTG Agrar.

BondGuide: Können Sie uns schon etwas zum Jahresabschluss 2015 sagen?

Hofreiter: Der Jahresabschluss 2015 wird derzeit erstellt. Die hervorragende Entwicklung unserer Tochter KTG Energie zeigt jedoch schon, wohin die Reise geht: Die Gesamtleistung der KTG Energie legte im Geschäftsjahr 2014/15 von 73 auf 92 Mio. EUR zu und das EBITDA stieg um 15% auf 25 Mio. EUR. Damit sind wir in der KTG Gruppe auf einem guten Weg, unser 2014-Konzern-EBITDA von 54 Mio. EUR deutlich zu übertreffen und die Umsatzmarke von einer Viertelmilliarde Euro zu knacken.

BondGuide: Und wie geht es weiter?

Hofreiter: Die Investitionsphase haben wir abgeschlossen und neue, klare Ziele formuliert: Optimierung und Ertragssteigerung. Jetzt gilt es, Synergiepotenziale zu heben und unsere Kapazitäten auszulasten. Innerhalb unserer Gruppe ergeben sich dazu nach den massiven Investitionen erhebliche Potenziale. Ein Beispiel: Wir bewegen pro Jahr weit über 1 Mio. Tonnen Agrarrohstoffe. Lagerung und Logistik sowie Precision Farming und Big Data eröffnen hier erhebliches Effizienzsteigerungspotenzial. Sie merken: KTG Agrar ist gerade erst am Anfang der Erntephase. Für die kommenden Jahre haben wir die Umsatzmarke von einer halben Milliarde Euro fest im Visier - bei steigenden Margen.

BondGuide: Herr Hofreiter, danke wie gewohnt, dass Sie uns kurzfristig Rede und Antwort standen.

Das Interview führte Falko Bozicevic.

Messe Düsseldorf





Ein Kommentar von Fondsmanager Ralf Meinerzag, Steubing

Standpunkt

Mittelstandsanleihen: Was ist passiert?

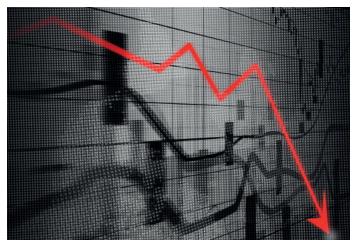
Im "Standpunkt German Mittelstand" äußert sich das Team um Ralf Meinerzag regelmäßig zum Markt für Mittelstands- und Hochzinsanleihen.

Schlechter hätte der Start ins Jahr 2016 für den Markt für Mittelstandsanleihen nicht laufen können: Innerhalb einiger Tage brach das Firmenkonstrukt German Pellets in sich zusammen und die Firma Scholz verlagerte ihren Firmensitz nach London, um ihre Anleihen dort nach den für das Unternehmen moderateren Regeln abwickeln zu können. Faktisch haben sich damit wohl mehr als 400 Mio. EUR Gläubigergelder in Luft aufgelöst.

"Schon wieder" werden die Skeptiker dieses Marktsegments sagen. Besonders traurig erscheint es dabei, dass gerade bei German Pellets sehr viele Privatanleger betroffen sind. Allein die erste Anleihe, sie wurde im Jahr 2011 direkt nach der Katastrophe von Fukushima begeben, hatte eine sehr hohe Nachfrage von umweltbewussten Kleinanlegern. Diese Anleger müssen von Unternehmen wie German Pellets, bei denen die Presse teilweise eine betrügerische Absicht vermutet, extrem enttäuscht sein. Deswegen sehen wir auch keine Möglichkeit mehr, mittelfristig Privatanleger zu begeistern, auch über das Vehikel unseres Mittelstandsfonds, in dieses Marktsegment zu investieren.

Das ist schade, denn nicht alle Unternehmen, die sich in diesem Markt tummeln, sind schlecht. Die letzten Jahre haben uns aber gelehrt, dass in diesem Segment eine nicht vorhandene Kapitalmarktkommunikation das Research eines Fonds verhindert. Es ist sehr schwierig, hinter die Wände der Unternehmen, die sich in diesem Segment bewegen, zu schauen. Wir sind uns aber sicher, dass es hier auch noch die eine oder andere Perle geben wird.

In den letzten Wochen sind faktisch alle Mittelstandsanleihen in "Sippenhaft" genommen worden, weil sie nicht direkt mit "Good News" glänzen konnten, als sich Unsicherheit insbesondere bei den Privatanlegern breit machte. In einem engen Markt reichten teilweise schon Verkaufsorder von ein paar Tausend Euro aus, um



In den letzten Wochen sind faktisch alle Mittelstandsanleihen in "Sippenhaft" genommen worden, weil sie nicht direkt mit "Good News" glänzen konnten.

Illustration: naypong – Fotolia.com

Anleihen auf Talfahrt zu schicken. Viele teilweise verunsicherte und enttäuschte Privatanleger sahen sich zum Handeln gezwungen – professionelle Anleger ließen sich Zeit, bis sie zugegriffen haben – aber auch nur bei Anleihen, die die Profis als sicher einstuften.

Gibt es ein Weiter? Niemand hat eine Glaskugel auf seinem Schreibtisch stehen. Wir sind uns sicher, dass sich Privatanleger so schnell nicht mehr auf das "Marketingsprech" selbst der guten Anleiheemittenten einlassen. Professionelle Investoren werden weiterhin nach verschiedenen Kriterien entscheiden: Dazu gehört das Risiko des Geschäftsmodells des Unternehmens, die Werthaltigkeit der Sicherheiten, die Höhe des Kupons und nicht zuletzt die Glaubwürdigkeit des Managements in der Kapitalmarktkommunikation – insgesamt eine Erhöhung der Transparenz. Alles Dinge, die wir seit mehr als zwei Jahren einfordern. Zusätzlich muss es für Unternehmen zukünftig Beschränkungen geben, inwiefern Privatanleger an den Emissionen beteiligt werden dürfen. Nachhaltig sollte es auch Instrumente geben, die dies über die gesamte Laufzeit einer Anleihe sicherstellen.



Investor Relations im Zyklus der Märkte -

Rudergänger oder Navigator in schwerer See?

23. und 24 Mai 2016 in Frankfurt am Main



Co-Initiator:



Konferenzinhalt u.a.

- · Keynotes
- Podiumsdiskussionen
- Case Studies
- Fachmesse
- "IR-BarCamp"
- Roundtables
- Alumni-Treffen
- Networking
- · Deutsch und Englisch

Weitere Informationen finden Sie unter www.dirk.org/konferenz

Deutscher IR-Preis

"Deutscher Investor Relations Preis 2016", ermittelt von Extel Surveys, verliehen von der WirtschaftsWoche im Rahmen einer festlichen Abendveranstaltung mit gesetztem Dinner.









Platin-Partner und Sponsor des IR-Apéros



Platin-Partner und Sponsor des Gala-Abends



Hauptmedien-Partner

Börsen-Zeitung

Gold-Partner















Silber-Partner



































Bronze-Partner













Medien-Partner























Die Emittentenumfrage von Bond Guide

"Meine Erfahrungen mit dem Kapitalmarkt sind durchweg positiv"

Fritz Homann, Geschäftsführer, Homann Holzwerkstoffe

BondGuide: Was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen einzuflößen?

Homann: Wir informieren unsere Investoren kontinuierlich über unsere operative Entwicklung – nicht nur zu den Pflichtterminen zum Jahres- und Halbjahresabschluss. Dabei äußern wir uns aber nur, wenn wir etwas Substanzielles zu vermelden haben. Belanglose Informationen, reine Wasserstandsmittteilungen, werden Sie und unsere Investoren nicht von uns zu lesen bekommen. Wir sind für unsere Investoren da und stehen für persönliche Gespräche zur Verfügung. Die Grundlage für Vertrauen bleibt aber stets, operativ einen guten Job zu machen und die strategisch geplanten Projekte konsequent umzusetzen.

Bond*Guide*: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Homann: Meine Erfahrungen mit dem Kapitalmarkt sind durchweg positiv. Wir haben neue Sichtweisen kennengelernt, die für uns sehr wertvoll sind. Ich stehe der Finanzierungsalternative der KMU-Anleihe positiv gegenüber.



Fritz Homann

"Begebung einer Anleihe für weitere, ähnlich gelagerte Projekte durchaus vorstellbar"

Jörg Zochert, Geschäftsführer, KSW Immobilien GmbH & Co. KG

BondGuide: Tun Sie etwas, falls ja, was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen einzuflößen? Zochert: Wir haben unseren Anleihegläubigern sowie interessierten Investoren gegenüber von Anfang an kontinuierlich und transparent kommuniziert. Neben den Pflichtveröffentlichungen sowie der regelmäßigen Veröffentlichung von Pressemitteilungen wurde von uns im Rahmen der Anleihebegebung eine Anleihehotline eingerichtet. Anlegern werden hier die für sie wichtigen Fragen auf Wunsch telefonisch oder per E-Mail beantwortet. Des Weiteren stellen wir einen Newsletter zur Verfügung, der über den aktuellen Baufortschritt sowie die Anleihe informiert. Und schließlich gibt es einen sogenannten "KSW-Online-Datenraum", in den wir für interessierte Anleger regelmäßig aktuelle Bilder zur Bautätigkeit sowie Informationen zur Anleihe bzw. dem Bautenstand (Pressemitteilungen sowie den Newsletter) einstellen und wofür wir regelmäßig äußerst positives Feedback erhalten. So können auch Investoren, die nicht vor Ort in Leipzig sind, sich ein Bild über den jeweiligen Bautenstand des "Kosmos-Ensembles" machen.

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Zochert: Die Begebung der Immobilien-Projektanleihe 2014 war eine richtige Entscheidung, die uns ermöglichte, die Gesamtfinanzierung des "Kosmos-Ensembles" zu realisieren und zügig mit der Umsetzung des Projektes beginnen zu können. Daher stellt die Begebung einer Anleihe für uns aus heutiger Sicht für eventuell weitere, ähnlich gelagerte Projekte in der Zukunft durchaus wieder eine von mehreren Finanzierungsoptionen



Jörg Zochert

BondGuide: Welches Fazit ziehen Sie seit der Emission Ihrer (ersten) Anleihe?

Zochert: Durch die Immobilien-Projektanleihe für das "Kosmos-Ensemble" in Leipzig konnten wir wichtige Erfahrungen im Hinblick auf diese Finanzierungsform und den Kapitalmarkt sammeln. Eine Anleihe stellt aus unserer Sicht eine interessante Finanzierungsmöglichkeit dar und wir sind froh, dass wir uns 2014 für die Begebung dieser Projektanleihe entschieden haben.

"Regelmäßige und transparente Kommunikation wichtiger als ein Rating"

Remco Westermann, Vorstandsvorsitzender, gamigo AG

BondGuide: Was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen abzugewinnen?

Westermann: In der Kommunikation ist uns der Austausch mit den verschiedenen Akteuren am Kapitalmarkt wichtig. Wir informieren regelmäßig und transparent über unser Geschäftsmodell, unsere Plattformstrategie sowie unsere Wachstumspläne. Neben unseren Veröffentlichungen zu Zahlen und der Geschäftsentwicklung bin ich im regelmäßigen persönlichen Austausch mit Investoren. Wir haben die Erfahrung gemacht, dass dies effektiver und vertrauensbildender ist als beispielsweise ein Unternehmensrating, gegen das wir uns ja vor einigen Jahren bewusst entschieden haben. Seitdem ist der Kurs unserer Anleihe deutlich gestiegen.

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Käme eine KMU-Anleihe für Sie wieder in Betracht?

Westermann: Als Anschubfinanzierung nach der Neuausrichtung von gamigo war die Anleihe genau richtig und wir haben die Investoren nicht enttäuscht. Zur weiteren Finanzierung unserer Wachstumsstrategie planen wir zum jetzigen Zeitpunkt keine weiteren Aktivitäten am Bond-Markt. Als nächster Schritt scheint mir der weitere Ausbau unserer Eigenkapitalbasis sinnvoller.

Bond*Guide*: Welches Fazit ziehen Sie seit der Emission Ihrer (ersten) Anleihe?

Westermann: Wir haben erlebt, dass der Anleihemarkt sich stark gewandelt hat. Grundsätzlich sind Mittelstandsanleihen ein gutes Finanzierungsinstrument sowohl für Unternehmen wie auch Investoren. Es ist aber schade, dass, trotz Ratings, so viele Anleihen geplatzt sind, wodurch dieses Instrument ein negatives Image bekommen hat, was eigentlich unnötig wäre. Für gamigo war die Anleihe eine



Remco Westermann

gute Entscheidung: Wir haben das Zeitfenster genutzt, um die Finanzmittel für eine beschleunigte Entwicklung unseres Unternehmens einzuwerben. Dass dies sowohl für das Unternehmen wie auch für die Investoren gut war, lässt sich an der steigenden Profitabilität von gamigo ablesen, so dass wir frühere Skeptiker durch Fakten überzeugen konnten. Mit kontinuierlichem Wachstum und damit einhergehenden Rentabilitätsverbesserungen hat gamigo es geschafft, nach einem schwachen Start Schritt für Schritt Vertrauen am Kapitalmarkt aufzubauen.

"Der Anleihekurs korreliert nicht immer mit der Unternehmensperspektive"

Kamil Kowalewski, CFO, VST Group

BondGuide: Tun Sie etwas, falls ja, was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen abzugewinnen? Kowalewski: Dazu gehört ganz klar eine offene Kommunikation. Gerade in diesen herausfordernden Börsenzeiten heißt es, mit Fakten überzeugen, und das immer wieder und nicht nur über Pressemitteilungen oder Infos auf der Website. Wir haben zum Beispiel Investoren und Meinungsbildner in unser Produktionswerk im slowakischen Nitra eingeladen, um unsere Technologie vor Ort sozusagen (er)fassbar zu machen. Wir nehmen aber auch regelmäßig an Kapitalmarktkonferenzen teil, um mit Investoren zu sprechen. BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung in

Kowalewski: Generell halten wir eine Anleihe als eines von vielen Finanzierungsinstrumenten nach wie vor für interessant. Allerdings

Betracht?

müssen auch die Rahmenbedingungen passen. 2015 haben wir zum Beispiel drei Wandelanleihen erfolgreich begeben mit einer Verzinsung, die unter dem Kupon unserer börsennotierten Anleihe liegt.

Bond Guide: Welches Fazit ziehen Sie seit der Emission Ihrer Anleihe?

Kowalewski: Dass der Anleihekurs nicht immer mit der Unternehmensperspektive korreliert. Umso wichtiger ist es, regelmäßig zu kommunizieren und zu zeigen, dass wir über ein funktionierendes und aussichts-



Kamil Kowalewski

reiches Geschäftsmodell verfügen sowie über eine solide Basis mit starken Partnerschaften und uns damit von anderen Emittenten abheben.

"Eine Anleihe ist eine von mehreren Möglichkeiten – aber nicht um jeden Preis"

Dr. Thomas Wolfensberger, Vorstandsvorsitzender, Peach Property AG

BondGuide: Tun Sie etwas, falls ja, was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen abzugewinnen?

Wolfensberger: Wir halten es für wichtig, kontinuierlich in Kontakt mit Investoren zu sein, um zu zeigen, dass wir mit dem verstärkten Fokus auf eine rentable und wertsteigernde Bestandshaltung bestens aufgestellt sind und Börsenturbulenzen unser operatives Geschäft nicht beeinflussen. Zentral ist aber natürlich immer auch, die entsprechenden konkreten Taten folgen zu lassen.

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung in Betracht?

Wolfensberger: Eine Anleihe ist für uns durchaus eine Möglichkeit zur Refinanzierung von Verbindlichkeiten und zur Finanzierung des weiteren Wachstums. Das allerdings nicht um jeden
Preis, da uns als bi-nationales Unternehmen Optionen sowohl in
Deutschland als auch der Schweiz offenstehen. So haben wir im
vergangenen Jahr die Emission einer weiteren Anleihe in Deutsch-

land abgesagt, weil der deutsche Markt das geplante Volumen zu diesem Zeitpunkt nicht hergab. Kurz darauf haben wir erfolgreich eine Hybridanleihe in der Schweiz platziert und dadurch 25 Mio. CHF zu sogar noch attraktiveren Konditionen generieren können.

BondGuide: Wie regelmäßig informieren Sie Ihre Investoren, wie oft kann man Sie persönlich auf Events sprechen?

Wolfensberger: Wir sind mehrmals im Jahr



Dr. Thomas Wolfensberger

auf Kapitalmarktkonferenzen vertreten und treffen Investoren auch auf Roadshows. Einmal im Jahr laden wir Investoren, Analysten und Medienvertreter zu einer Bilanzkonferenz nach Zürich ein. Natürlich informieren wir auch durch Medienmitteilungen sowie Jahres- und Halbjahresberichte und veröffentlichen quartalsweise ein Asset Reporting mit umfangreichen Details zum Immobilienportfolio.

"Eigentlich hätten wir eine Rating-Verbesserung verdient – und erwartet"

Dr. Bernd Kirsten, CEO, Golfino AG

BondGuide: Ihr Geschäftsjahr 2014/15 ist mit einem Umsatz von 36,5 Mio. EUR zu Ende gegangen. Das Rating ist jedoch bei mauen B+ verharrt. Wie schätzen Sie dies ein?

Kirsten: Wir hatten uns etwas mehr vorgenommen, sollten aber zufrieden sein mit dem Geschäftsjahr: Der Umsatz stieg um 1%. Wir konnten auch unser EBIT leicht erhöhen und eine stetige Entwicklung aufweisen. Im Einzelhandel haben wir eine Standortoptimierung durchgeführt und die Profitabilität gesteigert. Aufgrund des großen globalen Potenzials erwarten wir in den nächsten Jahren ein hohes Umsatzwachstum. Hierfür sind die Grundlagen gelegt mit Investitionen in Software, Logistik und Personal. Übrigens liegt unser EBIT 2014/15 auf einem ähnlichen Niveau wie vor der Anleiheemission.

BondGuide: Hatten Sie nicht eine Ratingverbesserung erwartet? Kirsten: Das ist richtig. Allein die völlig normale Tatsache, dass die Anleihe mehr als ein Jahr vor Fälligkeit noch nicht refinanziert ist, gab den Ausschlag für die aktuelle Ratingnote.

Bond*Guide*: Wie entwickeln sich die neu erschlossenen Märkte China und USA sowie E-Commerce?

Kirsten: Uns ist der Markteintritt seit 2013 gut gelungen. In den USA konnte der Umsatz im Geschäftsjahr 2014/15 mehr als verdoppelt werden, und auf der PGA Messe in Orlando im Januar haben wir hervorragendes Feedback erhalten. In Asien sind wir gut vertreten, gehen jedoch aufgrund einer vorübergehenden

Stimmungseintrübung für dieses Jahr nicht von zusätzlichem Wachstum aus. Kompensiert wird dies durch eine kurzfristige Schwerpunktverlagerung in die USA. Die Aussichten auch in China bleiben jedoch mittelfristig sehr gut. Im Bereich E-Commerce sind wir um 22% gewachsen. Aufgrund des erfolgten Relaunchs der Website und der personellen Verstärkung im E-Commerce erwarten wir in diesem Geschäftsjahr ein Plus von 30 bis 40%.



Or. Bernd Kirsten

BondGuide: Ihre Anleihe ist 2017 fällig. Welche Anschlussfinanzierungsmöglichkeiten kommen für Golfino realistisch in Frage?

Kirsten: Uns liegen verschiedene interessante Optionen für Anschlussfinanzierungen vor. Diese werden intensiv geprüft, um die für Golfino geeignete Strategie festzulegen und umzusetzen. Was uns übrigens auch die Creditreform zutraut. Wir schließen auch die institutionelle Privatplatzierung einer neuen Anleihe nicht aus.

BondGuide: Tun Sie etwas, falls ja, was, in diesen volatilen Börsenzeiten, um Investoren Vertrauen einzuflößen?

Kirsten: Wir sprechen zum Beispiel mit Ihnen in diesem Interview, aber auch direkt mit unseren Investoren. Außerdem veröffentlichen wir gelegentliche Pressemitteilungen zur Geschäftsentwicklung.

"Es ist enorm wichtig, nicht nur alle paar Jahre aus der Versenkung aufzutauchen" Dr. Michael Müller, Vorstandsvorsitzender, Eyemaxx Real Estate

Bond Guide: Was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen abzugewinnen?

Müller: Regelmäßig kommunizieren und vor allem operativ jeden Tag überzeugen – so einfach ist das im Prinzip. Das ist in Zeiten, in denen alle Emittenten gern mal in einen Topf geworfen und abgestraft werden, ein mühsames Unterfangen, aber wir sind es unseren Anlegern schuldig und leisten diesen erhöhten Kommunikationslevel deshalb gern.

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Müller: Ich meine auch weiterhin, dass Anleihen ihren Platz im Finanzierungsmix für Unternehmen haben. Wir wollen nach Möglichkeit Anleihen auch weiterhin als einen Baustein einsetzen. Natürlich müssen die Konditionen dafür akzeptabel sein, so dass wir Mehrwert für Eyemaxx und die Anleger schaffen. Wenn das der Fall ist, ist die Emission einer besicherten Anleihe eine

sinnvolle konkrete Option. Aber selbstverständlich verfügen wir immer auch über andere Möglichkeiten zur Refinanzierung. Bond Guide: Wie regelmäßig informieren Sie Ihre Investoren, wie oft kann man Sie persönlich auf Events sprechen?

Müller: Als börsennotiertes Unternehmen im regulierten Markt sind wir einen transparenten Dialog mit dem Kapitalmarkt gewöhnt. Wir berichten umfangreich über die



Dr. Michael Müller

Unternehmensentwicklung und die Finanzzahlen. Zudem pflegen wir den Kontakt mit Investoren, Multiplikatoren und Medien in Einzelgesprächen, auf Roadshows und Kapitalmarktkonferenzen – davon nehmen wir mindestens zwei bis drei pro Jahr wahr. Es ist ganz wichtig, die Anleger fortlaufend zu informieren und nicht nur alle paar Jahre aus der Versenkung aufzutauchen, wenn eine Kapitalmarkttransaktion konkret ansteht.

"Vom Kapitalmarkt nie kurzfristig treiben lassen" Thomas Olek, CEO, publity

BondGuide: Tun Sie etwas, falls ja, was tun Sie konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen abzugewinnen?

Olek: Wir sind in ständigem Austausch mit unseren Investoren, entsprechend stabil hat sich unsere börsennotierte Wandelanleihe in den Kapitalmarktturbulenzen zum Jahresauftakt gezeigt und auch unsere Aktie hat ihr Kursniveau bestens behauptet. Dabei ist es natürlich hilfreich, wenn man wie publity Anleger hat, die das Geschäftsmodell verstehen und somit sehr genau erkennen, wenn Kapitalmarktverwerfungen keine Auswirkungen auf das operative Geschäft haben. Deshalb haben wir eigentlich keinen besonderen Handlungsbedarf gesehen, letztlich entscheidend ist doch eine gute operative Entwicklung.

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Olek: Wir haben ja die Auswahl aus einem ganzen Strauß an Finanzierungsmöglichkeiten. Wir konnten im vergangenen Jahr sowohl eine Kapitalerhöhung als auch eine Wandelanleiheemis-

sion erfolgreich durchführen. Damit sind wir gut für die kommenden Co-Investments bei deutschen Büroimmobilien und die Verdoppelung der Assets under Management auf rund 3 Mrd. EUR in Zwölf-Monatsfrist gerüstet. Beim weiteren Wachstum auf Assets under Management von 5 Mrd. EUR werden wir auf Finanzierungen zurückgreifen, bei denen eine KMU-Anleihe mutmaßlich nicht der



Thomas Olek

zentrale Baustein ist – aber für die weitere Zukunft weiß man natürlich nie.

BondGuide: Lessons learnt?

Olek: Man darf sich vom Kapitalmarkt niemals kurzfristig treiben lassen. Die operativen Entscheidungen müssen immer das Wohl aller Stakeholder im Visier haben. Wenn das gelingt, dann sind die Investoren – auf der Eigen- und Fremdkapitalseite – auch glücklich. Und als größter Investor bei publity habe ich komplett gleichgerichtete Interessen mit den anderen Anlegern, das passt also.

"Eine Anleihe ist weiter eine interessante Finanzierungsoption für uns" Iram Kamal, Vorstand, Stern Immobilien

BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Kamal: Unsere Erfahrungen mit der Finanzierung über den Kapitalmarkt sind positiv. Wir haben die finanziellen Mittel eingesammelt, um Geschäftsopportunitäten optimal nutzen zu können. Die Früchte dieser Arbeit zeigen sich zusehends, aus unserer Sicht eine Win-win-Situation für das Unternehmen und die Anleihegläubiger. Wir sehen eine Anleihe weiter als eine interessante Finanzierungsoption.

BondGuide: Welches Fazit ziehen Sie seit der Emission Ihrer (ersten) Anleihe?

Kamal: Wichtig ist es, vertrauensvoll mit dem Kapitalmarkt zu kommunizieren.

Zudem muss die Anleihe vom Volumen und der Fristigkeit auch wirklich zur Geschäftstätigkeit passen.



Iram Kama

"Legen großen Wert darauf, unsere Investoren pünktlich und zeitnah zu informieren"

Tobias Fischer, Geschäftsführer, der Cloud N° 7 GmbH

BondGuide: Tun Sie etwas konkret, um Investoren gerade in diesen volatilen Börsenzeiten Vertrauen einzuflößen?

Fischer: Wir legen großen Wert darauf, unsere Investoren über die Jahres- sowie Halbjahresfinanzberichte der Cloud N° 7 GmbH sowie des Weiteren über regelmäßige Pressemitteilungen pünktlich und zeitnah mit Informationen zu versorgen. Außerdem haben wir für interessierte Anleger eine sogenannte "Anleihehotline" eingerichtet, unter der Fragen je nach Wunsch telefonisch oder auch kurzfristig per E-Mail beantwortet werden.

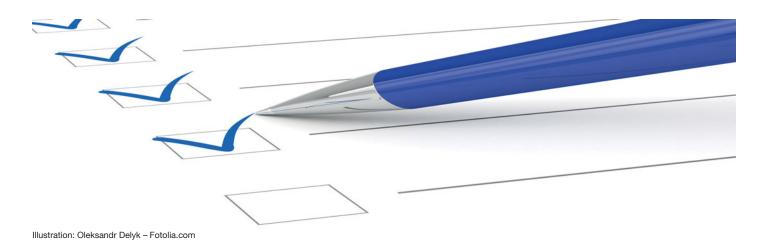
BondGuide: Wenn Sie die Wahl hätten: Würden Sie dann wieder eine KMU-Anleihe emittieren bzw. kommt eine zur Refinanzierung wieder in Betracht?

Fischer: Wir sehen dieses Vehikel als gangbaren und partnerschaftlichen Weg, großvolumige Projekte zu finanzieren. BondGuide: Welches Fazit ziehen Sie seit der Emission Ihrer (ersten) Anleihe? Fischer: Die Anleihe hat es uns zum einen ermöglicht, eine interessante Anlagealternative für unsere Investoren zu schaffen, und zum anderen die Realisierung

unseres Projektes, der Cloud N° 7, darzu-



Tobias Fischer



stellen.

NEU: Das BondGuide Whitepaper "Restrukturierung 2016"



Das Bond Guide Whitepaper Restrukturierung 2016 zeigt übersichtlich und verständlich die Best Practice für eine erfolgreiche Restrukturierung.

Das Unternehmensanleihen-Portal Bond *Guide* hat zusammen mit der u.a. auf Restrukturierungen spezialisierten One Square Advisors GmbH, München, einen Praxisleitfaden für eine erfolgreiche Unternehmenssanierung erstellt sowie eine Übersicht über den Restrukturierungsstatus aller ab 2016 fälligen KMU-Unternehmensanleihen entworfen.

Jetzt kostenlos downloaden http://gp-mag.de/bgwpr

Partner der Ausgabe im Portrait



En. Value Management ist eine Beratungsgesellschaft mit dem Fokus auf mittelständische Unternehmen. Die Erfahrung der Managing Partner ermöglicht es, Unternehmen mit komplexen Strukturen – auch im internationalen Umfeld – effizient zu begleiten. Das Team der En. Value Gruppe besteht aus 60 Spezialisten und arbeitet unabhängig an nachhaltigen Lösungen für Unternehmen, Investoren, Banken, Versicherer, Gläubiger und Insolvenzverwalter.

Mit langjähriger Praxis in der Führung von Unternehmen unterschiedlichster Branchen liefert En. Value individuelle Lösungen statt Standard-Konzepte. En. Value berät nicht nur, sondern übernimmt Verantwortung und steht seinen Kunden aktiv zur Seite. Die passenden Konzepte werden bei Bedarf auch operativ und im Detail umgesetzt.

Fachwissen und das richtige Handwerkszeug sind wichtig, aber die Managing Partner haben praktisch alle Unternehmenssituationen selbst durchlebt, auch die Krise. Deshalb agiert En.Value auf Augenhöhe. Mit einer professionellen Kommunikation werden die Menschen im Unternehmen sowie die externen Adressaten mitgenommen.

Das Bestreben von En.Value ist es, gemeinsam mit den Verantwortlichen und dem Team das Unternehmen besser aufzustellen, und wenn nötig zu sanieren. En.Value begleitet Sie in allen Situationen, auch in der Krise, mit dem Fokus auf Erhalt und Steigerung des Unternehmenswertes.

Kontakt:

Dr. Karl Kuhlmann

E-Mail: k.kuhlmann@en-value.com

Tel.: +49 761 3849 3979 www.en-value.com





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.

Kontakt:

Stephan Däschler E-Mail: stephan.daeschler@eqs.com

Tel.: +49 89 21 02 98-26

www.eqs.com





GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB ist eine der führenden Wirtschaftskanzleien in Deutschland. Mit 250 Anwälten an sechs 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 bei finanziellen Restrukturierungen. GÖRG verfügt insbesondere über umfangreiche Erfahrung bei der Restrukturierung von Unternehmensanleihen nach dem Schuldverschreibungsgesetz.

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

Kontakt:

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



HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK

Heuking Kühn Lüer Wojtek ist mit mehr als 300 Rechtsanwälten, Steuerberatern und Notaren eine große deutsche wirtschaftsberatende Sozietät, die international tätig ist. Wir sind an acht Standorten in Deutschland sowie in Brüssel und Zürich vertreten.

Unsere Mandanten können auf ein Team aus erfahrenen Rechtsexperten zurückgreifen, das sich auf die Strukturierung und Platzierung von Unternehmensanleihen spezialisiert hat. Insbesondere in den neuen Mittelstandssegmenten der deutschen Börsen sind wir regelmäßig tätig und nehmen hier eine Spitzenstellung im Markt ein. Das Beratungsspektrum umfasst darüber hinaus alle Aspekte der sonstigen Kapitalbeschaffung am Kapitalmarkt, etwa durch Equity-Line-Finanzierungen, die Begebung von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Genussscheinen etc.

Wir bieten ein echtes Full-Service-Angebot, das auch die Unterstützung bei der Erstellung von Wertpapierprospekten für das öffentliche Angebot und die Zulassung zu einer Börse

umfasst. Auch in der laufenden Betreuung börsennotierter Aktiengesellschaften verfügen wir über umfassende Expertise. Junge und etablierte Unternehmen betreuen wir in allen Finanzierungs- und Wachstumsphasen bis hin zum IPO. Ausländische Emittenten haben wir bei der Notierungsaufnahme in Frankfurt, auch beim Dual Listing, beraten.

Kontakt:

Dr. Anne de Boer, LL.M. E-Mail: a.deboer@heuking.de

Tel.: +49 711 22 04 579-51, Fax: +49 711 22 04 579-55

Dr. Thorsten Kuthe

E-Mail: t.kuthe@heuking.de

Tel.: +49 221 20 52-476, Fax: +49 221 20 52-1

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

E-Mail: m.sickinger@heuking.de

Tel.: +49 221 20 52-596, Fax: +49 221 20 52-1

www.heuking.de



Die ICF BANK AG Wertpapierhandelsbank ist eine der führenden Wertpapierhandelsbanken in Deutschland. Sie bietet institutionellen Kunden und mittelständischen Unternehmen umfassende professionelle Dienstleistungen im Wertpapierhandel und im Kapitalmarkt. Der Geschäftsbereich Capital Markets ist wie folgt strukturiert:

Equity & Debt Capital Markets

- Börsengänge (Aktien, Anleihen, Mezzanine Finanzierungen)
- Sekundärmarktplatzierungen in o.g. Produkten
- Privatplatzierungen inklusive vorbörslicher Finanzierungen

Institutional Sales Equity & Debt

- Vermarktung von Kapitalmarkttransaktionen
- Mehr als 100 Roadshows p.a. mit Mittelstandsunternehmen (deal-/non-deal-related) bei institutionellen Investoren in Europa
- Umsetzung von außerbörslichen Platzierungen (Block Trades)
- Entwicklung und Vermarktung von Handelsstrategien

Designated Sponsoring

- Persönliches "AA"-Market Making
- Individuelle Unternehmensbetreuung mit Blick auf die Sekundärmarkt-Entwicklung der entsprechenden Aktie
- Abwicklung von Aktienrückkauf-Programmen, Mitarbeiterbeteiligungs-Programmen, öffentlichen Übernahmeverfahren

Kontakt:

Sascha Rinno E-Mail: s.rinno@icfbank.de Tel.: +49 69 92877-501 www.icfbank.de





Die KFM Deutsche Mittelstand AG ist Initiator des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS und auf die Analyse und die Auswahl von Investments in festverzinsliche Wertpapiere mittelständischer Unternehmen spezialisiert. Für den Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS analysieren die Experten der KFM AG permanent nahezu jeden einzelnen Emittenten.

Bei der Analyse und Auswahl der Investments kommt das KFM-Scoring-Modell zum Einsatz, das exklusiv für den Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS eingesetzt wird. Nur wenn die Prüfungsergebnisse zur Bonität des Unternehmens und Qualität des Wertpapiers positiv abgeschlossen werden, kann im Anlageausschuss eine Anlageempfehlung für den Fonds im Sinne der Anleger erfolgen.

Die KFM Deutsche Mittelstand AG verfügt über ein langjähriges Netzwerk zu Vermögensverwaltern, Direktbanken und Finanzdienstleistern. Die Vermittlung der Fondsanteile erfolgt über diese Netzwerkpartner und auch über die Börsen in Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf und Hamburg/Hannover.

Die KFM Deutsche Mittelstand AG wurde beim Großen Preis des Mittelstandes in 2015 als Finalist ausgezeichnet. Als Gründe für die Auszeichnung wurde die Initiierung des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS, das Auswahl- und Überwachungsverfahren KFM-Scoring und die überdurchschnittliche erfolgreiche Entwicklung des Deutschen Mittelstandsanleihen FONDS besonders hervorgehoben.

Kontakt:

Hans-Jürgen Friedrich E-Mail: hj.friedrich@kfmag.de Tel.: +49 211 210 737 40 www.kfmag.de www.dma-fonds.de



Luther.

Luther ist mit mehr als 350 Rechtsanwälten und Steuerberatern an zehn deutschen Wirtschaftsplätzen vertreten. Durch ihre große regionale Vernetzung und ihren Full-Service-Ansatz ist Luther die Kanzlei für den Mittelstand.

Praxis Kapitalmarktrecht und Restrukturierung auf den Punkt:

- Großes und erfahrenes Team von 13 Partnern, 4 Counsel und 18 Associates im Bereich Kapitalmarktrecht und 16 Partnern und 6 Associates im Bereich Restrukturierung
- Regelmäßige Begleitung von Kapitalmarkttransaktionen
- Sehr namhafte Referenzmandate
- Anerkennung des Spezial-Know-hows durch Anwaltshandbücher wie JUVE etc.

Tätigkeitsfelder unter anderem:

- Strukturierung von Unternehmensanleihen/Erstellung des Wertpapierprospekts
- Betreuung bei Folgepflichten aus dem Listing (Melde- und Mitteilungspflichten, Insiderrecht)

- Debt-Equity-Swaps
- Refinanzierung von (Mittelstands-)Anleihen
- Betreuung und Durchführung von Gläubigerversammlungen
- Börseneinführungen und Kapitalerhöhungen
- Umplatzierung von Aktien und Segmentwechsel
- Delistings und Squeeze-outs
- Begleitung einer Vielzahl von Aktiengesellschaften bei ihren Hauptversammlungen

Kontakt:

Ingo Wegerich
Rechtsanwalt und Partner
Tel.: +49 69 27229 24875
E-Mail: ingo.wegerich@luther-lawfirm.com

www.luther-lawfirm.com





One Square Advisors ist der Spezialist und Marktführer für Corporate Finance Beratung bei Mittelstandsanleihen und steht Gläubigern in Finanzrestrukturierungsfällen in komplexen und häufig grenzüberschreitenden Situationen mit kreativen Lösungen zur Seite. Alle Partner und Teammitglieder verfügen über jahrzehntelange Erfahrung sowohl in dem Corporate Finance Geschäft, inkl. M&A, Strukturierung von Kapitallösungen sowie in der Restrukturierung und waren in führenden Beratungsgesellschaften, Investmentbanken und der Industrie tätig.

Beratung von Kapitalgebern

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

Beratung bei Finanzrestrukturierungen

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

Distressed M&A

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

Debt Capital Markets

Unterstützung und Beratung von institutionellen Investoren und Unternehmen bei der Herbeiführung von Finanzierungstransaktionen. Prozesssteuerung von der Anbahnung bis zum Closing.

Kontakt:

E-Mail: fg@onesquareadvisors.com

Tel.: +49 89 159 898 0 Fax: +49 89 15 98 98 22 www.onesquareadvisors.com



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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
Singulus (2017)	Maschinenbau A1MASJ	Mrz 12	Entry Standard	55	ja	7,75%	 	23,29	302,1%	Oddo Seydler Bank	* *
eno energy (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V5	Jun 11	PM DÜS (C)	10	nein	7,38%	CCC ⁸⁾ (CR)	63,01	252,5%	GBC, Bankhaus Neelmeyer	*
Karlie Group (2018)	Heimtierbedarf A1TNG9	Jun 13	Entry Standard	10	nein	6,75%	B ⁸⁾ (SR)	9,20	208,6%	Viscardi (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
Travel24 (2017)	Online-Reisen A1PGRG	Sep 12	Entry Standard	21	nein	7,50%		21,00	189,2%	Acon Actienbank	*
René Lezard (2017)	Modehändler A1PGQR	Nov 12	Entry Standard	15	ja	7,25%	CCC ⁸⁾ (CR)	22,85	151,5%	Schnigge (AS), UBJ (LP)	*
Laurèl (2017)	Damenbekleidung A1RE5T	Okt 12	Entry Standard	20	ja	7,13%	CCC ⁸⁾ (CR)	26,00	135,5%	Oddo Seydler Bank	*
Peine (2018)	Modehändler A1TNFX	Jun/Jul 13	FV S	4	nein	8,00%	C ⁹⁾ (CR)	20,00	121,0%	quirin Bank	*
Royalbeach I (2016)	Sportartikel A1K0QA	Okt 11	FV S	12	nein	8,13%	BB ⁸⁾ (CR)	64,00	101,5%	FMS	**
More & More (2018)	Modehändler A1TND4	Jun 13/Feb 14	FV S	10	ja	8,13%	CC ⁹⁾ (CR)	36,00	76,1%	quirin bank	*
Beate Uhse (2019)	Erotikartikel A12T1W	Jul 14	Entry Standard	30	ja	7,75%	BB- ⁹⁾ (EH)	23,27	75,2%	Scheich & Partner (AS), Wegerich & Cie ¹¹⁾ (LP)	*
ARISTON (2016)	Immobilien A1H3Q8	Mrz 11	FV FRA	3	nein	7,25%		96,50	70,7%		*
Ekosem I (2017)	Agrarunternehmen A1MLSJ	Mrz 12	Bondm	50	ja	8,75%	CCC ⁸⁾ (CR)	65,00	61,1%	Fion	*
Smart Solutions (vorm. Sympatex) (2018)	Funktionstextilien A1X3MS	Dez 13	Entry Standard	13	ja	8,00%	CCC ⁸⁾	40,95	52,7%	Oddo Seydler Bank	*
Herbawi (2019)	Modehändler A12T6J	Okt 14	FV FRA	1	nein	7,75%	B+ ³⁾⁹⁾ (Feri)	35,00	51,5%	DICAMA	*
BDT Automation (2017)	Technologie A1PGQL	Sep/Okt 12	Entry Standard	17	nein	8,13%	CCC ⁸⁾	62,00	45,4%	Oddo Seydler Bank (AS), DICAMA (LP)	*
Steilmann-Boecker I (2017)	Modehändler A1PGWZ	Jun 12/Jun 13 & Mrz/Aug 15		45	ja	6,75%	BBB- ⁸⁾ (CR)	69,50	39,7%	Schnigge (AS), VEM Aktienbank (LP) Oddo Seydler Bank (Aufstockung)	***
Rickmers (2018)	Logistik A1TNA3	Jun/Nov 13 & Mrz/Nov 14	Prime Standard	275	ja	8,88%	B- ⁸⁾ (CR)	61,13	36,2%	Oddo Seydler Bank	**
Steilmann-Boecker III (2017)	Modehändler A14J4G	Mrz 15	FV FRA	10	ja	7,00%	BBB-8) (CR)	77,93	35,6%	Oddo Seydler Bank	***
Maritim Vertrieb II (2016)	Logistik A13R5R	Nov 14	FV HH	25	ja	8,25%		94,15	33,8%	Acon Actienbank	** **
Ekosem II (2018)	Agrarunternehmen A1R0RZ	Nov 12/Okt 13	Bondm	78	ja	8,50%	CCC ⁸⁾ (CR)	59,00	33,0%	Fion	*
Identec (2017)	RFID-Technologie	Okt 12	FV Berlin, HH-H	25	nein	7,50% + Bonus	I	87,50	32,5%	FMS	***
Golfino (2017)	Bekleidung A1MA9E	Mrz 12	Entry Standard	12	ja	7,25%	B+ ⁸⁾ (CR)	79,95	30,8%	Oddo Seydler Bank (AS), DICAMA (LP)	**
KTG Agrar II (2017)	Agrarrohstoffe A1H3VN	Jun/Dez 11, Feb 13, Feb/Dez 14	Entry Standard	210	ja	7,13%	BB- ⁸⁾	78,00	29,7%	equinet Bank	***
Alno (2018)	Küchenmöbel A1R1BR	Apr 13	Entry Standard	45	ja	8,50%	B- ³⁾⁸⁾ (SR)	70,00	28,2%	Oddo Seydler Bank	**
Wild Bunch (vorm. Senator Ent. II) (2016)	Medien A14J6U	Mrz 15	FV FRA	15	ja	12,00%		100,25	28,0%	quirin bank	**
VST Building Tech. (2019)	Bautechnologie A1HPZD	Sep/Okt 13	Entry Standard	8	nein	8,50%	CC ⁸⁾ (CR)	59,96	27,1%	VEM Aktienbank	*

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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
3W Power II (2019)	Energie A1ZJZB	Aug 14	FV FRA	50	ja	6,00%	 	65,01	25,7%	Oddo Seydler Bank	 * 1
Steilmann-Boecker II (2018)	Modehändler A12UAE	Sep 14	FV FRA	33	ja	7,00%	BBB- ⁸⁾ (CR)	68,10	25,0%	Oddo Seydler Bank	***
Sanders II (2018)	Bettenzubehör A1X3MD	Okt 13/Jul 14	Entry Standard	22	ja	8,75%	B+ ⁸⁾ (CR)	72,75	24,2%	Oddo Seydler Bank (AS), Steubing (LP)	**
Sanha (2018)	Heizung & Sanitär A1TNA7	Mai 13/Jan 14	Entry Standard	38	ja	7,75%	B+ ⁸⁾ (CR)	76,00	22,1%	equinet Bank	***
KTG Agrar III (2019)	Agrarrohstoffe A11QGQ	Okt 14	Entry Standard	45	nein	7,25%	BB- ⁸⁾ (CR)	67,55	20,7%	Scheich & Partner (AS), Wegerich & Cie ¹¹⁾ (LP)	***
Homann (2017)	Holzwerkstoffe A1R0VD	Dez 12/Jun 13	Prime Standard	100	ja	7,00%	B ⁸⁾ (CR)	82,01	19,6%	Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	***
Timeless Homes (2020)	Immobilien A1R09H	Jun 13	PM DÜS (C)	10	n. bek.	9,00%		73,45	19,1%	Eigenemission	*
Wöhrl (2018)	Modehändler A1R0YA	Feb 13	Entry Standard	30	ja	6,50%	BB- ⁸⁾ (EH)	80,75	19,0%	Viscardi	***
Neue ZWL Zahnradwerk I (2019)	Automotive A1YC1F	Feb 14	Entry Standard	25	ja	7,50%	B ⁸⁾ (CR)	76,00	18,5%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	**
Eyemaxx III (2019)	Immobilien A1TM2T	Mrz 13	Entry Standard	11	ja	7,88%	BB- ⁸⁾ (CR)	77,00	18,2%	VEM Aktienbank	***
Royalbeach II (2020)	Sportartikel A161LJ	Nov 15	m:access	3	nein	7,38%	BB ⁸⁾ (CR)	67,90	18,0%	Acon Actienbank	**
Eyemaxx I (2016)	Immobilien A1K0FA	Jul 11	Entry Standard	13	nein	7,50%	BBB- ³⁾⁸⁾ (CR)	95,94	18,0%	VEM Aktienbank, ICF	****
Eyemaxx IV (2020)	Immobilien A12T37	Sep 14	Entry Standard	19	nein	8,00%	BB- ⁸⁾ (CR)	73,00	17,8%	ICF	***
gamigo (2018)	Online-Spiele A1TNJY	Jun 13	FV FRA	5	nein	8,50%	B+ ⁹⁾ (CR)	85,15	17,2%	Kochbank (AS), GBC (LP)	***
Neue ZWL Zahnradwerk II (2021)	Automotive A13SAD	Feb 15	Entry Standard	25	ja	7,50%	B ⁸⁾ (CR)	70,85	16,5%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	**
Metalcorp (2018)	Metallhändler A1HLTD	Jun 13/Mai 14	Entry Standard	31	ja	8,75%	BB ⁸⁾ (CR)	87,00	15,7%	Schnigge (AS), DICAMA (LP)	**
Enterprise Holdings II (2020)	Finanzdienstleister A1ZWPT	Mrz 15	Entry Standard	19	nein	7,00%	BBB- ³⁾⁸⁾ (CR)	76,24	15,2%	VEM Aktienbank	***
SeniVita Soz. GS (2019/unbegr.)	Pflegeeinrichtungen A1XFUZ	Mai 14	FV FRA	22	nein	8,00%	BB ⁸⁾ (CR)	83,00	14,9%	ICF, Blättchen FA	***
Valensina (2016)	Fruchtsäfte A1H3YK	Apr 11/Aug 12	FV DÜS	65	ja	7,38%	BB- ⁹⁾ (CR)	98,63	14,5%	Conpair	***
SeniVita Sozial (2016)	Pflegeeinrichtungen A1KQ3C	Mai 11	Entry Standard	14	ja	6,50%	BB ⁸⁾ (CR)	98,25	14,5%	quirin bank	***
Solar8 Energy (2021)	Erneuerbare Energien A1H3F8	Mrz/Apr 11	FV DÜS	10	ja	3,00%	BB- ⁹⁾ (CR)	61,00	14,2%		*
Air Berlin V (2019)	Logistik AB100N	Mai 14	FV FRA	82	ja	5,63%	 	82,00	13,0%		*
Peach Property (2016)	Immobilien A1KQ8K	Jul 11	Entry Standard	46	nein	6,60%	BB+ ³⁾⁸⁾ (CR)	98,00	12,8%	equinet Bank	***
Alfmeier Präzision (2018)	Automotive A1X3MA	Okt 13	Entry Standard	30	ja	7,50%	BB ⁸⁾ (CR)	88,50	12,8%	Steubing (AS), DICAMA (LP)	***
eterna Mode (2017)	Modehändler A1REXA	Sep 12/Jun 13	Bondm	53	ja	8,00%	B+ ⁸⁾ (CR)	93,25	12,7%	Fion	***
Photon Energy (2018)	Erneuerbare Energien A1HELE	Mrz 13	FV FRA	5	nein	8,00%	BB- ⁹⁾ (CR)	92,95	12,4%	Eigenemission	**
Seidensticker (2018)	Bekleidung A1K0SE	Mrz 12	PM DÜS (C)	30	ja	7,25%	B+ ⁹⁾ (CR)	91,50	12,1%	Schnigge	 **

Unternehmen (Laufzeit)	Branche WKN	Zeitraum der Platzierung	Plattform ¹⁾	(Ziel-) Volumen in Mio. EUR	Voll- platziert	Kupon	Rating (Rating- agentur) ⁶⁾	Kurs aktuell	Rendite p.a. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
KTG Energie (2018)	Biogasanlagen A1ML25	Sep 12	Entry Standard	50	ja	7,25%	BB+ ⁸⁾ (CR)	90,00	11,9%	Schnigge (AS), equinet Bank (LP)	 ****
Vedes II (2019)	Spiele & Freizeit A11QJA	Jun 14	Entry Standard	20	ja	7,13%	BB+ ³⁾⁸⁾ (Feri)	88,00	11,6%	Steubing	***
Sanochemia (2017)	Pharmazie A1G7JQ	Aug 12	Entry Standard	10	nein	7,75%	B- ⁸⁾ (CR)	95,00	11,6%	Lang & Schwarz	***
DEMIRE (2019)	Immobilien A12T13	Sep 14/Mrz 15	FV FRA	100	ja	7,50%		89,50	11,4%	Oddo Seydler Bank	***
FCR Immobilien (2019)	Immobilien A1YC5F	Okt 14	FV FRA	5	nein	8,00% + Bonus	1	102,00	11,3%	Eigenemission	**** ****
Stern Immobilien (2018)	Immobilien A1TM8Z	Mai 13	Entry Standard & m:access	17	nein	6,25%	BBB- ³⁾⁸⁾ (SR)	90,50	11,2%	VEM Aktienbank	*** ***
HanseYachts II (2019)	Boots- und Yachtbau A11QHZ	Mai 14	Entry Standard	13	nein	8,00%		92,05	11,0%	Steubing	***
Air Berlin II (2018)	Logistik AB100B	Apr 11/Jan 14	Bondm	225	ja	8,25%		95,78	10,8%		*
Enterprise Holdings I (2017)	Finanzdienstleister A1G9AQ	Sep 12	Entry Standard	20	ja	7,00%	BBB ³⁾⁸⁾ (CR)	95,00	10,5%	VEM Aktienbank	****
PNE Wind (2018)	Erneuerbare Energien A1R074	Mai/Sep 13	Prime Standard	100	ja	8,00%	BB- ⁸⁾ (CR)	96,01	10,2%	M.M. Warburg (AS), Oddo Seydler Bank	***
Mitec Automotive (2017)	Automotive A1K0NJ	Mrz 12	Bondm	25	nein	7,75%	BB- ³⁾⁸⁾ (SR)	97,75	10,0%	FMS	***
Eyemaxx II (2017)	Immobilien A1MLWH	Apr 12	Entry Standard	12	nein	7,75%	BBB- ³⁾⁸⁾ (CR)	96,96	9,8%	VEM Aktienbank	****
Air Berlin IV (2019)	Logistik AB100L	Mai 14	FV FRA	170	ja	6,75%		93,00	9,5%		*
BeA Behrens II (2020)	Baumaterial A161Y5	Nov 15	Entry Standard	22	nein	7,75%	B (EH)	95,53	9,1%	quirin bank	***
BioEnergie Taufkirchen (2020)	Energieversorger A1TNHC	Jul 13	m:access	15	ja	6,50%	BBB- ³⁾⁸⁾ (SR)	91,02	9,0%	GCI Management Consulting	***
Procar I (2016)	Autohandel A1K0U4	Okt 11	FV DÜS	12	nein	7,75%	BB ⁸⁾ (CR)	99,20	9,0%	Conpair	***
SeniVita Social WA (2020)	Pflegeeinrichtungen A13SHL	Mai 15	FV FRA	32	nein	6,50%	BB ³⁾ (EH)	92,50	8,7%	ICF	***
Cloud No. 7 (2017)	Immobilien A1TNGG	Jun/Jul 13	Bondm	30	ja	6,00%	BBB ³⁾⁸⁾ (CR)	96,70	8,6%	Blättchen FA	****
JDC Pool (2020)	Finanzdienstleister A14J9D	Mai/Jun 15	FV FRA	15	ja	6,00%	1	92,00	8,3%	Steubing	**
Lang & Cie RE (2018)	Immobilien A161YX	Aug 15	FV FRA	15	ja	6,88%	1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	97,50	8,1%	ICF	***
BeA Behrens I (2016)	Baumaterial A1H3GE	Feb/Mrz 11	Bondm	21	ja	8,00%	B (EH)	100,00	8,0%	One Square Advisors	*
Accentro (vorm. Estavis) (2018)	Immobilien A1X3Q9	Nov 13	FV FRA	10	nein	9,25%	! ! ! ! !	103,45	7,8%	Oddo Seydler Bank	! ***
IPM (2018)	Immobilien A1X3NK	Okt 13	FVS&FRA	15	ja	5,00%	 	93,50	7,7%	Oddo Seydler Bank	 ***
KSW Immobilien (2019)	Immobilien A12UAA	Okt 14/Jun 15	Entry Standard	25	ja	6,50%	BBB- ³⁾⁸⁾ (CR)	96,20	7,7%	ICF (AS), FMS (LP)	**** ****
GEWA 5 to 1 (2018)	Immobilien A1YC7Y	Mrz 14	Entry Standard	35	ja	6,50%	BBB ³⁾⁸⁾ (CR)	98,00	7,6%	equinet Bank (AS), FMS (LP)	**** ****
ALBIS Leasing (2016)	Finanzdienstleistung A1CR0X	Sep 11	MSB	50	nein	7,63%	BB ³⁾⁹⁾ (CR)	100,00	7,5%	mwb Fairtrade	 ***
GIF (2016)	Automotive A1K0FF	Sep 11	FV DÜS	4	nein	8,50%	BB+ ⁹⁾ (CR)	100,48	7,5%	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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
Edel I (2016)	Medien & Unterhaltung	Mai 11	FV FRA	12	nein	7,00%	 	99,85	7,5%	Acon Actienbank	***
Minaya Capital WA (2018)	Beteiligungen A1X3H1	Aug 13	PM DÜS (C)	3	ja	7,00%	1 1 1 1 1 1	99,00	7,4%	Acon Actienbank	***
Constantin II (2018)	Medien & Sport A1R07C	Apr 13	Entry Standard	65	ja	7,00%		99,33	7,3%	Oddo Seydler Bank	***
IPSAK (2019)	Immobilien A1RFBP	Nov 12	Bondm	30	ja	6,75%	BBB ³⁾⁸⁾ (SR)	98,10	7,3%	Rödl & Partner	****
posterXXL (2017)	Fotodienstleister A1PGUT	Jul 12	m:access	6	nein	7,25%	BB ⁸⁾ (CR)	100,00	7,3%	Conmit	***
Underberg II (2021)	Spirituosen A11QR1	Jul 14	FV FRA	30	ja	6,13%	B+ ⁸⁾ (CR)	95,53	7,2%	Oddo Seydler Bank	***
Procar II (2019)	Autohandel A13SLE	Dez 14	FV DÜS	10	ja	7,25%	BB ⁸⁾ (CR)	100,00	7,2%	Schnigge	***
Adler Real Estate I (2018)	Immobilien A1R1A4	Mrz/Apr 13	Entry Standard	35	ja	8,75%	BB- ⁹⁾ (SR)	103,00	7,2%	Oddo Seydler Bank	***
Ferratum (2018)	Finanzdienstleister A1X3VZ	Okt 13	Entry Standard	25	ja	8,00%	BBB ³⁾⁸⁾ (CR)	102,25	7,0%	ICF	****
Adler Real Estate II (2019)	Immobilien A11QF0	Mrz/Jul 14, Jan 15	Prime Standard	130	ja	6,00%	BB- ⁹⁾ (SR)	97,75	6,9%	Oddo Seydler Bank	***
Hörmann Finance (2018)	Automotive A1YCRD	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%	BB- ⁸⁾	98,50	6,8%	equinet Bank	***
Deutsche Rohstoff (2018)	Rohstoffe A1R07G	Jul/Sep 13	Entry Standard	51	nein	8,00%	BB+ ⁸⁾ (CR)	103,03	6,7%	ICF	***
Stauder II (2022)	Bierbrauerei A161L0	Jun 15	FV FRA	10	ja	6,50%	B+ ⁸⁾ (CR)	99,00	6,7%	ICF	***
Adler Real Estate III (2020)	Immobilien A14J3Z	Apr/Okt 15	Prime Standard	350	ja	4,75%	BB- ⁹⁾ (SR)	93,86	6,6%	Oddo Seydler Bank	***
Euroboden (2018)	Immobilien A1RE8B	Jul 13	PM DÜS (C)	6	nein	7,38%	BB- ³⁾⁸⁾ (SR)	102,00	6,4%	SCALA CF	***
Underberg III (2020)	Spirituosen A13SHW	Jul 15	FV FRA	30	ja	5,38%	B+ ⁸⁾ (CR)	96,50	6,4%	Oddo Seydler Bank	***
Edel II (2019)	Medien & Unterhaltung A1X3GV	Mrz 14	FV FRA	17	nein	7,00%		101,95	6,3%	Acon Actienbank	***
Underberg IV (2018)	Spirituosen A168Z3	Dez 15	FV FRA	20	ja	5,00%	B+ ⁸⁾ (CR)	97,00	6,2%	Oddo Seydler Bank	***
Energiekontor I (2021)	Erneuerbare Energien A1K0M2	Sep 11	FV FRA	8	ja	6,00%		101,00	6,1%		**
mybet Holding WA (2020)	Beteiligungen A1X3GJ	Dez 15	FV FRA	5	ja	6,25%		101,00	6,1%	Oddo Seydler Bank	**
DEWB (2019)	Industriebeteiligungen A11QF7	Apr 14	FV FRA	10	ja	6,00%		100,00	6,0%	Oddo Seydler Bank	***
ETL Freund & Partner (2017)	Finanzdienstleistung A1EV8U	Nov 10	FV S	25	ja	7,50%	BBB+9) (CR)	102,50	6,0%	FMS, equinet Bank	***
paragon (2018)	Automotive A1TND9	Jun 13/Mrz 14	Entry Standard	13	ja	7,25%	BB+ ⁸⁾ (CR)	102,98	5,8%	Oddo Seydler Bank	***
Energiekontor II (2018/22)	Erneuerbare Energien A1MLW0	Jul 12	FV FRA	11	ja	6,00%		102,31	5,8%		**
3W Power WA (2020)	Energie A1Z9U5	Nov 15	FV FRA	14	ja	5,50%	1	100,00	5,5%	Oddo Seydler Bank	**
Katjes II (2020)	Beteiligungen A161F9	Mai 15	Entry Standard	60	ja	5,50%	BB ⁸⁾ (CR)	101,25	5,2%	Bankhaus Lampe (AS), IKB (LP)	***
SNP (2020)	Firmensoftware	Mrz 15	FV FRA	10	ja	6,25%	: 	104,00	5,1%	Wegerich & Cie ¹¹⁾	***

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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
Karlsberg Brauerei (2017)	Bierbrauerei A1REWV	Sep 12	Entry Standard	30	ja	7,38%	BB ⁸⁾ (CR)	103,50	5,0%	IKB	***
Hahn-Immobilien (2017)	Immobilien A1EWNF	Sep 12	PM DÜS (C)	20	ja	6,25%	BBB- ³⁾⁹⁾ (SR)	101,95	5,0%	Schnigge	***
DIC Asset II (2018)	Immobilien A1TNJ2	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	100	ja	5,75%	1	102,05	4,8%	Baader Bank	***
FC Schalke 04 (2019)	Fußballverein A1ML4T	Jun 12/Sep 13	Entry Standard	50	ja	6,75%	BB- ⁸⁾ (CR)	105,93	4,8%	equinet Bank	***
Helma II (2018)	Baudienstleister A1X3HZ	Sep 13/Mrz 14	Entry Standard	35	ja	5,88%	BBB ⁸⁾ (CR)	102,53	4,8%	Steubing	***
Stauder I (2017)	Bierbrauerei A1RE7P	Nov 12	Entry Standard	10	ja	7,50%	B+ ⁸⁾ (CR)	104,52	4,7%	Oddo Seydler Bank (AS), Conpair (LP)	**
UBM Development I (2019)	Immobilien A1ZKZE	Jul/Dez 14, Mrz 15	Entry Standard & FV Wien	200	ja	4,88%		100,75	4,6%	IKB, Steubing & quirin (Aufstockung)	***
MS Spaichingen (2016)	Maschinenbau A1KQZL	Jun/Jul 11	Entry Standard	23	nein	7,25%	BBB- ⁸⁾ (CR)	101,00	4,6%	Oddo Seydler Bank	***
Berentzen (2017)	Spirituosen A1RE1V	Okt 12	Entry Standard	50	ja	6,50%		103,00	4,6%	Oddo Seydler Bank	***
DIC Asset III (2019)	Immobilien A12T64	Sep 14/Apr 15	Prime Standard	175	ja	4,63%		100,40	4,5%	Bankhaus Lampe (AS), Oddo Seydler Bank (LP)	***
UBM Development II (2020)	Immobilien A18UQM	Dez 15	Entry Standard & FV Wien	75	ja	4,25%	 	99,56	4,4%	quirin bank	**
S&T (2018)	IT-Dienstleister A1HJLL	Mai 13	Entry Standard	15	ja	7,25%	BBB- ⁹⁾ (CR)	105,97	4,4%	Oddo Seydler Bank	**
TAG Immobilien I (2018)	Immobilien A1TNFU	Jul 13/Feb 14	Prime Standard	310	ja	5,13%	, 	102,50	4,1%	Oddo Seydler Bank	***
publity WA (2020)	Immobilien A169GM	Nov & Dez 15	FV FRA	30	ja	3,50%		99,00	3,7%	quirin bank	**
DSWB I (2020)	Studentenwohnheime A1ZW6U	Jun/Nov 15	FV FRA	77	nein	4,68%	BBB ³⁾ (CR)	105,00	3,4%	IKB, equinet, BankM (Co-Lead)	**
Fair Value-REIT WA (2020)	Immobilien A13SAB	Jan 15	FV FRA	8	ja	4,50%	 	105,00	3,1%	Oddo Seydler Bank	*
ATON Finance (2018)	Industriebeteiligungen A1YCQ4	Nov 13	Prime Standard	200	ja	3,88%	1 1 1 1 1	102,00	3,1%	Deutsche Bank	**
TAG Immobilien II (2020)	Immobilien A12T10	Jun 14	Prime Standard	125	ja	3,75%	 	103,00	3,0%	Oddo Seydler Bank	**
Bastei Lübbe (2016)	Verlagswesen A1K016	Okt 11	FV DÜS	30	ja	6,75%	BBB+ ⁹⁾ (CR)	102,50	3,0%	Conpair	**
Nordex (2016)	Erneuerbare Energien A1H3DX	Apr 11	FV FRA	150	ja	6,38%	 	100,48	3,0%	Commerzbank, UniCredit	**
SG Witten/Herdecke (2024)	Studiendarlehen A12UD9	Nov 14	PM DÜS (B)	8	ja	3,60%	 	105,00	2,9%	SCALA CF	*
SAF-Holland (2018)	Automobilzulieferer A1HA97	Okt 12	Prime Standard	75	ja	7,00%	BBB ⁸⁾	108,50	2,9%	IKB	**
Deutsche Börse III (2041)	Börsenbetreiber A161W6	Aug 15	Prime Standard	600	ja	2,75%	AA (S&P)	101,42	2,7%	Deutsche Bank (AS), BNP, Goldman Sachs, Morgan Stanley	**
Dürr II (2021)	Automobilzulieferer A1YC44	Mrz 14	FV FRA	300	ja	2,88%	 	105,28	1,8%	Deutsche Bank, HSBC	*
Porr II (2018)	Baudienstleister A1HSNV	Nov 13	Entry Standard	50	ja	6,25%		112,23	1,7%	Steubing	*
RWE (2021)	Energiedienstleister A0T6L6	Feb 09	Prime Standard	1.000	ja	6,50%	BBB ⁸⁾ (S&P)	125,27	1,6%	Oddo Seydler Bank	*
Hallhuber (2016)	Modehändler A1TNHB	Jun 13	PM DÜS (C)	30	ja	7,25%	BB- ⁹⁾	103,90	1,5%	IKB	*

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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
MTU (2017)	Technologie A1PGW5	Jun 12	Prime Standard	250	ja	3,00%	Baa3 ³⁾ (Moody's)	102,30	1,3%	Oddo Seydler Bank	* * *
Deutsche Börse IV (2025)	Börsenbetreiber A1684V	Okt 15	Prime Standard	500	ja	1,63%	AA (S&P)	105,67	1,0%	Goldman Sachs, J.P. Morgan (AS), UBS	*
Porr I (2016)	Baudienstleister A1HCJJ	Nov 12	Entry Standard	50	ja	6,25%		104,53	1,0%	Oddo Seydler Bank	* *
InCity Immobilien II (2019)	Immobilien A13R8D	Okt 14	FV FRA	2	nein	5,00%		115,00	0,9%	Eigenemission	*
Underberg I (2016)	Spirituosen A1H3YJ	Apr 11/Jun 12	FV DÜS	70	ja	7,13%	B+ ⁸⁾ (CR)	101,05	0,9%	Conpair	*
Deutsche Börse I (2022)	Börsenbetreiber A1RE1W	Okt 12	Prime Standard	600	ja	2,38%	AA (S&P)	111,50	0,6%	Deutsche Bank, BNP, Citi	*
Deutsche Börse II (2018)	Börsenbetreiber A1R1BC	Mrz 13	Prime Standard	600	ja	1,13%	AA (S&P)	101,99	0,2%	Commerzbank, DZ Bank, JP Morgan	*
Scholz (2017)	Recycling A1MLSS	Feb 12/Feb 13	Entry Standard	183	ja	8,50%	C ⁸⁾ (EH)	4,58	n.ber.	Oddo Seydler Bank (AS), Blättchen & Partner (LP)	*
HPI WA (2024/unbegr.)	Industriedienstleister A1MA90	Dez 11/Okt 13	FV FRA	6	ja	3,50%		10,00	n.ber.	Süddeutsche Aktienbank	*
Kézizálog (2018)	Finanzdienstleister A1HQFG	Okt 13	FV FRA	10	nein	7,75%	BB+ ⁹⁾ (CR)	n.bek.	n.ber.	Eigenemission	*
German Pellets GS (2021/unbegr.)	Brennstoffe A141BE	Nov 15	FV S	14	nein	8,00%	D ⁸⁾ (CR)	1,50	in Insolvenz	quirin bank	*
German Pellets III (2019)	Brennstoffe A13R5N	Nov 14	Prime Standard	100	ja	7,25%	D ⁸⁾ (CR)	1,85	in Insolvenz	quirin bank	*
German Pellets II (2018)	Brennstoffe A1TNAP	Jul/Aug 13	Bondm	72	ja	7,25%	D ⁸⁾ (CR)	1,81	in Insolvenz	quirin bank	*
German Pellets I (2016)	Brennstoffe A1H3J6	Mrz/Apr 11	Bondm	52	ja	7,25%	D ⁸⁾ (CR)	2,40	in Insolvenz	quirin bank	*
friedola (2017)	Freizeitartikel A1MLYJ	Apr 12	FV DÜS	13	nein	7,25%	B- ⁹⁾ (SR)	2,50	in Insolvenz	Conpair	*
DF Deutsche Forfait (2020)	Exportfinanzierer A1R1CC	Mai 13	Entry Standard	30	ja	2,00%	D ⁸⁾ (SR)	15,90	in Insolvenz	equinet Bank	*
MBB (2019)	Erneuerbare Energien	Mai 13	FV DÜS	n.bek.	nein	6,25%	BBB ³⁾⁹⁾ (CR)	n.bek.	in Insolvenz	Donner & Reuschel (AS), FMS (LP)	*
Penell (2019)	Elektronikdienstleister A11QQ8	Jun 14	FV DÜS	5	ja	7,75%	CC ³⁾⁹⁾ (Feri)	2,54	in Insolvenz	DICAMA	*
MS Deutschland (2017)	Tourismus A1RE7V	Dez 12	FV FRA	50	nein	6,88%	D ³⁾⁹⁾ (Feri)	7,61	in Insolvenz	quirin Bank	*
MT-Energie (2017)	Biogasanlagen A1MLRM	Apr 12	FV DÜS	14	nein	8,25%	D ⁹⁾ (CR)	9,20	in Insolvenz	ipontix	*
MIFA (2018)	Fahrradhersteller A1X25B	Aug 13	FV FRA	25	ja	7,50%	CC ³⁾⁹⁾ (Feri)	3,06	in Insolvenz	equinet Bank	*
Mox Telecom (2017)	Telekommunikation A1RE1Z	Okt 12	FV S	35	ja	7,25%	BBB ⁹⁾ (CR)	3,13	in Insolvenz	FMS	*
Strenesse (2017)	Modehändler A1TM7E	Mrz 13	FV FRA	12	ja	9,00%		42,50	in Insolvenz	Oddo Seydler Bank	*
Rena II (2018)	Technologie A1TNHG	Jun/Jul 13	FV FRA	34	nein	8,25%	D ⁹⁾ (EH)	4,00	in Insolvenz	IKB	*
Rena I (2015) ¹²⁾	Technologie A1E8W9	Dez 10	FV S	43	nein	7,00%	D ⁹⁾ (EH)	3,76	in Insolvenz	Blättchen FA	*
Zamek (2017)	Lebensmittel A1K0YD	Mai 12/Feb 13	FV DÜS	45	ja	7,75%	D ⁹⁾ (CR)	1,55	in Insolvenz	Conpair	*
hkw (2016)	Personaldienstleister A1K0QR	Nov 11	FV DÜS	10	ja	8,25%	BBB- ⁹⁾ (CR)	3,65	in Insolvenz	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. ⁵⁾	Technische Begleitung durch ⁷⁾	Chance/ Risiko ^{2),}
S.A.G. I (2015) ¹³⁾	Energiedienstleistung A1E84A	Nov/Dez 10	FV FRA	25	ja	6,25%	BB+ ⁹⁾ (CR)	30,02	in Insolvenz	Baader Bank	* * -
S.A.G. II (2017)	Energiedienstleistung A1K0K5	Jul 11	FV FRA	17	nein	7,50%	BB+ ⁹⁾ (CR)	29,01	in Insolvenz	Schnigge (AS), Wegerich & Cie ¹¹⁾ (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)	3,75	in Insolvenz	mwb Fairtrade	*
FFK Environment (2016)	Ersatzbrennstoffe A1KQ4Z	Mai 11	FV DÜS	16	nein	7,25%	D ⁹⁾ (CR)	3,55	in Insolvenz	biw, GBC	*
getgoods.de (2017)	E-Commerce A1PGVS	Sep 12/ Jun & Okt 13	FV S	60	ja	7,75%	D ⁹⁾ (CR)	0,20	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 ⁹⁾ (CR)	1,86	in Insolvenz	FMS	*
Solen (Payom) (2016)	Erneuerbare Energien A1H3M9	Apr 11	FV S	28	nein	7,50%	B- ⁹⁾ (CR)	1,46	in Insolvenz	FMS	 *
Windreich II (2016)	Erneuerbare Energien A1H3V3	Jul 11	FVS	75	ja	6,50%	BB+ ⁹⁾ (CR)	7,18	in Insolvenz	FMS	*
	1		Summe	10.996	Ø	6,83%	! ! !				
	1	1	Median	25,0		7,25%	BB-	1	8,6%		

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.

Impressum

Redaktion: Bond*Guide* Media GmbH: Falko Bozicevic (V.i.S.d.P.), Michael Fuchs, Thomas Müncher

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Dr. Christian Becker, Prof. Wolfgang Blättchen, Felicitas Boehm, Dr. Anne de Boer, Sascha Borowski, Felix Dornaus, Dr. Jan-Peter Firnges, Frank Günther, Manuel Hölzle, Valeria Hoffmann, René Krümpelmann, Dr. Thorsten Kuthe, Peter Mattil, Ralf Meinerzag, Robert Michels, Uwe Nespethal, Lutz Pospiech, Manuel Rekittke, Volker Riedel, André Röhrle, Tarek Saber, Prof. Dr. Dirk Schiereck, Martin Schmeißer, Maximilian Schneider, Dr. Tim Thabe, Manuela Tränkel, Dr. Markus Walchshofer, Ingo Wegerich, Andrew Wilson, Richard Woolnough, Sebastian Zank Interviewpartner: Tobias Fischer, Hans-Jürgen Friedrich, Siegfried Hofreiter, Fritz Homann, Iram Kamal, Dr. Bernd Kirsten, Kamil Kowalewski, Dr. Karl Kuhlmann, Dr. Michael Müller, Dr. Michael Munsch, Thomas Olek, Remco Westermann, Dr. Thomas Wolfensberger, Jörg Zochert

Verlag: BondGuide Media GmbH, Taunusanlage 19 60325 Frankfurt am Main, HRB: 104008, Amtsgericht Frankfurt/Main 069/740 87 668, info@bondguide.de; www.bondguide.de Gestaltung: Andreas Potthoff

Ansprechpartner Anzeigen: Christine Fettich; Tel.: 089/2000 339-21 Gültig ist die Preisliste Nr. 3 vom 15. April 2013

Erscheinungstermine Online-Newsletter 2016: 4.3., 18.3., 1.4., 15.4., 29.4., 13.5., 27.5., 10.6., 24.6., 8.7., 22.7., 5.8., 19.8., 2.9., 16.9., 30.9., 14.10., 28.10., 11.11., 25.11., 16.12. (14-tägig)

Kostenlose Registrierung unter www.bondguide.de

Druck: Druckerei Joh. Walch GmbH & Co KG, Augsburg

Nachdruck: © 2016 Bond Guide Media GmbH, Frankfurt. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Bond Guide Media GmbH 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 BondGuide Media GmbH 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 Bond*Guide* genannten Unternehmen können zum Zeitpunkt der Erscheinung der Publikation von einem oder mehreren Mitarbeitern der Redaktion und/oder Mitwirkenden gehalten werden, hier wird jedoch auf potentielle Interessenkonflikte hingewiesen.

Weitere Informationen zum Haftungsausschluss und v.a. zu Anlageentscheidungen finden Sie unter www.bondguide.de/impressum.

⁴⁾ Nachplatzierung läuft; ⁵⁾ Rendite p.a. bis zur Endfälligkeit teilweise nur noch hypothetisch (drohender Ausfall, Stundung, Laufzeitverlängerung o.ä.; 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); ⁶⁾ Folgerating; ⁶⁾ Rating abgelaufen/nicht aktuell; ¹⁰⁾ unbeauftragte, überwiegend quantitative (Financial Stength) Ratings; ¹¹⁾ vormals youmex Invest AG; ¹²⁾ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 15.12.2015 hinaus bewilligt; ¹³⁾ Antrag auf Fortsetzung der börsenmäßigen Handelbarkeit über die reguläre Endfälligkeit am 14.12.2015 hinaus bewilligt, mindestes bis zum Abschluss des Insolvenzverfahrens (nicht vor 2017);) Skala von * bis ***** (am besten); Quelle: Eigene Recherchen, OnVista, Unternehmensangaben u.a.

League Tables der wichtigsten Player am Bondmarkt seit 2009

TOP 3 Banken/Sales/Platzierung: ¹⁾						
Bank/Platzierer		Bank/Platzierer				
(Anzahl der Emissionen seit	2009)	(Anzahl der Emissioner	seit 2013)			
Oddo Seydler	51	Oddo Seydler	30			
Wegerich & Cie ³⁾	25	Steubing	16			
equinet	20	quirin	11			

TOP 3 Advisory/Corporate Finance:						
Advisor		Advisor				
(Anzahl der Emissionen se	eit 2009)	(Anzahl der Emission	nen seit 2013)			
Conpair	17	Conpair	9			
FMS	15	DICAMA	7			
DICAMA	11	SCALA CF	4			

TOP 3 Kanzleien:							
Kanzlei (Anzahl der Emissionen seit		Kanzlei (Anzahl der Emissionen seit	2013)				
Norton Rose	46	Norton Rose	25				
Heuking Kühn Lüer Wojtek	26	Heuking Kühn Lüer Wojtek	13				
GSK, Mayrhofer & Partner	je 15	GSK	9				

TOP 3 Technische Begleitung der Emission: ²⁾						
Begleiter (Anzahl der Emissionen sei		Begleiter (Anzahl der Emissionen se	it 2013)			
Oddo Seydler	44	Oddo Seydler	30			
FMS	15	Steubing	13			
Steubing, equinet, quirin	je 14	quirin	11			

¹⁾ sofern Daten vorhanden

³⁾ vormals youmex Invest AG

TOP 3 Kommunikationsagenturen:							
Agentur (Anzahl der Emissionen seit 2009)	Agentur (Anzahl der Emissionen seit 2013)						
Biallas 24	Better Orange 16						
Better Orange 23	IR.on, Instinctif Partners je 8						
IR.on 19	edicto 7						

Hinweis: Berücksichtigt sind ausschließlich die in der Mastertabelle (S. 74–80) notierten Anleihen.

Handelsvoraussetzungen & Folgepflichten: die Plattformen im Vergleich

	Bondm Stuttgart	Entry Standard FWB	1		1	Mittelstands- Börse HH-H
Zielvolumen ¹⁾	15–200 Mio. EUR	-	ab 100 Mio. EUR	ab 10 Mio. EUR	ab 10 Mio. EUR	_
Stückelung	1.000 EUR	bis 1.000 EUR	1.000 EUR	bis 1.000 EUR	bis 1.000 EUR	_
Rating	verpflichtend ²⁾	verpflichtend ²⁾	verpflichtend ²⁾	verpflichtend	nicht verpflichtend	optional
Begleitung durch	Bondm-Coach	Listing Partner	Listing Partner	Emissionsexperten	Kapitalmarktpartner	optional
Besonderheiten	ال		schluss	schluss; Unternehmen	I .	kein Branchenaus- schluss; Prospekt- zusammenfassung
bisher notiert	10	57	18	4	A (0), B (1), C (7)	3
Jahresabschluss	bis +6 Mon.	bis +6 Mon.	bis +4 Mon.	nur Kernaussagen	bis +6 Mon.	bis +6 Mon.
Zwischenbericht	bis +3 Mion.	bis +3 Mon.	+2 Mon.	_	bis +3 Mon.	_
Ad-hoc-Pflicht	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾	quasi ³⁾

¹⁾ Teilweise nicht verbindlich, nur Zielgröße; 2) Börsennotierte Unternehmen können auf ein Rating verzichten; 3) Die Anleihe betreffende News;

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

⁴⁾ Mittelstandsmarkt DÜS ist eingestellt, dafür PM DÜS A, B, C; A = risikoloser Zins + ≤2%; B = risikoloser Zins + 2 bis 4%; C = risikoloser Zins + >4% Quelle: Eigene Darstellung, u.a. Websites und Regelwerke der Betreiber; ohne Gewähr und Anspruch auf Vollständigkeit



KOMMENTAR

Von René Krümpelmann, LL.M. (Sydney), Rechtsanwalt, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Kommentar

Mehrheitsbeschluss schlägt außerordentliche Kündigung!

Der Bundesgerichtshof (BGH) (Az: XI ZR 488/14) hat entschieden, dass Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger (§ 5 Schuldverschreibungsgesetz (SchVG)) auch für solche Gläubiger derselben Anleihe gleichermaßen verbindlich sind, die diese zuvor wegen Verschlechterung der Vermögensverhältnisse der Emittentin außerordentlich gekündigt haben.

Situation

Anleiheemittenten sehen sich in Restrukturierungssituationen zunehmend mit der außerordentlichen Kündigung von Anleihegläubigern konfrontiert. In letzter Zeit mussten Gerichte vermehrt den Sachverhalt entscheiden, dass Investoren die Anleihe erst bei drohenden finanziellen Schwierigkeiten deutlich unter dem Nennwert erworben hatten und diese dann noch vor einer Restrukturierung außerordentlich kündigten. Ziel der außerordentlichen Kündigung dieser Gläubiger ist die vorzeitige Rückzahlung der Anleihe zum Nennwert (100%). Überdies wollen sie sich dadurch den Konsequenzen der Sanierungsbemühungen der Emittentin entziehen.

Verfahren

Ein Anleihegläubiger, der die Anleihe aufgrund des "Angebots einer allgemeinen Schuldenregelung zugunsten ihrer Gläubiger" (Restrukturierungssituation) seitens der Emittentin vor der Durchführung der Gläubigerversammlung außerordentlich gekündigt hatte, verklagte diese auf Rückzahlung der Anleihe zum Nennwert. Das Landgericht Frankfurt wies die Klage ab. Das Oberlandesgericht Frankfurt (OLG) entschied zugunsten des Anleihegläubigers und hielt die Kündigung für gerechtfertigt, da eine Treue- oder Sanierungspflicht der Anleihegläubiger nicht bestehe. Es widerspreche nicht der Intention des SchVG, Gläubigern in bestimmten Phasen von Restrukturierungsmaßnahmen die Möglichkeit zu gewähren, der Emittentin ihr Kapital durch Kündigung zu entziehen. Dem ist der BGH nun entgegengetreten und hat in seiner Revisionsentscheidung die Klage zugunsten der Emittentin entschieden.

Gründe

Nach Auffassung des BGH steht im vorliegenden Fall dem Anleihegläubiger kein Anspruch auf Rückzahlung der Anleihe zu, weil dieser
in Vollziehung des Beschlusses der Gläubigerversammlung auf die als
Abwicklungsstelle eingeschaltete Bank übergegangen und der Emittentin anschließend erlassen worden sei. Hatte sich das OLG noch
vertieft mit der Wirksamkeit der Kündigung auseinandergesetzt, komme es nach Ansicht des BGH auf die Wirksamkeit der Kündigung
nicht an, da ein Beschluss der Gläubigerversammlung für alle Gläubiger verbindlich sei, d.h. auch diejenigen Gläubiger umfasse, die die
von ihnen gehaltenen Anleihen zuvor gekündigt haben. Der BGH
argumentiert hierbei, dass die Kündigung per se zunächst nichts an
der Gläubigerstellung ändere. Das Schuldverhältnis sei erst dann
beendet, wenn die Forderung des Gläubigers von der Emittentin vollständig erfüllt werde. Inhalt und Umfang der in der Anleihe verbrieften
Forderung bleiben jedoch durch die Kündigung unberührt.

Weder aus den maßgeblichen Anleihebedingungen noch aus den Vorschriften des SchVG ergebe sich, dass der Fälligkeitszeitpunkt für deren Anwendbarkeit maßgeblich sei. § 5 Abs. 5 SchVG bejahe ausdrücklich die Anwendbarkeit des SchVG auch nach erfolgter Kündigung der Anleihe. Nach Ansicht des BGH sei auch der Gesetzgeber im Grundsatz von der Verbindlichkeit eines Beschlusses der Gläubiger für alle Gläubiger ausgegangen, auch die, die die Anleihe gekündigt haben. Weiterhin argumentiert der BGH auch mit dem Sinn und Zweck des SchVG: Danach diene das SchVG dem Ziel, alle Anleihegläubiger gleichmäßig an der vorinsolvenzrechtlichen Sanierung zu beteiligen. Andernfalls wären die Sanierungsbemühungen ernsthaft gefährdet und das SchVG würde seine praktische Bedeutung verlieren.

Fazit

Das Urteil des BGH stärkt ausdrücklich sich in einer Krise befindende Anleiheemittenten und deren Sanierungsbemühungen. Darüber hinaus schützt es auch die Mehrheit der Gläubiger vor einer Minderheit, die sich durch eine außerordentliche Kündigung einen finanziellen Vorteil verschaffen will.



dero:bank

Andreas Grosjean Vorstand, CEO Natalie Seebacher Head of Origination Frank Reitinger Head of Trading **Justus Linker** Co-Head of Capital Markets Sales



Weniger versprechen.

Mehr halten.

Ihr Partner rund um die Börse



Aktien





Schuldscheindarlehen



Kommunalfinanzierung

Luther.

REFINANZIERUNG VON ANLEIHEN – IHR LUTHER-EXPERTENTEAM

Ein Expertenteam mit ausgewiesenen Spezialisten aller Rechtsbereiche, die für eine erfolgreiche Refinanzierung einer Anleihe unerlässlich sind:

- Prospektrecht, Anleihen, Schuldverschreibungsrecht, Gläubigerversammlungen
- Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktorientiertes Gesellschaftsrecht, Hauptversammlungen
- Recht der Finanzierung
- Steuerrecht
- Restrukturierung und Insolvenzrecht

Weitere Vorteile von Luther auf einen Blick:

- Verankerung im Mittelstand
- Betreuung zahlreicher familiengeführter Unternehmen
- In Ihrer Nähe durch 10 Standorte in Deutschland
- Gut im Markt vernetzt, u. a. auch bei institutionellen Anleihe-Investoren
- Kooperation mit großer Platzierungsplattform (in 2015 Finanzprodukte im Volumen von über 1,25 Mrd. Euro platziert)

IHRE **Experten**



Ingo Wegerich Rechtsanwalt, Partner

- Prospektrecht, Anleihen
- Schuldverschreibungsrecht
- Gläubigerversammlungen



Stephan Gittermann Rechtsanwalt, Partner

- Gesellschaftsrecht
- Kapitalmarktorientiertes Gesellschaftsrecht
- Hauptversammlungen



Peter Fabry Rechtsanwalt, Steuerberater, Fachanwalt für Steuerrecht, Partner

- Steuerrecht
- Restrukturierung



Christoph Schauenburg, LL.M. (London) Rechtsanwalt, Partner

- Recht der Finanzierung
- Kreditrecht



Reinhard Willemsen Rechtsanwalt, Partner

- Restrukturierung und Insolvenz
- Distressed Assets

Ihr zentraler Ansprechpartner:

Ingo Wegerich, An der Welle 10, 60322 Frankfurt am Main,

Telefon: +49 69 27229 24875, Fax: +49 69 27229 110, Mobil: +49 152 016 24875, ingo.wegerich@luther-lawfirm.com